

Ngành ô tô

Báo cáo lần đầu

Tháng 3, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **20.900**

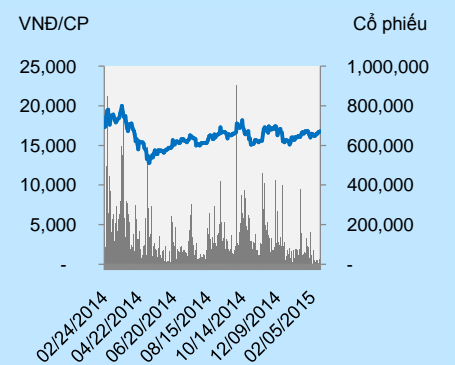
Giá thị trường (26/02/2014) 16.800

Lợi nhuận kỳ vọng 24,4%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	VND/CP12.800-20.000
Vốn hóa	42 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	24.875.507 CP
KLGD bình quân 10 ngày	22.305 CP
Sở hữu nước ngoài	15,42%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.200 VNĐ/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	7,14%
Beta	0,88

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
SVC	-2,9%	1,8%	-3,4%	3,1%
VN-Index	3,5%	3,9%	1,8%	-6,3%

Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú

(84 8) 3914 6888 ext: 122

truongsyphu@baoviet.com.vn

CTCP Dịch vụ tổng hợp Sài Gòn

Mã giao dịch: SVC

Reuters: SVC.HM

Bloomberg: SVC VN

Phù hợp với đầu tư giá trị

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** cổ phiếu SVC với giá mục tiêu **20.900 đồng/cổ phiếu** bằng 3 phương pháp định giá DCF, P/E và P/B. Nhìn chung, SVC thích hợp đối với các nhà đầu tư giá trị với các điểm nhấn đầu tư chính:

- ❖ SVC là một trong nhà phân phối ô tô hàng đầu trong khối VAMA, chiếm 10,3% thị phần với các thương hiệu như Toyota và Ford. Đây đều là những tên tuổi có thị phần đáng kể và đạt mức tăng trưởng tốt trong năm 2014. Nhờ cơ cấu sản phẩm tập trung ở phân khúc giá trung bình – thấp phù hợp với nhu cầu và thu nhập tại Việt Nam, BVSC cho rằng SVC sẽ tiếp tục đạt được mức tăng trưởng doanh số tương đương với toàn ngành trong thời gian tới.
- ❖ Dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2015 SVC đạt 61,5 tỷ đồng, tăng trưởng 18% so với năm 2014. EPS dự phóng đạt 2.460 đồng/cổ phiếu.
- ❖ Cổ phiếu SVC đang giao dịch ở mức P/E forward 6,7 lần – thấp hơn trung bình ngành 7,2 lần; với những chuyển biến tích cực trong tiêu thụ ô tô, SVC nói riêng cũng như ngành ô tô nói chung có thể được thị trường đánh giá ở các mức P/E cao hơn.
- ❖ SVC có lịch sử trả cổ tức tiền mặt đều đặn với tỉ lệ trên 10% mệnh giá, tương ứng với suất cổ tức 7,1%.

Tuy nhiên, nhà đầu tư cũng cần chú ý đến rủi ro nhà điều hành có thể ban hành nhiều biện pháp hành chính nhằm kiểm soát tình trạng nhập khẩu ô tô ở ạt khi thuế suất bắt buộc phải giảm theo lộ trình hợp tác AFTA. Bên cạnh đó, để đón đầu việc mở cửa ngành ô tô trong nước, nhiều doanh nghiệp phân phối ô tô mới có thể sẽ được hình thành và qua đó, cạnh tranh trong ngành sẽ gia tăng trong thời gian tới.

Một số chỉ số tài chính của SVC

Chỉ số tài chính		2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	Tỷ VNĐ	5.414	6.582	7.930	8.795
EBITDA	Tỷ VNĐ	110	126	190	211
EBIT	Tỷ VNĐ	63	79	145	152
LNST	Tỷ VNĐ	45	41	52	62
EPS	VND	1.794	1.647	2.089	2.458
P/E	x	9,14	9,96	7,85	6,67
P/B	x	0,56	0,55	0,54	0,52
ROA	%	1,7%	2,2%	3,2%	3,9%
ROE	%	6,3%	8,3%	11,6%	13,3%

Báo cáo lần đầu SVC
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	40,81%
Sở hữu nước ngoài	15,42%
Sở hữu khác	43,77%

CỔ ĐÔNG LỚN

Tổng công ty Bến Thành	40,81%
Jom Silkkitie Investment Fund	9,01%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	5.414	6.582	7.930	8.795
Giá vốn	5.029	6.187	7.432	8.247
Lợi nhuận gộp	385	396	498	548
Doanh thu tài chính	28	45	11	8
Chi phí tài chính	183	85	67	75
Lợi nhuận sau thuế	45	41	52	62

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	222	187	186	117
Các khoản phải thu ngắn hạn	230	322	255	283
Hàng tồn kho	251	327	325	361
Tài sản cố định hữu hình	678	784	688	687
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	393	274	300	300
Tổng tài sản	2.714	2.806	2.648	2.615
Nợ ngắn hạn	909	1.080	966	1.088
Nợ dài hạn	903	808	711	518
Vốn chủ sở hữu	733	742	754	786
Tổng nguồn vốn	2.714	2.806	2.648	2.615

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-12,0%	21,6%	20,5%	10,9%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	0,5%	-8,2%	26,9%	17,7%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	7,1%	6,0%	6,3%	6,2%
ROA (%)	1,7%	2,2%	3,2%	3,9%
ROE (%)	6,3%	8,3%	11,6%	13,3%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	37%	35%	31%	33%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	137%	132%	107%	111%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.794	1.647	2.089	2.458
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	29.327	29.670	30.165	31.424

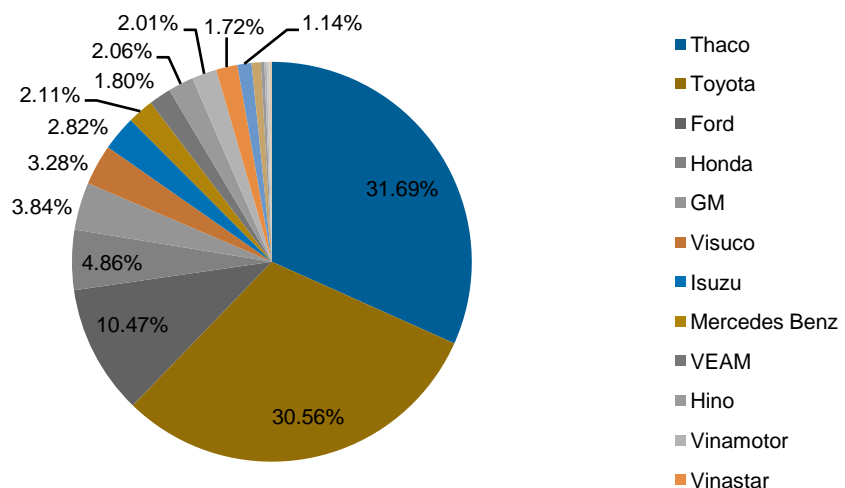
Tổng quan ngành ô tô Việt Nam

Công nghiệp ô tô Việt Nam là một trong những ngành sinh sau đẻ muộn, ra đời sau các nước trong khu vực như Thái Lan và Malaysia từ 40-50 năm. Kể từ năm 1992 đến nay, ngành ô tô luôn được là một trong những ngành công nghiệp trọng điểm và thường được hưởng các ưu đãi nhất định so với những ngành khác. Cụ thể, để đổi lấy cam kết tỉ lệ nội địa hoá, chính phủ Việt Nam đã chủ động cho các doanh nghiệp sản xuất & lắp ráp ô tô trong nước miễn giảm từ 60-100% mức thuế suất theo biểu thuế tiêu thụ đặc biệt trong thời hạn 5 năm đầu và nếu tiếp tục lỗ có thể kéo dài thời hạn thêm 1-5 năm tiếp theo. Bên cạnh đó, để bảo hộ ngành ô tô trong nước, thuế suất nhập khẩu ô tô nguyên chiếc luôn được áp dụng ở mức cao, trung bình 100% trong giai đoạn 1991-2005 và hiện tại là 70% đối với các nước trong khối WTO và 50% đối với các nước trong khu vực ASEAN.

Cơ cấu thị phần và tiêu thụ ô tô tại Việt Nam

Thị phần có độ tập trung cao: Trong năm 2014, 78% thị phần trong nước được nắm giữ bởi Trường Hải, Toyota, Ford và Honda; đây cũng là những doanh nghiệp có cơ sở sản xuất trong nước và có nhiều mẫu sản phẩm có tỉ lệ nội địa hoá trên mức trung bình của toàn ngành. Điều đáng chú ý là Trường Hải lần đầu tiên vượt Toyota trở thành doanh nghiệp có thị phần lớn nhất – 31,7% nhờ sự tăng trưởng mạnh của các dòng ô tô tải THACO, THACO KIA và đặc biệt là Vinamazda. Các doanh nghiệp còn lại nhìn chung đều đạt được mức tăng trưởng tốt ngoại trừ GM Vietnam, Suzuki và Mitsubishi.

Bảng 1: Thị phần ô tô Việt Nam



(Nguồn: VAMA)

Tiêu thụ ô tô tập trung ở phân khúc trung cấp: Có thể thấy cơ cấu tiêu thụ ô tô hằng năm ở Việt Nam tập trung khá mạnh ở các thương hiệu như Toyota (30,6%), KIA (8,4%), Vinamazda (7%), Ford (10,4%) và Honda (5,1%). Đây đều là những tên tuổi có nhiều dòng ô tô trung cấp với trọng tâm là giá bán cạnh tranh và hiệu quả kinh tế khi sử dụng.

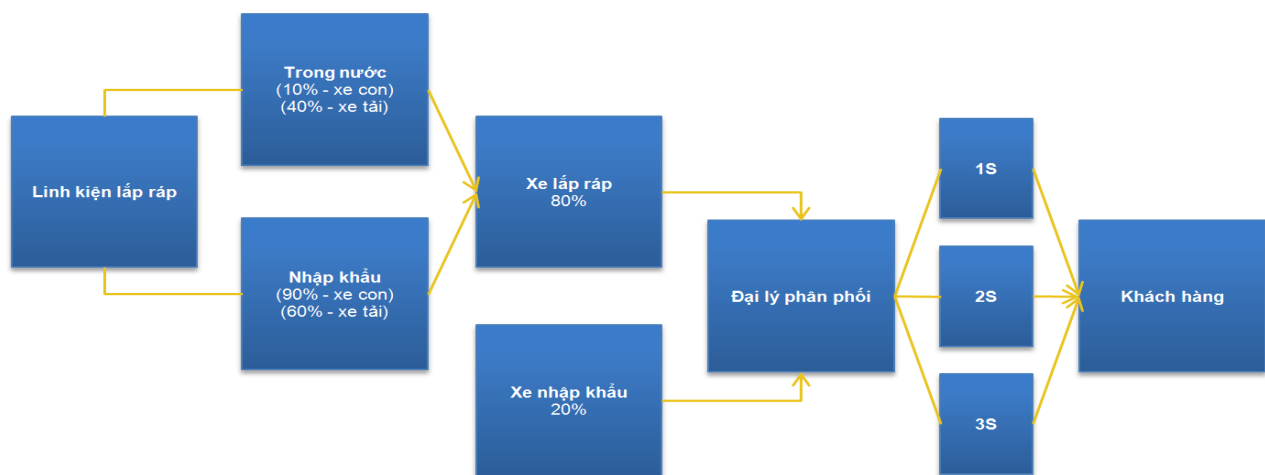
Chuỗi giá trị ngành ô tô Việt Nam

Trong giai đoạn 2011-2013, số lượng ô tô tiêu thụ hàng năm tại Việt Nam bình quân đạt 110.000 chiếc, trong đó 80% là lắp ráp trong nước và 20% là nhập khẩu. Đối với ô tô lắp ráp trong nước, ô tô tải chiếm đa số nhờ tỉ lệ nội địa hoá cao với các thương hiệu như Trường Hải (THACO) và ô tô Cửu Long (TMT); trong khi đó xe con chiếm tỉ trọng nhỏ hơn với một số tên tuổi như THACO KIA, Vinamazda, Ford và Toyota. Về nhập khẩu thì cơ cấu sản phẩm khá đa dạng gồm nhiều chủng loại và thương hiệu, đặc biệt xu hướng mới trong năm 2014 là các chủng loại xe tải nặng & nhẹ, xe đầu kéo giá rẻ từ Trung Quốc để ứng phó với chính sách kiểm soát tải trọng của bộ Giao Thông Vận Tải.

Các thương hiệu ô tô có mặt tại Việt Nam thường đầu tư hệ thống phân phối riêng hoặc hợp tác với các đại lý để đưa sản phẩm của mình đến khách hàng. Nhìn chung, có thể phân loại như sau:

- ❖ Đại lý 1S: Chỉ bao gồm showroom trưng bày ô tô
- ❖ Đại lý 2S: Chỉ bao gồm garage cung cấp dịch vụ sửa chữa – bảo trì và phụ tùng, không trưng bày ô tô
- ❖ Đại lý 3S: Kết hợp 2 loại hình 1S và 2S

Bảng 2: Chuỗi giá trị ngành ô tô Việt Nam

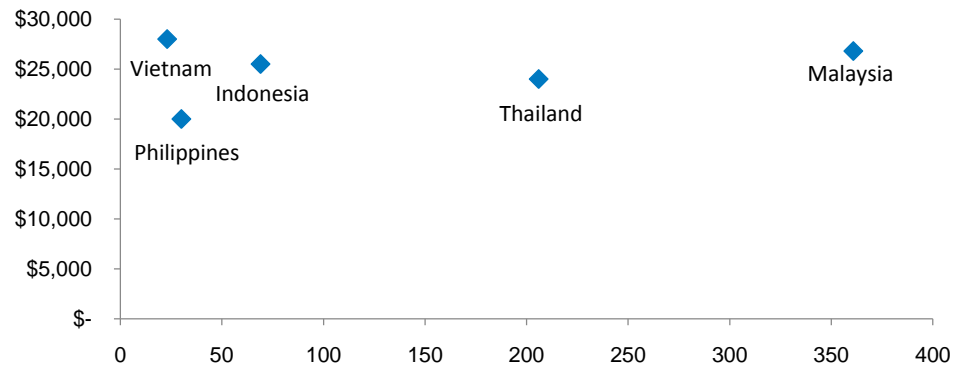


(Nguồn: BMI, VAMA, BVSC tổng hợp)

Ngành công nghiệp sản xuất và lắp ráp ô tô trước nhiều thử thách

Bắt cập trong đường lối quy hoạch ngành ô tô: Theo thống kê của BMI vào cuối năm 2014, tỉ lệ nội địa hoá ở Việt Nam chỉ mới đạt trung bình 10%, thấp hơn đáng kể so với mức quy hoạch 40-50% vào năm 2010 của bộ Công Thương cho thấy những vấn đề nhất định. Một mặt các nhà sản xuất & lắp ráp ô tô trong nước chưa có ý định tăng quy mô sản xuất và nâng tỉ lệ nội địa hoá do ngành công nghiệp phụ trợ còn kém phát triển; mặt khác các doanh nghiệp sản xuất linh kiện - phụ tùng ô tô lại không muốn mở rộng đầu tư do dung lượng thị trường quá nhỏ. Tóm lại, chính sách của nhà nước đang có nhiều mâu thuẫn khi đưa ra nhiều ưu đãi cho các nhà sản xuất nhưng đồng thời lại áp nhiều mức thuế để kìm hãm tiêu thụ ô tô do cơ sở hạ tầng chưa phát triển theo kịp. Vì lý do này, giá ô tô tại Việt Nam luôn thuộc hàng cao nhất dù thu nhập bình quân đầu người thấp hơn đáng kể so với các nước trong khu vực.

Bảng 3: So sánh giá Toyota Vios 1.5G A/T và tỉ lệ xe/1,000 người giữa các nước ASEAN

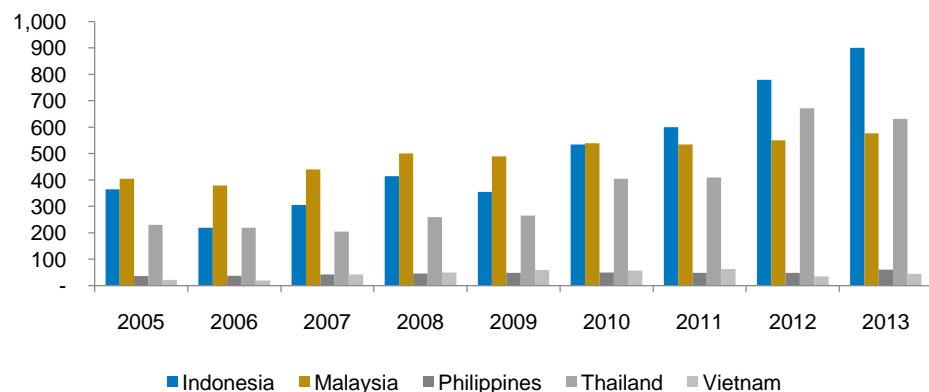


(Nguồn: BVSC tổng hợp, Euromonitor)

Theo quyết định số 1168/QĐ-TTg về chiến lược phát triển ngành công nghiệp ô tô Việt Nam, đến năm 2020 tỉ lệ nội địa hoá sẽ đạt trung bình 30-45% đối với các loại xe tập trung và 25-35% đối với các phụ tùng như động cơ, hộp số và mô tơ.

Cạnh tranh là tất yếu trong quá trình hội nhập: Tỉ lệ nội địa hoá ở nước ta hiện nay không đồng đều giữa các loại xe, với mức 40% cho ô tô tải trong khi ô tô con chỉ đạt trên dưới 10%. BVSC nhận thấy mảng sản xuất – lắp ráp xe tải với tỉ lệ nội địa hoá tốt hơn nếu đẩy mạnh quy mô sản xuất sẽ có nhiều cơ hội trong việc cạnh tranh với những sản phẩm xe tải từ nước ngoài mà đặc biệt là từ Trung Quốc. Tuy nhiên, mảng sản xuất và lắp ráp ô tô con lại tỏ ra yếu thế hơn do tỉ lệ nội địa hoá còn thấp lại đứng trước nguy cơ cạnh tranh khốc liệt khi thuế nhập khẩu tiếp tục được cắt giảm, đặt biệt là thuế đối với ô tô từ khu vực ASEAN cam kết sẽ xoá bỏ kể từ 2018. Nên biết rằng, Thái Lan là nhà sản xuất ô tô thuộc top 5 thế giới và lớn nhất tại Đông Nam Á, với tỉ lệ nội địa hoá sản xuất lên đến 80-90%. Theo thống kê của Thailand Automotive Institute, 58 trong tổng 100 nhà sản xuất ô tô và phụ tùng hàng đầu thế giới đang có cơ sở sản xuất tại quốc gia này.

Bảng 4: Doanh số xe con giữa Việt Nam và các nước trong khu vực (Đvt: nghìn chiếc)

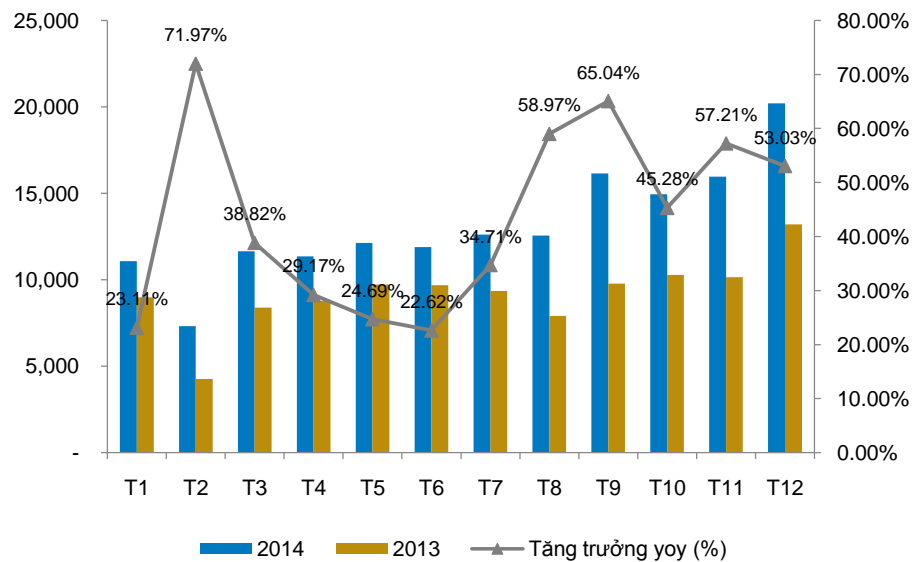


(Nguồn: VAMA, CAMPI, JATO, GAIKINDO, EUROMONITOR, BVSC tổng hợp)

Lĩnh vực phân phối ô tô khởi sắc

Tiêu thụ ô tô tiếp tục khả quan: Theo thống kê của hiệp hội ô tô Việt Nam VAMA, doanh số bán xe của toàn thị trường đạt 20.208 chiếc trong tháng 12 (+53% yoy) và là tháng thứ 20 liên tiếp tiêu thụ giữ được đà tăng trưởng. Về cơ cấu nguồn gốc, sản lượng xe lắp ráp trong nước tăng 32% trong khi xe nhập khẩu tăng đến 83% so với cùng kỳ năm trước. Như vậy trong cả năm 2014, tiêu thụ ô tô đã vượt hơn 157.000 chiếc (+43% yoy). BVSC cho rằng mức tăng trưởng ấn tượng trên là kết quả cộng hưởng của nhu cầu tăng mạnh và việc giảm nhiều loại thuế, trong đó thuế trước bạ được giảm từ 15% xuống 10%, thuế nhập khẩu ô tô nguyên chiếc còn 70% đối với thành viên WTO và 50% đối với các nước ASEAN.

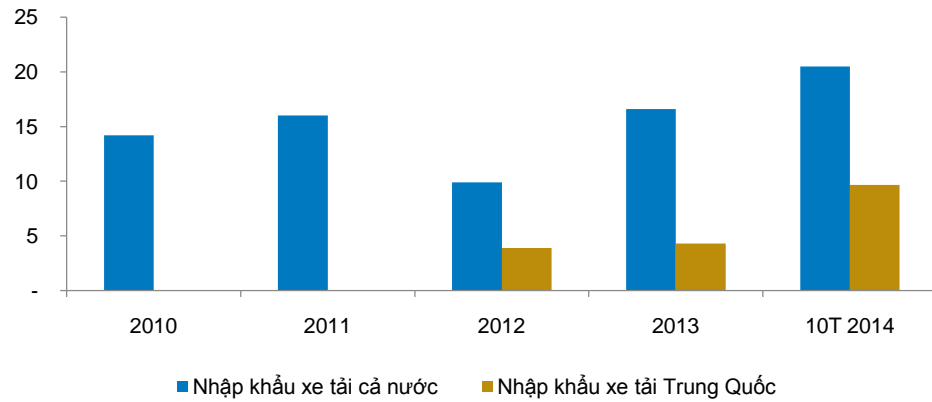
Bảng 5: Tiêu thụ ô tô trong năm 2014 (Đvt: chiếc)



(Nguồn: VAMA)

Xe tải giá rẻ Trung Quốc lên ngôi: Chính sách kiểm soát tải trọng của bộ Giao Thông Vận Tải được áp dụng kể từ tháng 4/2014 đã có những tác động rõ nét lên tiêu thụ xe tải. Nhằm đảm bảo khả năng thực hiện các hợp đồng vận chuyển hiện tại và đón đầu cao điểm chở hàng vào dịp Tết 2015, các công ty vận tải đang bắt đầu mua mới thêm nhiều phương tiện với xu hướng tăng dần về cuối năm. Tính đến hết tháng 10/2014, doanh số xe tải toàn thị trường đạt gần 44.500 chiếc, tăng đến 38,5% so với cùng kỳ năm trước. Riêng nhập khẩu xe tải đạt 30.000 chiếc (+42,9% yoy) trong đó xe nhập khẩu từ Trung Quốc đạt 9.650 xe, tăng đột biến đến 205%. BVSC cho rằng do giá bán rẻ hơn đáng kể so với các hãng xe nội địa hoặc từ các thị trường nhập khẩu khác như Hàn Quốc và Nhật, xe tải Trung Quốc đang là giải pháp tình thế hàng đầu của các doanh nghiệp vận tải hiện nay, đặc biệt là đối với các doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Bảng 6: Thống kê nhập khẩu xe tải qua các năm (Đvt: chiếc)



(Nguồn: Cục Hải Quan)

Tăng cường kiểm soát chất lượng phương tiện cơ giới đường bộ: Theo thông tư số 53/2014/TT-BGTVT, kể từ 1/12/2014 các phương tiện cơ giới đường bộ bắt buộc phải trải qua bảo dưỡng định kỳ nhằm đảm bảo an toàn và chất lượng khi tham gia giao thông. Các điều kiện để xác định thời điểm một phương tiện cần tiến hành bảo dưỡng được dựa trên quãng đường hoặc thời gian kể từ lần bảo dưỡng trước, tùy điều kiện nào đến trước:

Bảng 7: Quy định bảo trì – bảo dưỡng phương tiện giao thông

Loại ô tô	Chu kỳ bảo dưỡng	
	Quãng đường (km)	Thời gian (tháng)
Ô tô con	5.000 - 10.000	6
Ô tô chở người, 10 chỗ trở lên	4.000 - 8.000	3 – 6
Ô tô tải, ô tô chuyên dụng	4.000 - 8.000	3 – 6

(Nguồn: Bộ GTVT)

BVSC cho rằng triển vọng của lĩnh vực phân phối ô tô đang khá khả quan do việc giảm thuế và kiểm soát tải trọng bên cạnh kích thích tiêu thụ ô tô còn có tác động cộng hưởng với quy định về bảo trì – bảo dưỡng làm cho nhu cầu sử dụng các dịch vụ kèm theo tiếp tục tăng lên. Nói cách khác, vai trò của các nhà phân phối ô tô sẽ càng được củng cố trong thời gian tới, đặc biệt là các đơn vị có nhiều đại lý đạt chuẩn 2S và 3S có khả năng cung ứng phụ tùng ô tô và dịch vụ sửa chữa. Cần biết rằng, lợi nhuận chính của lĩnh vực bán lẻ ô tô này chủ yếu đến từ các dịch vụ theo kèm với biên lợi nhuận có thể lên đến 30% trong khi hoạt động phân phối thường chỉ có biên lợi nhuận khoảng 6-7% đối với xe khách và 15% đối với xe tải. Thực tế cho thấy các doanh nghiệp ô tô lớn đều có những chuyển biến rất tích cực trong kết quả kinh doanh năm 2014.

Bảng 8: Tăng trưởng doanh thu/lợi nhuận của các doanh nghiệp ô tô tiêu biểu trong năm 2014

Doanh nghiệp	Thương hiệu	Tăng trưởng doanh thu (%)	Tăng trưởng lợi nhuận (%)
HAX	Mercedes Benz	78%	586%
HHS	Dongfeng	185%	66%
SVC	Toyota, Ford, GM	21%	27%
TMT	Cửu Long	172%	1.290%
THACO	KIA, Mazda, THACO Bus & Truck	65%	188%

(Nguồn: BCTC công ty)

Triển vọng tiêu thụ ô tô tại Việt Nam

BVSC cho rằng dư địa để nhu cầu tiêu thụ ô tô tại Việt Nam tiếp tục tăng trưởng vẫn còn khá lớn khi so sánh với các thị trường khác trong khu vực. Ngoài ra, chính sách hiện tại của nhà nước đối với các vấn đề hội nhập, giao thông – hạ tầng, v.v cũng đóng vai trò hỗ trợ để thị trường ô tô Việt Nam tiếp tục phát triển.

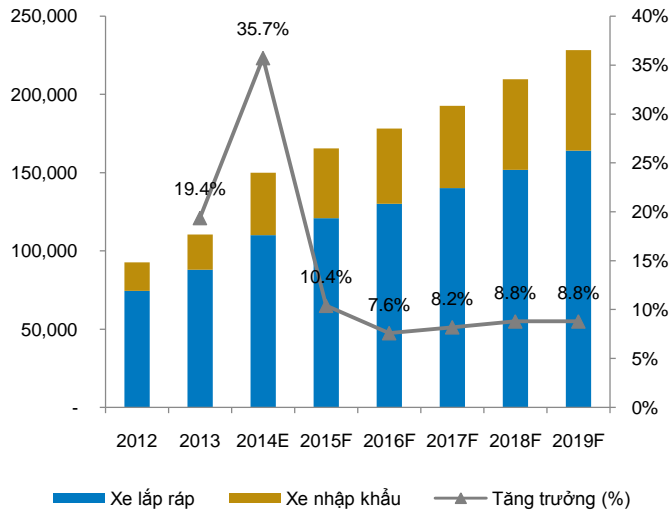
Tỷ trọng xe con vẫn còn thấp: Tổng số lượng ô tô đang lưu hành tại Việt Nam tính đến cuối 2013 là 1,63 triệu xe trong đó xe con chỉ chiếm 44%, khá thấp khi so sánh với mức trung bình 80% của khu vực châu Á – Thái Bình Dương theo thống kê của MarketLine.

Lộ trình giảm thuế đã được thông qua: Theo Thông tư 165/2014/TT-BTC, biểu thuế nhập khẩu ưu đãi đặc biệt đối với mặt hàng ô tô từ khu vực ASEAN đã được ban hành với lộ trình giảm dần từ 50% trong năm 2015 về mức 0% đến năm 2018. Điều này sẽ làm cho giá ô tô trong nước giảm đáng kể góp phần kích thích nhu cầu mua sắm ô tô trong những năm tới.

Hệ thống cơ sở hạ tầng – giao thông ngày càng hoàn thiện: Xét riêng TP.Hồ Chí Minh – khu vực tiêu thụ ô tô lớn nhất cả nước, cơ sở hạ tầng đường như chưa đáp ứng được nhu cầu đi lại ngày càng tăng khi mật độ đường giao thông hiện tại chỉ ở mức 1,4 km/km² và diện tích dùng cho giao thông chỉ đạt dưới 6%. Tuy nhiên, với chủ trương quy hoạch mật độ giao thông đạt 2,2 km/km² và diện tích dùng cho giao thông đạt 12,2% đến năm 2020, cùng việc xây dựng mới cũng như cải thiện hiệu quả các hệ thống giao thông công cộng hiện có, BVSC cho rằng lưu lượng xe máy sẽ giảm trong thời gian tới tạo điều kiện cho ô tô lưu thông thuận tiện hơn trong nội thành. Đây cũng là một yếu tố hỗ trợ rất quan trọng đối với tiêu thụ ô tô trong tương lai.

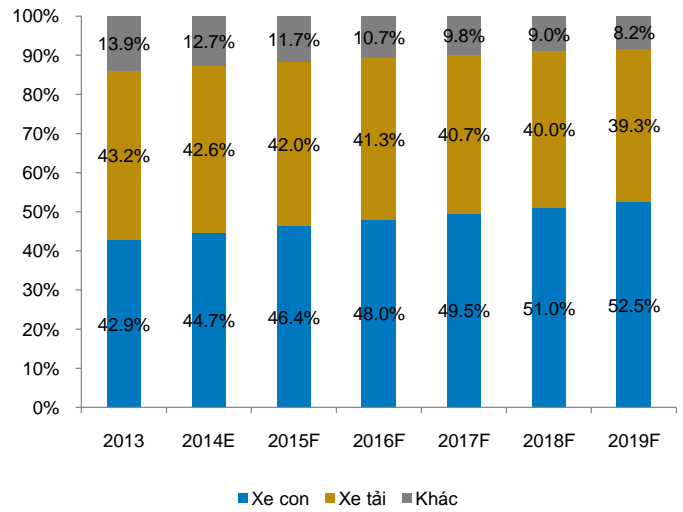
Dựa trên mức tăng trưởng kép 12,7% đối với xe con và 7,4% đối với xe tải trong 5 năm tới, chúng tôi dự báo tỷ lệ xe con sẽ đạt 53% trong khi xe tải giảm còn 39% ở thời điểm cuối năm 2019.

Bảng 9: Dự báo tiêu thụ ô tô (2014-2019) (Đvt: chiếc)



(Nguồn: BMI, VAMA)

Bảng 10: Dự báo cơ cấu ô tô lưu hành (2014-2019)



(Nguồn: BVSC dự báo)

Các yếu tố rủi ro

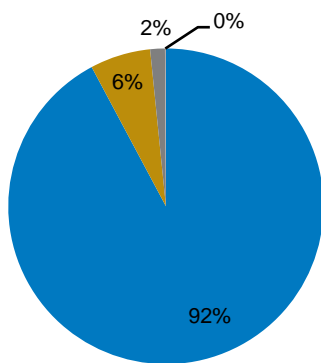
Rủi ro chính sách: Trong bối cảnh ô tô nhập khẩu ồ ạt vào thị trường Việt Nam trong khi cơ sở vật chất – hạ tầng giao thông trong ngắn hạn vẫn chưa đủ khả năng hỗ trợ, khả năng các nhà điều hành khu vực ban hành thêm các biện pháp hành chính để tạm thời kiềm hãm đà tăng trưởng quá mức trong mua sắm ô tô là hoàn toàn có thể xảy ra. Ví dụ gần đây nhất là việc TP. Hồ Chí Minh đề xuất tăng thuế trước bạ trở lại mức 15%, yêu cầu chứng minh sở hữu ô tô phải kèm theo bãi đỗ xe hoặc thậm chí là đưa ra ý kiến phải quản lý bằng biện pháp đấu giá có giới hạn quyền sử dụng ô tô trong thành phố.

Rủi ro cạnh tranh: Đối các nhà sản xuất ô tô trong nước đó chính là sức ép phải cạnh tranh trực tiếp với các nền công nghiệp ô tô phát triển vượt bậc của các nước trong khu vực ASEAN, đặc biệt là Thái Lan. Đối với các nhà phân phối ô tô thì chính là rủi ro các đại lý ô tô phải cạnh tranh với nhau khi ngày càng có nhiều đối thủ nhận thấy cơ hội và tham gia vào chuỗi bán lẻ ô tô.

CTCP Dịch vụ Tổng hợp Sài Gòn

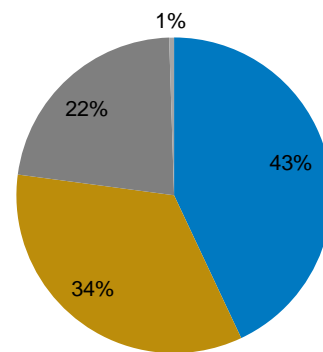
Công ty cổ phần Dịch vụ tổng hợp Sài Gòn (SAVICO) tiền thân là Công ty Dịch vụ Quận 1 được thành lập từ 1982 với ngành nghề chính bao gồm nhiều hoạt động cung cấp dịch vụ như may đo, giặt ủi, uốn tóc, giày da, sửa chữa điện lạnh, điện tử ... SAVICO chính thức chuyển sang mô hình Công ty cổ phần kể từ 2005 với tầm nhìn chiến lược tập trung vào 3 lĩnh vực: Dịch vụ thương mại, Dịch vụ bất động sản và Dịch vụ tài chính.

Bảng 1: Cơ cấu doanh thu



■ Phân phối ô tô & xe máy ■ Dịch vụ ô tô & xe máy
■ Dịch vụ BĐS đầu tư ■ Bất động sản

Bảng 2: Cơ cấu lợi nhuận gộp



■ Phân phối ô tô & xe máy ■ Dịch vụ ô tô & xe máy
■ Dịch vụ BĐS đầu tư ■ Bất động sản

(Nguồn: BCTC SVC, BVSC ước tính)

Màng phân phối ô tô & xe máy

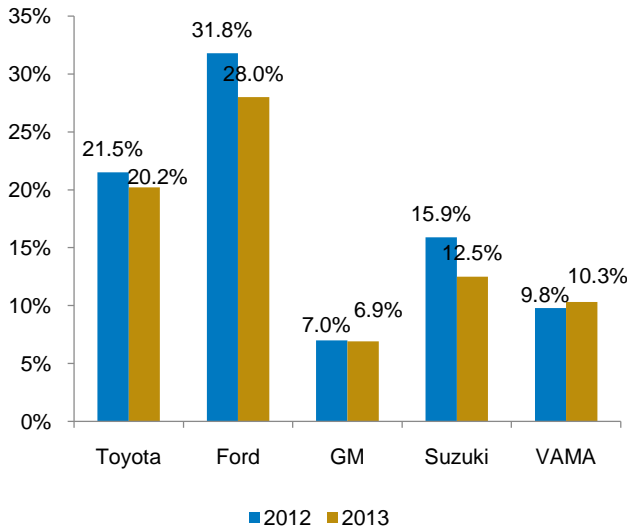
Đây là mảng hoạt động chính của SAVICO và đóng góp trên 90% tổng doanh thu hằng năm, trong đó xe máy chiếm tỉ trọng lớn về số lượng nhưng ô tô lại chiếm tỉ trọng lớn nhất về giá trị.

Phân phối ô tô: SAVICO là doanh nghiệp phân phối ô tô hàng đầu Việt Nam, sở hữu 18 đại lý trên toàn quốc, tập trung chủ yếu ở khu vực TP.Hồ Chí Minh và Hà Nội với các thương hiệu phổ biến như Chevrolet, Ford, Honda, Toyota, Hyundai và Suzuki. Đa số các đại lý của SAVICO đều thuộc chuẩn 3S, trưng bày - bán ô tô và đồng thời cung cấp dịch vụ bảo hành – sửa chữa.

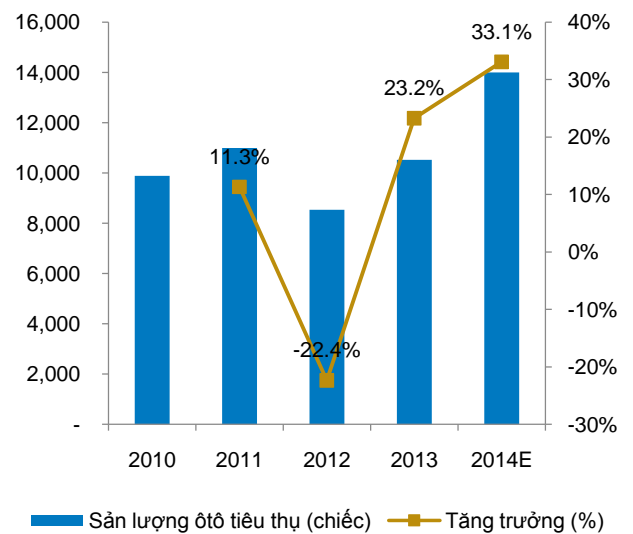
- ❖ Toyota: TP.Hồ Chí Minh (3), Hà Nội (3), Cần Thơ (1) và Hải Dương (1)
- ❖ Ford: TP.Hồ Chí Minh (3), Cần Thơ (1), Bình Định (1), Đà Nẵng (1) và Gia Lai (1)
- ❖ Hyundai: Đà Nẵng (1)
- ❖ Chevrolet: TP.Hồ Chí Minh (1)
- ❖ Suzuki: TP.Hồ Chí Minh (1)

Các đơn vị trong hệ thống SAVICO chiếm 20,2% thị phần Toyota, 28% thị phần Ford, 7% thị phần GM và 12,5% thị phần Suzuki trong năm 2013.

Bảng 3: Thị phần SVC (2012-2013)



Bảng 4: Sản lượng ô tô tiêu thụ toàn hệ thống SVC



(Nguồn: SVC, BVSC dự báo)

Ngoài thời điểm năm 2012 khi doanh số toàn thị trường giảm mạnh do tiêu thụ kém thì sản lượng bán hàng của hệ thống SAVICO đều tăng trưởng tốt. Thị phần của công ty xét trên từng thương hiệu ô tô có xu hướng giảm nhẹ cho thấy cạnh tranh ở lĩnh vực phân phối ô tô ngày càng gay gắt. Tuy vậy, SAVICO vẫn duy trì được vị thế là một trong những nhà phân phối hàng đầu hiệp hội VAMA với thị phần 10,3% trong năm 2013, tăng 0,5% so với 2012.

Phân phối xe máy: SAVICO hiện đang phân phối hai thương hiệu xe máy quen thuộc tại Việt Nam là Yamaha và Suzuki với 15 đại lý tập trung chủ yếu ở khu vực phía Nam.

- ❖ Yamaha: Cần Thơ (4), TP.Hồ Chí Minh (1), Vĩnh Long (1)
- ❖ Suzuki: TP.Hồ Chí Minh (5), Cần Thơ (3), An Giang (1)

Do tình hình tiêu thụ xe máy khó khăn nên sản lượng bán hàng trong năm 2013 của SAVICO chỉ đạt 16.604 chiếc, giảm đến 21% so với năm 2012. Đây cũng là năm đầu tiên trong 7 năm gần nhất hệ thống phân phối xe máy của công ty không có lợi nhuận.

Mạng dịch vụ ô tô & xe máy

Cung cấp dịch vụ ô tô là hoạt động mang lại hiệu quả kinh tế cao, đóng góp đến 34% lợi nhuận gộp của toàn công ty trong năm 2013 dù chỉ chiếm 9% tổng doanh thu. Biên lợi nhuận bình quân của mạng này trong 3 năm trở lại đây dao động ở mức 30%, chỉ thấp hơn mạng bất động sản đầu tư.

Sở hữu nhiều đại lý phân phối đạt chuẩn 2S-3S tại trung tâm các thành phố lớn là thế mạnh quan trọng của SAVICO không những về tiêu thụ ô tô mà còn trong cung cấp các dịch vụ sửa chữa, bảo dưỡng và tân trang. Bên cạnh đó, công ty còn đang điều hành một trung tâm mua bán ô tô đã qua sử dụng duy nhất của Toyota tại miền Nam. BVSC cho rằng đây là lợi thế cạnh tranh khác biệt giúp SAVICO có thể tiếp cận với nhiều phân khúc khách hàng khác nhau.

Mảng kinh doanh bất động sản

Bất động sản đầu tư mang lại hiệu quả cao nhất với tỉ suất lợi nhuận gộp đạt bình quân trên 80% và là một trong 3 mảng hoạt động chủ đạo trong chiến lược phát triển của SAVICO trong những năm tới. Trước tình hình thị trường bất động sản còn gặp nhiều khó khăn, công ty chủ trương cắt giảm tổng tài sản của mảng này để tạo nguồn thu và tập trung khai thác những dự án có hiệu quả cao, góp phần phát triển hệ thống dịch vụ bất động sản ổn định, bền vững.

Cụ thể, SAVICO đã thoái vốn tại các dự án như Icon 56 Bến Vân Đồn Q4 cho Novaland và 1 phần dự án Khu dân cư Tam Bình – Hiệp Phước – Thủ Đức cho DXG (Sunview Town). Ngoài ra, công ty cũng đang tiến hành chuyển nhượng các dự án khác như Savico Plaza 104 Phở Quang cho Novaland và Savico Plaza Hồ Tùng Mậu cho Vinaland Investment Limited; các dự án này có thể tạo ra lợi nhuận đột biến trong năm 2015.

Bảng 5: Tổng hợp các dự án Bất động sản của SAVICO

Dự án	Vị trí	Sở hữu	Diện tích đất	Tình trạng
SAVICO Plaza	115-117 Hồ Tùng Mậu, Q.1 TP.HCM	25%	3.023 m ²	Đang tiến hành chuyển nhượng cho Vinaland
SAVICO Plaza	104 Phở Quang, Q.Tân Bình TP.HCM	100%	9.028 m ²	Đang tiến hành chuyển nhượng cho Novaland
SAVICO Megamall	Nguyễn Văn Linh, Hà Nội		46.400 m ²	Đã khai thác từ 12/2011
Nam Cẩm Lệ	Đại lộ Phạm Hùng, Đà Nẵng	100%	21.822 m ²	Hoàn thành đường giao thông nội bộ Đang tiếp tục tìm đối tác đầu tư
TTM SAVICO – Đà Nẵng	66 Võ Văn Tần, Q.Thanh Khê, Đà Nẵng	100%		Khai thác từ 01/2007 Công suất 95%
TTM SAVICO – Cần Thơ	101 Trần Văn Khéo, Q.Ninh Kiều, Cần Thơ	100%		Khai thác từ 2007
HMTC – SAVICO	91 Pasteur, Q.1 TP.HCM	51%	1.604 m ²	Khai thác từ 09/2010 Công suất khai thác 100%
Toà VP 555 Trần Hưng Đạo	555 Trần Hưng Đạo, Q.1 TP.HCM	100%		Khai thác từ 06/2008
Toà VP 95B-97-99 Trần Hưng Đạo	95B-97-99 Trần Hưng Đạo, Q.1 TP.HCM	100%		Khai thác từ 01/2006
Toà VP 35 Đồng Khởi	35 Đồng Khởi, Q.1 TP.HCM	100%		Khai thác từ Q3/2009 Công suất khai thác 100%
Toà nhà 66-68 NKKN, Q.1 TP.HCM	66-68 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Q.1 TP.HCM	100%	582,2 m ²	Đang tìm đối tác đầu tư dự án

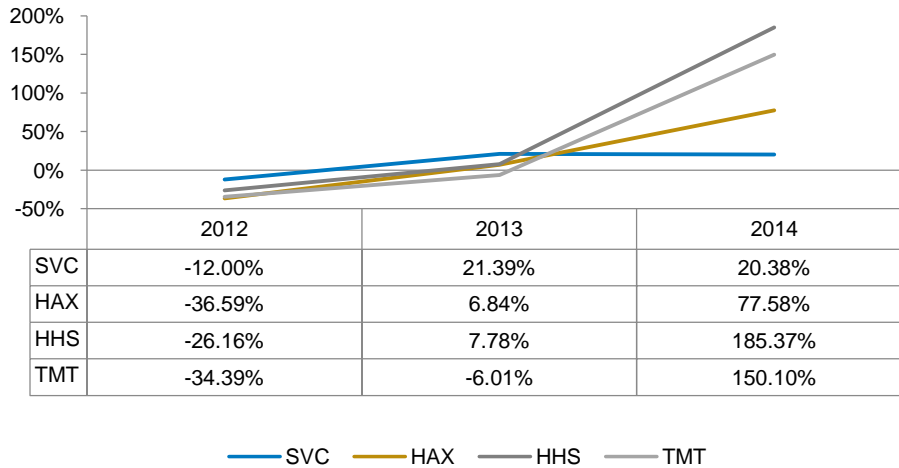
Báo cáo lần đầu SVC

Toà VP 277-279 Lý Tự Trọng, Q.1 TP.HCM	277-279 Lý Tự Trọng, Q.1 TP.HCM	20%	450 m2	Hoàn tất móng và sàn tầng hầm 1 Đang chọn thầu thi công M&E, phần thân và hoàn thiện (3/2015)
KCH cao tầng Hiệp Bình Phước – Tam Bình, Thủ Đức	đường Gò Dưa & đường số 12, Q. Thủ Đức, TP.HCM	100%	55.340 m2	Đã thu vốn góp 46 phần đất nền, tiếp tục xúc tiến phần còn lại Đã hạch toán phần chung cư chuyển nhượng cho DXG
KCH cao tầng QL13, Thủ Đức	QL13, Q.Thủ Đức, TP.HCM	100%	18.247 m2	Hoàn thành thủ tục cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất Đang tìm đối tác đầu tư
Trung tâm tiệc cưới Melisa	1014B Thoại Ngọc Hầu, Q.Tân Phú TP.HCM		10.814 m2	Khởi công từ Q1/2014 Dự kiến khai thác từ Q3/2014
Resort Mecure Sơn Trà	Đà Nẵng	100%	57.650 m2	Đang nghiệm thu phần hạ tầng và villa mẫu Hoàn thành thiết kế khách sạn và villa. Tiếp tục quảng bá và tiếp thị
Dự án Hồ Tràm – Xuyên Mộc	Bà Rịa – Vũng Tàu		96.300 m2	Tiếp tục tiếp hành đền bù và giải toả

(Nguồn: BCTN, BCTC, Website SVC)

Phân tích tài chính

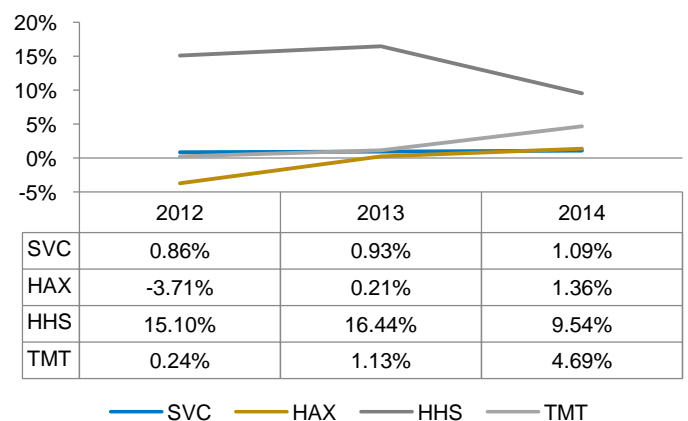
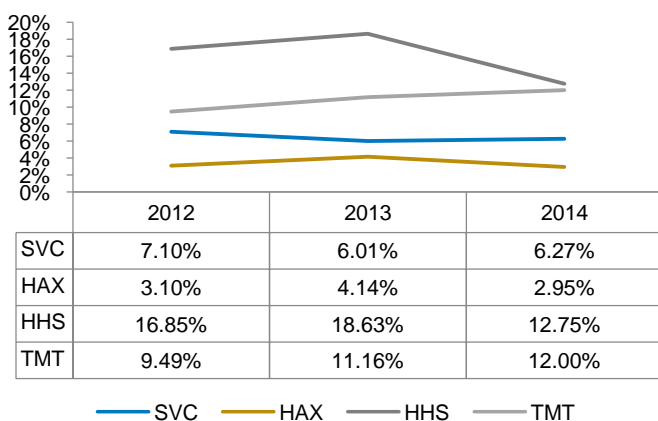
Tăng trưởng doanh thu



Có thể nhận thấy ngoại trừ năm 2012 khi sức mua ô tô của toàn thị trường trong nước suy yếu, tăng trưởng doanh thu của SVC đều được duy trì ổn định ở mức 2 chữ số. Năm 2014 tỷ lệ tăng trưởng SVC có phần yếu thế hơn các doanh nghiệp khác với các lý do chính như sau:

- ❖ Thương hiệu Mercedes Benz đang được phân phối bởi HAX tăng trưởng ấn tượng 63% so với mức 23% của Toyota trong năm 2014.
- ❖ HHS và TMT có được mức tăng trưởng đột biến là do tác động của chính sách kiểm soát trọng tải khiến cho các loại xe tải lắp ráp (TMT) và nhập khẩu từ Trung Quốc (HHS) bán hàng rất tốt. Tuy nhiên, tỷ lệ này khó có thể duy trì trong trung – dài hạn do nhu cầu xe tải hàng năm thường khá ổn định.

Biên lợi nhuận gộp – Biên lợi nhuận thuần



Biên lợi nhuận gộp của SVC ổn định ở mức 6-7% trong giai đoạn 2012-2014 và chỉ thuộc mức trung bình nếu so sánh với các doanh nghiệp khác:

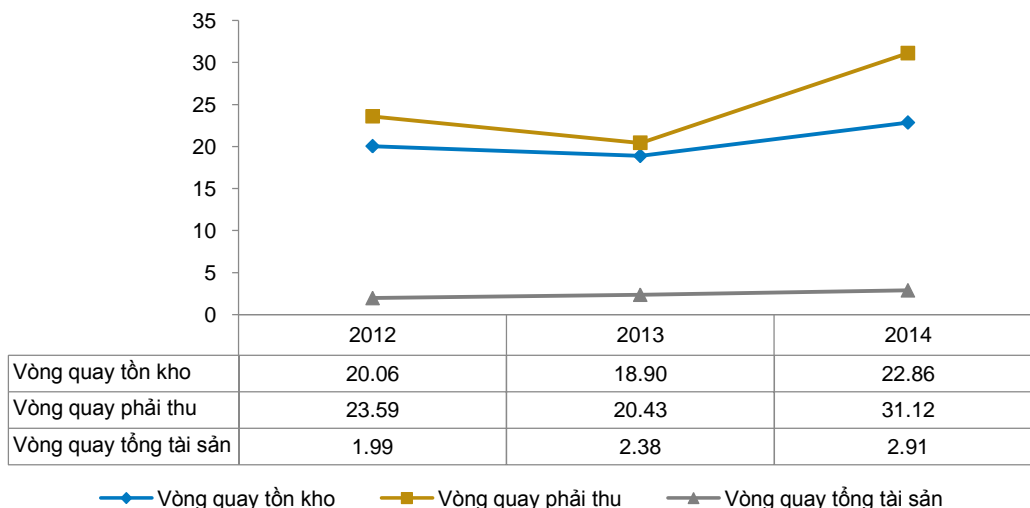
- ❖ Bản chất hoạt động phân phối xe tải của TMT và HHS thường có biên lợi nhuận cao hơn xe con.
- ❖ Nếu so sánh biên lợi nhuận gộp với doanh nghiệp cũng phân phối xe con là HAX thì SVC cho thấy hiệu quả cao hơn nhờ quy mô doanh thu lớn.

Báo cáo lần đầu SVC

Biên lợi nhuận thuần của SVC đang có sự cải thiện dần từ mức 0,86% năm 2012 lên 1,09% năm 2014. Đây là mức cải thiện rất đáng kể nếu xét trên doanh thu gần 8.000 tỷ hàng năm của công ty. Tuy nhiên, con số trên vẫn còn thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành do:

- ❖ Biên lợi nhuận thuần của HAX năm 2014 chỉ cao hơn SVC do công ty vẫn còn lỗ lũy kế nên chi phí thuế trong kỳ rất thấp.
- ❖ Biên lợi nhuận gộp của HHS và TMT cao hơn.
- ❖ HHS được hưởng ưu đãi thuế do cơ cấu lao động bao gồm người khuyết tật.

Hệ số hoạt động khả quan: Các chỉ số vòng quay tồn kho và vòng quay khoản phải thu đều tích cực hơn so với năm 2013 với sự cải thiện lần lượt là từ 18,9 lên 22,9 lần và 20,4 lên 31,1 lần. Bên cạnh đó, nhờ doanh thu tăng trưởng tốt trong năm 2014, hệ số vòng quay tổng tài sản cũng tăng từ 2,4 lên 2,9 lần.



Hiệu quả trên vốn chủ sở hữu ngày càng được cải thiện: Hệ số tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu chuyển biến tích cực từ mức 6,3% năm 2012 lên 11,6% năm 2014, chủ yếu là nhờ tỷ suất lợi nhuận thuần và vòng quay tổng tài sản đều tăng so với các năm trước.

	2012	2013	2014
ROE	6,34%	8,29%	11,59%
Lợi nhuận ròng (%)	0,86%	0,93%	1,09%
Vòng quay tổng tài sản	1,99	2,38	2,91
Hệ số đòn bẩy tài chính	3,70	3,78	3,51

Cơ cấu tài chính lành mạnh: Nợ ngắn hạn và dài hạn đều giảm đáng kể so với năm trước khiến hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu giảm từ 1,37 còn 1,07 lần. Ngoài ra, hệ số khả năng thanh toán lãi vay được cải thiện từ 1,43 lên 2,93 lần. Cuối cùng, lợi nhuận kế toán cũng có chất lượng cao khi hệ số dòng tiền hoạt động kinh doanh trên lợi nhuận ròng đạt 1,4 lần cuối năm 2014.

Cập nhật kết quả kinh doanh cả năm 2014

Tổng doanh thu của SVC đạt 7.930 tỷ đồng (+20% yoy) và lợi nhuận trước thuế toàn công ty đạt 119 tỷ đồng (+40% yoy):

- ❖ **Mảng phân phối ô tô – xe máy tăng trưởng tốt:** Theo thống kê của VAMA, hai thương hiệu chính của SVC là Toyota và Ford đều có doanh số tăng trưởng tốt trong năm 2014, hưởng lợi từ xu hướng cải thiện dần trong tiêu thụ ô tô cả nước nhờ nhiều loại thuế được cắt giảm. Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ ô tô toàn hệ thống SVC đạt 14.000 chiếc, tăng trưởng 33% so với năm trước.
- ❖ **Mảng dịch vụ ổn định:** Tổng doanh thu dịch vụ đạt gần 532 tỷ đồng, giảm nhẹ 10% so với năm trước; Doanh thu từ dịch vụ ô tô – xe máy đạt 398 tỷ đồng trong khi mảng dịch vụ bất động sản đầu tư ước đóng góp 134 tỷ đồng.
- ❖ **Kiểm soát chi phí chặt chẽ:** Tỷ lệ chi phí SG&A trên tổng doanh thu giảm nhẹ còn 4,4% so với mức 4,8% của năm trước. Điều này cho thấy hệ thống phân phối của SVC đã có những cải thiện tốt và hoạt động hiệu quả hơn trong năm nay. Với mức doanh thu khoảng 7.930 tỷ đồng, công ty đã có thể tiết kiệm được gần 32 tỷ đồng từ các chi phí liên quan đến SG&A.
- ❖ **Chi phí tài chính giảm mạnh:** Chi phí lãi vay cả năm đạt 65 tỷ đồng, giảm 26% do tổng nợ vay giảm hơn 17% trong khi mặt bằng lãi suất vay cũng thấp hơn năm trước.

Triển vọng 2015: Kinh doanh cốt lõi tiếp tục tăng trưởng tốt
Dự báo KQKD năm 2015

(Đơn vị: tỷ đồng)	2015F	2014E	yoy (%)	Giải thích
Doanh thu	8.795	7.930	+11,0%	Doanh thu phân phối ô tô đạt 8.236 tỷ đồng, tương ứng với sản lượng 15.456 chiếc (+10,4% yoy) Doanh thu dịch vụ BĐS đạt 120 tỷ đồng; dịch vụ ô tô đạt 439 tỷ đồng
Giá vốn hàng bán	8.247	7.433	+11,0%	
Lợi nhuận gộp	548	498	+10,0%	Phân phối ô tô: 4,6% Dịch vụ garage: 19% Dịch vụ BĐS: 82% (từ các dự án đã hoạt động ổn định nhiều năm, chi phí chủ yếu là khấu hao)
SG&A	395	352	+12,2%	Giả định chi phí này ở tỉ lệ/doanh thu tương tự như năm 2014

Báo cáo lần đầu SVC

DT tài chính	8	11	-27,3%	
CP tài chính	67	65	+3,1%	Giả định lãi suất vay trung bình không biến động mạnh trong năm 2015.
Lợi nhuận trước thuế	131	119	+10,0%	
Lợi nhuận sau thuế (cổ đông công ty mẹ)	62	52	+19,2%	Mức lợi nhuận dự báo này chỉ bao gồm các hoạt động kinh doanh chính, chưa tính các khoản đột biến có thể ghi nhận thêm từ việc chuyển nhượng 2 dự án SAVICO Plaza Phố Quang và Hồ Tùng Mậu

Định giá SAVICO

Phương pháp định giá: Để nhấn mạnh tầm quan trọng của mảng kinh doanh ô tô, dịch vụ bảo trì – bảo dưỡng ô tô và dịch vụ bất động sản đầu tư, BVSC chọn “Chiết khấu dòng tiền FCFF” làm phương pháp chủ đạo trong quá trình định giá cổ phiếu SVC. Ngoài ra, chúng tôi cũng đề cập thêm các phương pháp P/E và P/B để định giá tương quan SVC với các công ty thuộc ngành ô tô và bất động sản.

Cơ sở định giá:

- ❖ **Mảng bán lẻ ô tô:** Bám sát dự báo của BMI, mức tăng trưởng về sản lượng ô tô của toàn hệ thống SVC giả định đạt bình quân 8,6% trong giai đoạn 2015-2019.
- ❖ **Mảng bán lẻ xe máy:** Giả định sản lượng xe máy tăng trưởng nhẹ 2%/năm trong giai đoạn 2015-2019, phản ánh sự bão hoà của thị trường xe máy Việt Nam.
- ❖ **Mảng dịch vụ ô tô – xe máy:** Giả định tăng trưởng cùng mức với sản lượng bán hàng của SVC
- ❖ **Mảng dịch vụ bất động sản đầu tư:** Giả định các dự án hiện tại sẽ tiếp tục hoạt động ổn định trong những năm tới. Chúng tôi chưa tính đến hiệu quả của các dự án chưa được triển khai.
- ❖ **Biên lợi nhuận:** Ổn định ở mức 6% trong giai đoạn 2015-2019; trong đó bán lẻ (4,6%), dịch vụ ô tô – xe máy (19%), dịch vụ bất động sản đầu tư (82%)
- ❖ **Tăng trưởng dài hạn:** 2%
- ❖ **Suất chiết khấu WACC:** 14,3%

Phương pháp định giá	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	20.887	60%	12.532
P/E = 7,2x	17.712	20%	3.543
P/B = 0,8x	24.132	20%	4.827
Giá trung bình		100%	20.902

Khuyến nghị đầu tư

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** cổ phiếu SVC với giá mục tiêu **20.900 đồng/cổ phiếu** bằng 3 phương pháp định giá FCFF, P/E và P/B. Nhìn chung, SVC thích hợp đối với các nhà đầu tư giá trị với các điểm nhấn đầu tư chính:

- ❖ SVC là một trong nhà phân phối ô tô hàng đầu trong khối VAMA, chiếm 10,3% thị phần với các thương hiệu như Toyota và Ford. Đây đều là những tên tuổi có thị phần đáng kể và đạt mức tăng trưởng tốt trong năm 2014. Nhờ cơ cấu sản phẩm tập trung ở phân khúc giá trung bình – thấp phù hợp với nhu cầu và thu nhập tại Việt Nam, BVSC cho rằng SVC sẽ tiếp tục đạt được mức tăng trưởng doanh số tương đương với toàn ngành trong thời gian tới.
- ❖ Dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2015 SVC đạt 61,5 tỷ đồng, tăng trưởng 18% so với năm 2014. EPS dự phóng đạt 2.460 đồng/cổ phiếu.
- ❖ Cổ phiếu SVC đang giao dịch ở mức P/E forward 6,7 lần – thấp hơn trung bình ngành 7,2 lần; với những chuyển biến tích cực trong tiêu thụ ô tô, SVC nói riêng cũng như ngành ô tô nói chung có thể được thị trường đánh giá ở các mức P/E cao hơn.
- ❖ SVC có lịch sử trả cổ tức tiền mặt đều đặn với tỉ lệ trên 10% trên mệnh giá, tương ứng với suất cổ tức 7,1%.

Tuy nhiên, nhà đầu tư cũng cần chú ý đến rủi ro nhà điều hành có thể ban hành nhiều biện pháp hành chính nhằm kiểm soát tình trạng nhập khẩu ô tô ở ạt khi thuế suất bắt buộc phải giảm theo lộ trình hợp tác AFTA. Bên cạnh đó, để đón đầu việc mở cửa ngành ô tô trong nước, nhiều doanh nghiệp phân phối ô tô mới có thể sẽ được hình thành và qua đó, cạnh tranh trong ngành sẽ gia tăng trong thời gian tới.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị

Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999