

Ngành Ô tô

Báo cáo cập nhật

Tháng 2, 2021

Mã giao dịch: VEA

Reuters: VEA.HNO

Bloomberg: VEA VN

Mã giao dịch: DRC

Reuters: DRC.HM

Bloomberg: DRC VN

Triển vọng cho ô tô và xe máy tốt hơn nhiều

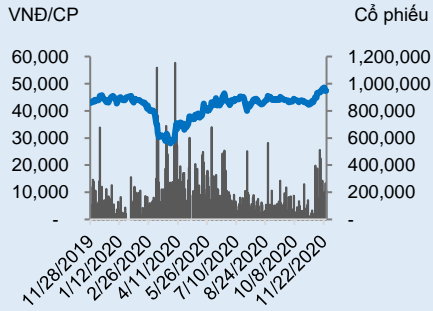
Cập nhật thị trường ô tô, xe máy của Việt Nam:

- Doanh số ô tô năm 2020 của VN là 296.634 chiếc (-7,8% YoY), cao hơn 3,3% dự báo là 287.231 chiếc (-10,7% YoY) ở Cập nhật Ngành Ô tô gần nhất.
- Doanh số ô tô Tháng 1/2021 tăng vọt lên 26.216 chiếc (-46,2% MoM; +60,1% YoY), đánh dấu tháng thứ sáu liên tiếp tăng trưởng YoY. Mặc dù giảm MoM do Nghị định 70 hết hiệu lực (giảm 50% phí trước bạ đối với xe CKD, có hiệu lực từ 28/6 đến 31/12/2020), BVSC cho rằng kết quả Tháng 1 là đáng khích lệ, vì Doanh số Tháng 1 đã vượt mức trước COVID-19 trước đó (trung bình hàng tháng năm 2019 ở mức 25.240 chiếc).
- Theo dây chuyền lắp ráp, thị phần CBU mở rộng đáng kể lên 44,4%, trong khi thị phần CKD giảm mạnh xuống 55,6% khi Nghị định 70 hết hạn. Điều này cho thấy có khả năng có sự thay đổi cấu trúc trong cơ cấu sản phẩm bán hàng toàn ngành, BVSC kỳ vọng sẽ thấy môi trường cạnh tranh và giá bán giữa xe CKD và CBU sẽ hợp lý hơn. Các NSX ô tô có tỷ trọng CBU nhiều hơn, đã mất thị phần năm ngoái, dự kiến sẽ đòi lại thị phần trong tương lai.
- Doanh số xe máy năm 2020 của Việt Nam là 2,71 triệu chiếc (-16,7% YoY), theo ước tính của BVSC; trong đó, doanh số của Honda đạt 2,14 triệu chiếc (-16,7% YoY), cao hơn 2,4% ước tính của BVSC là 2,09 triệu chiếc. Honda duy trì vị thế thống lĩnh với 79% thị phần. Doanh số Tháng 1/2021 tiếp tục phục hồi đáng kể lên 254.497 chiếc (+2,5% MoM; +4,0% YoY), đánh dấu: (1) Đỉnh tăng trưởng trong 5 tháng qua; và (2) Mức cao nhất kể từ Tháng 1/ 2020.

Triển vọng ngành và tác động đến mỗi công ty:

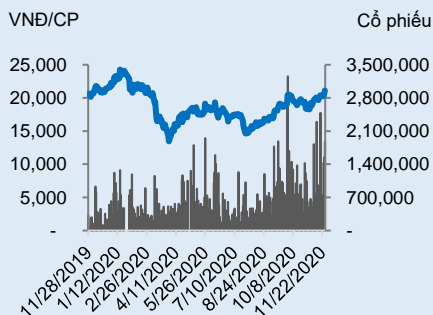
- Với sự phục hồi tiêu thụ rõ ràng hơn và môi trường lãi suất thấp hiện tại, BVSC duy trì dự báo doanh số bán toàn ngành ô tô năm 2021 ở mức 330.315 chiếc (+11,4% YoY) so với mức trước COVID-19 là 321.811 chiếc. Cùng với sự chuyển dịch cấu trúc đang diễn ra, BVSC kỳ vọng Honda và Ford sẽ lấy lại phần thị phần đã bị mất năm ngoái do Nghị định 70; trong khi kỳ vọng Toyota sẽ duy trì vị trí cạnh tranh nhờ danh mục sản phẩm lớn và đa dạng.
- BVSC dự báo doanh số xe máy của Việt Nam năm 2021 sẽ phục hồi, tăng 5,8% YoY lên 2,87 triệu chiếc. BVSC kỳ vọng Honda outperform tăng trưởng thị trường chung, đạt 2,30 triệu xe (+7,1% YoY; đạt 80% thị phần năm 2021); đồng thời dự báo cơ cấu sản phẩm tốt hơn (nhờ chuyển dịch sang xe tay ga có BLN cao hơn) mở rộng GPM, điều này chắc chắn có lợi cho VEA.
- Do tất cả các Nhà máy không còn bị gián đoạn bởi COVID-19, đã từng khiến phải ngừng hoạt động trong Quý 2/2020. BVSC kỳ vọng hoạt động sản xuất bình thường từ Nhà máy của các Công ty liên doanh của VEA và DRC nâng cao hiệu suất sử dụng, do đó sẽ có tác động tích cực lên mở rộng BLN gộp.
- Bất chấp những khó khăn do thiếu container, số liệu xuất khẩu trong Tháng 1/2021 của DRC có vẻ đáng khích lệ: Doanh thu xuất khẩu đạt 5 triệu USD; Xuất khẩu lốp radial đạt 21,2k chiếc (thấp hơn mức 25.6k trung bình tháng Quý 1/2020); và Xuất khẩu lốp bias ở mức 18,8k chiếc (cao hơn 55% so với mức trung bình tháng của Quý 1/2020). Vấn đề thiếu container đã dần dịu đi trong Tháng 2, mà DRC tự tin sẽ đạt được kế hoạch KDKD Quý 1/2021 - Doanh thu thuần đạt 835 tỷ (+4% YoY) và LNTT đạt 66 tỷ (+41% YoY).

BIẾN ĐỘNG GIÁ VEA



	YTD	1T	3T	6T
VEA	4,2%	12,3%	7,7%	12,9%
Upcom-Index	17,4%	5,8%	12,9%	18,9%

BIẾN ĐỘNG GIÁ DRC



	YTD	1T	3T	6T
DRC	-5,3%	15,3%	23,9%	14,1%
VN-Index	4,1%	8,7%	11,6%	16,0%

Chuyên viên phân tích

Trần Đăng Mạnh

(84 28) 3914 6888 ext. 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

Top picks của BVSC bao gồm VEA và DRC

Mã CK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Upside	2020 EPS g	2021 EPS g	2021 PER	2021 PEG	2020 DPS	Divid. Yield
VEA	OUTPERFORM	52.740	29,7%	-23,0%	16,8%	9,1x	0,54	5.500	12,2%
DRC	OUTPERFORM	33.900	24,4%	2,5%	47,8%	8,9x	0,19	1.500	5,3%

Sản lượng tiêu thụ ô tô tăng vọt trong Tháng 1/2021

Hình 1: Sản lượng tiêu thụ ô tô của các hãng thuộc VAMA cả năm 2020 và Tháng 1/2021:

Đơn vị	01/2021	12/2020	01/2020	MoM	YoY	FY2019	FY2020	YoY
Xe du lịch	19.615	36.123	12.460	-45,7%	57,4%	237.054	221.274	-6,7%
Xe thương mại	4.425	8.643	2.557	-48,8%	73,1%	79.567	71.507	-10,1%
Xe chuyên dụng	176	212	106	-17,0%	66,0%	5.190	3.853	-25,8%
SUM	24.216	44.978	15.123	-46,2%	60,1%	321.811	296.634	-7,8%

Nguồn: VAMA, BVSC; CKD: Xe lắp ráp trong nước; CBU: Xe nhập khẩu nguyên chiếc

Sản lượng tiêu thụ FY20 nhỉnh hơn mức dự báo

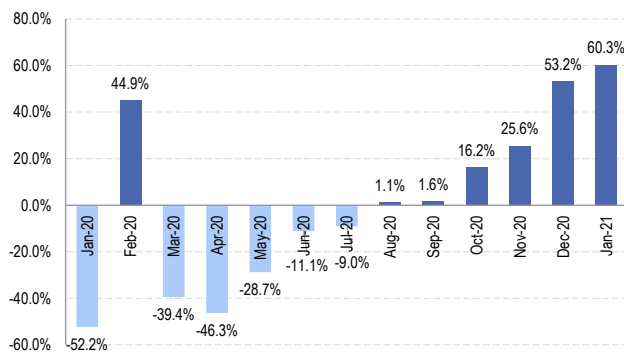
Theo VAMA, sản lượng tiêu thụ ô tô Việt Nam đạt 296.634 chiếc (-7,8% YoY), vượt 3,3% so với mức dự báo 287.231 chiếc (-10,7% YoY) trong [Cập nhật Ngành Ô tô gần nhất của BVSC](#). Kết quả khả quan này đánh dấu mức tăng trưởng YoY sản lượng tiêu thụ toàn ngành liên tiếp kể từ đợt bùng phát COVID-19 lần hai hồi Tháng 8/2020. BVSC cho rằng sự toàn ngành hồi phục trong Quý 4/2020 nhờ: (1) Nhu cầu xe ô tô CKD tăng cao khi khách hàng vội mua trước khi gói kích kích của Chính phủ kết thúc (giảm 50% phí trước bạ, hiệu lực từ ngày 28/06/2020 đến 31/12/2020), và (2) Quý 4 thường là mùa cao điểm đối với thị trường ô tô Việt Nam khi các nhà sản xuất ô tô tích cực tung ra các sản phẩm mới để thu hút nhu cầu mua xe mới và thay thế trong dịp Tết nguyên đán.

Sản lượng tiêu thụ toàn ngành duy trì đà tăng trong Tháng 1/2021

Sản lượng tiêu thụ toàn ngành trong Tháng 1/2021 đạt 26.216 chiếc (-46,2% MoM; +60,1% YoY). Mặc dù chúng tôi hiểu rằng việc sản lượng sụt giảm mạnh so với tháng trước chủ yếu là do chính phủ kết thúc gói kích thích, nhưng doanh số Tháng 1/2021 tăng mạnh YoY từ mức nền thấp do Tết năm 2021 đến trễ hơn, rơi vào tháng 2, trong khi Tết năm 2020 rơi vào Tháng 1. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng kết quả này đáng khích lệ khi vượt mức trước đại dịch (sản lượng bình quân hàng tháng năm 2019 là 25.240 chiếc). Điều này tiếp tục củng cố quan điểm của BVSC trong báo cáo lần trước, rằng những người mua ô tô ở Việt Nam, mà theo chúng tôi là những người tiêu dùng có thu nhập ở tầm trung và cao hơn, chịu ít tác động từ dịch COVID-19. Theo phân khúc:

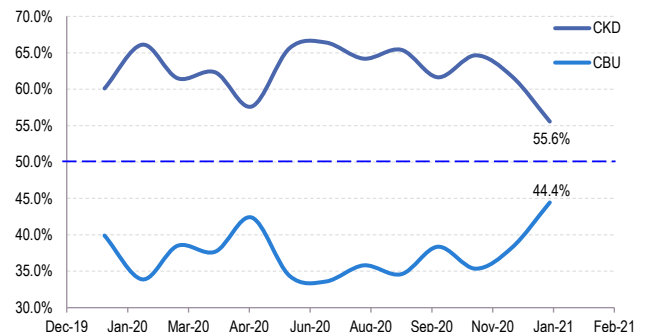
- Doanh số xe du lịch tăng 57,4% YoY, đạt 19.615 chiếc.
- Doanh số xe thương mại tăng vọt 73,1% YoY, đạt 4.425 chiếc.
- Doanh số xe chuyên dụng tăng mạnh 66.0% YoY, đạt 176 chiếc.

Hình 2: Sản lượng tiêu thụ hàng tháng của toàn ngành – Duy trì đà tăng YoY từ Tháng 8/2020



Nguồn: VAMA; BVSC

Hình 3: Cơ cấu doanh số xe CKD/CBU trong ngành – Chuyển dịch cấu trúc do Nghị định 70/2020 hết hiệu lực



Nguồn: VAMA; BVSC

Chuyển dịch cơ cấu do gói kích cầu hết hiệu lực...

Dù sản lượng tiêu thụ xe CKD vẫn chiếm tỷ lệ lớn trong tổng doanh số Tháng 1/2021, doanh số xe CBU tăng trưởng vượt trội, trở thành động lực chính của ngành, đạt 88% YoY và nhờ vậy, thị phần tăng lên 44,4%. Thị phần xe CKD giảm còn 55,6%, do gói kích thích hết hiệu lực.

... giúp giá bán và cạnh tranh giữa xe CKD và CBU fair hơn; Các hãng có tỷ trọng CBU lớn đang dần lấy lại thị phần

Honda là hãng xe hoạt động vượt trội trong tháng

Biên LN xe CBU tăng khi cả NSX và đại lý ô tô không còn chịu sự ảnh hưởng của COVID-19.

Chúng tôi kỳ vọng việc Nghị định 70/2020 hết hiệu lực sẽ tái thiết lại sự cân bằng về mặt bằng giá bán và cạnh tranh giữa hai dòng xe CKD và CBU trong thời gian tới, khi người mua xe CKD không còn hưởng lợi từ mức giá ưu đãi nhờ lệ phí trước bạ giảm 50%. Sự cân bằng trong giá bán và cạnh tranh giữa xe CKD và CBU sẽ tạo ra thay đổi rõ rệt trong bối cảnh cạnh tranh khi những hãng xe có tỷ trọng CBU cao, bị mất thị phần do Nghị định 70/2020, dần giành lại thị phần.

Trong VAMA, Thaco duy trì vị thế dẫn đầu thị trường với sản lượng tiêu thụ Tháng 1 đạt 8.938 chiếc (-44% MoM; +77% YoY), tiếp theo là Toyota và Mitsubishi. Trong cập nhật lần này, chúng tôi tập trung vào 3 liên doanh ô tô của VEA, bao gồm: Toyota, Honda và Ford. Trong đó, Tháng 1 chứng kiến sự tăng trưởng vượt trội của Honda so với Toyota và Ford, mà theo chúng tôi là nhờ danh mục sản phẩm thiên về CBU. Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng thị phần của các hãng xe thiên về CBU gồm Thaco, Hyundai và Vinfast sẽ được điều chỉnh rõ ràng hơn, giúp ba liên doanh ô tô của VEA có lợi thế để giành lại thị phần. Dù chúng tôi hiểu việc đẩy tăng trưởng doanh số dòng CBU giúp hỗ trợ tăng trưởng sản lượng chung của ngành, chúng tôi kỳ vọng BLN gộp của các sản phẩm CKD vốn có BLN cao, sẽ cải thiện rõ rệt khi các nhà sản xuất và đại lý xe ô tô không còn bị gián đoạn bởi COVID-19 khiến họ buộc phải thanh lý hàng tồn kho và đóng cửa nhà máy sản xuất như trong Quý 2/2020. Nhìn chung sẽ có tác động tích cực đối với VEA.

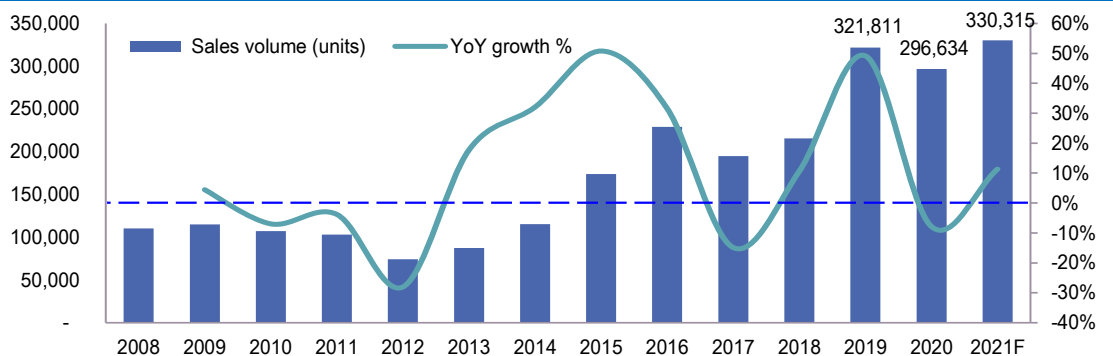
Hình 4: Thị phần của các doanh nghiệp chủ chốt trong FY20 và T1/2021:

	Thị phần		KQKD T1/2021		
	FY2019	FY2020	Thị phần	Sản lượng	YoY
Toyota	24,9%	24,3%	18,7%	4.525	12%
Honda	9,6%	8,2%	12,5%	3.015	57%
Ford	9,4%	8,3%	6,6%	1.592	26%
Thaco	28,2%	34,0%	36,9%	8.938	77%
Mitsubishi	9,5%	9,8%	15,2%	3.674	120%

Nguồn: VAMA; BVSC

Giữ nguyên dự báo sản lượng tiêu thụ ngành ô tô năm 2021 ở mức 330.315 chiếc (+11,4% YoY)

Hình 5: Sản lượng bán hàng của VAMA (chiếc), đại diện cho thị trường ô tô VN:



Nguồn: VAMA; BVSC dự báo

Câu chuyện ngành ô tô Việt Nam trong dài hạn vẫn khá quan;

Theo BVSC, triển vọng ngành ô tô Việt Nam trong dài hạn vẫn rất lạc quan nhờ tỷ lệ sở hữu ô tô của Việt Nam vẫn ở mức thấp, tầng lớp có thu nhập trung bình đang gia tăng và việc tăng cường đầu tư cơ sở hạ tầng. Áp lực cạnh tranh dài hạn, đặc biệt là với các sản phẩm phân khúc giá rẻ cho đến trung cấp từ Vinfast, vì Vinfast hiện đang lên kế hoạch nhắm các thị trường xuất khẩu với những mẫu xe điện. Cho cả năm 2021, BVSC duy trì dự báo sản lượng tiêu thụ toàn ngành phục hồi đáng kể, đạt 330.315 chiếc (+11,4% YoY) so với mức trước dịch là 321.811 chiếc, được thúc đẩy nhờ môi trường lãi suất thấp và niềm tin tiêu dùng được cải thiện hậu đại dịch COVID-19.

Sản lượng xe máy của Honda phục hồi ngày càng rõ rệt

Sản lượng tiêu thụ xe máy FY20 cao hơn một chút so với dự báo của BVSC

Thị phần Honda ổn định ở mức 79%

Trong cả năm 2020, Honda ghi nhận tổng sản lượng tiêu thụ xe máy đạt 2.142.564 chiếc (-16,7% YoY), nhỉnh hơn so với dự báo của BVSC trong báo cáo gần nhất là 2.086.560 chiếc. Honda cũng công bố thị phần duy trì ổn định ở mức 79% trong năm 2020. Theo đó, chúng tôi hiểu rằng thị trường xe máy Việt Nam đã giảm khoảng 16.7%, tương đương với mức giảm của Honda, ước tính sản lượng tiêu thụ xe máy toàn thị trường đạt khoảng 2.712.106 chiếc.

Hình 6: Xu hướng sản lượng xe máy hàng tháng của Honda, từ T1/2020 đến T1/2021:



Nguồn: Honda; BVSC

Sự phục hồi ngày càng rõ ràng

Niềm tin tiêu dùng được cải thiện

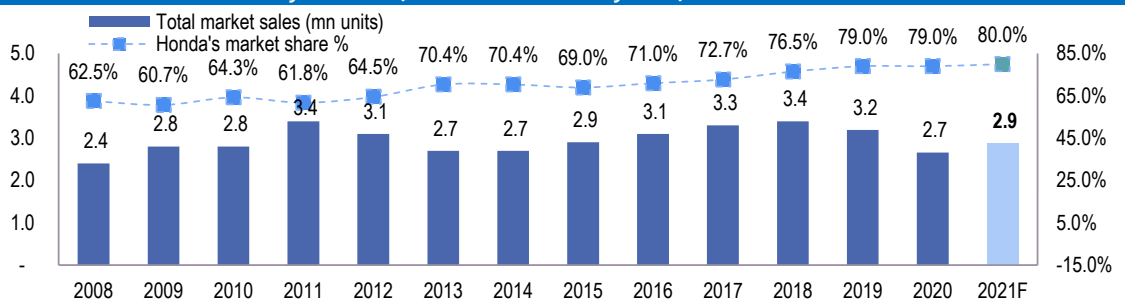
Đáng chú ý, doanh số xe máy của Honda trong Quý 4/2020 phục hồi đáng kể 14,1% QoQ lên 618.112 chiếc, tuy nhiên, vẫn ở mức thấp so với cùng kỳ năm ngoái (-15,5% YoY). Sự phục hồi ngày càng rõ ràng, minh chứng bởi doanh số xe máy của Honda trong Tháng 1/2021 đã phục hồi đáng kể lên 254.497 chiếc (+2,5% MoM; +4,0% YoY). Hơn nữa, kết quả Tháng 1/2021 cũng đánh dấu (1) Duy trì đà tăng 5 tháng liên tiếp; và (2) Mức cao nhất kể từ Tháng 1/2020; đồng thời chứng minh niềm tin tiêu dùng của người mua xe tiếp tục được cải thiện.

Honda được định vị tốt nhằm vượt trội thị trường chung

BLN góp khả năng tốt hơn nhờ cơ cấu sản phẩm tích cực và gia tăng tỷ lệ huy động nhà máy

Cho cả năm 2021, chúng tôi dự báo tổng sản lượng phục hồi 5,8% YoY, đạt 2.869.020 chiếc, đồng thời kỳ vọng Honda đạt mức tăng trưởng cao hơn so với thị trường và nhờ do đó gia tăng thị phần lên 80% nhờ thương hiệu có tính nhận diện hàng đầu, mạng lưới phân phối khắp cả nước và danh mục sản phẩm đa dạng ở thị trường Việt Nam. Do đó, BVSC dự báo sản lượng xe máy Honda sẽ tăng 7,1% YoY lên 2.295.216 chiếc. Với môi trường bán hàng phục hồi và niềm tin tiêu dùng được cải thiện, BVSC kỳ vọng cơ cấu doanh thu của Honda sẽ khả quan hơn (gia tăng sản lượng xe tay ga với BLN cao hơn) và từ đó gia tăng BLN gộp chung. Hơn nữa, tương tự như việc sản xuất ô tô, tỷ lệ huy động của nhà máy sản xuất xe máy của Honda gia tăng cũng sẽ có tác động đáng kể đối với việc mở rộng BLN gộp.

Hình 7: Doanh số xe máy ở TT Việt Nam: Honda duy trì vị thế dẫn đầu



Nguồn: Honda; VEA; BVSC dự báo

VEA – Định giá rẻ; Suất cổ tức hấp dẫn (Upside: 29,7%)

*Khuyến nghị
OUTPERFORM với
giá mục tiêu 52.740
đồng/CP (29,7%
upside)*

BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VEA với mức giá mục tiêu 1 năm không đổi là **52.740 đồng/cp** (tiềm năng tăng giá **29,7%**; gồm suất cổ tức hấp dẫn 12,2%). Ở mức giá hiện hành 44.900 đồng/cp, VEA đang giao dịch tại mức PER FY21 là 9,1x so với mức trung bình ngành là 12,5x cho mức tăng trưởng KQKD năm 2021 dự phóng đạt 16,8% YoY.

Hình 8: Dự báo KQKD của chúng tôi với VEA năm 2021: Tóm tắt

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021F
Doanh thu thuần	7.073	4.488	3.672	3.770
YoY%	7,8%	-36,6%	-18,2%	2,7%
Lợi nhuận từ các công ty liên doanh	6.849	7.126	5.110	5.996
YoY%	N/A	4,0%	-28,3%	17,3%
LNST	7.192	7.415	5.877	6.727
YoY%	40,4%	3,1%	-20,7%	14,5%
LNST sau lợi ích CĐTS	7.130	7.319	5.633	6.581
YoY%	40,1%	3,0%	-23,0%	16,8%
EPS (VNĐ/cp)	5.321	5.479	4.239	4.927
Cổ tức tiền mặt (VNĐ/cp)	3.884	5.252	5.500	4.800
Suất cổ tức %	8,8%	11,7%	12,2%	10,7%

Nguồn: BVSC dự báo; Suất cổ tức cho giai đoạn 2020-2021 được tính dựa trên giá đóng cửa vào ngày 22.02.2021 là 44.900 đồng/cp

*Điểm nhấn KQKD
năm 2020*

- **VEA công bố KQKD năm 2020 đạt kỳ vọng.** Cho cả năm 2020, doanh thu thuần hợp nhất chưa kiểm toán của VEA đạt 3.667 tỷ (-18,3% YoY), LN từ các công ty liên doanh đạt 5.110 tỷ (-28,3% YoY), và LNST sau CĐTS hợp nhất đạt 5.676 tỷ (-22,4% YoY); hoàn thành lần lượt 102%/ 103%/ 103% dự báo doanh thu thuần/LN từ công ty liên doanh và LNST sau CĐTS của BVSC. Vì KQKD FY20 của VEA tương đối sát với dự báo của BVSC và triển vọng hồi phục của toàn ngành vẫn được duy trì, chúng tôi giữ nguyên dự báo KQKD FY21, dự báo LNST của Công ty phục hồi đáng kể, đạt 6.581 tỷ (+16,8% YoY).
- **Đáng chú ý, ở công ty mẹ, VEA ghi nhận KQKD đáng khích lệ** với LNST sau CĐTS tăng 5,6% YoY lên 7.434 tỷ, tương ứng với EPS năm 2020 là 5.595 đồng/cp. Theo BVSC, đây là tin tích cực đối với cổ đông của VEA do việc chia cổ tức tiền mặt của VEA dựa vào LN của Công ty mẹ, không phải lợi nhuận hợp nhất. Chúng tôi điều chỉnh dự báo DPS năm 2020 lên 5.500 đồng/cp (tỷ lệ chi trả 98,3%) từ mức 4.800 đồng/cp trong báo cáo trước.
- **VEA vẫn chưa giải quyết các vấn đề ngoại trừ đối với BCTC Quý 4/2020.** Các vấn đề ngoại trừ chính bao gồm: (1) Hàng tồn kho xe tải Euro có giá trị sổ sách tính đến cuối Quý 2/2020 là 1.176 tỷ mà VEA chưa đánh giá được giá trị thuần để thực hiện trích lập dự phòng; chúng tôi ước tính VEA có thể đã trích lập khoảng 371,2 tỷ tính đến cuối Quý 4/2020; và (2) Các khoản phải thu quá hạn bao gồm 618,3 tỷ trên BCTC Công ty mẹ và 129 tỷ trên BCTC Hợp nhất đã xoát xét cuối Quý 2/2020. BVSC hiểu rằng VEA đang tích cực nỗ lực giải quyết vấn đề này để xóa bỏ ý kiến ngoại trừ từ phía kiểm toán. Nếu không, VEA phải trích lập dự phòng đối với các khoản mục ngoại trừ trong báo cáo tài chính (BCTC) của mình. Chúng tôi tin rằng VEA vẫn có cơ hội niêm lên sàn HNX trong năm 2021 nếu VEA thành công giải quyết các vấn đề ngoại trừ trong nửa đầu năm 2021 để nhận BCTC 1H21 kiểm toán chấp nhận toàn phần, vốn rất quan trọng trong quy trình chuyển sàn. Giá định trong trường hợp xấu nhất VEA

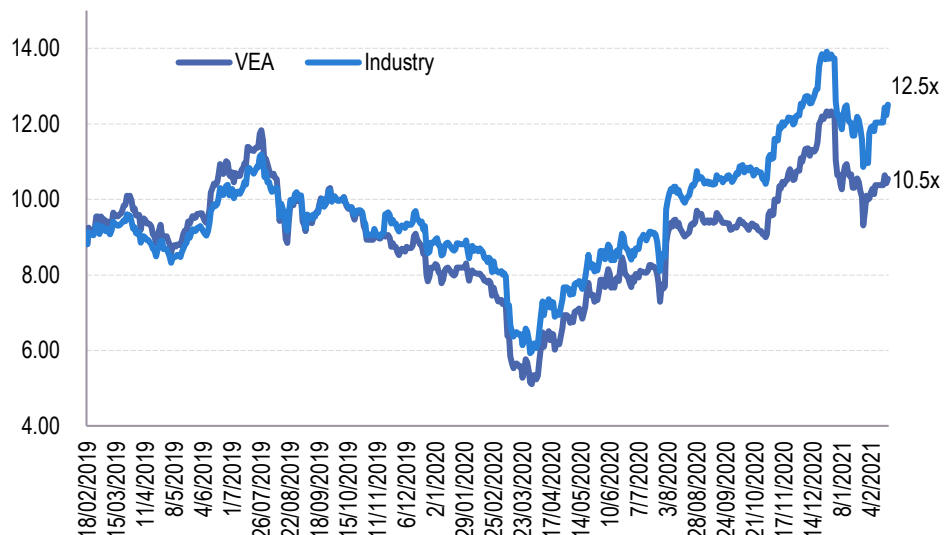
Lý do chúng tôi ưa thích VEA?

phải trích lập thêm khoảng 1.000 tỷ (tương đương hơn 70% giá trị sổ sách hàng tồn kho và các khoản phải thu khó đòi), LNST hợp nhất năm 2020 của VEA có thể đi ngang.

- **Chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn.** Nhờ KQKD Công ty mẹ khả quan, chúng tôi hiện điều chỉnh dự báo cổ tức tiền mặt năm 2020 lên mức 5.500 đồng/CP (tỷ lệ chi trả 98,3%). Theo đó, DPS giai đoạn 2020-2021 dự báo ở mức 4.800-5.300 đồng/CP, tương ứng với suất cổ tức hấp dẫn 10,7-11,9% so với hiện giá, cao hơn nhiều so với suất tiền gửi ngân hàng.
- **Triển vọng lạc quan hậu COVID-19.** Chúng tôi duy trì quan điểm rằng VEA là doanh nghiệp có độ tiếp xúc lớn nhất với thị trường ô tô đang bùng nổ và thị trường xe máy rộng lớn ở Việt Nam. Điều này đặt VEA vào vị trí tốt để hưởng lợi từ: (1) Bình thường hóa sản xuất do các NSX xe hơi không phải đóng cửa nhà máy do tác động từ dịch COVID-19; (2) Sức mua của người tiêu dùng Việt nam được cải thiện; và (3) Môi trường lãi suất thấp. Chúng tôi duy trì dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2021 của VEA sẽ phục hồi 16,8% YoY, đạt 6.6 nghìn tỷ.
- **Tiềm lực tài chính mạnh mẽ.** Vị thế tiền và tiền gửi của VEA là 13.571 tỷ (49,7% tổng tài sản; tỷ lệ tiền mặt trên cổ phiếu là 10.200 đồng/CP), trong khi tổng nợ ngắn và dài hạn ở mức thấp là 163,9 tỷ (-36.6% YoY), D/E không đáng kể ở mức 0,006x.
- **Niềm yết lên sàn HNX duy trì là catalyst trung hạn.** Chúng tôi kỳ vọng VEA sẽ niêm yết trên sàn HNX trong nửa cuối năm 2021, giả định rằng VEA chủ động giải quyết tất cả các vấn đề ngoại trừ. Niềm yết lên sàn HNX sẽ củng cố khả năng quản trị doanh nghiệp, tính minh bạch, thu hút nhiều nhà đầu tư hơn và gia tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu.

Định giá của VEA hấp dẫn –P/E năm 2021 là 27% chiết khấu so với mức hiện tại của ngành

Hình 9: VEA đang giao dịch tại mức PER 12 tháng là 10,5x và PER FY21 là 9,1x, chiết khấu 16%/ 27% so với mức bình quân ngành hiện tại là 12,5x



Nguồn: Bloomberg; BVSC

DRC – Xuất khẩu Tháng 1 nhìn chung ổn định (Upside: 24,4%)

*Khuyến nghị
OUTPERFORM - Giá
mục tiêu 33.900
đồng/cp (Upside:
24,4%)*

BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với DRC với TP 1 năm không đổi là **33.900 đồng/cp** trong lần cập nhật gần đây nhất, đưa ra mức upside hấp dẫn là 30% (bao gồm suất cổ tức là 3,7%). Ở mức giá hiện tại là 28.450 đồng/ cp, DRC đang giao dịch ở mức P/E năm 2021 là 8,91x và EV/EBITDA năm 2021 là 5,17x, chiết khấu 38,6%/ 14,4% so với mức trung bình lịch sử 5 năm là 14,5x/ 6,4 x, cho ROE tăng vọt là 22% và đòn bẩy giảm. BVSC nhận thấy DRC hấp dẫn nhờ sự kết hợp của: (1) BLN dẫn đầu ngành, (2) Nhu cầu ngày càng phục hồi rõ ràng ở cả thị trường xuất khẩu và nội địa, được thúc đẩy hơn nữa nhờ tung ra vaccine COVID-19 trên toàn cầu và tăng tốc xây dựng cơ sở hạ tầng nội địa, (3) Vị thế tài chính vững chắc, và (4) Suất cổ tức hấp dẫn.

Hình 10: Dự báo KQKD của chúng tôi với DRC năm 2021: Tóm tắt

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021F
Doanh thu thuần	3.551	3.858	3.647	4.130
YoY %	-3,2%	8,6%	-5,5%	13,3%
LNTT	177	313	321	474
YoY %	-15,1%	77,6%	2,5%	47,8%
LNST sau CĐTS	141	250	257	379
YoY %	-15,1%	77,6%	2,5%	47,8%
EPS (VND/cp)	1.187	2.108	2.160	3.193
Cổ tức tiền mặt (VND/cp)	900	1.500	1.500	2.200
Suất cổ tức %	3,9%	7,2%	5,3%	7,7%
Xu hướng BLN gộp %	12,1%	14,8%	16,4%	18,3%

Nguồn: BVSC dự báo; Lợi tức cổ tức FY20-21F được tính theo giá đóng cửa ngày 22/02/2021 là 28.450 đồng/cổ phiếu

BVSC đã liên hệ với DRC để cập nhật về tình hình kinh doanh của DRC. Những ghi nhận chính:

*Hoạt động xuất khẩu
Tháng 1 đáng khích
lệ*

▪ Bất chấp những khó khăn do thiếu hụt container gần đây, doanh thu xuất khẩu Tháng 1 của DRC vẫn rất đáng khích lệ ở mức 5,0 triệu USD. Cụ thể, sản lượng xuất khẩu radial đạt 21,2k lốp (giảm nhẹ so với mức trung bình hàng tháng là 25,6k lốp trong Q1/2020); trong đó, xuất khẩu sang Mỹ bị ảnh hưởng nặng nề, giảm xuống còn 4k lốp, bù đắp đáng kể nhờ sản lượng xuất khẩu sang Brazil phục hồi đáng kể lên tới 15,5k lốp. Trong khi đó, hoạt động xuất khẩu bias vẫn rất mạnh mẽ ở mức 18,8k chiếc (cao hơn 55,7% so với mức trung bình tháng của Quý 1/2020 là 12.077 chiếc) và do đó, là bước đệm chính cho Kết quả xuất khẩu Tháng 1. Tháng 2/2021, Ban lãnh đạo chia sẻ vấn đề thiếu container đang được giải quyết tại Công ty và nhìn chung tự tin sẽ hoàn thành kế hoạch kinh doanh Quý 1/2021 - Doanh thu thuần đạt 835 tỷ (+4% YoY) và LNST đạt 66 tỷ (+41% YoY).

*Kế hoạch kinh doanh
năm 2021*

▪ Theo trao đổi với Ban lãnh đạo, DRC chia sẻ rằng Công ty hiện đã được cổ đông lớn nhất - Vinachem phê duyệt kế hoạch kinh doanh năm 2021, với doanh thu thuần đạt 4.055 tỷ (+11,2% YoY) và LNTT đạt 300 tỷ (-6,5% YoY). Ban lãnh đạo cũng khẳng định rằng khả năng không có bất kỳ sự thay đổi nào đối với những con số này, sẽ trình vào ĐHCĐ sắp tới, dự kiến diễn ra vào sau ngày 20/4/2021. Trong khi mục tiêu doanh thu năm 2021 của DRC có vẻ tương đồng với dự báo của BVSC; Chúng tôi cho rằng kế hoạch LNTT năm 2021 là thận trọng, do chúng tôi kỳ vọng chi phí khấu hao và chi phí tài chính ròng giảm mạnh sẽ bù đắp nhiều hơn sự gia tăng của giá cao su tự nhiên. Theo kiểm tra hiện tại của chúng tôi trên Bloomberg, giá cao su tự nhiên đang hạ nhiệt khoảng 26,7% so với mức đỉnh gần đây nhất vào Tháng 10/2020, điều này sẽ hỗ trợ cho tỷ suất lợi nhuận của DRC trong giai đoạn tới.

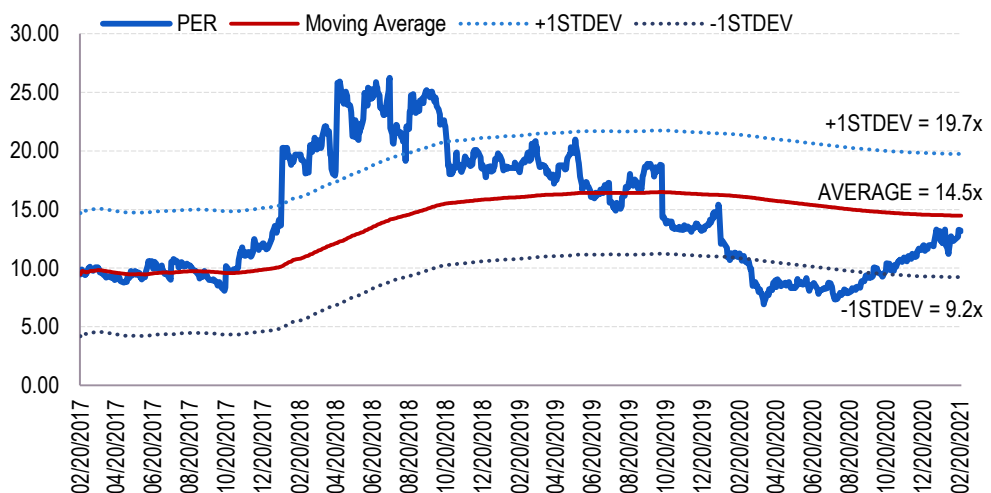
Cổ tức năm 2020

Kế hoạch mở rộng Nhà máy lớp radial (Giai đoạn 3)

Lý do chúng tôi ưa thích DRC?

- DRC chia sẻ rằng cổ tức tiền mặt năm 2020 ở mức 1.500 đồng/cp (tương ứng với suất cổ tức 5,3%), sát với dự báo của BVSC. Kế hoạch này sẽ được trình trong ĐHCĐ sắp tới.
- DRC cho biết rằng kế hoạch mở rộng đã được thảo luận từ lâu, với mục tiêu tăng gấp đôi tổng công suất sản xuất lớp radial lên 1,2 triệu lớp từ 0,6 triệu lớp ở mức hiện tại (Tổng vốn đầu tư ước tính khoảng 700-800 tỷ). Chúng tôi hiểu rằng Dự án mở rộng có thể có tác động đáng kể đến triển vọng tăng trưởng KQKD của DRC trong dài hạn cũng như giảm giá thành sản phẩm cho lớp radial, tạo ra khả năng cạnh tranh về giá hơn nữa. Với môi trường lãi suất thấp hiện nay và nhu cầu phục hồi rõ ràng hơn, có vẻ như đây là thời điểm thích hợp để DRC khởi động Giai đoạn 3. Tuy nhiên, Dự án vẫn chưa nhận được sự chấp thuận của Vinachem, theo DRC. Mặt khác, BVSC nhắc lại Nhà máy sản xuất lớp radial của Công ty có khả năng chạy cao hơn 10-20% so với công suất thiết kế, có thể giúp sản lượng tiêu thụ lớp radial tăng trưởng đến năm 2025 (BVSC hiện giả định doanh số bán lớp radial năm 2025 là 665.441 chiếc).
- **Tăng trưởng mạnh mẽ Quý 1/2021 là catalyst ngắn hạn.** Trong Cập nhật DRC gần nhất, chúng tôi kỳ vọng DRC ghi nhận KQKD Quý 1/2021 mạnh mẽ, dự phóng đạt doanh thu thuần 3838,7 tỷ (+4,4% YoY) và LNTT tăng vọt 58,1% YoY đạt 74 tỷ.
- **Được trang bị để tăng trưởng mạnh mẽ sau dịch.** Chúng tôi giữ nguyên dự báo doanh thu thuần năm 2021 là 4.130 tỷ (+13,3% YoY) và LNST-MI là 379 tỷ (+47,8% YoY). Thúc đẩy bởi: (1) Nhu cầu lớp xe phục hồi tốt ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu; (2) BLN góp tăng nhờ quy mô kinh tế tăng và giảm chi phí khấu hao; và (3) Thu hẹp chi phí lãi vay. Giá nguyên liệu đầu vào cao hơn một phần sẽ được chuyển cho các khách hàng, bởi DRC đã tăng giá bán lớp ô tô 3% và lớp xe máy và xe máy lên 5%, có hiệu lực từ Tháng 12/2020.
- **Cổ tức tiền mặt cao hơn bình thường mới.** Với yếu tố cơ bản vững chắc và triển vọng KQKD sáng sủa, chúng tôi kỳ vọng DRC sẽ tăng cường chính sách cổ tức tiền mặt cao; dự báo cổ tức tiền mặt trong giai đoạn 2020-23 sẽ dao động trong khoảng 1.500-3.000 đồng/ cp (tỷ lệ chi trả 69.5-82.6%), tỷ suất cổ tức hấp dẫn là 5,4-10,5% so với giá cổ phiếu hiện tại.

Hình 11: DRC đang giao dịch ở mức P/E năm 2021 là 8,9x, hấp dẫn so với mức trung bình 5 năm gần đây nhất là 14,5x, cho triển vọng tăng trưởng LNST tích cực năm 2021 đạt 47,8% YoY



Nguồn: Bloomberg; BVSC

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trần Đăng Mạnh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Bảo hiểm

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng, Ngân hàng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên

tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dùng, Tiện ích công cộng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón

nguyenduchoang@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888