



## CTCP DỊCH VỤ TỔNG HỢP SÀI GÒN (SVC – HSX)

### Đổi van động lực tăng trưởng sang mảng dịch vụ ô tô

- KQKD 2015– có sự đóng góp tích cực từ nhiều mảng kinh doanh
- Năm 2016 –khả năng chuyển dịch cơ cấu lợi nhuận gộp theo hướng tăng tỷ trọng dịch vụ ô tô
- Dự phóng KQKD 2016

#### Quan điểm và Định Giá:

Thị trường ô tô trong giai đoạn 2014-2015 liên tiếp ghi nhận tốc độ tăng trưởng ấn tượng so với cùng kỳ; trong đó, hai dòng xe du lịch và xe thương mại đều ghi nhận tốc độ tăng trưởng trên hai con số. Sang đến năm 2016, thị trường ô tô nói chung và doanh thu mảng bán lẻ ô tô của SVC nói riêng được dự báo sẽ vẫn có thể tăng trưởng nhưng khó “giữ được nhiệt” như hai năm vừa qua. Tuy vậy, kết quả lợi nhuận sau thuế năm 2016 của SVC có khả năng sẽ tăng trưởng mạnh hơn nhiều so với mức tăng doanh thu nhờ vào mảng kinh doanh dịch vụ ô tô vốn ít có tính chu kỳ như hoạt động phân phối đồng thời hưởng lợi lớn từ lượng xe tiêu thụ mạnh ra thị trường trong các năm gần đây. Với tiềm năng mở rộng hoạt động dịch vụ từ kho dữ liệu khách hàng lớn, biên LNG cao, mảng này hứa hẹn sẽ tăng tỷ trọng đóng góp trong tổng LNG khi doanh thu mảng ô tô chững lại hoặc sụt giảm.

Ngoài ra, sau khi thanh khoản một số khoản đầu tư vào bất động sản, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ có nguồn tài chính để bổ sung một phần vào việc mở rộng hệ thống showroom cũng như linh hoạt nguồn vốn khi chi phí lãi vay biến động. Bằng phương pháp định giá P/E, FCFF và FCFE chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho SVC là **41.800** đồng/cp, cao hơn so với mức giá đóng cửa ngày 22/02/2016 là 19,4%. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cho cổ phiếu này trong **DÀI HẠN**.

Tuy nhiên, nhà đầu tư cần lưu ý, sau một thời gian liên tục nâng tỷ lệ sở hữu, Finansia Syrus Securities Public Company Limited hiện đang là nhóm cổ đông lớn thứ ba của SVC (chiếm 8,18%) – tính đến ngày 11/01/2016. Với việc quá trình tái cấu trúc của TCT Bến Thành vẫn còn nhiều chi tiết bỏ ngỏ, chúng tôi không loại trừ khả năng nhóm này sẽ tiếp tục nâng cao tỷ lệ sở hữu và tạo nên các ảnh hưởng trong cơ chế điều hành của SVC.

#### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	Lũy kế 9T2015	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	6.582,4	7.930,2	6.802,2	9.928,2	10.431,4
% tăng trưởng	21,6%	20,5%	25,7%	25,2%	5,1%
Lợi nhuận sau thuế	41,2	51,8	72,3	98,9	114,7
% tăng trưởng	-8,2%	25,8%	115,1%	90,9%	16,0%
Tỷ suất LNST (%)	0,6%	0,7%	1,1%	1,0%	1,1%
ROA (%)	1,5%	1,7%		3,3%	4,1%
ROE (%)	5,6%	6,9%		12,7%	13,5%
EPS (VND)	1.648	2.074		3.972	4.131
EPS đ/chính (VND)	1.647	2.073		3.957	4.131
Giá trị sổ sách (VND)	29.670	30.189		41.513	47.853
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.000	1.200		1.200	1.200
P/E (x)	7,6	7,7		10,4	8,7
P/BV (x)	0,4	0,5		1,3	1,0

Nguồn: Báo cáo tài chính SVC Rông Việt tổng hợp và ước tính, \*Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 22/02/2016

## TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	34.800
Giá mục tiêu (VND)	41.800
Thời gian đầu tư	Dài hạn

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ ô tô
Vốn hóa (tỷ đồng)	836
SLCPDLH	24,975,507
Beta	0,7
Free Float (%)	12,9
Giá cao nhất 52 tuần	43.900
Giá thấp nhất 52 tuần	15,800
KLGD bình quân 20 phiên	100,260



#### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
SVC	13%	122%	273%
Bán lẻ	19%	24%	2%
HSX Index	-11%	-4%	14%
VN30 Index	-10%	-5%	1%

#### Cổ đông lớn (%)

Tổng Công ty Bến Thành	40,81
Jom Silkkitie Investment Fund	9,01
Finansia Syrus Securities	8,2
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	13,9

#### Bành Trần Tường Vân & Bùi Thị Tâm

(084) 08- 6299 2006 – Ext: 1316

Van.btt@vds.com.vn

**Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q4-FY15**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY15	Q3-FY15	+/- (qoq)	Q4-FY14	+/- (yoy)
Doanh thu	3.125,9	2.721,5	14,9%	2.518,9	24,1%
Lợi nhuận gộp	145,4	89,2	63,0%	150,6	-3,5%
Chi phí bán hàng và quản lý	77,4	65,0	19,1%	115,2	-32,8%
Thu nhập HĐKD	67,9	24,1	181,5%	35,5	91,6%
EBITDA	175,0	42,5	311,7%	42,9	308,4%
EBIT	186,3	73,6	152,9%	53,8	246,3%
Chi phí tài chính	13,2	12,8	2,5%	14,9	-12,0%
- Chi phí lãi vay	13,4	13,1	2,2%	16,1	-17,1%
Khấu hao	11,3	31,1	-63,8%	10,9	3,0%
Khoản mục không thường xuyên					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	51,9	60,6	-14,2%	37,7	37,9%
Lợi nhuận sau thuế	26,6	31,4	-15,4%	18,6	42,9%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	26,6	31,4	-15,4%	18,6	42,9%

Nguồn: SVC, RongViet Research

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q4-FY15**

Chỉ tiêu	Q4-FY15	Q3-FY15	+/- (qoq)	Q4-FY14	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	4,6%	3,3%	137bps	6,0%	-133bps
EBITDA/Doanh thu	5,6%	1,6%	404bps	1,7%	390bps
EBIT /Doanh thu	6,0%	2,7%	325bps	2,1%	382bps
TS lợi nhuận ròng	0,9%	1,2%	-30bps	0,7%	11bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	0,9%	1,2%	-30bps	0,7%	11bps
<b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b>					
-Hàng tồn kho	27,5	25,3	2,2	30,3	-2,9
-Khoản phải thu	33,6	38,1	-4,5	41,6	-8,0
-Khoản phải trả	32,6	35,5	-2,9	18,2	14,5
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	1,6	1,5	0,1	2,2	-0,6

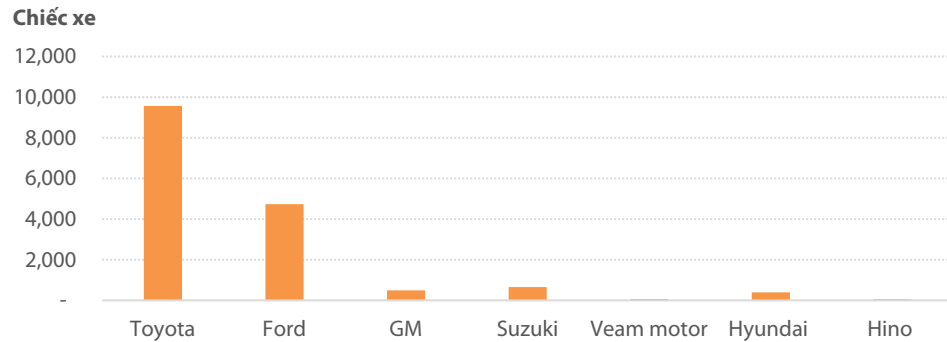
Nguồn: SVC



### KQKD 2015 tích cực với sự đóng góp của nhiều mảng kinh doanh

Theo thống kê của VAMA, tính đến tháng 12/2015, tổng sản lượng ô tô tiêu thụ vào khoảng 244.914 xe (+55% so với cùng kỳ), vượt mức kế hoạch cả năm 210.000 xe. Trong đó, dòng xe thương mại tăng hơn 70% so với cùng kỳ và dòng xe du lịch tăng gần 60% so với cùng kỳ. Với đà tăng trưởng tích cực từ thị trường và yếu tố mùa vụ, không quá ngạc nhiên khi doanh số bán xe SVC trong Q4/2015 vẫn giữ sự lạc quan. Cụ thể, doanh số bán xe của SVC trong Q4/2015 ước tính được lên đến hơn 4.000 xe; như vậy tổng lượng bán xe của SVC trong năm 2015 đạt đến gần 16.000.

#### Hình: Doanh số bán xe theo thương hiệu của SVC trong năm 2015



Nguồn: RongViet Research

Ngoài hoạt động kinh doanh cốt lõi, mảng bất động sản cũng đóng góp một phần vào KQKD tích cực của SVC. Nằm trong kế hoạch tái cấu trúc, thanh lý các khoản đầu tư bất động sản, SVC đã thực hiện chuyển nhượng dự án Quốc Lộ 13 và dự án Savico Plaza Hồ Tùng Mậu trong năm 2015. Đối với dự án Quốc lộ 13, giá trị sổ sách vào khoảng 212 tỷ đồng trong khi đó giá trị thanh lý khoảng 162 tỷ đồng, SVC đã tất toán hoàn toàn thương vụ này dựa trên BCTC Q3/2015. Bù đắp cho khoản lỗ từ Quốc lộ 13, dự án Savico Plaza Hồ Tùng Mậu lại đem về phần lợi nhuận tương đối tốt. Theo BCTC mới nhất được công bố, Công ty đã ghi nhận khoản lãi lên đến 80 tỷ đồng từ dự án Hồ Tùng Mậu. Tổng kết, KQKD Q4/2015 của doanh nghiệp ghi nhận sự khả quan với doanh thu và LNTT Q4/2015 lần lượt là 3.126 tỷ đồng (+23% so với cùng kỳ) và 5,9 tỷ đồng (+31% so với cùng kỳ).

Cả năm 2015, DT và LNST cho cổ đông công ty mẹ được lần lượt đạt là 9,928 và 98,8 tỷ đồng, tương ứng với mức EPS 2015 là 3.959 đồng/cp. Kết quả trên đây có sự chênh lệch đáng kể với dự phóng trong báo cáo cập nhật CTCP Dịch vụ Sài Gòn (HSX – SVC) được phát hành vào ngày 20/07/2015 của chúng tôi do (1) hai dự án bất động sản được hạch toán doanh thu và LN trong năm 2015 và (2) do yếu tố thận trọng, tốc độ tăng trưởng ô tô được chúng tôi dự phóng trước đó thấp hơn so với nhu cầu tiêu thụ thực tế của thị trường xe hơi (tăng trưởng hơn 40% so với cùng kỳ).

**Năm 2016 – khả năng chuyển dịch cơ cấu lợi nhuận gộp theo hướng tăng tỷ trọng dịch vụ ô tô*****Hoạt động kinh doanh phân phối ô tô được dự báo sẽ “hạ nhiệt”***

Thị trường ô tô trong giai đoạn 2014-2015 liên tiếp ghi nhận tốc độ tăng trưởng ấn tượng so với cùng kì; trong đó, tốc độ tăng trưởng của hai dòng xe du lịch và xe thương mại đều trên hai con số. Sang đến năm 2016, thị trường ô tô được dự báo sẽ khó duy trì được tốc độ tăng trưởng tích cực, nhất là khi (1) Chính phủ yêu cầu hạn chế tiêu dùng xe cá nhân tại hai thành phố lớn là Hồ Chí Minh và Hà Nội, (2) Điều chỉnh cách tính thuế nhập khẩu và nâng thuế tiêu thụ đặc biệt ở dòng xe có dung tích cao (trên 2,0L), (3) Thị trường xe thương mại nói riêng không còn “yếu tố thúc đẩy từ chính sách siết chặt tải trọng, cấm xe vận tải quá tải quá khổ được ban hành từ giữa năm 2014 như giai đoạn 2014-2015”.

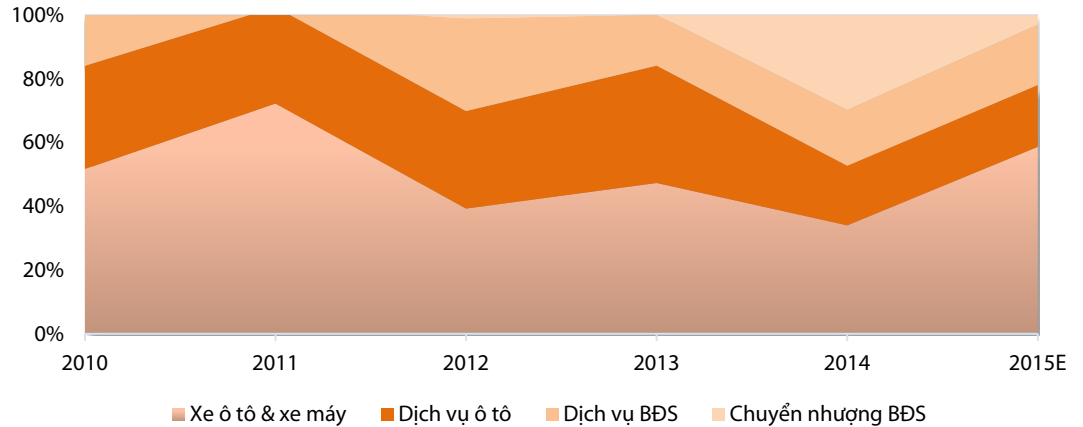
Theo chia sẻ, nhiều thương hiệu xe lớn trên thị trường Việt Nam như Toyota và Ford đều đặt kế hoạch doanh số thận trọng trong năm 2016 (tăng ~10% so với kế hoạch cùng kì) do lo ngại thị trường sẽ có sự hạ nhiệt. Cùng chung quan ngại với các thương hiệu lớn, chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh bán lẻ xe ô tô của SVC cũng sẽ gặp nhiều khó khăn trong năm 2016. Cụ thể, tổng doanh số bán xe của SVC trong 2016 sẽ tăng trưởng tương đối ở mức 10% so với cùng kì. Trong năm 2015, theo ước tính của chúng tôi, mảng kinh doanh bán lẻ đóng góp ~4,5% vào tổng lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, sang đến năm 2016, mức đóng góp này sẽ chỉ còn ~ 4%.

Với 90% cơ cấu doanh thu từ mảng bán lẻ ô tô, sự hạ nhiệt của thị trường này sẽ khiến con số tăng trưởng ấn tượng (trên 20%) trong 2014-2015 khó duy trì tại SVC. Tuy nhiên, chúng tôi lại đặt kỳ vọng vào một hoạt động kinh doanh khác sẽ giúp duy trì và cải thiện tăng trưởng lợi nhuận của SVC là kinh doanh dịch vụ, đặc biệt là dịch vụ ô tô.

***Kỳ vọng vào hoạt động kinh doanh dịch vụ khi mảng phân phối ô tô chững lại*****Hoạt động kinh doanh dịch vụ ô tô sẽ là tiềm năng tăng trưởng mới của SVC?**

Theo dữ liệu lịch sử, trong năm 2012, khi nhu cầu ô tô sụt giảm mạnh (-12,5%), mảng kinh doanh dịch vụ đã đóng vai trò “cứu cánh”, giúp lợi nhuận của SVC tăng trưởng nhẹ (+0,5% cùng kì). Mảng dịch vụ ô tô, khi đó, dù chỉ đóng góp 8% tổng doanh thu nhưng lại chiếm đến 31% vào tổng lợi nhuận gộp và tăng trưởng đến 20% so với cùng kì. Chúng tôi để ý thấy rằng chỉ khi hoạt động bán lẻ ô tô gặp nhiều khó khăn thì đóng góp của kinh doanh dịch vụ mới thực sự rõ nét. Trong giai đoạn mà nhu cầu ô tô phục hồi mạnh mẽ (2014-2015) thì hoạt động dịch vụ lại tăng trưởng không quá khả quan lần lượt là 10% và -3% do các đại lý gần như dồn lực đáp ứng nhu cầu mua xe của thị trường.

**Hình: Cơ cấu LNG của SVC giai đoạn 2010-2015**



Nguồn: RongViet Research

Đứng trước quan ngại về tính chu kỳ cao của thị trường bán lẻ ô tô, chúng tôi quan tâm nhiều hơn đến tiềm năng tăng trưởng mảng dịch vụ với sự ổn định về nguồn thu và lợi nhuận. Chúng tôi được biết ban lãnh đạo của SVC cũng nhận thấy tiềm năng lớn đối với mảng dịch vụ ô tô trong 5 năm tới.

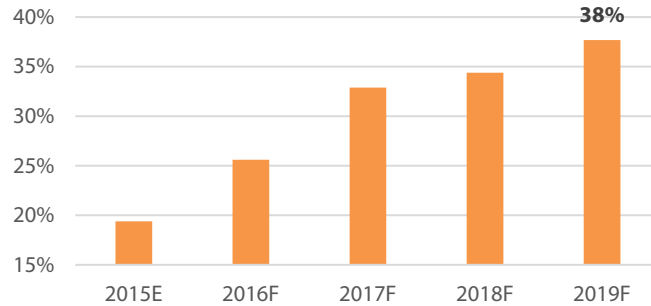
Là doanh nghiệp phân phối ô tô lâu năm và có hệ thống phân phối trải dài từ Bắc đến Nam với gần 30 cửa hàng (bao gồm đại lý và trung tâm sửa chữa), tiềm năng tăng trưởng của hoạt động dịch vụ ô tô tại SVC còn rất lớn. Theo khảo sát, trung bình 1 cửa hàng của SVC có khoảng 20 khoang sửa chữa với khoảng 5-6 lượt sửa chữa 1 khoang/1 ngày. Trong năm 2015, nhiều đại lý của SVC đã hoạt động với công suất sửa chữa tối đa (hơn 100 lượt 1 ngày). Dựa trên sản lượng bán xe trong 7 năm gần đây, chúng tôi nhận thấy hoạt động trên mới đáp ứng chưa đến 1/3 lượng khách hàng của SVC.

Như vậy, SVC hầu như chưa khai thác triệt để nguồn lực từ hoạt động này mặc dù nắm giữ khá nhiều lợi thế cạnh tranh so với đối thủ như (1) Tập hợp khách hàng thừa hưởng từ hoạt động phân phối xe ô tô khá lớn, trung bình mỗi năm SVC bán trên 10.000 xe (2) Hệ thống cửa hàng phân phối và sửa chữa được thành lập dựa trên tiêu chuẩn chính hãng từ các thương hiệu lớn là Ford, Toyota, Hino nên chất lượng được đảm bảo (3) Nhiều thương hiệu phân phối có chính sách hậu mãi hấp dẫn, như Hino cam kết bảo hành miễn phí trong 2 năm đầu tiên; nhờ vậy, lôi kéo một lượng khách hàng lớn từ phân phối đến dịch vụ hậu mãi cho SVC.

Với những lợi thế này, việc đẩy mạnh mảng kinh doanh dịch vụ trong những năm sắp tới phụ thuộc khá lớn vào (1) Mở mới các cửa hàng phân phối sản phẩm theo tiêu chuẩn 3S, bao gồm bán và sửa chữa bảo trì bảo dưỡng sản phẩm và (2) Đẩy mạnh hoạt động kinh doanh phụ tùng vốn có biên lợi nhuận gộp (~40%) cao hơn mảng dịch vụ bảo trì bảo dưỡng (~30%). Theo chiến lược mở mới trung bình 4 đại lý/1 năm, hầu hết đều là các cửa hàng thuê, chúng tôi ước tính SVC có thể đạt đến hơn 1,8 triệu lượt sửa chữa vào năm 2019. Khi đó, chỉ với việc mở mới cửa hàng, nâng cao công suất sửa chữa, mảng kinh doanh dịch vụ sẽ đóng góp đến hơn 37,8% vào tổng lợi nhuận gộp trong năm 2019. Với tỷ trọng đóng góp ngày càng lớn như trên, biên LN ròng của SVC sẽ được cải thiện từ mức trung bình 0,7% (2011-2014) lên mức 1,1.

Cũng lưu ý thêm, những tính toán này của chúng tôi chưa bao gồm phương án tăng tỷ trọng hoạt động kinh doanh phụ tùng do chưa có nhiều cơ sở đối với mảng này. Với lộ trình trên, doanh thu dịch vụ ô tô trong năm 2016 có thể đạt được khoảng gần 650 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp tương ứng được dự báo ở mức 180 tỷ đồng, đóng góp 25,6% vào lợi nhuận gộp toàn công ty.

**Hình: Ước tính đóng góp tổng lợi nhuận gộp giai đoạn 2015-2019F**



Nguồn: RongViet Research

**Hoạt động kinh doanh bất động sản – ít dự án có tiềm năng chuyển nhượng**

Sau quá trình tái cơ cấu, thanh lý trong hai năm trở lại đây, số lượng bất động sản còn lại vào khoảng 5 dự án và đều có giá trị cũng như diện tích khai thác lớn. Khả năng tìm đối tác cho các dự án này cũng như xác suất ghi nhận lợi nhuận đột biến từ chuyển nhượng trong năm 2016 sẽ không cao. Trong số các dự án còn lại, 2 dự án có tiềm năng chuyển nhượng bao gồm (1) dự án Mercure Sơn Trà và (2) dự án Long Hòa- Cần Giờ.

**Dự án Long Hòa- Cần Giờ,** Dự án này được nhận định sẽ có thanh khoản cao khi đường cao tốc Bến Lức –Long Thành hoàn công. Theo dự kiến, tuyến cao tốc có thể hoàn công vào tháng 6/2018. Do vậy, trong năm 2016, không có nhiều cơ sở để kỳ vọng vào việc ghi nhận lợi nhuận đột biến từ chuyển nhượng dự án Long Hòa- Cần Giờ.

**Dự án Mercure Sơn Trà** với giá trị đầu tư lớn và vị trí địa lý cách xa khu vực trung tâm Đà Nẵng nên khó tìm đối tác chuyển nhượng trong những năm qua. Tuy nhiên, với quyết tâm thoái vốn của ban điều hành, tiến độ chuyển nhượng nhiều khả năng sẽ được đẩy mạnh trong năm 2016. Mặc dù vậy, chúng tôi không kỳ vọng nhiều vào khả năng ghi nhận lợi nhuận đáng kể từ chuyển nhượng này. Thay vào đó, dòng tiền thu được từ thanh lý dự án sẽ góp phần giảm bớt gánh nặng nợ tương đối lớn trong những năm qua (hiện dư nợ dài hạn vào khoảng 560 tỷ đồng).

**Bảng: Cập nhật các dự án BĐS của CTCP Dịch Vụ Sài Gòn (HSX – SVC)**

Tên dự án	Địa chỉ	Tỷ lệ sở hữu	Quy mô	Tiến độ và định hướng dự án năm 2015
<b>SAVICO PLAZA Phố Quang</b>	104 Phố Quang, Quận Tân Bình	100%	9.028,3 m2	Hợp tác khai thác đầu tư với Novaland Ước tính việc chuyển nhượng thành công có thể giúp DN thu về khoản LN lên đến 80 tỷ đồng,
<b>Nam Cẩm Lệ</b>	Đại Lộ Phạm Hùng, TP Đà Nẵng	100%	21.822 m2	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
<b>Dự án Hồ Tràm –Xuyên Mộc</b>	Xã Phước Thuận, Huyện Xuân Mộc, Vũng Tàu	100%	96.300 m2	Tiếp tục phối hợp với địa phương đền bù giải tỏa
<b>Dự án Khu biệt thự sinh thái Long Hòa- Cần Giờ</b>	Cần Giờ	50%		Đã nộp tiền sử dụng đất (50-60 tỷ) Cơ hội phát triển nếu dự án cao tốc Bến Lức – Long Thành hoàn thành
<b>Resort Mercure Sơn Trà</b>	Bán đảo Sơn Trà, Đà Nẵng	100%	57.650 m2	Đã hoàn thành xây villa mẫu Đã tìm kiếm đối tác đầu tư
<b>Dự án khu nhà ở Bình An, Q2</b>	Đường Trần Nãi, P Bình An, Q2, TPHCM	12,5%	64.978 m2	Đã hoàn thành đường giao thông nội bộ

Nguồn: SVC, Rong Viet Research

Liên quan đến mảng kinh doanh dịch vụ bất động sản (cho thuê văn phòng, khách sạn, mặt bằng...) dự kiến vẫn sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng tích cực. Ngoài các địa điểm đang triển khai kinh doanh hiện tại (2 resort tại Miền Trung, nhà hàng tiệc cưới Q4...), cao ốc văn phòng 277-279 Lý Tự Trọng có khả năng hoàn công và đi vào hoạt động từ Q1/2016 với tỷ lệ lấp đầy được tiết lộ lên đến 100%. Bên cạnh đó, dự án nâng tầng cho trụ sở chính khu Nam Kì Khởi Nghĩa cũng được dự kiến sẽ hoàn tất, đi vào hoạt động từ cuối năm 2017. Với đóng góp mới từ dự án Lý Tự Trọng, chúng tôi dự phóng doanh thu từ mảng dịch vụ bất động sản sẽ có mức tăng trưởng từ 10% so với cùng kì, đạt khoảng gần 170 tỷ đồng.

### **Dự phóng KQKD 2016**

Với những nhận định và phân tích trên, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh năm 2016 của SVC sẽ có sự bù đắp qua lại giữa tính chu kỳ của hoạt động thương mại ô tô và mảng dịch vụ ô tô hậu mãi cũng như dịch vụ cho thuê văn phòng. Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng nhiều vào tính ổn định và bền vững của mảng kinh doanh dịch vụ. Với nguồn dữ liệu khách hàng lớn nhưng vẫn chưa được tận dụng triệt để, hoạt động kinh doanh mảng dịch vụ của SVC hiện nay vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng. Việc mở mới showroom (đều thuộc chuẩn 3S) từ 2016 được đánh giá là bước đầu tiên giúp doanh nghiệp nâng cao công suất phục vụ mảng dịch vụ, chuẩn bị đối phó các biến động của thị trường ô tô. Nhờ chú trọng vào mảng dịch vụ, biên LNG của SVC có sự cải thiện từ mức 4,94% lên mức 6,38% trong năm 2016.

Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ trong năm 2016 lần lượt là 10.431,3 và 114,7 tỷ đồng, tương ứng với mức EPS 4.100 đồng.

### Quan điểm và định giá

Thị trường ô tô trong giai đoạn 2014-2015 liên tiếp ghi nhận tốc độ tăng trưởng ấn tượng so với cùng kỳ; trong đó, hai dòng xe du lịch và xe thương mại đều ghi nhận tốc độ tăng trưởng trên hai con số. Sang đến năm 2016, thị trường ô tô nói chung và doanh thu mảng bán lẻ ô tô của SVC nói riêng được dự báo sẽ vẫn có thể tăng trưởng nhưng khó “giữ được nhiệt” như hai năm vừa qua. Tuy vậy, kết quả lợi nhuận sau thuế năm 2016 của SVC có khả năng sẽ tăng trưởng mạnh hơn nhiều so với mức tăng doanh thu nhờ vào mảng kinh doanh dịch vụ ô tô vốn ít có tính chu kỳ như hoạt động phân phối đồng thời hưởng lợi lớn từ lượng xe tiêu thụ mạnh ra thị trường trong các năm gần đây. Với tiềm năng mở rộng hoạt động dịch vụ từ kho dữ liệu khách hàng lớn, biên LNG cao, mảng này hứa hẹn sẽ tăng tỷ trọng đóng góp trong tổng LNG khi doanh thu mảng ô tô chững lại hoặc sụt giảm.

Ngoài ra, sau khi thanh khoản một số khoản đầu tư vào bất động sản, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ có nguồn tài chính để bổ sung một phần vào việc mở rộng hệ thống showroom cũng như linh hoạt nguồn vốn khi chi phí lãi vay biến động. Bằng phương pháp định giá P/E, FCFF và FCFE chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho SVC là **41.800 đồng/cp**, cao hơn so với mức giá đóng cửa ngày 22/02/2016 là 19.4%. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cho cổ phiếu này trong **DÀI HẠN**.

*Tuy nhiên, nhà đầu tư cần lưu ý, sau một thời gian liên tục nâng tỷ lệ sở hữu, Finansia Syrus Securities Public Company Limited hiện đang là nhóm cổ đông lớn thứ ba của SVC (chiếm 8,18%) – tính đến ngày 11/01/2016, Với việc quá trình tái cấu trúc của TCT Bến Thành vẫn còn nhiều chi tiết bỏ ngỏ, chúng tôi không loại trừ khả năng nhóm này sẽ tiếp tục nâng cao tỷ lệ sở hữu và tạo nên các ảnh hưởng trong cơ chế điều hành của SVC.*

Chỉ tiêu	Dự phóng trước	Dự phóng sau điều chỉnh
	FY2016F	FY2016F
Tăng trưởng doanh thu (%)	11,0%	5,0%
Tăng trưởng sản lượng (%)	12,8%	9,2%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	5,7%	7,0%
Tỷ suất EBIT (%)	2,3%	3,3%

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	6.582,4	7.930,2	9.928,2	10.431,4
Giá vốn	6.186,7	7.430,0	9.437,8	9.765,9
<b>Lãi gộp</b>	<b>395,7</b>	<b>500,3</b>	<b>490,4</b>	<b>665,5</b>
Chi phí bán hàng	169,5	187,3	232,1	238,9
Chi phí quản lý	147,3	165,2	181,5	190,9
Thu nhập từ HĐTC	44,5	11,4	124,7	12,5
Chi phí tài chính	84,8	67,6	53,7	65,0
Lợi nhuận khác	42,2	32,8	37,5	43,3
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>84,7</b>	<b>118,6</b>	<b>199,4</b>	<b>239,0</b>
Thuế TNDN	23,6	30,9	42,0	47,8
Lợi ích cổ đông thiểu số	19,9	36,0	58,5	76,5
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>41,2</b>	<b>51,8</b>	<b>98,9</b>	<b>114,7</b>
EBIT	<b>172,9</b>	<b>182,8</b>	<b>264,4</b>	<b>300,8</b>
EBITDA	299,6	283,2	264,4	401,4

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	21,6%	20,5%	25,2%	5,1%
Lợi nhuận HKKD	25,6%	87,4%	-48,0%	206,9%
EBITDA	-20,2%	-5,5%	-6,7%	51,8%
EBIT	-18,4%	5,7%	44,6%	13,8%
Lợi nhuận sau thuế	-8,2%	25,8%	90,9%	16,0%
Tổng tài sản	4,6%	9,5%	-7,8%	-4,7%
Vốn chủ sở hữu	1,2%	1,8%	7,1%	10,4%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	0,5%	3,6%	8,8%	10,0%
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	6,0%	6,3%	4,9%	6,4%
LN HKKD / Doanh thu	1,2%	1,9%	0,8%	2,3%
EBITDA/ Doanh thu	4,6%	3,6%	2,7%	3,8%
EBIT/ Doanh thu	2,6%	2,3%	2,7%	2,9%
LNST/ Doanh thu	0,6%	0,7%	1,0%	1,1%
ROA	1,5%	1,7%	3,3%	4,1%
ROIC or RONA	9,3%	9,1%	13,9%	18,3%
ROE	5,6%	6,9%	12,7%	13,5%
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh, phải thu	23,9	28,1	31,4	27,6
Vòng quay hàng tồn kho	21,4	22,1	20,0	19,4
Vòng quay khoản phải trả	13,5	14,3	15,5	15,4
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	1,0	0,9	1,1	0,9
Nhanh	0,6	0,5	0,6	0,6
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	238,7%	227,3%	210,5%	180,4%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	64,5%	54,7%	66,6%	56,1%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	67,7%	52,6%	31,2%	19,8%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Tiền	187	180	204	175
Đầu tư tài chính ngắn hạn	43	54	47	52
Các khoản phải thu	322	242	390	365
Tồn kho	327	346	597	410
Tài sản ngắn hạn khác	25	29	44	48
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>904</b>	<b>850</b>	<b>1.282</b>	<b>1.050</b>
Tài sản cố định hữu hình	120	182	198	189
Tài sản cố định vô hình	44	51	71	85
Xây dựng cơ bản dở dang	617	455	171	211
Bất động sản đầu tư	766	748	738	762
Đầu tư tài chính dài hạn	274	748	274	277
Tài sản dài hạn khác	88	73	133	156
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>26</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>1.935</b>	<b>2.258</b>	<b>1.584</b>	<b>1.681</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	<b>2.839</b>	<b>3.108</b>	<b>2.865</b>	<b>2.731</b>
Khoản phải trả ngắn hạn khác	221	325	228	293
Vay và nợ ngắn hạn	230	260	407	343
Vay và nợ dài hạn	478	413	538	501
Khoản phải trả dài hạn khác	502	397	252	176
<b>Tổng nợ</b>	<b>339</b>	<b>320</b>	<b>276</b>	<b>296</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.770</b>	<b>1.715</b>	<b>1.701</b>	<b>1.609</b>
Vốn đầu tư của CSH	<b>742</b>	<b>755</b>	<b>808</b>	<b>892</b>
Lợi nhuận giữ lại	250	250	250	250
Các quỹ	133	142	192	273
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>38</b>	<b>41</b>	<b>44</b>	<b>48</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	<b>742</b>	<b>755</b>	<b>808</b>	<b>892</b>
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>176</b>	<b>217</b>	<b>254</b>	<b>230</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015E</b>	<b>FY2016F</b>
LNTT	84,7	118,6	199,4	239,0
Khấu hao	46,7	46,3	58,6	100,6
<i>Các điều chỉnh</i>	<i>60,7</i>	<i>49,4</i>	<i>33,5</i>	<i>28,4</i>
Thay đổi vốn lưu động	-85,2	117,3	-383,0	149,3
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>106,9</b>	<b>331,7</b>	<b>-91,6</b>	<b>517,4</b>
Thay đổi TSCĐ	-110,2	-107,0	18,1	-57,5
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	13,1	-44,2	158,8	126,2
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	8,8	5,4	10,5	9,3
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-82,3</b>	<b>-145,7</b>	<b>187,3</b>	<b>78,1</b>
Nhận/trả lại vốn góp	3,2	29,1	-2,3	29,1
Vay mới/trả nợ vay	-23,7	-170,3	-20,1	-20,1
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-35,4	-44,9	-48,9	-633,7
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-55,9</b>	<b>-186,1</b>	<b>-71,3</b>	<b>-624,7</b>
Tiền thuần trong kỳ	-31,3	-0,1	24,4	-29,3
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>222,1</b>	<b>187,2</b>	<b>179,9</b>	<b>204,2</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>187,2</b>	<b>179,9</b>	<b>204,2</b>	<b>175,0</b>

### 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, 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, 2016.**