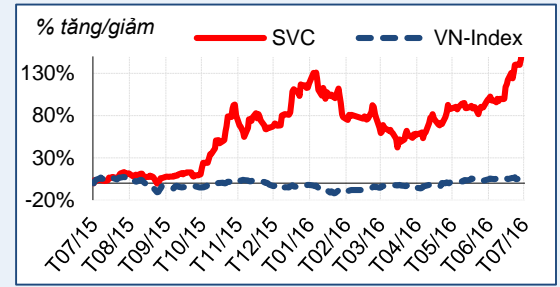


Ngày báo cáo:	11/07/2016	2013	2014	2015	
Giá hiện tại:	53.000 VND	Tăng trưởng DT	21,6%	20,5%	24,7%
Lợi suất cổ tức:	2,6%	Tăng trưởng EPS	-4,6%	21,9%	105,5%
		EPS chuẩn hóa	-4,6%	21,9%	39,4%
Ngành:	Ô tô	Biên LN gộp	6,0%	6,3%	5,0%
GT vốn hóa:	59,1 triệu USD	Biên LN ròng	0,6%	0,7%	1,1%
Room KN:	7,2 triệu USD	EPS (VND)	1.425	1.737	3.569
GTGD/ngày (30n):	0,1 triệu USD	Cổ tức/CP (VND)	1.200	1.200	1.400
Cổ phần Nhà nước:	0%	P/E	37,2x	30,5x	14,8x
SL cổ phiếu lưu hành	25 triệu	* Không bao gồm LN bất thường từ thoái vốn			



SVC có 3 mảng kinh doanh chính: dịch vụ ô tô & thương mại, BĐS và dịch vụ tài chính. Ở mảng ô tô, SVC là nhà phân phối dẫn đầu của các nhãn hiệu trung cấp và giá cả phải chăng như Toyota, Ford, Hyundai, GM, v.v.		<u>SVC</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>	Ngưỡng kháng cự ngắn hạn	56.000
	P/E (trượt)	13,7x	7,7x	13,7x	Ngưỡng hỗ trợ ngắn hạn	50.500
	P/B (hiện tại)	1,6x	32,9x	1,8x	Xu hướng ngắn hạn	TĂNG
	Nợ ròng/CSH	0,8x	0,9x	N/A	Ngưỡng kháng cự trung hạn	65.500
	ROE	10,4%	43,2%	14,1%	Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	42.500
	ROA	3,8%	17,9%	2,5%	Xu hướng trung hạn	TĂNG

Nguyễn Thảo Vy
Chuyên viên

Doanh số ô tô mạnh mẽ và hoạt động thoái vốn sẽ tiếp tục mang lại một năm tăng trưởng tích cực

CTCP Thương mại Dịch vụ Tổng hợp Sài Gòn (SVC) là công ty phân phối ô tô hàng đầu với 8,5% thị phần VAMA. SVC tiếp tục giữ vững vị thế dẫn đầu VAMA về phân phối các thương hiệu xe ô tô trung cấp. Với trên 30 năm kinh nghiệm trong ngành, SVC đã phát triển được mạng lưới đại lý chính hãng trên cả nước. Phần lớn các đại lý của SVC hoạt động với mô hình 3S, qua đó mang lại lợi thế cạnh tranh lớn cho công ty qua việc cung cấp các dịch vụ giá trị gia tăng, bảo trì, bảo dưỡng cho khách hàng.

Doanh thu năm 2015 tăng trưởng 25%, được củng cố bởi doanh số ô tô tăng mạnh. Doanh số ô tô trong nước năm 2015 tăng trưởng 55% so với năm 2014, nhờ đó mảng kinh doanh ô tô của SVC cũng đạt kết quả khả quan với doanh số tăng 32% so với năm 2014. Như vậy, tăng trưởng doanh thu từ kinh doanh ô tô đạt 33% giúp hỗ trợ tổng doanh thu tăng trưởng 25% so với năm 2014.

SVC đang mở rộng mảng kinh doanh xe ô tô du lịch và tiến tới phân phối xe tải. Bên cạnh phân phối xe các dòng xe du lịch phổ thông đang phát triển tốt, SVC còn mở rộng hoạt động kinh doanh sang phân phối xe tải với các thương hiệu Hino, Fuso và xe du lịch hạng sang với thương hiệu Volvo. Trong khi đó, qua việc mở rộng thêm mạng lưới đại lý, SVC có thể thu về nguồn doanh thu ổn định và lợi nhuận tốt hơn từ hoạt động cung cấp các dịch vụ bảo trì, bảo dưỡng và bán phụ tùng, linh kiện, vốn là các hoạt động có biên lợi nhuận cao hơn so với kinh doanh ô tô thuần túy.

Luật Thuế Tiêu thụ Đặc biệt mới có không có tác động lớn tới SVC. Đầu năm nay, Chính phủ đã thông qua hai điều chỉnh đối với Luật Thuế Tiêu thụ Đặc Biệt (thuế TTĐB), theo đó (1) Khung thuế TTĐB mới được điều chỉnh theo hướng ưu tiên ô tô nhỏ; và (2) Cách tính thuế TTĐB mới được điều chỉnh, theo đó thuế TTĐB đối với tất cả các loại xe đều tăng. Chúng tôi cho rằng các điều chỉnh này sẽ không tác động đáng kể đối với SVC.

Thoái vốn khỏi BĐS tiếp tục hỗ trợ cho lợi nhuận năm 2016. Lợi nhuận trước thuế năm 2015 của SVC tăng trưởng mạnh 73% chủ yếu nhờ khoản lợi nhuận bất thường 105 tỷ đồng nhờ thoái vốn Công ty TNHH Savico-Vinaland. Sang năm 2016, SVC sẽ ghi nhận 60 tỷ đồng nhờ bán dự án 104 Phố Quang.

Chúng tôi dự kiến lợi nhuận sẽ vượt kế hoạch thận trọng của ban lãnh đạo đề ra trong năm 2016. SVC đề ra mục tiêu LNST 2016 giảm 4%. Nếu không tính KQLN bất thường từ BĐS vào KQLN 2015 và 2016, mục tiêu này tỏ ra rất thận trọng với LNST 2016 giảm 17%. Chúng tôi xin lưu ý rằng SVC từng nhiều lần đặt mục tiêu thấp, trong đó kết quả LNST năm ngoài vượt mục tiêu 63%.

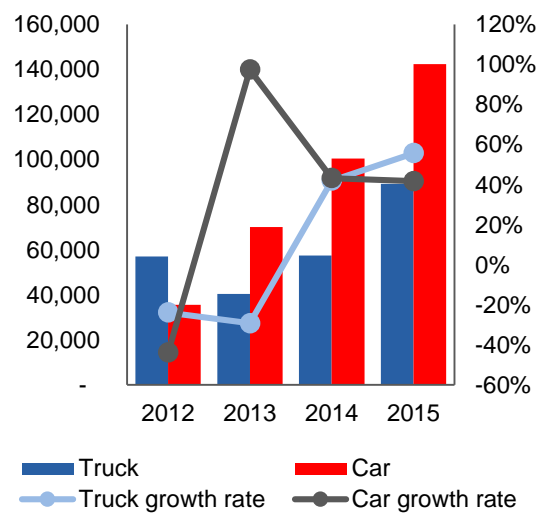
KQLN 2015: Doanh số ô tô bán ra cao và thoái vốn khỏi BĐS thành công giúp lợi nhuận tăng mạnh

Nhu cầu ô tô trong nước năm 2015 ở mức cao... Việt Nam là thị trường ô tô tăng trưởng mạnh nhất khối ASEAN nhờ tốc độ đô thị hóa cao, thu nhập bình quân tăng, và kinh tế phục hồi mạnh, cho phép người dân có thể mua ô tô để thay thế cho xe gắn máy. Xu hướng này được phản ánh rõ nét qua việc sản lượng ô tô bán ra trong nước năm 2015 tăng mạnh 55%, trong đó xe du lịch tăng 44% và xe thương mại tăng 74%.

Ngoài nguyên nhân nhu cầu sở hữu ô tô riêng đang tăng mạnh tại Việt Nam, tăng trưởng xe du lịch cũng được kích thích nhờ vào sự phát triển của các hệ thống như Uber và Grab tại Việt Nam. Được tung ra thị trường năm 2014, Uber có hơn 3.000 xe hoạt động vào cuối năm 2015 trong mạng lưới của mình, khiến Việt Nam trở thành thị trường phát triển mạnh thứ hai của Uber, sau Trung Quốc. Vì các công ty này đang phải gia tăng cạnh tranh nhằm giành thị phần từ các hãng taxi truyền thống, cả Uber và Grab đều có chính sách thưởng hấp dẫn cho lái xe. Điều này khiến nhiều người mua xe để tham gia các hệ thống này. Theo ước tính của chúng tôi, có khoảng 30% số xe hoạt động cho Uber và Grab là xe mới thuộc các dòng xe có giá cả phải chăng như Kia, Hyundai and Chevrolet.

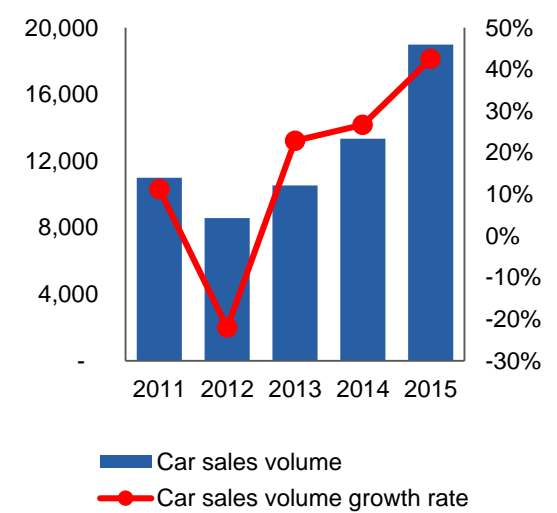
Trong khi đó, doanh số xe thương mại bán ra tăng mạnh một phần là do việc Chính phủ ban hành luật hạn chế trọng tải đường bộ năm 2015, qua đó khiến nhu cầu mua xe tải mới tăng.

Hình 1: Cơ cấu ô tô bán ra tại Việt Nam



Nguồn: VAMA

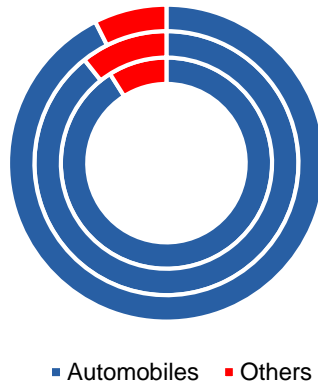
Hình 2: Doanh số ô tô bán ra của SVC



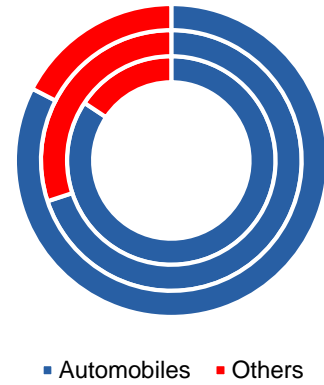
Nguồn: SVC

... tạo điều kiện cho SVC có một năm đầy thành công. SVC, với vị thế dẫn đầu trong hoạt động phân phối các dòng xe phổ thông như Toyota, Ford, Hyundai, GM, Chevrolet, và Suzuki, cùng với mạng lưới đại lý chính hãng trên toàn quốc, đã tận dụng cơ hội để thúc đẩy tăng trưởng doanh số ô tô bán ra đạt 32% trong năm 2015 so với năm 2014, tương đương 18.990 chiếc. Điều này mang lại 9.360 tỷ đồng doanh thu, tăng 33% và nâng tỷ trọng đóng góp của mảng kinh doanh ô tô trong tổng doanh thu tăng từ 89% lên 93%.

Hình 3: Cơ cấu doanh thu của SVC theo lĩnh vực



Hình 4: Cơ cấu lợi nhuận gộp của SVC theo lĩnh vực



Nguồn: SVC, VCSC (từ ngoài vào trong: 2015, 2014, 2013)

BDS đang trở thành trụ cột lợi nhuận thứ hai. Ngoài ô tô, SVC còn tham gia vào hoạt động phát triển BĐS. Công ty sở hữu nhiều khu phức hợp, trung tâm mua sắm, tòa nhà văn phòng, và các khu bất động sản dân sinh và du lịch. SVC đã liên tục tái cơ cấu lĩnh vực này trong thời gian qua bằng cách thoái vốn khỏi các dự án có kém hiệu quả, đồng thời tập trung vào phát triển các dự án có khả năng mang lại dòng tiền lành mạnh. Lĩnh vực này cũng có biên lợi nhuận gộp cao hơn nhiều với biên lợi nhuận gộp 2015 đạt 27% so với kinh doanh và dịch vụ ô tô, lần lượt đạt 4% và 14%. Năm 2015, kinh doanh BĐS đóng góp 17% vào lợi nhuận gộp trong khi chỉ đóng góp 6% tổng doanh thu.

Hình 5: Các dự án bất động sản đang khai thác của SVC

Dự án	Địa điểm	Tỷ lệ vốn góp	Diện tích đất (m ²)	Loại hình và Tình trạng
Savico Megamall	Nguyễn Văn Linh, Hà Nội	100%	9.028	Trung tâm mua sắm, Hoạt động từ 2011
Savico Đà Nẵng	66 Võ Văn Tần, Đà Nẵng	100%		Trung tâm mua sắm, Hoạt động từ 2007
Savico Cần Thơ	101 Trần Văn Khéo, Cần Thơ	100%		Trung tâm mua sắm, Hoạt động từ 2007
HTMC Savico	91 Pasteur, Q1, TP. HCM	51%	1.604	Tòa nhà văn phòng, Hoạt động từ 2010
Tòa nhà văn phòng	555 Trần Hưng Đạo, Q1, TP. HCM	100%		Tòa nhà văn phòng, Hoạt động từ 2008
Tòa nhà văn phòng	95B-97-99 Trần Hưng Đạo, Q1, TP. HCM	100%		Tòa nhà văn phòng, Hoạt động từ 2006
Tòa nhà văn phòng	35 Đồng Khởi, Q1, TP. HCM	100%		Tòa nhà văn phòng, Hoạt động từ 2009
Trụ sở chính	66-68 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Q1, TP. HCM	100%		Tòa nhà văn phòng, Đang hoạt động
Tòa nhà văn phòng	277-279 Lý Tự Trọng, Q1, TP. HCM	20%		Tòa nhà văn phòng, Đang thi công
TT tiệc cưới và hội nghị Melisa	85 Thoại Ngọc Hầu, Quận Tân Phú, TP. HCM	30%	13.000	TT tiệc cưới và hội nghị Hoạt động từ 2014

Nguồn: SVC

Lợi nhuận ròng được hỗ trợ nhờ lợi nhuận bất thường từ thoái vốn khỏi BĐS. Nhờ doanh số ô tô bán ra cao, SVC đạt tăng trưởng doanh thu 25% trong năm 2015. Tuy nhiên, vì biên lợi nhuận gộp lĩnh vực BĐS 2015 giảm xuống 3,2%, nên biên lợi nhuận gộp chung năm 2015 giảm 134 điểm phần trăm so với năm 2014 xuống 5,0%. Điều này do khoản lỗ 68 tỷ đồng từ việc bán dự án bất động sản trên Quốc lộ 13. Vì vậy, lợi nhuận gộp giảm nhẹ 2%. Điều này, cùng với việc chi phí quản lý và bán hàng tăng 18%, đã khiến lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính năm 2015 của SVC giảm 48% so với năm 2014.

Tuy nhiên, lợi nhuận trước thuế 2015 của SVC vẫn tăng mạnh 73% chủ yếu nhờ 105 tỷ VND lợi nhuận bất thường từ việc thoái vốn khỏi liên doanh Savico-Vinaland. Tăng trưởng còn được hỗ trợ nhờ chi phí lãi vay giảm và thu nhập tài chính khác tăng. Nếu không tính lợi nhuận bất thường, lợi nhuận trước thuế 2015 giảm 15%.

Hình 6: KQLN 2015

(tỷ VND)	2014A	2015A	Y-o-Y%	% KQ 2014	% KQ 2015	CAGR 2012- 15	Biên LN gộp 2014	Biên LN gộp 2015
Tổng doanh thu	7.940	9.898	24,67%			22,1%	6,3%	5,0%
Xe	7.571	9.560	26,3%	95%	97%	21,8%	4,7%	4,5%
Doanh thu bán xe	7.091	9.163	29,2%	89%	93%	23,7%	3,2%	4,1%
Ô tô	6.772	8.898	31,4%	85%	90%	n/a		
Xe máy	319	266	-16,8%	4%	3%	n/a		
Dịch vụ	480	397	-17,3%	6%	4%	-4,2%	26,5%	14,4%
BĐS	369	338	-8,3%	5%	3%	33,9%	41,6%	26,8%
Lỗ do thanh lý dự án trên Quốc lộ 13		68						
Khấu trừ	9	8	-10,2%					
Doanh thu thuần	7.930	9.890	24,7%			22,2%	6,3%	5,0%
Lợi nhuận gộp	500	492	-1,7%					
Chi phí quản lý và bán hàng	-352	-415	17,7%					
Lợi nhuận từ HĐKD	148	77	-48,1%					
Lãi/lỗ tài chính	-29	129	n/a					
Chi phí lãi vay	-64	-53	-17,5%					
Thoái vốn khỏi Profit Savico – Vinaland	-	105						
Lãi/lỗ từ liên doanh	9	14	59,7%					
Thu nhập/lỗ tài chính khác	26	63	138,5%					
Lợi nhuận trước thuế	119	205	73,1%					
Lợi nhuận sau thuế	88	163	86,0%					
LNST và sau lợi ích CĐTS	52	104	100,5%					

Nguồn: SVC, VCSC

Triển vọng 2016: Xây dựng mạng lưới phân phối vững mạnh đóng vai trò tiên quyết để đạt tăng trưởng bền vững

Nhu cầu ô tô trong nước lành mạnh sẽ tiếp tục là trụ cột tăng trưởng

Sản lượng ô tô bán ra 5 tháng đầu năm 2016 (từ tháng một đến tháng năm) duy trì tốc độ tăng trưởng cao 33% so với cùng kỳ năm ngoái, trong đó xe du lịch tăng 39% và xe thương mại tăng 27%. Điều này giúp doanh số ô tô của SVC đạt tốc độ tăng trưởng 49% so với Quý 1/2015. Nhờ vậy, SVC đạt tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt 47% và 33%, lên 2.730 tỷ đồng và 18.000 tỷ đồng. Các kết quả này tương đương 25% và 18% mục tiêu cả năm 2016.

SVC không hưởng lợi đáng kể từ Luật Thuế TTĐB mới

Khung thuế TTĐB mới theo điều chỉnh Luật Thuế TTĐB 106/2016/QH13 không tạo nhiều thuận lợi cho các sản phẩm chính của SVC. Trong tháng tư, Quốc hội đã thông qua Điều chỉnh Luật Thuế TTĐB số 106/2016/QH13, theo đó thuế TTĐB dành cho ô tô được điều chỉnh theo hướng có lợi cho các dòng xe nhỏ, tức dung tích xi lanh không quá 2.500 phân khối. Trái lại, thuế TTĐB dành cho ô tô với xi lanh có dung tích lớn hơn sẽ tăng mạnh. Luật mới có hiệu lực từ ngày 01/07 năm nay và dự kiến sẽ kích thích nhu cầu xe ô tô nhỏ, phù hợp cho các hộ gia đình, đồng thời hạn chế các loại xe sang.

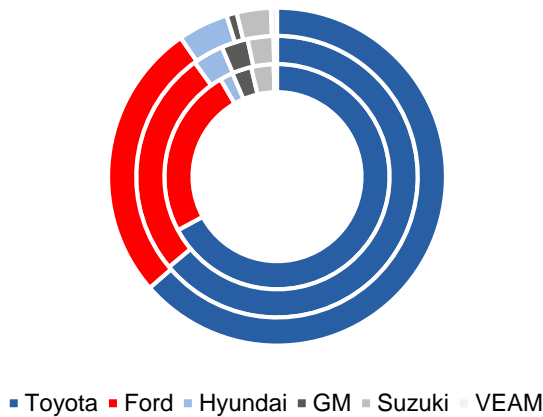
Theo đó, SVC sẽ hưởng lợi từ nhu cầu gia tăng cho các ô tô dung tích nhỏ do phần lớn các dòng ô tô kinh doanh chính của SVC là ô tô phổ thông và có dung tích nhỏ, có lợi thế giá cả so với các dòng xe cao cấp nhờ cơ chế áp thuế mới. Tuy nhiên, lợi ích trực tiếp (giá giảm) là không đáng kể khi dung tích xi lanh các dòng xe SVC kinh doanh nằm trong khoảng 1.500-2.500 cm³, mức thuế TTĐB áp dụng cho các dòng này vẫn giữ nguyên hoặc chỉ giảm nhẹ 5% trong năm 2018.

Hình 7: Khung thuế TTĐB

	Thuế TTĐB 27/2008/QH12	Điều chỉnh #1 Thuế TTĐB 70/2014/QH13	Điều chỉnh #2 106/2016/QH13 Thuế TTĐB	
Thông qua Có hiệu lực	11/14/2008 04/01/2009	11/26/2014 01/01/2016	04/06/2016 07/01/2016	
			Từ 01/07/2016 đến 31/12/2017	Từ 1/1/2018
Xe dưới 24 chỗ ngồi				
a) Xe dưới 10 chỗ ngồi				
- Dung tích xi lanh không quá 1.500 cm ³	45	45	40	35
- Dung tích xi lanh trên 1.500 cm ³ đến 2.000 cm ³	45	45	45	40
- Dung tích xi lanh trên 2.000 cm ³ đến 2.500 cm ³	50	50	50	50
- Dung tích xi lanh trên 2.500 cm ³ đến 3.000 cm ³	50	50	55	60
- Dung tích xi lanh trên 3.000 cm ³ đến 4.000 cm ³	60	60	90	90
- Dung tích xi lanh trên 4.000 cm ³ đến 5.000 cm ³	60	60	110	110
- Dung tích xi lanh trên 5.000 cm ³ đến 6.000 cm ³	60	60	130	130
- Dung tích xi lanh trên 6.000 cm ³	60	60	150	150
b) Xe từ 10 đến 16 chỗ ngồi	30	30	15	15
c) Xe trên 16 chỗ ngồi đến 24 chỗ ngồi	15	15	10	10
Xe bán tải				
- Dung tích xi lanh không quá 2.500 cm ³	15	15	15	15
- Dung tích xi lanh trên 2.500 cm ³ đến 3.000 cm ³	15	15	20	20
- Dung tích xi lanh trên 3.000 cm ³	15	15	25	25

Nguồn: VCSC tổng hợp từ Luật thuế TTĐB của Việt Nam

Hình 8: Cơ cấu doanh số ô tô của SVC theo thương hiệu



Hình 9: Dung tích xi lanh của các dòng xe chính của SVC (cm³)

TOYOTA	Toyota 86	1.998
	Yaris	1.299
	Vios	1.299/1.497
	Corolla Altis	1.798/1.987
	Camry	2.494
	Innova	1.998
	Fortuner	2.694
	Land Cruiser	4.608
FORD	Fiesta	1.498
	Focus	1.596/1.999
	Ecosport	1.498
	Everest	2.499
	New Ranger	2.198

Nguồn: SVC, VCSC (từ ngoài vào trong: 2015, 2014, 2013)

Việc điều chỉnh cách tính thuế TTĐB năm nay sẽ phần nào hạn chế tác động tích cực, nếu có, từ khung thuế TTĐB giảm. Có hiệu lực từ ngày 01/01 năm nay, điều chỉnh luật thuế TTĐB số 70/2014/QH13 đưa ra cách tính thuế TTĐB mới. Trước đây, thuế TTĐB được tính dựa trên chi phí của đơn vị nhập khẩu (đối với xe nhập khẩu, bao gồm giá CIF nhập khẩu và thuế nhập khẩu) hoặc giá bán sỉ của nhà sản xuất (đối với xe lắp ráp trong nước). Theo luật mới, thuế TTĐB được tính theo giá bán lẻ, nghĩa là bao gồm cả các chi phí bán hàng trong nước như vận chuyển, bảo hành, quảng cáo, trưng bày sản phẩm, v.v. và lợi nhuận của bên bán. Phương pháp mới giúp làm gia tăng mức chênh lệch giá giữa ô tô phổ thông với ô tô cao cấp những cũng đồng thời làm tăng giá bán của tất cả các dòng ô tô. Tác động thứ hai sẽ phần nào bù lại tác động tích cực có thể có nhờ nhu cầu tăng theo điều chỉnh luật thuế TTĐB đã nêu ở phần trên.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng hai điều chỉnh đối với luật thuế tiêu thụ đặc biệt nói trên sẽ không ảnh hưởng đáng kể đối với các đơn vị kinh doanh xe ô-tô trung cấp trong ngắn hạn vì không khiến giá sản phẩm bán ra điều chỉnh đáng kể. Điểm tích cực là nhu cầu xe sang sẽ bị ảnh hưởng do thuế tiêu thụ đặc biệt tăng cao, cùng với việc thay đổi công thức tính thuế như trên, sẽ khiến giá các dòng xe sang tăng mạnh. Điều này giúp các dòng xe có giá phải chăng hơn trở nên hấp dẫn đối với người tiêu dùng Việt Nam. Tuy nhiên, một bộ phận người tiêu dùng có khả năng chi trả và mong muốn mua xe sang vì mục đích tiện lợi và tạo dựng hình ảnh bản thân sẽ không chuyển sang mua xe trung cấp chỉ vì thuế tiêu thụ đặc biệt tăng. Trong trường hợp này, phần giá tăng thêm do thuế tiêu thụ đặc biệt là không đáng kể so với giá trị chiếc xe và người tiêu dùng vẫn chấp nhận mức giá cao hơn để sở hữu xe cao cấp.

Cạnh tranh gia tăng khiến mảng cung cấp các dịch vụ ô tô hấp dẫn hơn nhiều so với kinh doanh ô tô

Ngày càng nhiều ô tô nhập khẩu từ Thái Lan... Với Hiệp định Thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA), Việt Nam sẽ bãi bỏ thuế nhập khẩu dành cho ô tô từ các nước ASEAN, trong đó có Thái Lan vốn sở hữu ngành công nghiệp ô tô quy mô lớn. Thuế nhập khẩu sẽ giảm từ 50% năm 2015 xuống 40% năm 2016, 30% năm 2017, và 0% năm 2018. Đây là thách thức lớn đối với ngành công nghiệp ô tô của Việt Nam nói chung, mà đặc biệt là các doanh nghiệp sản xuất ô tô.

... cho thấy việc SVC tập trung vào mở rộng mạng lưới phân phối và lĩnh vực dịch vụ ô tô là thiết yếu. Tác động của việc bãi bỏ thuế nhập khẩu đối với các công ty thương mại như SVC hiện vẫn chưa rõ ràng vì còn phụ thuộc vào cách mà các thương hiệu ô tô như Toyota (có nhà máy sản xuất tại Việt Nam lẫn Thái Lan) và Chính phủ Việt Nam điều chỉnh các chính sách của mình. Tuy nhiên, là một công ty kinh doanh ô tô tại Việt Nam, SVC có thể chủ động giảm thiểu rủi ro bằng cách mở rộng mạng lưới đại lý và phòng trưng bày. Một mặt, mạng lưới phân phối rộng lớn sẽ giúp SVC

cùng có vị thế dẫn đầu trong mảng phân phối ô tô có nguồn gốc trong nước cũng như nhập khẩu. Mặt khác, các mạng lưới này sẽ mang lại cho SVC nguồn doanh thu ổn định có biên lợi nhuận cao từ việc cung cấp dịch vụ bảo trì đối với lượng xe ngày càng lớn và gia tăng nhanh chóng tại Việt Nam, dù là lắp ráp trong nước hay nhập khẩu. SVC dự kiến mở rộng mạng lưới đại lý từ 33 lên 40 cho tới năm 2020. Ngoài ra, cùng với hoạt động kinh doanh xe du lịch phổ thông vốn đã phát triển mạnh, SVC dự kiến sẽ đa dạng hóa hoạt động kinh doanh sang kinh doanh xe tải với các thương hiệu trung cấp như Hino và Fusco và xe du lịch hạng sang với thương hiệu Volvo.

SVC vẫn đang tiếp tục thoái vốn khỏi các dự án BĐS

SVC hiện còn bốn dự án dưới đây. Công ty đang tích cực tìm kiếm đối tác để bán lại các dự án này.

Hình 10: Các dự án BĐS của SVC vẫn còn trong giai đoạn phát triển

Dự án	Địa điểm	Tỷ lệ vốn góp	Diện tích đất (m ²)	Tình trạng
Khu dân cư	104 Phố Quang, Quận Tân Bình, TP. HCM	100%	9.028	Đang chuyển nhượng quyền sử dụng đất sang Novaland. Năm nay sẽ ghi nhận 60 tỷ đồng.
Khu dân cư	Phường Hiệp Bình Phước và Tam Bình, TP. HCM	100%	18.644	Tìm đối tác đầu tư
Nam Cẩm Lệ	Phạm Hùng, Đà Nẵng	100%	21.822	Tìm đối tác đầu tư
Resort Mecure Sơn Trà	Bán đảo Sơn Trà, Đà Nẵng	100%	57.650	Tìm đối tác đầu tư
Hồ Tràm – Xuyên Mộc	Xuyên Mộc, Vũng Tàu	100%	96.300	Chưa đầu tư

Nguồn: SVC, VCSC

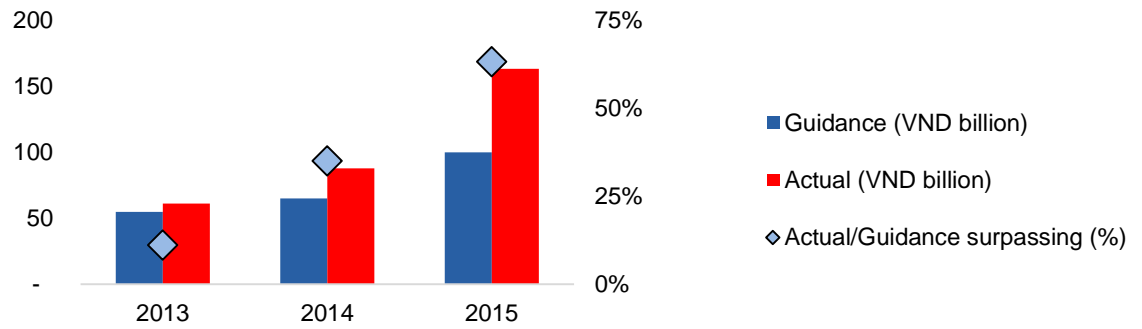
Mục tiêu 2016 thận trọng, ngay cả nếu không tính lợi nhuận từ dự án Phố Quang

Doanh thu và LNST 2016 của SVC theo kế hoạch lần lượt tăng 11% và giảm 4%, đạt 11.000 tỷ đồng và 100 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng các mục tiêu trên rất thận trọng do:

- (1) Doanh số ô tô bán ra hiện nay vẫn ở mức cao và công ty có thêm nguồn doanh thu nhờ kinh doanh xe tải (Hino và Fusco) và xe du lịch hạng sang với thương hiệu Volvo;
- (2) Doanh thu từ dịch vụ tăng nhờ mở rộng mạng lưới đại lý và lượng xe lưu thông tăng;
- (3) Dòng tiền lành mạnh từ cho thuê BĐS, đặc biệt là tòa nhà 277-279 Lý Tự Trọng, dự kiến sẽ đi vào hoạt động cuối năm 2016;
- (4) Khoản lỗ 68 tỷ đồng do chuyển nhượng dự án nhà ở trên Quốc lộ 13 năm 2015 tạo ra hiệu ứng cơ sở thấp cho mảng BĐS năm nay;
- (5) 60 tỷ đồng lợi nhuận từ việc chuyển nhượng quyền sử dụng đất tại dự án 104 Phố Quang cho Novaland được ghi nhận trong năm nay.

Vì vậy, nếu không tính toàn bộ các khoản lỗ/lãi bất thường vào KQLN 2015 và 2016, thì mục tiêu LNST 2016 sẽ giảm 17%. Chúng tôi xin lưu ý rằng SVC từng nhiều lần đặt mục tiêu thấp, với lợi nhuận sau thuế năm ngoái vượt mục tiêu 63%.

Hình 11: SVC thường đề ra mục tiêu thận trọng



Nguồn: SVC

Trong dài hạn, SVC là cổ phiếu ô tô chúng tôi đánh giá cao nhất vì có vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực phân phối ô tô với mạng lưới đại lý phát triển tốt. Mạng lưới đại lý rộng khắp này sẽ đảm bảo doanh thu và lợi nhuận từ dịch vụ trong dài hạn và hỗ trợ công ty tăng trưởng bền vững khi cạnh tranh ở mảng bán xe trở nên gay gắt hơn. Công ty cũng có mức cổ tức tiền mặt cao.

Hình 12: So sánh cổ tức bằng tiền mặt của SVC và các công ty khác trong ngành

Cash dividend	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Dự báo 2016 (bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu)
SVC	15%	15%	10%	12%	12%	14%	12%
<i>Lợi suất theo giá hiện tại</i>	2,8%	2,8%	1,9%	2,2%	2,2%	2,6%	-
TMT	11%	-	-	5%	18%	38,5%	50%
<i>Lợi suất theo giá hiện tại</i>	2,8%	-	-	1,3%	4,7%	9,9%	-
HHS	-	-	-	-	10%	10%	15%
<i>Lợi suất theo giá hiện tại</i>	-	-	-	-	10,8%	10,8%	-
HTL	5%	10%	5%	20%	40%	50%	50%-80%
<i>Lợi suất theo giá hiện tại</i>	0,5%	1,1%	0,5%	2,1%	4,2%	5,3%	-
HAX	-	-	-	-	-	-	-
<i>Lợi suất theo giá hiện tại</i>	-	-	-	-	-	-	-

Nguồn: SVC, VCSC

Hình 13: So sánh SVC và các công ty khác trong ngành

Công ty	Mã	Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	Doanh thu 2015 (tỷ VND)	Y-o-Y (%)	LNST 2015 (tỷ VND)	Y-o-Y (%)	ROE (%)	ROA (%)	P/E trượt 12 tháng	P/B hiện tại
CTCP Ô tô TMT	TMT	1.294	3.365	146%	187	200%	44,1	9,0	7,5	3,3
CTCP Đầu tư Dịch vụ Hoàng Huy	HHS	2.509	3.508	146%	481	254%	16,4	12,3	4,3	0,8
CTCP Kỹ thuật và Ô tô Trường Long	HTL	1.140	1.707	65%	135	117%	74,6	36,5	8,0	4,9
CTCP Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh	HAX	438	1.821	49%	29	73%	37,8	13,6	8,9	2,8
Trung bình		1.345	2.600	102%	208	161%	43,2	17,9	7,2	2,9
CTCP Dịch vụ tổng hợp Sài Gòn	SVC	1.324	9.890	25%	104	100%	13,4	4,1	12,4	1,6

Nguồn: Bloomberg

Nhận định:

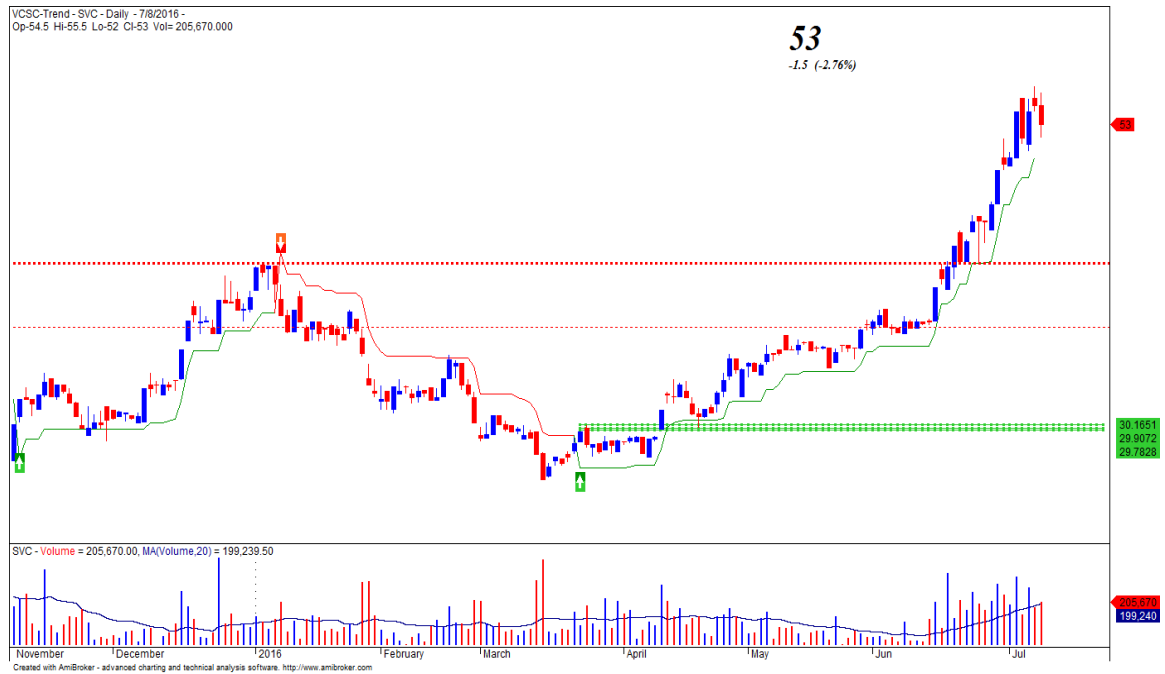
Trong ngắn hạn, đồ thị giá vẫn duy trì xu hướng tăng. Tuy nhiên, các chỉ báo xung lượng cho thấy xung lượng và dòng tiền đang yếu dần, nên rủi ro ngắn hạn có tín hiệu tăng.

Trong trung hạn, đồ thị giá vẫn duy trì xu hướng tăng trung hạn với ngưỡng hỗ trợ trung hạn 42.500VND. Trong khi đó, chỉ báo xung lượng vẫn chưa hình thành các mẫu hình đảo chiều, cho thấy rủi ro trung vẫn thấp.

Khuyến nghị:

Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư ngắn hạn có thể bán nếu đồ thị giá mất mốc 50.500VND. Trong khi đó, nhà đầu tư trung hạn có thể nắm giữ và chờ đợi đến khi điều chỉnh để mua tại mức hỗ trợ 42.500VND.

08/07/2016	(VND/CP)
Chu kỳ phân tích ngắn hạn	1-3 tháng
Ngưỡng kháng cự ngắn hạn	56.000
Ngưỡng hỗ trợ ngắn hạn	50.500
Xu hướng ngắn hạn	TĂNG
Chu kỳ phân tích trung hạn	3-6 tháng
Ngưỡng kháng cự trung hạn	65.500
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	42.500
Xu hướng trung hạn	TĂNG



Nguồn: VCSC

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2013A	2014A	2015A	BẢNG CĐKT tỷ đồng	2013A	2014A	2015A
Doanh thu thuần	6.582	7.930	9.890	Tiền và tương đương	187	180	212
Giá vốn hàng bán	-6.187	-7.430	-9.398	Đầu tư TC ngắn hạn	43	54	40
Lợi nhuận gộp	396	500	492	Các khoản phải thu	182	180	273
Chi phí bán hàng	-170	-187	-233	Hàng tồn kho	327	346	592
Chi phí quản lí DN	-147	-165	-182	TS ngắn hạn khác	165	91	161
LN thuần HĐKD	79	148	77	Tổng TS ngắn hạn	904	850	1.278
Doanh thu tài chính	0	0	0	TS dài hạn (gộp)	1.578	1.455	553
Chi phí tài chính	0	0	0	- Khấu hao lũy kế	-73	-91	-114
Trong đó, chi phí lãi vay	0	0	0	TS dài hạn (ròng)	1.505	1.365	439
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	4	403	404
Lợi nhuận/(chi phí) khác	0	0	0	TS dài hạn khác	392	213	169
LNTT	61	88	163	Tổng TS dài hạn	1.901	1.788	1.480
Thuế TNDN	-24	-31	-42	Tổng Tài sản	2.806	2.639	2.758
LNST trước CĐTS	41	52	104	Phải trả ngắn hạn	110	97	171
Lợi ích CĐ thiểu số	-20	-36	-59	Nợ ngắn hạn	478	413	542
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	41	52	104	Nợ ngắn hạn khác	492	460	486
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh⁽¹⁾	41	52	104	Tổng nợ ngắn hạn	1.080	969	1.199
EBITDA	99	169	108	Nợ dài hạn	502	397	248
EPS cơ bản báo cáo, VND	1.425	1.737	3.569	Nợ dài hạn khác	306	301	249
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	1.425	1.737	2.421	Tổng nợ	808	698	498
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND	1.425	1.737	2.421				

TỶ LỆ	2013A	2014A	2015A		2013A	2014A	2015A
Tăng trưởng				Cổ phiếu ưu đãi			
Tăng trưởng doanh thu	21,6%	20,5%	24,7%	Vốn cổ phần	250	250	250
Tăng trưởng LN HĐKD	25,6%	87,4%	-48,1%	Thặng dư vốn CP	317	317	317
Tăng trưởng LNTT	37,8%	40,1%	73,1%	Lợi nhuận giữ lại	49	50	51
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-4,6%	21,9%	39,4%	Vốn khác	83	92	148
Khả năng sinh lời				Lợi ích CĐTS	176	217	253
Biên LN gộp %	6,0%	6,3%	5,0%	Vốn chủ sở hữu	917	971	1.061
Biên LN từ HĐ %	1,2%	1,9%	0,8%	Tổng cộng nguồn vốn	2.806	2.639	2.758
Biên EBITDA	1,5%	2,1%	1,1%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ tỷ đồng	2013A	2014A	2015A
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	0,6%	0,7%	1,1%	Tiền đầu năm	222	187	180
ROE %	4,5%	5,5%	10,2%	Lợi nhuận sau thuế	41	52	104
ROA %	1,5%	1,9%	3,8%	Khấu hao	47	46	50
Chỉ số hiệu quả vận hành				Thay đổi vốn lưu động	35	224	62
Số ngày tồn kho	17,1	16,5	18,2	Điều chỉnh khác	-1	15	-30
Số ngày phải thu	8,6	8,3	8,4	Tiền từ hoạt động KD	122	337	186
Số ngày phải trả	6,9	5,1	5,2	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-129	-123	-125
TG luân chuyển tiền	18,8	19,8	21,4	Đầu tư	26	-28	-10
Thanh khoản				Tiền từ HĐ đầu tư	-103	-151	-135
CS thanh toán hiện hành	0,8	0,9	1,1	Cổ tức đã trả	-39	-52	-55
CS thanh toán nhanh	0,5	0,5	0,6	Tăng (giảm) vốn	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,2	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-59	-105	-149
Nợ/Tài sản	34,9%	30,7%	28,7%	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	35	-65	129
Nợ/Vốn sử dụng	51,7%	45,5%	42,7%	Tiền từ các hoạt động TC khác	3	29	5
Nợ/Vốn CSH	106,9%	83,4%	74,5%	Tiền từ hoạt động TC	-60	-193	-20
Khả năng thanh toán lãi vay	2,0	2,8	4,9	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-41	-7	32
				Tiền cuối năm	187	180	212

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) Các tỷ lệ được tính dựa theo lợi nhuận báo cáo. EPS điều chỉnh dựa theo lợi nhuận chuẩn hóa có có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi (5% LNST) theo Thông tư 200.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145 Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124
- Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Vật liệu xây dựng

- Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

Vĩ mô

- Nguyễn Hải Hiền, Chuyên viên ext 132

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Sắm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

BDS và Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120

- Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130 Logistics và Nông nghiệp

- Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138
- Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên 147
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.