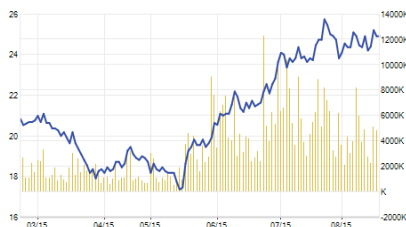




ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng (VND)	37,700
Giá thị trường (16/11/2015)	34,700
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	24.97
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	891.6
Giá trị sổ sách/cp	39,600
Sở hữu nước ngoài (%)	29.8%
KLTB 10 ngày (nghìn cp)	86,737
Giá thấp nhất 52T (đ)	14,800
Giá cao nhất 52T (đ)	36,200
+/- 7 ngày qua	+19%
+/- 1 tháng qua	+79%

**Chuyên viên phân tích
Nguyễn Bảo Hoàng Lê**
Email: lenbh@bsc.com.vn
Tel: + 84 4 39352722 (108)

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** trung và dài hạn cho cổ phiếu SVC với giá mục tiêu là 37,700 đồng, +8.8 % so với mức giá đóng cửa ngày 16/11/2015 theo phương pháp định giá P/E và FCFF.

Kết quả kinh doanh khả quan trong 9T2015: Công ty ghi nhận 6,811 tỷ doanh thu (+25.7%yoy), và 147.4 tỷ đồng LNTT (+82%yoy) cho 9 tháng đầu năm 2015. Nhu cầu tiêu thụ xe ô tô con tăng cao đã đẩy mạnh sức tăng trưởng của phân khúc phân phối ô tô của công ty. Ngoài ra, việc thoái vốn thành công các dự án bất động sản trong quý 3 đã giảm áp lực lãi vay, đóng góp vào lợi nhuận 9T2015.

Triển vọng của SVC trong Q4 2015 và các năm sau là khả quan:

- Chủ trương chú trọng tập trung vào mảng thương mại dịch vụ của Savico** với mục tiêu mở rộng số lượng cửa hàng phân phối từ 25 cửa hàng hiện nay lên tới 35-40 cửa hàng vào năm 2020, đồng thời nâng cấp chất lượng các cửa hàng hiện tại lên tiêu chuẩn 4S. Ngoài ra, sự tăng mạnh trong sức tiêu thụ ô tô từ năm 2016 nhờ vào những chính sách thay đổi thuế tiêu thụ đặc biệt sẽ là động lực cho sự tăng trưởng tốt ở phân khúc bán hàng.
- Chủ trương co hẹp các dự án bất động sản qua phương pháp thoái vốn hoặc hợp tác đầu tư sẽ giúp công ty giảm bớt gánh nặng nợ vay** và có nguồn vốn để phát triển mảng kinh doanh chính. Tuy vậy, chúng tôi cũng lưu ý việc thoái vốn có thể gây nhiều biến động lên kết quả kinh doanh của công ty.

Chúng tôi dự báo SVC sẽ vượt kế hoạch Doanh thu và LNTT năm 2015, ước đạt 10,216 tỷ đồng doanh thu (+28.7%) và 185.3 tỷ đồng LNTT (+65%), tương đương EPS 2015 = 3,654 VND.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng với hệ thống bất động sản có giá trị cao, SVC là doanh nghiệp duy nhất trong các ngành ô tô có giá trị sổ sách ở mức cao, 39,600VND và hiện đang giao dịch với P/B = 0.9, so với mức P/B trung bình của các doanh nghiệp còn lại là 3.8. Mức cổ tức được dự kiến duy trì ở mức 12%.

Chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	2014	9T2015
DTT (tỷ đ)	4,174	6,136	5,414	6,582	7,930	6810
% yoy		47.0%	11.8%	21.6%	20.5%	25.7%
Tổng tài sản (tỷ đ)	2,357	2,725	2,715	2,806	2,639	2,543
Vốn chủ sở hữu	880	897	902	917	971	1,034
Vốn điều lệ (tỷ đ)	250	250	250	250	250	250
LN góp (tỷ đ)	267	406	385	396	500	345
LN sau thuế	89	81	47	61	88	120
% yoy		-8%	-43%	31%	44%	102%
ROE	8.2%	5.0%	5.0%	4.5%	5.3%	7.0%
ROA	3.0%	1.6%	1.7%	1.5%	2.0%	2.8%

GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

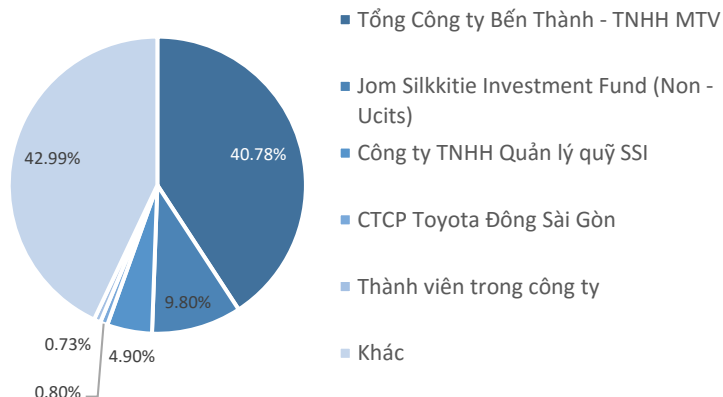
Giới thiệu chung	
Tên công ty	CTCP Dịch vụ tổng hợp Sài Gòn Savico
Tên giao dịch	SAVICO
Địa chỉ	68 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại	(08)38 21 3913
Fax	(08) 38 21 3553
Vốn điều lệ	249 tỷ đồng
Lĩnh vực hoạt động	Dịch vụ - thương mại Bất động sản Tài chính

Lịch sử hình thành	
Thời gian	Sự kiện
1982	Thành lập Công ty dịch vụ Quận 1, là tiền thân của SAVICO
1986	Đổi tên thành Công ty Dịch vụ Tổng Hợp Sài Gòn
4/1/2005	Cổ phần hóa SAVICO với vốn điều lệ 250 tỷ đồng
27/5/2009	SAVICO niêm yết trên sàn HOSE với mã cổ phiếu SVC

Danh sách cổ đông nắm giữ trên 5% VĐL tính đến ngày 31/8/2015		
Tên	Số CP (triệu)	% Vốn
Tổng Công ty Bến Thành	10.192	40.8%
Jom Silkkitie Investment Fund	2.45	9.8%
Finansia Syrus Securities Public Company Limited	1.3	5.2%

Danh sách công ty con	
Công ty	Sở hữu
Công ty liên doanh Comfort Delgro SAVICO Taxi	40.03%
CTCP Dana Ford	28.19%
CTCP Toyota Đồng Nai	35.16%
Công ty TNHH Thương mại dịch vụ tổng hợp Bến Thành SAVICO	37.33%
CTCP Dịch vụ ô tô TP Mới Bình Dương	35.41%

Cơ cấu cổ đông



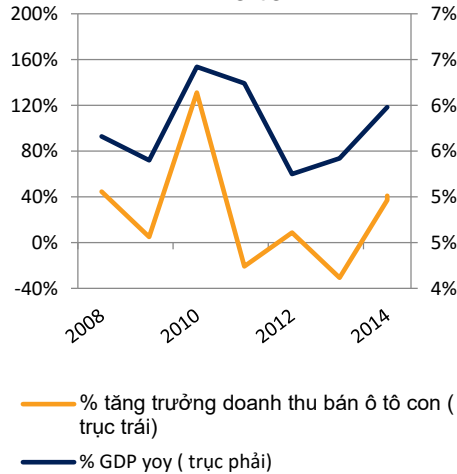
Ba cổ đông lớn nhất sở hữu hơn 55% SAVICO, trong đó cổ đông lớn nhất là Tổng công ty Bến Thành, với mức sở hữu 40.78%. Ngày 3/11 vừa rồi, công ty Finansia Sysis Securities của Thái Lan nâng tỷ lệ sở hữu SVC lên 5.2% và trở thành cổ đông lớn của công ty.

Hiện nay cổ đông nước ngoài sở hữu 29.8% công ty. Công ty có tỷ lệ free-float cao 43%.

TỔNG QUAN VỀ NGÀNH PHÂN PHỐI Ô TÔ VIỆT NAM

A) THỰC TRẠNG NGÀNH PHÂN PHỐI Ô TÔ VIỆT NAM

Tương quan giữa nền kinh tế và doanh thu bán ô tô

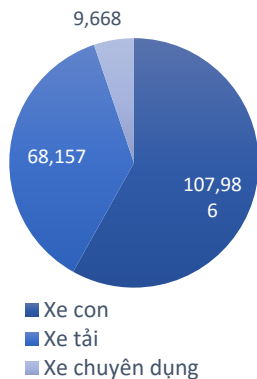


Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

Ngành phân phối ô tô có tính chu kỳ cao, phụ thuộc nhiều vào diễn biến nền kinh tế. Khi nền kinh tế phục hồi vào năm 2010, doanh thu bán xe ô tô tăng mạnh 131%, do nhu cầu vận chuyển cao làm tăng tiêu thụ xe tải và xe chuyên dụng. Bên cạnh đó thu nhập người dân được cải thiện sẽ kích thích sức tiêu thụ xe con. Ngược lại, ngành đã có nhiều khó khăn với mức giảm -31% tổng doanh thu bán hàng vào năm 2012 khi nền kinh tế giảm tốc.

Tính cạnh tranh cao do số lượng doanh nghiệp nhiều: Theo bộ Công Thương Việt Nam, ngành phân phối ô tô Việt Nam hiện đang có khoảng 1,700 doanh nghiệp trên toàn quốc. Mặc dù vậy, quy mô các doanh nghiệp còn bé, và số lượng doanh nghiệp phân phối có hệ thống bán hàng trải dài ở nhiều địa phương là không đáng kể. Điều này khiến cho tính cạnh tranh trong ngành ở mức cao, và việc phát triển ngành phân phối ô tô còn chưa được hệ thống.

Thị phần phân phối xe ô tô - 10T 2015

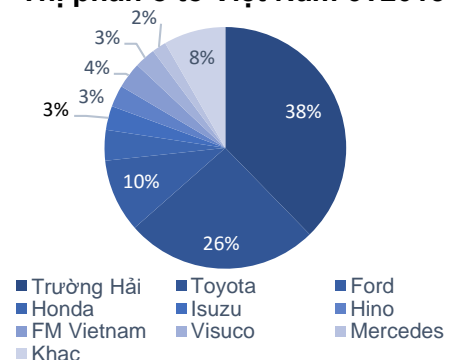


Thị trường phân phối ô tô Việt Nam được chia làm 3 loại sản phẩm: Xe con, xe tải và xe chuyên dụng. Trong cơ cấu sản lượng xe tiêu thụ 10 tháng đầu năm 2015, xe con chiếm tỷ trọng 58%, và ở mức 108 nghìn xe cho 10 tháng đầu năm 2015. Xe tải đứng thứ 2 với mức tỷ trọng 37% và xe chuyên dụng đóng góp 5% cơ cấu sản phẩm.

Thị trường phân phối xe ô tô con tập trung ở các thương hiệu trung cấp với giá bán phải chăng và hiệu quả kinh tế cao, bao gồm Toyota, Ford, KIA. Sản lượng xe tiêu thụ từ các hãng xe trung cấp này chiếm thị phần khoảng 40% tổng sản lượng xe ô tô bán ra năm 2015, và hơn 90% thị phần trong phân khúc xe con. Mức giá tập trung trong khoảng 500 – 900 triệu đồng/xe.

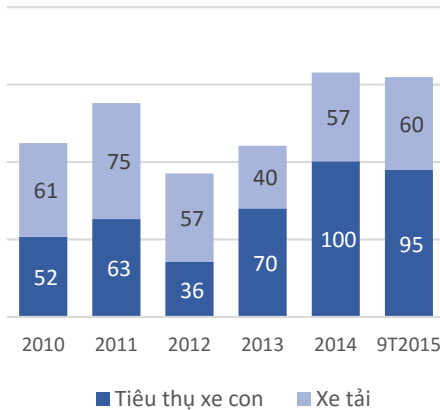
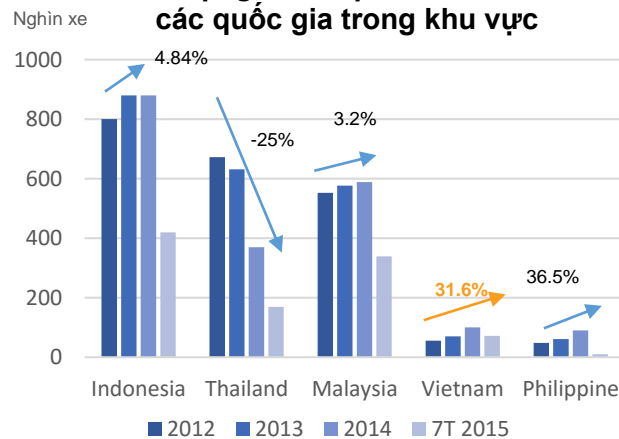
Top 10 bán chạy nhất	Doanh số	Mức giá (triệu đ)
Toyota Vios	9187	538 - 612
Toyota Fortuner	8589	892 - 1115
Toyota Innova	7895	683 - 817
Toyota Altis	5373	757 - 944
Ford Ranger	4791	585 - 838
Toyota Camry	4685	999 - 1292
KIA morning	4484	324 - 383
KIA K3	3329	638 - 770
Honda City	2944	552 - 599
Mazda CX - 5	2931	1084 - 1134

Thị phần ô tô Việt Nam 6T2015



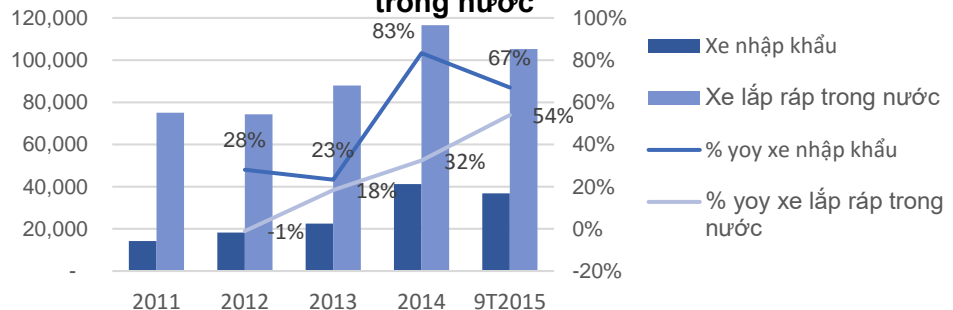
Nguồn: VAMA, BSC tổng hợp

Sức tiêu thụ ô tô con tăng trưởng tốt giai đoạn 2012 – 2015 nhưng quy mô thị trường còn bé: Trong năm 2014, toàn thị trường tiêu thụ 100 nghìn ô tô con (+43.2% yoy), và đạt mức tăng trưởng CAGR 31.6% giai đoạn 2012 – 2014. Trong 10 tháng đầu năm 2015, tiêu thụ ô tô con ở Việt Nam duy trì sức tăng trưởng tốt khi đạt 107.9 nghìn xe (+39.9% yoy). Đây là mức tăng trưởng cao hơn đáng kể các nước trong khu vực như Indonesia (5%), Thailand (-25%) hay Malaysia (3.2%). Mặc dù vậy, so sánh với các nước trong khu vực thì quy mô thị trường tiêu thụ xe ô tô ở Việt Nam còn thấp. Trong năm 2014, Thái Lan có sức tiêu thụ ô tô gấp 3 lần Việt Nam, mặc dù dân số mặc dù dân số chỉ ở mức 67 triệu so với 90 triệu dân của Việt Nam. So với các nước, quy mô tiêu thụ ô tô của Việt Nam hiện đang tương đương với Phillipine.

Sản lượng tiêu thụ ô tô Việt Nam (nghìn xe)

Sản lượng tiêu thụ xe ô tô con của các quốc gia trong khu vực


(Nguồn: VAMA, Gaikindo, Campi, Marklines.com, BSC tổng hợp.)

Sản lượng tiêu thụ ô tô tải phục hồi mạnh vào năm 2014 và 2015. Năm 2014 và 10 tháng 2015, sản lượng tiêu thụ xe tải đạt mức tăng trưởng lần lượt là 42% và 71%. Quy định mới của Bộ Giao thông Vận Tải về việc kiểm soát chặt chẽ tải trọng của các xe tải lưu hành đã khiến cung xe thiếu hụt nhiều so với nhu cầu vận chuyển, qua đó đẩy mạnh sức tiêu thụ xe tải trong thời gian qua.

Xu hướng tiêu dùng xe nhập khẩu vs. xe lắp ráp trong nước


Nguồn: VAMA, BSC tổng hợp

Tỷ trọng xe nhập khẩu tăng mạnh, từ 13% năm 2011 lên tới 26% trong 9 tháng đầu năm 2015. Mức tăng trưởng trung bình về số lượng xe nhập khẩu trong giai

đoạn 2011 – 2014 là 42.5%, trong khi con số tương đương của xe lắp ráp trong nước chỉ đạt 15.8%/năm. Xu hướng tăng của xe nhập khẩu tiếp tục được duy trì trong năm 2015, khi trong 9 tháng đầu năm mức tiêu thụ xe nhập khẩu đạt 36,810 xe (+ 67% yoy), và tiêu thụ xe lắp ráp trong nước đạt 105,267 xe, (+ 54% yoy).

B) TRIỂN VỌNG NGÀNH PHÂN PHỐI Ô TÔ VIỆT NAM

Chúng tôi cho rằng sức tiêu thụ ô tô sẽ duy trì mức tăng trưởng mạnh trong một vài năm tới do:

- 1) **Nền kinh tế duy trì đà tăng trưởng sẽ kéo theo nhu cầu tiêu dùng của người dân:** ANZ trong báo cáo Cập nhật thông tin kinh tế toàn cầu 2015 đã đưa ra dự báo GDP Việt Nam tăng trưởng 6.8% năm 2015, và 6.9% năm 2016, là mức tăng trưởng thuộc nhóm cao nhất trên thế giới. Bên cạnh đó, ANZ cũng dự báo mức thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam sẽ tăng từ \$1,100 của năm 2014 lên tới \$3,000/năm vào 2020, tương ứng với mức tăng CAGR = 18%.
- 2) **Việt Nam có dân số đông và tầng lớp trung lưu tăng nhanh:** Theo dự báo của Tổ chức Lao động Thế giới ILO, tầng lớp trung lưu tại Việt Nam sẽ đạt khoảng 14.7 triệu người, chiếm 27% lực lượng lao động vào năm 2015 và sẽ tăng lên 17.7 triệu người vào năm 2018, chiếm 30% lực lượng lao động.
- 3) **Tỷ lệ thâm nhập của ngành ô tô Việt Nam còn thấp:** Tỷ lệ thâm nhập của ngành ô tô được Worldbank tính bằng số lượng xe ô tô, bao gồm cả xe tải, xe buýt và các xe chuyên dụng, trên 1000 người dân. Theo số liệu của World bank, tỷ lệ sở hữu ô tô ở Việt Nam chỉ đạt 18 xe/ 1000 người trong năm 2012, trong khi tỷ lệ này ở Thái Lan là xấp xỉ 200 và ở Malaysia là gần 400 xe/1000 người. Như vậy, tiềm năng phát triển của thị trường Việt Nam còn rất lớn, đảm bảo cho mức tăng trưởng tốt trong sản lượng tiêu thụ xe ô tô trong một vài năm tới.
- 4) **Những chính sách về thuế thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ xe của Việt Nam:**
 - **Giảm thuế nhập khẩu xe nguyên chiếc từ các nước Mỹ, Hàn Quốc và EU về 0% vào năm 2026**, 10 năm sau khi các hiệp định thương mại có hiệu lực. Các thị trường này đang chiếm 30% tổng sản lượng xe nhập khẩu của Việt Nam, và đang áp mức thuế nhập khẩu hiện tại là 70%.
 - **Thuế nhập khẩu xe từ các nước ASEAN cũng được giảm về 0% vào 2018** theo lộ trình như sau:

Lộ trình giảm thuế nhập khẩu xe từ ASEAN	
2014	50%
2015	35%
2016	20%
2017	10%
2018	0%

Nguồn: Cục phát triển doanh nghiệp, BSC tổng hợp

- **Thay đổi biểu thuế tiêu thụ đặc biệt trong thời kì 2016-2018 làm giảm đáng kể giá của dòng xe trung cấp và tăng giá cho các dòng xe sang:** Chính phủ Việt Nam vừa chính thức trình Quốc hội thông qua việc sửa đổi thuế tiêu thụ đặc biệt đối với ô tô dưới 9 chỗ, qua đó giảm thuế đáng kể đối với các dòng xe có dung tích xi lanh dưới 2L, và ngược lại tăng thuế suất cho các dòng xe trên 2L xi lanh. Việc thay đổi biểu thuế tiêu thụ nhằm mục đích khuyến khích sử dụng các dòng xe tiết kiệm nhiên liệu, và tập trung đánh

thuế vào những dòng xe sang. Tuy nhiên, xe sang là phân khúc mà người tiêu thụ ít quan tâm đến giá cả, do vậy sẽ ít chịu ảnh hưởng bởi việc tăng thuế.

Biểu phí giảm thuế tiêu thụ đặc biệt			
Loại xe	Hiện tại	1/7/16	1/1/18
< 1.5 L (xi lanh)	45%	30%	30%
1.5 -> 2L	45%	30%	25%
Từ 2L đến 3L	50%	60%	55%
Từ 3L đến 4L	60%	90%	90%
Từ 4L đến 5L	60%	110%	110%
Trên 6L	60%	150%	150%

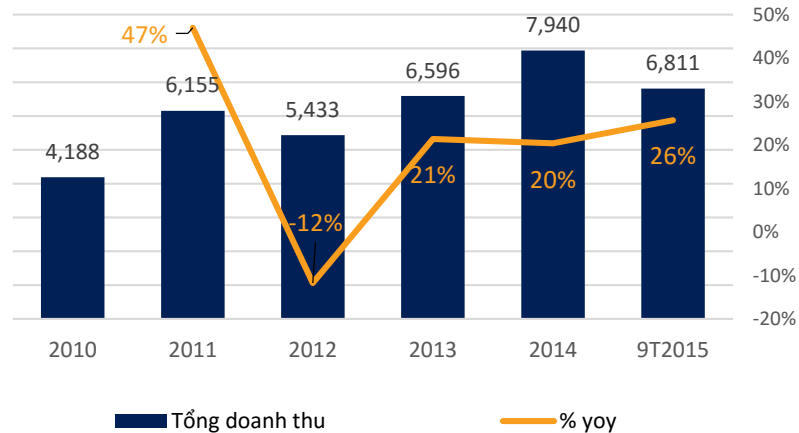
Nguồn: Cục phát triển doanh nghiệp, BSC tổng hợp

Tuy vậy, việc sở hữu ô tô ở Việt Nam vẫn còn nhiều bất tiện cho người dân Việt Nam:

- **Giá bán xe ô tô ở mức cao do hoạt động lắp ráp ô tô ở Việt Nam còn nhiều khó khăn.** Theo các nhà sản xuất ô tô Việt Nam, chi phí sản xuất trong nước cao hơn khoảng 20% so với chi phí sản xuất cùng loại xe ở Thái Lan. Nhu cầu thị trường nhỏ, trình độ sản xuất thấp, và tỷ lệ nội địa hoá thấp đã khiến chi phí sản xuất ở mức cao, qua đó làm tăng thành bán ra của xe ô tô.
- **Các điều kiện hạ tầng chưa đáp ứng được nhu cầu sử dụng xe ô tô.** Cơ sở hạ tầng đường phố kém, tình trạng tắc đường ở các thành phố lớn, cùng với các mức phí đỗ, gửi xe cao cũng gây bất tiện cho người sử dụng ô tô. Điều này khiến một lượng lớn người dân Việt Nam mặc dù điều kiện nhưng vẫn chưa sở hữu ô tô.

CÔNG TY CỔ PHẦN DỊCH VỤ TỔNG HỢP SÀI GÒN, SAVICO

Công ty cổ phần dịch vụ tổng hợp Sài Gòn Savico hoạt động trong các mảng kinh doanh: phân phối ô tô, xe máy; các dịch vụ sửa chữa đi kèm; kinh doanh bất động sản; và đầu tư tài chính. Trong đó, hoạt động phân phối ô tô là hoạt động nền tảng cốt lõi của công ty. Công ty hiện tại đang là hệ thống phân phối ô tô hàng đầu Việt Nam, chiếm thị phần 9.8% của hiệp hội sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA) và 13% toàn thị trường tiêu thụ xe con trong năm 2014. Công ty hiện đang là đại lý phân phối chính thức cho các hãng xe ô tô con lắp ráp trong nước, như Toyota, Ford, . Savico đang sở hữu 25 cửa hàng trải dài cả nước, với Hà Nội, TP Hồ Chí Minh và Cần Thơ là các địa bàn hoạt động trọng yếu.

Tổng doanh thu SAVICO (tỷ đồng)


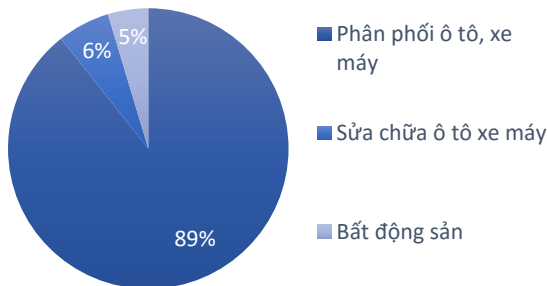
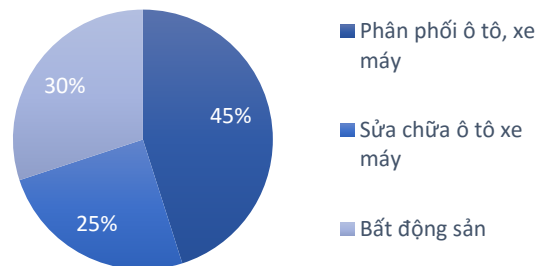
Nguồn: BCTC SVC, BSC tổng hợp

Savico ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan cho năm 2014 và 9T2015:

Trong năm 2014, công ty đạt 7,939.7 tỷ đồng doanh thu, tăng 20.4% yoy và 118.65 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, tăng 40.1% yoy. Đây là mức tăng trưởng khả quan so với sức tăng trưởng doanh thu trung bình giai đoạn 2010 – 2014 là 17.34%. Cho 9 tháng đầu năm 2015, Savico tiếp tục có sự tăng trưởng tốt với mức tăng 25.7% cho doanh thu và đặc biệt là mức tăng 81% cho lợi nhuận trước thuế. Bên cạnh sức tăng tốt của hoạt động bán hàng, kết quả kinh doanh 9T2015 được đóng góp bởi việc thoái vốn ở các dự án bất động sản đóng góp khoảng 15 tỷ vào lợi nhuận công ty.

Do có mức biên lợi nhuận khác nhau rõ rệt, cơ cấu doanh thu và lợi nhuận không đồng nhất giữa các mảng hoạt động.

Hoạt động phân phối đóng góp chủ đạo, chiếm tới 89% doanh thu, nhưng chỉ đóng góp 45% lợi nhuận gộp trong năm 2014 do mức biên thấp 1.6%. Phụ thuộc nhiều vào hoạt động phân phối, các dịch vụ sửa chữa, bảo hành ô tô xe máy cũng đóng góp tích cực vào lợi nhuận với 25% tỷ trọng, mặc dù chỉ chiếm 6% doanh thu. Mảng bất động sản có mức biên lợi nhuận cao nhất 33% nên dù chỉ chiếm 5% doanh thu nhưng tới 30% lợi nhuận trong 2014.

Cơ cấu doanh thu

Cơ cấu lợi nhuận gộp


Nguồn: Báo cáo tài chính SVC 2014, BSC tổng hợp

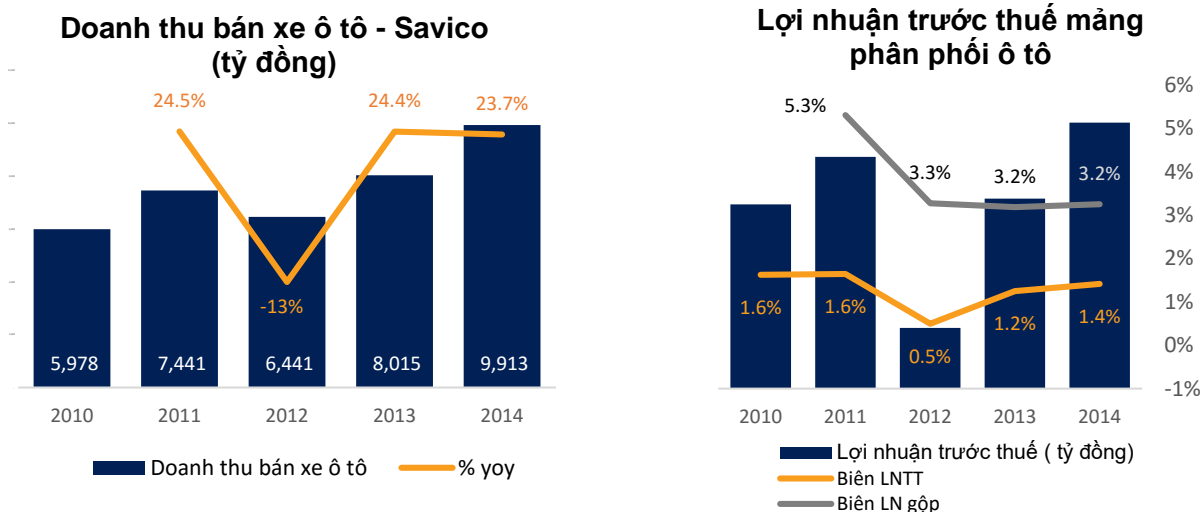
A) LĨNH VỰC BÁN HÀNG HÓA

1) Mạng phân phối ô tô

SAVICO hiện đang là đại lý phân phối chính thức cho 7 hãng xe tên tuổi bao gồm Toyota, Ford, GM, Hyundai, Chevrolet, Honda và hãng xe tải Hino, trong đó Honda và Hino là 2 hãng xe mới ký kết hợp đồng phân phối trong 2015. 83% sản lượng bán trong hệ thống phân phối xe của Savico được đóng góp bởi Toyota và Ford. Các hãng xe được phân phối trong hệ thống Savico chiếm hơn 70% thị phần phân phối xe ô tô con ở Việt Nam.

Doanh thu từ mạng phân phối ô tô có mức tăng trưởng cao CAGR 13.5% trong giai đoạn 2010 - 2014, trong đó ngoại trừ năm 2012 dưới ảnh hưởng khủng hoảng chung của thị trường, doanh thu bán ô tô của Savico có mức tăng trưởng trên 20% qua các năm. Năm 2014, mức doanh thu này tăng 23.7% và đạt 9,913 tỷ đồng. Trong 9 tháng đầu năm 2015, phân mảng này tiếp tục diễn biến khả quan, với mức tăng trưởng 26%, là mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây.

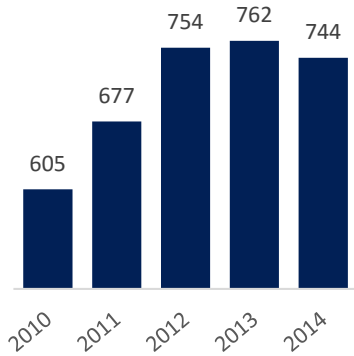
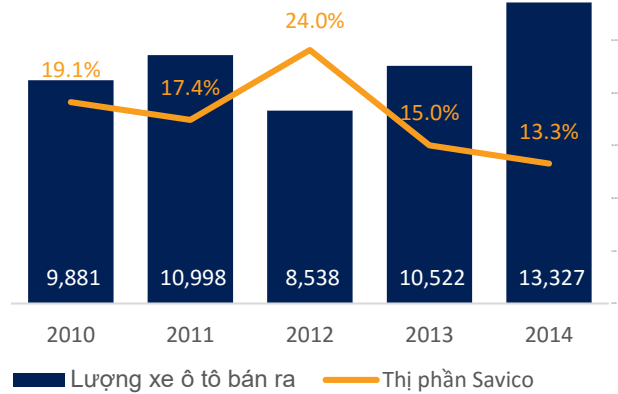
Lợi nhuận trước thuế mang về từ hoạt động phân phối ô tô là 140 tỷ đồng, tương ứng với mức biên lợi nhuận trước thuế 1.4% trong năm 2014. Sự cải thiện trong mức biên lợi nhuận trước thuế từ 0.5% năm 2012 lên tới 1.4% năm 2014 đã đưa mức tăng trưởng CAGR cho LNTT của mảng phân phối ô tô giai đoạn này ở mức cao 39%. Do đặc thù của ngành, biên lợi nhuận trước thuế của mảng phân phối ô tô của Savico ở mức rất thấp, chỉ dao động quanh mức 1.2 – 1.6% (ngoại trừ 2012 với mức biên 0.5%). Tuy vậy, nếu so sánh với CTCP Ô tô Hàng Xanh, là doanh nghiệp phân phối ô tô cho hãng xe Mercedes và có biên lợi nhuận gộp 2.5%, thì SVC có mức biên lợi nhuận gộp cao hơn, ở mức 3.2%.



Nguồn: BCTN SVC, BSC tổng hợp

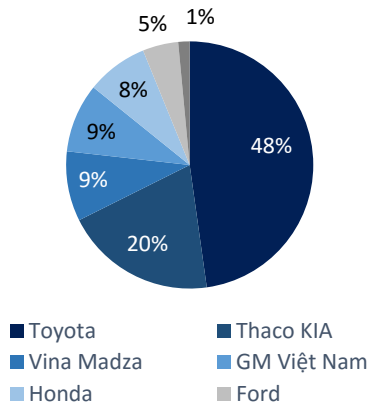
Sản lượng xe ô tô phân phối của Savico có sức tăng trưởng tốt, nhưng chưa bắt kịp với sức tăng trưởng chung của ngành. Năm 2014, sản lượng tiêu thụ xe ô tô từ hệ thống Savico đã tăng mạnh 27% và đạt 13,327 xe. Tuy vậy,

khi so sánh với sức tăng của ngành, CAGR của Savico trong giai đoạn 2010-2014 đạt mức 7.7%, trong khi con số này của ngành là 18%. Lý do chính cho sức tăng trưởng chậm hơn so với ngành là việc các hãng xe tập trung đẩy mạnh thị trường ở các tỉnh thành nhỏ, vốn không phải là các địa điểm chủ lực của công ty. Điều này khiến thị phần phân phối xe con của công ty liên tục sụt giảm mạnh, từ 24% năm 2012 xuống còn 13% năm 2014.

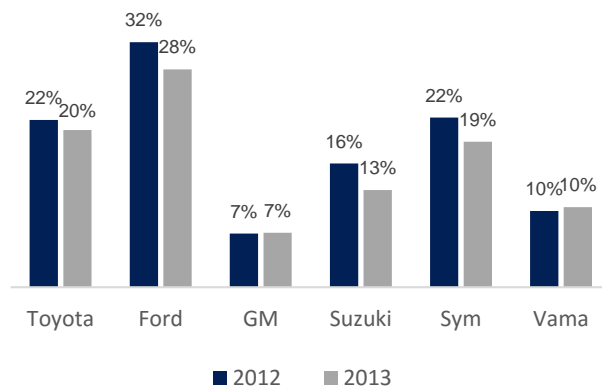
Giá bán xe trung bình (triệu đồng)

Sản lượng ô tô tiêu thụ qua hệ thống Savico


Nguồn: BCTN SVC, BSC tổng hợp

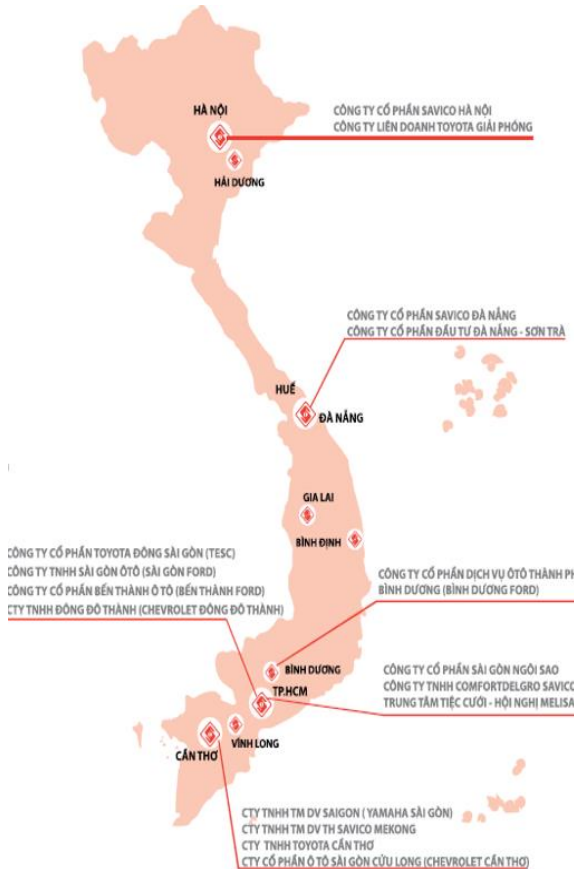
Các nhãn hàng chủ lực của Savico đều là các hãng xe thuộc phân khúc trung cấp phổ thông, nhắm vào đối tượng khách hàng thuộc tầng lớp trung lưu với mức giá vừa phải, mức tiêu thụ nhiên liệu ít và hiệu quả kinh tế cao. Đây là phân khúc trọng yếu trên thị trường ô tô Việt Nam với tỷ trọng 95% về số lượng xe ô tô con bán ra trong 2014. Đồng thời, so sánh với các đối tượng khách hàng khác, đối tượng khách hàng thuộc tầng lớp trung cấp của Savico sẽ nhạy cảm hơn với những lộ trình giảm thuế tiêu thụ sắp tới. Giá bán xe ô tô trung bình tăng tốt trong giai đoạn 2010 – 2012, và duy trì ở mức 750 triệu/xe những năm gần đây.

Thị phần ô tô con


Nguồn: VAMA, BSC tổng hợp

Thị phần phân phối của SVC tại các hãng lớn


Nguồn: BCTN SVC, BSC tổng hợp



Nguồn: BCTN SVC, BSC tổng hợp

Các cửa hàng phân phối ô tô được chia theo các tiêu chuẩn sau:

- **Tiêu chuẩn 1S:** chỉ cung cấp dịch vụ bán hàng, trưng bày ô tô
- **Tiêu chuẩn 2S:** cung cấp dịch vụ bảo hành bảo dưỡng ô tô
- **Tiêu chuẩn 3S:** Cửa hàng cung cấp dịch vụ bán hàng, bảo hành sửa chữa và cung cấp phụ tùng chính hãng
- **Tiêu chuẩn 4S:** Tích hợp thêm chăm sóc khách hàng (hướng dẫn lái xe an toàn, tra cứu nguồn gốc lịch sử xe)
- **Tiêu chuẩn 5S:** Tích hợp thêm các hoạt động đóng góp xã hội

Lợi thế lớn nhất của Savico trong việc cạnh tranh với các công ty phân phối ô tô khác là hệ thống bán hàng.

Hệ thống bán hàng của Savico đạt tiêu chuẩn chất lượng cao, liên tục được mở rộng, và trải dài cả nước qua 8 công ty con và 4 công ty liên kết. Tại các thành phố lớn trọng điểm như TP Hồ Chí Minh, Hà Nội và Cần Thơ, các cửa hàng của Savico có vị trí tốt và diện tích rộng rãi, đồng thời hầu hết đạt tiêu chuẩn 3S, mang lại tiện ích cao cho khách hàng. Trong năm 2014 và 9 tháng đầu năm 2015, công ty đã mở mới thêm 9 đại lý xe ô tô 2S và 3S, nâng tổng số đại lý xe ô tô của Savico lên 25 đại lý hiện nay.

Trong năm 2015, công ty đã tìm kiếm các hướng phát triển mới trong phân khúc phân phối ô tô qua việc tìm kiếm các đối tác mới, là Honda và xe tải Hino:

(1) Ngày 8/8/2015, Savico đã trở thành nhà phân phối chính thức của Honda Việt Nam, nâng tổng số hãng xe ô tô con mà công ty phân phối lên 6 hãng. Savico hiện đang chú trọng đầu tư để hoàn thành đại lý Honda theo tiêu chuẩn 5S, dự kiến đi vào hoạt động vào tháng 3/2016. Đây là đại lý 5S đầu tiên của Honda tại Cần Thơ.

(2) Vào tháng 8/2015, Savico đã hợp tác với Hino, một hãng ô tô tải của Nhật. Đại lý sẽ được khai trương vào cuối năm 2015 theo tiêu chuẩn 3S. Việc phát triển sang lĩnh vực phân phối ô tô tải giúp cho Savico bắt kịp với mức tăng mạnh của ngành xe tải thời gian gần đây, đồng thời giúp đa dạng hóa hoạt động cốt lõi của công ty.

Triển vọng khả quan cho mảng phân phối xe ô tô: Bên cạnh những yếu tố tích cực chung của ngành, chủ trương chú trọng phát triển hoạt động cốt lõi là phân phối ô tô giúp đảm bảo cho triển vọng khả quan của phân khúc này:

- **Savico đang tập trung mở rộng số lượng đại lý và nâng cao chất lượng hệ thống bán hàng hiện nay.** Công ty xác định mảng phân phối ô tô là mũi nhọn hoạt động trong thời gian tới và sẽ tập trung nguồn vốn và nhân lực vào việc phát triển hoạt động này. Theo kế hoạch, Savico sẽ nâng số lượng cửa hàng trên toàn quốc từ 25 cửa hàng hiện nay lên tới 35 – 40 cửa hàng vào 2020, tập trung ở các

tình thành chưa được công ty khai thác và là những vùng thị trường đóng góp vào sức tăng trưởng mạnh của ngành những năm gần đây. Ngoài ra, trong năm 2015 và 2016, Savico chủ trương nâng cấp toàn bộ các đại lý từ tiêu chuẩn 3S lên tiêu chuẩn 4S, nhằm nâng cao tính cạnh tranh và tính tiện ích cho khách hàng.

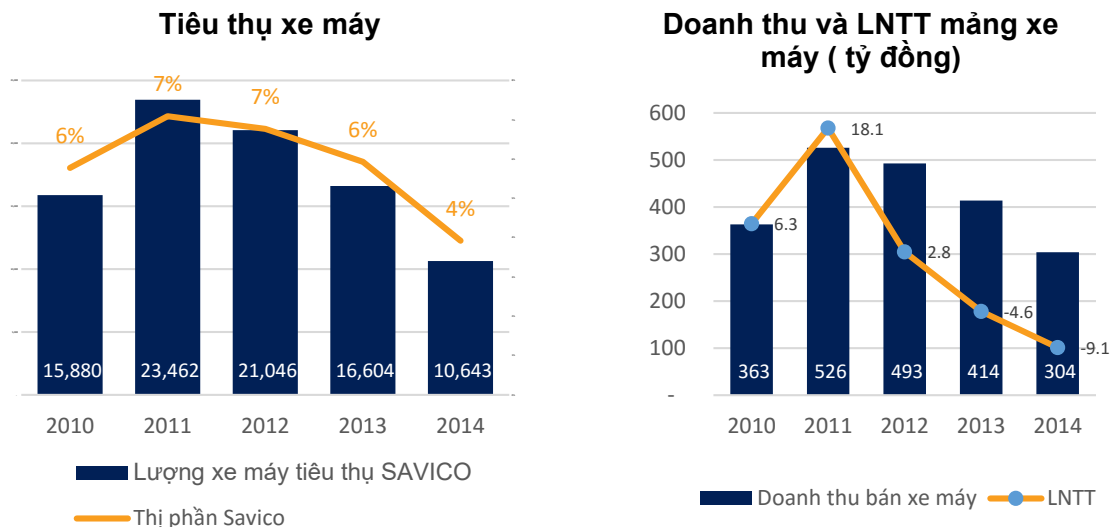
- **Các hợp đồng ký kết với các hãng mới Honda và hãng xe tải Hino sẽ giúp Savico mở rộng đối tượng khách hàng.** Đặc biệt là việc phân phối xe tải Hino là một hướng đi mới cho công ty, mở đầu cho định hướng tấn công thị trường xe tải, vốn đang có sức tăng trưởng rất tốt 2 năm gần đây. Việc tiếp cận với đối tượng khách hàng mới sẽ giúp công ty duy trì đà tăng trưởng tốt cho dài hạn. Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng những thay đổi này sẽ chưa có đóng góp đáng kể do hoạt động kinh doanh chưa đi vào ổn định.
- **Tuy vậy, chúng tôi vẫn lưu ý rằng sự giảm thuế nhập khẩu xe ô tô từ năm 2018 có thể gây cạnh tranh cao** với các xe lắp ráp trong nước. Việc giảm thuế nhập khẩu các năm tiếp theo làm giảm giá xe nhập khẩu về mức thấp hơn giá xe lắp ráp trong nước, gây áp lực giảm giá bán xe để nâng cao tính cạnh tranh. Điều này sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp phân phối xe lắp ráp trong nước như Savico. Tuy nhiên, các nhà sản xuất lớn như Toyota và Ford sẽ có những chính sách về sản lượng sản xuất của từng nước phù hợp để giảm thiểu tác động của việc giảm thuế lên thị trường phân phối và tiêu thụ ô tô.

Chúng tôi ước tính doanh thu từ phân phối ô tô của Savico trong 2015 sẽ có mức tăng trưởng tốt 30.9% và đạt mức tăng trưởng bình quân 20.9% giai đoạn 2015-2021. Cụ thể:

- Sản lượng tiêu thụ của thị trường ô tô trong năm 2015 được ước tính tăng trưởng 40%, cao hơn so với mức 38% của 10 tháng đầu năm do quý 4 là cao điểm cho nhu cầu tiêu thụ xe
- Thị phần phân phối xe con của Savico được ước tính giảm nhẹ 1%, do các đại lý mới của Savico mở ra vào nửa cuối 2015, chưa bắt kịp mức tăng trưởng ở các thành phố mới.
- Sản lượng xe ô tô bán ra năm 2016 tăng trưởng 35%, nhờ việc giảm thuế tiêu thụ đặc biệt sẽ kích thích nhu cầu tiêu thụ xe. Với các năm tiếp theo, sản lượng xe phân phối sẽ chững lại ở mức bền vững hơn 20% / năm.
- Giá xe ô tô bán ra được duy trì như mức hiện tại giai đoạn 2015-2018, sau đó giảm 5%/năm cho đến 2021 dưới sức cạnh tranh của xe nhập khẩu

2) Mảng phân phối xe máy

Savico hiện đang là nhà phân phối cho hai hãng xe gắn máy là Suzuki và Yamaha, trong đó công ty là nhà phân phối độc quyền cho hãng Suzuki tại 19 tỉnh thành phía nam. Công ty hiện nay đang có khoảng 15 đại lý ở các thành phố Hồ Chí Minh, Cần Thơ, Vĩnh Long, An Giang.



Nguồn: BCTC Savico, BSC tổng hợp

Mảng phân phối xe máy của Savico gặp khó khăn trong những năm gần đây. Dưới tác động của việc thị trường xe máy đã ở mức bão hoà, sản lượng xe máy của Savico giảm mạnh trung bình -32.9% trong giai đoạn 2010 – 2014, giảm hơn nhiều so với mức giảm trung bình -2% của toàn thị trường, khiến thị phần của Savico sụt giảm từ 7% năm 2011 xuống còn 4% năm 2014. Kể từ năm 2013, sức cầu yếu và sự cạnh tranh cao trên thị trường đã khiến hoạt động rơi vào thua lỗ. Trong năm 2014, Savico đã giải thể 3 đơn vị phân phối xe gắn máy là đại lý Bến Thành, Yamaha Phương Nam, và Savico Mekong, đồng thời hạn chế việc các đại lý bán sỉ cho các cửa hàng khác, do không mang lại nhiều lợi nhuận và làm giảm sản lượng tiêu thụ trực tiếp của các cửa hàng Savico. Điều này đã khiến lượng xe máy bán ra sụt giảm mạnh (-36%). Đồng thời, các chi phí liên quan đến việc giải thể các công ty khiến mảng kinh doanh này chịu mức lỗ trước thuế là 9 tỷ đồng trong năm 2014. Theo đó, biên lợi nhuận trước thuế cho phân khúc bán xe máy liên tục giảm từ 3% năm 2011 về -3% năm 2014.

Chúng tôi cho rằng mảng xe máy đã được tái cơ cấu và sẽ ổn định trong thời gian tới. Công ty đã hoàn thành các biện pháp cơ gọn hoạt động, và định hướng không tập trung nhiều vào hoạt động phân phối xe máy. Số lượng đại lý xe máy được dự kiến sẽ duy trì ở mức 12 cửa hàng như hiện tại. Chúng tôi ước tính lượng xe máy tiêu thụ toàn hệ thống của Savico sẽ tiếp tục giảm 20% cho năm 2015 do ảnh hưởng của việc giải thể 3/15 đại lý phân phối của công ty trong năm 2014. Sau đó, mức sản lượng bán ra sẽ duy trì mức tăng nhẹ 3%/năm, khi hệ thống đại lý đã được cơ gọn, và chỉ giữ lại các cửa hàng có hiệu suất hoạt động tốt.

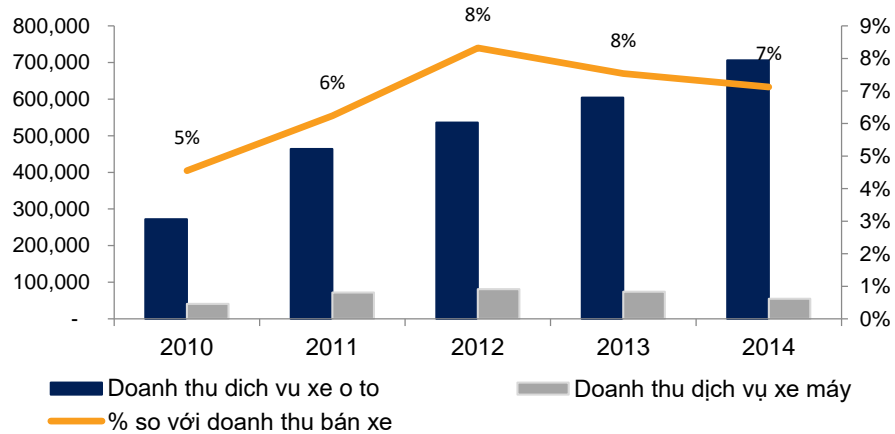
B) MẢNG DỊCH VỤ

Mảng dịch vụ bao gồm các dịch vụ bảo trì, sửa chữa cho ô tô, xe máy. Phân khúc phụ trợ này phụ thuộc nhiều vào hoạt động của mảng bán hàng của Savico. Mặc dù chỉ đóng góp 5% trong cơ cấu doanh thu, mảng dịch vụ chiếm tới 25% tỷ trọng lợi nhuận nhờ vào mức biên lợi nhuận gộp cao, ở mức 27% - 30%.

Doanh thu từ dịch vụ có mức tăng trưởng tốt. Trong năm 2014, mảng dịch vụ trên toàn hệ thống đạt 761 tỷ đồng doanh thu, tăng 12% so với năm trước. Trong đó phân khúc ô tô đóng góp 706 tỷ đồng, tương đương với 92% tổng doanh thu hệ dịch vụ của hệ thống. Doanh thu dịch vụ ô tô đạt mức tăng trưởng tốt 20% giai đoạn 2012 – 2014 nhờ vào sự tăng mạnh trong số lượng xe tiêu thụ. Ngược lại, phân khúc xe máy chỉ ghi nhận 55 tỷ đồng doanh thu, giảm 26% yoy do cơ chế co hẹp bán hàng của Savico trong phân khúc này.

Tỷ trọng doanh thu dịch vụ/doanh thu bán hàng được cải thiện, từ 5% năm 2010, lên tới mức 7-8% trong 3 năm trở lại đây. Việc Savico sở hữu các cửa hàng ô tô có vị trí thuận tiện, với tiêu chuẩn chất lượng cao là một lợi thế lớn để gia tăng tỷ trọng khai thác doanh thu dịch vụ những năm gần đây. Các cơ sở 3S tập trung ở những thành phố lớn cũng là thế mạnh cho công ty trong phân khúc này.

Doanh thu dịch vụ trên toàn hệ thống Savico



Triển vọng khả quan: Sức tiêu thụ ô tô tăng mạnh sẽ kéo theo nhu cầu bảo trì sửa chữa xe ô tô. Việc Savico mở rộng và nâng cấp chất lượng hệ thống lên 4S sẽ giúp gia tăng tính thuận tiện và qua đó đẩy mạnh việc sử dụng dịch vụ của khách hàng. Trong mảng xe máy, công ty cũng chú trọng hơn đến dịch vụ sửa chữa bảo trì xe giúp đảm bảo mức tăng trưởng cho doanh thu dịch vụ. Các chính sách phát triển của công ty, cùng với ước tính tăng trưởng sản lượng phân phối xe ô tô, xe máy, chúng tôi ước tính tỷ trọng doanh thu dịch vụ ô tô/ doanh thu bán xe ô tô sẽ tăng nhẹ qua các năm từ mức 7.1% hiện tại lên 8% vào năm 2019, và giữ nguyên ở mức này cho các năm sau. Đối với phân khúc xe máy, mức tỷ trọng này sẽ tăng từ 19.1% hiện nay lên tới 23% vào năm 2021 do chủ trương co hẹp hoạt động bán xe, nhưng chú trọng hơn vào hoạt động dịch vụ sửa chữa.

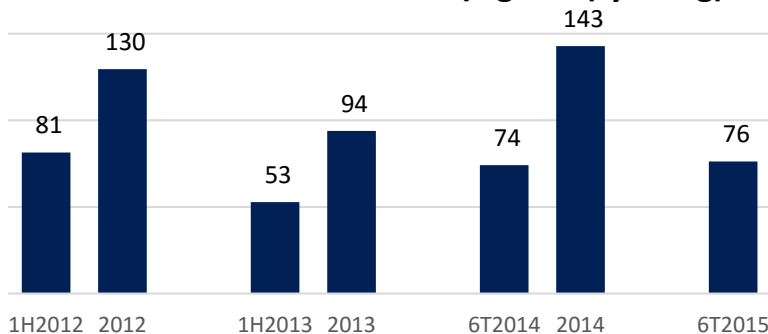
C) MẢNG BẤT ĐỘNG SẢN

Mảng kinh doanh bất động sản của Savico bao gồm hai hoạt động chính là cho thuê bất động sản và chuyển nhượng bất động sản. Công ty hiện nay đang sở hữu và góp vốn tổng cộng 15 dự án, bao gồm: 04 phức hợp plaza; 02 Trung tâm thương mại; 06 văn phòng; 01 nhà ở ; 01 khách sạn resort ; và 01 trung tâm tiệc cưới (1). Các dự án của Savico tập trung ở các thành phố lớn Sài Gòn, Hà Nội,

Đà Nẵng và Cần Thơ, do vậy, cũng hỗ trợ tích cực cho việc mở rộng đại lý phân phối ô tô của công ty.

1. Hoạt động cho thuê bất động sản

Doanh thu cho thuê bất động sản (tỷ đồng)



Hoạt động cho thuê bất động sản tăng trưởng tốt trong năm 2014, ghi nhận 142.8 tỷ doanh thu, + 52% yoy. Trong năm 2014, sự phục hồi của thị trường cho thuê bất động sản đã nâng cao tỷ lệ lấp đầy và nâng cao giá cho thuê văn phòng, giúp Savico ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan. Tuy nhiên, do không có dự án nào được hoàn thành và đi vào hoạt động trong năm 2015, doanh thu chỉ tăng nhẹ 2.8% và đạt 76.2 tỷ đồng cho 6 tháng đầu năm.

Savico hiện đang sở hữu rất nhiều các dự án bất động sản trải dài trên cả nước bao gồm hoạt động Trung tâm thương mại, Cao ốc văn phòng và trung tâm tiệc cưới. Phân khúc tòa nhà văn phòng của Savico chủ yếu theo tiêu chuẩn cho thuê giá rẻ, với vị trí trung tâm thuận tiện. Cụ thể như sau:

Dự án	Vị trí	Quy mô (diện tích xây dựng)	Hoạt động
Cao ốc Văn Phòng	97-99 Trần Hưng đạo, HCMC	726 m2	T1/2006
Tòa nhà văn phòng	555 Trần Hưng Đạo, HCMC	912 m2	T6/2008
Tòa nhà văn phòng	35 Đồng Khởi, HCMC	694 m2	Q3/2009
Cao ốc văn phòng (*)	91 Pasteur, HCMC	8,030 m2	T9/2010
Savico mega mall	Ngoại thành Hà Nội	63,000 m2	T12 / 2011
TTTM Savico Đà Nẵng	Đà Nẵng	4,739 m2	T1/2007
TTTM Savico Cần Thơ	Cần Thơ	2,848 m2	2007
Trung tâm tiệc cưới Mellisa	HCMC	7,066 m2	T10/2014

(*) Savico góp vốn 51%

Nguồn: BCTN Savico, Website Savico, BSC tổng hợp

Triển vọng ổn định cho 2016: Hiện nay, Savico đang có 2 dự án cao ốc văn phòng đang được xây dựng dang dở, trong đó dự án ở Lý Tự Trọng, với tổng diện tích sử dụng 4,098 m2, được dự kiến sẽ hoàn thành vào quý 1/2016. Tuy vậy, Savico chỉ đóng góp 20% vốn trong dự án này, nên sẽ không có nhiều tác động lên kết quả kinh doanh của công ty.

Dự án	Vị trí	Quy mô (diện tích sử dụng)	Tiến độ dự án
-------	--------	-----------------------------	---------------

Cao ốc văn phòng*	277-279 Lý Tự Trọng, HCMC	4,098 m ²	Dự kiến hoàn thành Q1/2016
Cao ốc văn phòng	66-68 Nam Kỳ Khởi Nghĩa	9,000 m ²	Đang tìm đối tác đầu tư

(* Savico góp vốn 20%)

Nguồn: BCTN Savico, Website Savico, BSC tổng hợp

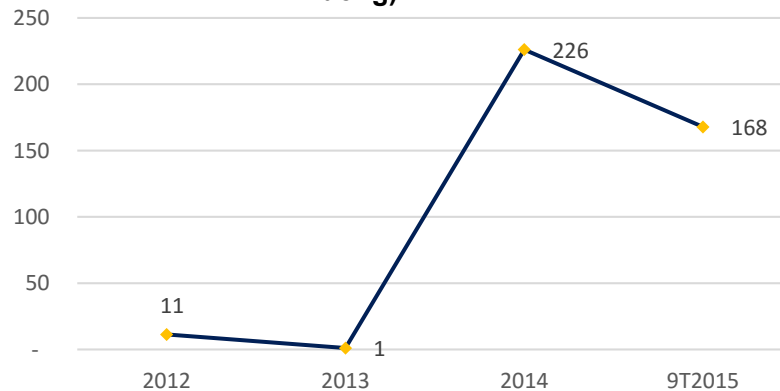
Chúng tôi ước tính mức doanh thu từ việc cho thuê bất động sản của SAVICO năm 2015 sẽ đạt 148.4 tỷ đồng, tăng 3.9% yoy cụ thể:

- Giá cho thuê bất động sản trung bình được dự báo tăng 2% theo mức lạm phát.
- Trong năm 2016, việc hoàn thành tòa cao ốc văn phòng ở Lý Tự Trọng sẽ đóng góp vào mức tăng diện tích cho thuê.
- Mức tăng trưởng năm 2017-2021 ước tính sẽ duy trì ổn định ở mức 2%/năm theo lạm phát, do không có dự án nào được dự kiến hoàn thành giai đoạn này

2. Hoạt động chuyển nhượng bất động sản

Hoạt động chuyển nhượng bất động sản biến động lớn qua các năm. Đóng góp từ mảng kinh doanh này cho doanh thu của Savico là không đáng kể trước 2012, do thị trường bất động sản có nhiều khó khăn. Với tình trạng chiếm dụng vốn lớn của những dự án bất động sản, từ năm 2014 Savico đã thực hiện thoái vốn khỏi các dự án hoặc hợp tác đầu tư với các đối tác khác. Qua đó, doanh thu từ mảng này đạt 226 tỷ đồng trong 2014 và 168 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2015.

Doanh thu chuyển nhượng bất động sản (tỷ đồng)



Các dự án đã và đang có kế hoạch được SAVICO thoái vốn hoặc hợp tác đầu tư:

CÁC DỰ ÁN BẤT ĐỘNG SẢN DỜ DANG				
Dự án	Vị trí	Diện tích đất (m ²)	Chi tiết	Tiến trình
Savico Plaza 115-117 Hồ Tùng Mậu	Q1 HCMC	3023	22 tầng	Bán cổ phần cho Vinaland (25%) – ghi nhận 62 tỷ đồng lợi nhuận tài chính vào Q3 2015
Savico Plaza 104 Phố Quang	Quận Tân Bình	9028		Hợp tác với VinaLand và Saigon Ford
Resort Mercure Sơn Trà		57650		Hoàn thành 70% hạ tầng
Dự án Nam Cẩm Lệ	Đà Nẵng	4000		Đang tìm đối tác đầu tư
Dự án Quốc lộ 13 quận Thủ Đức	TP HCM			Thoái vốn với mức lỗ ghi nhận 45 tỷ vào Q3 2015
Khu nhà ở Hiệp Bình Phước	Thủ Đức, HCM	55,340	1603 căn hộ và 63 nhà liền kề	Đang nhận góp vốn đầu tư của khách hàng và triển khai tiếp việc xây nhà liền kề để bàn giao cho khách hàng.

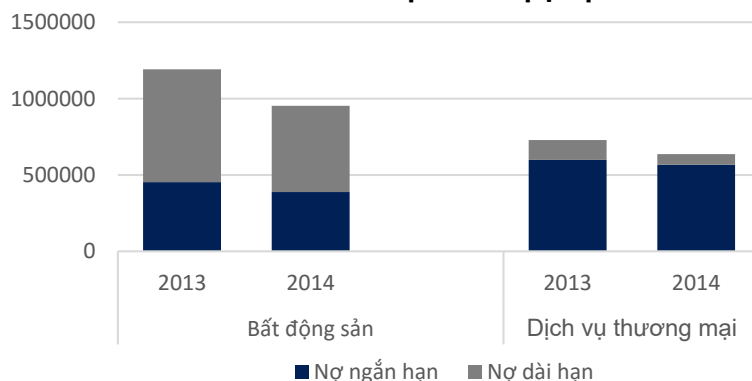
Trong quý 3/2015 Savico đã hoàn thành các thương vụ thoái một phần vốn đầu tư đối với dự án Hồ Tùng Mậu và dự án khu nhà ở Hiệp Bình Phước. Hai thương vụ thoái vốn này đã mang lại tổng cộng 15 tỷ đồng lợi nhuận cho công ty, tương đương với khoảng 10% lợi nhuận trước thuế của Savico trong 9T2015.

Trong thời gian tới, Savico có chủ trương sẽ tiếp tục đẩy mạnh việc tìm kiếm đối tác để hoàn thành các dự án bất động sản đang được xây dựng dở dang. Công ty đang tập trung tìm kiếm đối tác để hoàn tất các dự án 66-68 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, và Dự án Mecure Sơn Trà trong năm 2015. Chúng tôi cho rằng hoạt động chuyển nhượng cổ phần các dự án bất động sản sẽ gây ra nhiều biến động cho kết quả kinh doanh của Savico trong thời gian tới. Có thể công ty sẽ phải ghi nhận lỗ từ những vụ chuyển nhượng bất động sản, nhưng nếu được thoái vốn thành công, điều này sẽ giúp giải thoát nguồn vốn đang bị ứ đọng, giảm tỷ trọng nợ vốn đang ở mức cao của công ty và qua đó giảm chi phí lãi vay.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	Trung bình ngành 2014
Cơ cấu vốn				
Vốn vay/ tổng tài sản	37%	35%	31%	19%
Tổng tài sản/VCSH	3.70	3.78	3.50	2.89
Cơ cấu tài sản				
TS Dài hạn/ Tổng Tài sản	72%	68%	68%	72%
TS Ngắn hạn/ Tổng tài sản	28%	32%	32%	28%
Khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán nhanh	0.50	0.47	0.44	0.45
Hệ số thanh toán hiện thời	0.41	0.48	0.51	1.31
Năng lực hoạt động (ngày)				
Số ngày phải thu	15.4	15.3	13.0	7.3
Số ngày tồn kho	20.6	17.1	16.5	58.0
Số ngày phải trả	11.0	7.0	5.1	69.8
Chu kỳ vòng xoay tiền mặt	25.0	25.4	24.4	(4.6)
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	7%	6%	6%	9%
ROA	2%	2%	3%	7%
ROE	6%	8%	12%	19%

- a) **Nợ ở mức cao nhưng đang giảm dần.** Tỷ trọng vốn vay của SVC giảm mạnh từ 37% năm 2012 xuống còn 31% năm 2014 và chỉ còn 25.7% tại quý 3/2015. So với các doanh nghiệp trong ngành với mức tỷ trọng vốn vay trung bình chỉ ở khoảng 19%, Savico đang chịu gánh nặng vốn vay lớn do phân khúc bất động sản của công ty chiếm dụng lớn nguồn vốn của công ty, với 57% tổng số nợ. Hiện nay Savico đang chủ trương thu hẹp hoạt động đầu tư bất động sản để tái cơ cấu nguồn vốn và tập trung hơn vào mảng hoạt động chính của công ty là phân phối và dịch vụ sửa chữa, sẽ giúp lượng nợ của công ty giảm những năm tiếp theo.

Cơ cấu nợ theo bộ phận


- b) **Khả năng thanh toán của SVC đang được cải thiện.** Tỷ số thanh toán hiện thời của Savico thấp hơn hẳn so với mức trung bình ngành (1.31). Hoạt động bất động sản của Savico khiến cho nguồn lực tài chính bị ảnh hưởng trong năm 2012-2013, và công ty phải phụ thuộc nhiều vào vốn vay ngắn hạn để duy trì hoạt động kinh doanh cốt lõi là phân phối xe ô tô, xe máy. Điểm khác biệt này khiến tỷ số tài sản ngắn hạn/ nợ ngắn hạn thấp hơn hẳn so với ngành. Tuy nhiên, việc thoái vốn

khỏi một số dự án bất động sản trong năm 2014 và 2015 đã cải thiện đáng kể khả năng thanh toán của công ty, tăng từ 0.41 năm 2012 lên 0.51 năm 2014 và 0.95 vào quý 3/2015. Chúng tôi cho rằng khả năng thanh toán của công ty sẽ tiếp tục được cải thiện về gần hơn với mức chung của ngành, dưới định hướng cơ hợp hoạt động bất động sản của công ty.

- c) Năng lực quản lý hàng tồn kho tốt, nhưng chưa tận dụng được vốn từ các nhà cung cấp.** Do hoạt động kinh doanh phân phối không bao gồm việc sản xuất, Savico có được mức vòng quay hàng tồn kho thấp hơn nhiều so với ngành, ở mức 16.5 ngày với mức trung bình của ngành là 58 ngày. Tuy vậy, vòng quay khoản phải thu của Savico cao gấp đôi so với các doanh nghiệp khác và ở mức 15 ngày. Cơ cấu nợ cao trong tổng tài sản có thể khiến công ty khó thương lượng với các nhà cung cấp, khiến số ngày phải trả của công ty chỉ là 5 ngày trong năm 2014, trong khi các doanh nghiệp khác có thể tận dụng nguồn vốn này trong vòng 70 ngày.
- d) Khả năng sinh lời của Savico ở mức thấp nhưng đang được cải thiện.** Do mặt hàng chính của công ty là xe con, có đặc thù là tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn hẳn so với các doanh nghiệp kinh doanh xe tải, nên tỷ suất LNTT của Savico chỉ đạt 6% so với mức trung bình 9% của ngành. Tuy vậy, các chi phí khác đang giảm mạnh do công tác quản lý chặt chẽ và do việc thoái vốn bất động sản giúp giảm bớt áp lực lãi vay, đã giúp cải thiện các tỷ suất sinh lời của Savico, tăng ROE từ 6% năm 2012 lên 12% năm 2014. Trong năm 2014, công ty đã cơ cấu lại các bộ phận, phòng ban, sắp xếp lại nhân sự, tinh gọn từ 9 bộ phận trước đây tập trung còn 6 bộ phận chức năng, nhờ vậy chi phí quản lý doanh nghiệp giảm tỷ trọng từ 2.3% xuống còn 2.1% trong năm 2014 .

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Chúng tôi dự báo trong năm 2015, Savico sẽ đạt doanh thu 10,216 tỷ đồng, tăng trưởng 28.7% yoy và 144.5 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, +65% yoy. Mức lợi nhuận này tương ứng với EPS 2015 ước đạt 3,654 VND/cp. Mức tăng trưởng doanh thu cho giai đoạn 2015-2021 ước đạt CAGR là 20.5% và lợi nhuận trước thuế đạt mức tăng trưởng CAGR là 14.2%.

Kết quả kinh doanh của Savico dựa trên những giả định sau:

- Số lượng xe ô tô bán được đạt mức tăng trưởng tốt 29.8% cho năm 2015 và 35% cho năm 2016. Mức tăng trưởng các năm sau được dự đoán sẽ chững lại về mức 14% - 18% do áp lực việc cạnh tranh từ xe nhập khẩu.
- Số lượng xe máy bán ra cơ hợp dần với mức giảm -20% năm 2015, và ổn định từ năm 2017 với mức tăng 5%
- Doanh thu dịch vụ hàng hóa được ước tính dựa trên doanh thu bán hàng cho từng loại ô tô, xe máy
- Giá bán xe ô tô trung bình được giữ ở mức hiện tại cho đến năm 2017 sẽ giảm 5% vào năm 2018 theo lộ trình giảm thuế nhập khẩu
- Giá bán xe máy trung bình được giữ nguyên mức giá trung bình của năm 2014 đến 2018 và giảm 5%/năm dưới tác động của việc giảm thuế nhập khẩu
- Mức giá cho thuê bất động sản tăng nhẹ 2%/năm
- Mức lãi gộp được duy trì ổn định cho mảng dịch vụ hàng hóa, và tăng nhẹ khi các mức thuế giảm xuống

Lưu ý: Chúng tôi không đưa giá trị từ việc chuyển nhượng bất động sản vào phần định giá vì tính chất biến động và khó dự đoán của phân khúc này

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** trung và dài hạn cổ phiếu SVC với giá mục tiêu là 37,700, tăng 8.8% so với mức giá đóng cửa ngày 16/11/2015, dựa theo phương pháp P/E và FCFE

- a) **Phương pháp P/E:** Do mảng kinh doanh trọng tâm trong hoạt động hiện tại và định hướng của Savico là mảng dịch vụ bán hàng, phân phối xe ô tô, chúng tôi sử dụng P/E trung bình của 4 cổ phiếu niêm yết của ngành ô tô làm tham chiếu cho phương pháp định giá P/E

Mã cổ phiếu	Tên DN	Vốn điều lệ	DTT	P/E
SVC	CTCP Dịch vụ Tổng hợp Sài Gòn	988.72	7,939,698	11.49
HAX	CTCP Dịch Vụ Ô Tô Hàng Xanh	118.18	1,220,102	6.78
TMT	CTCP Ô tô TMT	458.88	1,367,488	9.30
HHS	CTCP Kỹ thuật và Ô tô Trường Long	174.38	1,031,337	11.41
HTL	CTCP dịch vụ đầu tư		1,423,761	8.41
Trung bình				9.48

Với EPS ước tính đạt 3,654 VND/cp cho năm 2015; mức P/E trung bình ngành là 9.48; mức giá mục tiêu hợp lý cho phương pháp P/E là 34,634 VND

- b) **Phương pháp FCFE:**

Chúng tôi sử dụng mô hình tăng trưởng 2 giai đoạn:

- **Giai đoạn 1 (2015-2021):** Là giai đoạn tăng trưởng nhanh về lợi nhuận. Dòng tiền tự do FCFE được dự báo dựa trên kết quả hoạt động từng năm của SAVICO ước tính đạt 116.2 tỷ vào năm 2015, và đạt 131.5 tỷ năm 2021 do nợ vay giảm dần vào những năm sau.
- **Giai đoạn 2 (sau 2021)** dòng tiền tự do sẽ tăng ổn định. Tốc độ tăng trưởng dài hạn được ước tính là 2%

Chúng tôi định giá theo phương pháp FCFE dựa trên các giả định sau:

Lãi suất phi rủi ro Rf	7.1%
Xếp hạng tín nhiệm dài hạn cho Việt Nam theo Moodv	B1
Phản bù rủi ro cho các nước xếp hạng B2	6,75%
Phản bù rủi ro tại thị trường US	5,00%
Beta (theo Bloomberg)	0.8
Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	11.4%
Chi phí sử dụng vốn vay	7%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	9.59%
Tăng trưởng dài hạn sau 2021 (g)	2.00%
Giá một cổ phần	40,838

- c) **Giá mục tiêu**

Phương pháp	Giá hợp lý	Giá khuyến nghị
P/E	34,635	37,736
FCFE	40,838	

PHỤ LỤC
1. BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Cân đối kế toán	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)	850	1,023	1,530	2,286	2,788	3,202	3,623	4,067
Tài sản dài hạn (tỷ đ)	1788	1782	1800	1854	1907	2007	2148	2352
Tổng tài sản (tỷ đ)	2639	2805	3330	4140	4695	5210	5771	6419
Nợ ngắn hạn (tỷ đ)	969	1114	1424	1903	2154	2321	2490	2685
Nợ dài hạn (tỷ đ)	698	572	592	650	656	670	693	732
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	971	1119	1314	1587	1884	2218	2589	3002
Giá trị sổ sách /cp	34,801	40,868	49,353	58,609	68,999	80,518	93,383	107,946

2. KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết quả kinh doanh	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Tổng doanh thu	7,940	10,216	13,482	18,394	20,966	23,901	27,207	31,239
% doanh thu	7,091	9,281	12,477	17,060	19,432	22,134	25,214	28,974
Dịch vụ	480	619	851	1,175	1,372	1,602	1,825	2,094
Bất động sản	143	148	153	158	162	165	168	171
Chuyển nhượng	226	168	-	-	-	-	-	-
Giá vốn hàng bán	(7,430)	(9,648)	(12,693)	(17,308)	(19,735)	(22,504)	(25,632)	(29,449)
Lãi gộp	510	569	789	1,086	1,231	1,397	1,575	1,791
Thu nhập tài chính	11	88	28	28	28	28	28	28
Chi phí tài chính	(68)	(58)	(58)	(65)	(71)	(70)	(64)	(57)
Chi phí bán hàng	(187)	(245)	(323)	(441)	(502)	(573)	(652)	(749)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(165)	(194)	(256)	(349)	(398)	(453)	(516)	(593)
Lãi lỗ từ HĐKD	92	144	158	230	255	291	327	370
LNTT	119	185	200	272	296	333	369	412
LNST (cổ đông công ty mẹ)	52	91	95	132	142	161	178	199
ROE	5%	8%	7%	8%	8%	7%	7%	7%
EPS	2,073	3,654	3,812	5,269	5,700	6,425	7,108	7,947

MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư

Lê Thị Hải Đường

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn

Trưởng Phòng Phân tích

Trần Thăng Long

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.