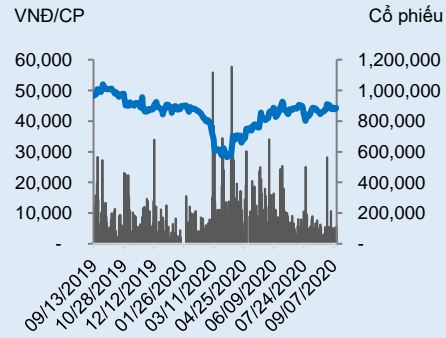


Ngành Ô tô

Báo cáo cập nhật

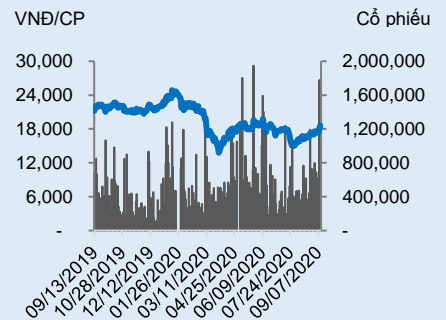
Tháng 9, 2020

BIẾN ĐỘNG GIÁ VEA



	YTD	1T	3T	6T
VEA	-2,6%	2,4%	-0,2%	49,1%
Upcom-Index	4,3%	4,1%	4,9%	21,8%

BIẾN ĐỘNG GIÁ DRC



	YTD	1T	3T	6T
DRC	-18,8%	14,9%	1,2%	16,9%
VN-Index	-8,0%	4,5%	2,3%	34,9%

Sản lượng ô tô và xe máy giảm trong Tháng 8 do tính thời vụ và tái bùng phát COVID-19; Kỳ vọng phục hồi QoQ trong 2H20; Triển vọng hậu COVID-19 lạc quan

Cập nhật sản lượng bán hàng thị trường ô tô và xe máy Việt Nam 8M20:

- Sau khi phục hồi dần từ tháng 5, doanh số bán hàng toàn ngành trong tháng 8 không duy trì được đà tăng - đạt 19.601 chiếc (-16% MoM; -4% YoY), theo chúng tôi nguyên nhân do (1) Tác động tiêu cực của sự trở lại của COVID-19 và (2) Khách hàng e ngại mua sắm trong “tháng 7 âm”. Doanh số bán ô tô 8 tháng đầu năm ở mức thấp với 145.689 chiếc (-24% YoY).
- Với ưu đãi thuế từ Chính phủ (cắt giảm 50% thuế trước bạ đối với xe CKD), có hiệu lực từ cuối tháng 5, chúng tôi thấy doanh số bán hàng toàn ngành trong tháng 7 và tháng 8 cho thấy có sự cải thiện (gia tăng tỷ trọng doanh số CKD có BLN gộp tốt) so với mức 1H20, sẽ có tác động tích cực với 3Q20.
- Tương tự, tháng 8 cũng chứng kiến của doanh số bán xe máy kém khả quan - doanh số bán hàng của Honda đạt 176.116 chiếc (-10,0% MoM; -17,3% YoY). Đáng khích lệ là Honda Vision - mẫu xe tay ga bán chạy nhất - đã đạt kỷ lục bán hàng YTD, báo hiệu mức lãi gộp tiềm năng cho quý 3 năm 20. Doanh số bán xe máy 8 tháng đầu năm của Honda đạt 1,35 triệu chiếc (-15,0% YoY).

Tác động lên mỗi công ty:

- Trong 3 công ty ô tô liên doanh của VEA, sản lượng bán hàng của Honda và Ford vượt trội so với thị trường chung, mở rộng thị phần MoM trong tháng 8, trong khi đó Toyota hoạt động kém hiệu quả hơn.
- Nhờ chính sách kích cầu của Chính phủ và môi trường bán hàng được củng cố, BVSC dự báo sản lượng phục hồi rõ ràng hơn trong khi cơ cấu doanh thu tốt hơn (tăng tỷ trọng doanh thu xe CKD) sẽ thúc đẩy BLN gộp. Theo quan điểm của chúng tôi, doanh số toàn ngành sẽ cải thiện MoM cho đến cuối năm và kỳ vọng vào sự hồi phục mạnh mẽ trong năm 2021.
- Kết quả bán hàng của DRC trong tháng 7 và tháng 8 – Sản lượng lốp bias tăng mạnh trong tháng 7 đạt 66 nghìn lốp, trong khi sản lượng lốp radial đạt khoảng 42 nghìn lốp – cho thấy dấu hiệu phục hồi so với sản lượng trung bình tháng trong Quý 2. Sản lượng tháng 8, lốp bias giảm còn khoảng 43 nghìn, lốp radial duy trì đà phục hồi, đạt 44 nghìn lốp (+5% MoM).
- Nhiều nền kinh tế dần mở cửa trở lại sẽ giúp hỗ trợ thương mại và từ đó hỗ trợ hoạt động xuất khẩu của DRC. BVSC cho rằng việc Chính phủ kích thích nhu cầu mua xe CKD sẽ có những tác động lan tỏa lên tiêu thụ sản phẩm nội địa. Theo BLĐ của DRC, xuất khẩu sang Mỹ tăng mạnh trong vài tháng gần đây đạt 15.000-16.000 lốp/tháng hay thậm chí chạm mức 20.000 lốp trong tháng cao điểm. Kết quả là doanh thu xuất khẩu tháng 7 và tháng 8 được đạt hơn 6 triệu đô/tháng so với trung bình Quý 2/2020 là 4,4 triệu đô/tháng.

Khuyến nghị: Chúng tôi ưa thích VEA và DRC vì (1) Triển vọng phục hồi KQKD mạnh mẽ; (2) Nền tảng cơ bản vững chắc; (3) Chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn; và (4) Câu chuyện niềm yết trên HNX của VEA, và chi phí khấu hao giảm mạnh đảm bảo cho sự phục hồi hậu khủng hoảng của DRC trong giai đoạn bình thường mới tiếp theo.

- VEA (OUTPERFORM);** Giá mục tiêu 1 năm: VND45.300/cp) đang giao dịch ở mức P/E năm 2020 và 2021 là 8,3x và 6,9x. Suất cổ tức hấp dẫn 11,9%.
- DRC (OUTPERFORM);** Giá mục tiêu 1 năm: VND20.900/cp) đang giao dịch ở mức P/E năm 2020 và 2021 là 13,0x và 9,0x. Suất cổ tức hấp dẫn 6,5%.

Chuyên viên phân tích

Trần Đăng Mạnh

(84 28) 3914 6888 ext. 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

Sản lượng xe máy giảm do tính thời vụ; Kỳ vọng phục hồi QoQ

Hình 1: Sản lượng bán hàng xe máy của Honda theo tháng:

	Tháng 01	Tháng 02	Tháng 3	Tháng 4	Tháng 5	Tháng 6	Tháng 7	Tháng 8	8 Tháng	Trung bình
2019	262.992	148.534	151.412	221.368	204.797	182.932	207.764	212.916	1.592.715	199.089
2020	244.593	163.000	157.984	61.752	180.633	174.755	195.702	176.116	1.354.535	169.317
Y-o-Y %	-7,0%	9,7%	4,3%	-72,1%	-11,8%	-4,5%	-5,8%	-17,3%	-15,0%	-15,0%

Nguồn: Honda; BVSC

Doanh số xe máy của Honda tháng 8 ở mức thấp, đạt 176.116 chiếc (-10,0% MoM; -17,3% YoY). Sản lượng lũy kế 8 tháng đầu năm của Honda là 1,35 triệu chiếc (-15,0% YoY). Mặc dù chúng tôi không có thống kê chi tiết cơ cấu bán hàng theo mẫu mã, sản lượng bán hàng hiện tại của hai mẫu xe bán chạy nhất cho thấy sự cải thiện trong cơ cấu bán hàng – Sản lượng xe Honda Vision (xe tay ga) tăng mạnh, đạt mức cao nhất kể từ đầu năm là 54.393 chiếc và chiếm 30,9% tổng sản lượng trong tháng 8 so với 25,2% trong tháng 7 và 24,2% trong 2Q20. Đồng thời, tỷ trọng xe Waves Alpha (xe số) ổn định ở mức 22,7% trong tháng 8 so với 22,5% trong 2Q20. Do đợt tái bùng phát COVID-19 đã được kiểm soát tương đối cùng với việc tháng 9 là mùa cao điểm đối với thị trường xe máy ở Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng doanh thu xe máy trong tháng 9/2020 sẽ phục hồi mạnh mẽ so với tháng trước dù khả năng vẫn thấp hơn so với mức cơ sở cao trong cùng kỳ năm ngoái. Nhờ cơ cấu sản phẩm bán hàng khả quan hơn (tỷ trọng xe tay ga tăng, với giá bán bình quân và BLN gộp cao hơn xe số), chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần và BLN gộp mảng xe gắn máy trong Quý 3/2020 sẽ phục hồi so với quý trước.

Hình 2: Sản lượng bán hàng của hai mẫu xe bán chạy nhất của Honda YTD:

Sản lượng tiêu thụ (chiếc)	T01.2020	T02.2020	T3.2020	T4.2020	T5.2020	T6.2020	T7.2020	T8.2020
Wave Alpha	41.510	25.982	28.797	11.504	42.282	40.260	40.441	39.906
Honda vision	51.761	32.448	30.719	13.883	44.787	42.166	49.327	54.393
Y-o-Y %	T01.2020	T02.2020	T3.2020	T4.2020	T5.2020	T6.2020	T7.2020	T8.2020
Wave Alpha	-9,7%	-13,9%	-21,5%	-70,8%	22,9%	19,8%	8,1%	4,4%
Honda vision	-12,3%	-3,1%	-13,1%	-74,2%	-11,4%	-3,2%	6,4%	10,3%
%Tổng sản lượng tiêu thụ	T01.2020	T02.2020	T3.2020	T4.2020	T5.2020	T6.2020	T7.2020	T8.2020
Wave Alpha	17,0%	15,9%	18,2%	18,6%	23,4%	23,0%	20,7%	22,7%
Honda vision	21,2%	19,9%	19,4%	22,5%	24,8%	24,1%	25,2%	30,9%

Nguồn: Honda; BVSC

Thống kê của VAMA đối với các thành viên trong Hiệp hội: Sản lượng tiêu thụ ô tô tháng 8 thấp, gia tăng tỷ trọng xe CKD

Hình 3: Sản lượng bán hàng xe ô tô thị trường Việt Nam trong 8 tháng 2020:

	T8.2020	MoM	YoY	8T2020	YoY
Xe du lịch (PC)	14.629	-16,0%	-1,3%	106.689	-25,4%
Xe thương mại (CV)	4.833	-16,3%	-9,6%	37.432	-19,9%
Xe chuyên dụng (SPVs)	139	-19,7%	-30,5%	1.568	-33,1%
Tổng cộng	19.601	-16,1%	-3,7%	145.689	-24,2%

Theo VAMA, sản lượng tiêu thụ xe ô tô (xe du lịch và xe thương mại) trong tháng 8 không duy trì đà phục hồi theo tháng, giảm 12,1% MoM và 24,0% YoY, còn 20.385 chiếc. Theo BVSC, nguyên nhân của sự sụt giảm này là do khách hàng hạn chế mua sắm trong “tháng 7 âm” và tác động tiêu cực do COVID-19 tái bùng phát. Lũy kế 8 tháng đầu năm, sản lượng tiêu thụ ô tô ở mức khiêm tốn, đạt 145.689 chiếc (-24,2% YoY).

Chính sách kích cầu của Chính phủ hỗ trợ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ và BLN gộp.

Chính phủ Việt Nam đã quyết định cắt giảm 50% phí trước bạ đối với ô tô sản xuất và lắp ráp trong nước, có hiệu lực từ cuối tháng 5 cho đến hết năm nhằm hỗ trợ các doanh nghiệp trong nước tái sản xuất và kinh doanh cũng như kích thích nhu cầu mua các sản phẩm xe lắp ráp hoàn toàn trong nước (CKD). Với động thái này, chúng tôi tin rằng Hyundai, Thaco, Toyota và Vinfast sẽ trực tiếp được hưởng lợi nhờ doanh mục xe CKD đa dạng. Theo thống kê của VAMA với các thành viên trong hiệp hội, sau kích cầu của Chính phủ, sản lượng xe CKD trong tháng 7 và tháng 8 tăng mạnh, chiếm 64,8% tổng sản lượng so với mức trung bình 62,0% trước khi Chính phủ kích cầu. Mặc dù chúng tôi hiểu rằng việc gia tăng tỷ trọng xe CKD có thể giúp mở rộng BLN gộp, các nhà sản xuất và đại lý ô tô có thể sẽ giảm giá nhằm giảm lượng hàng tồn kho trong môi trường bán hàng chậm, phần nào hạn chế mở rộng BLN gộp do cơ cấu doanh thu được cải thiện.

Hình 4: Cơ cấu bán hàng toàn thị trường của các thành viên trong VAMA: Gia tăng sản lượng tiêu thụ xe CKD

	T01.2020	T02.2020	T3.2020	T4.2020	T5.2020	T6.2020	T7.2020	T8.2020
CKD	60,8%	66,4%	62,0%	62,9%	58,1%	66,1%	66,9%	62,3%
CBU	39,2%	33,6%	38,0%	37,1%	41,9%	33,9%	33,1%	37,7%

Nguồn: VAMA; BVSC

Môi trường cạnh tranh hầu như không thay đổi trong tháng 8 – Thaco giữ vững vị thế dẫn đầu với sản lượng bán hàng trong tháng 8 đạt 7.351 chiếc; tiếp sau đó là Hyundai và Toyota. Trong báo cáo này, chúng tôi sẽ tập trung vào 3 công ty liên doanh ô tô của VEA, gồm Toyota, Honda và Ford. Trong đó, Honda và Ford outperform so với thị trường chung tháng 8 trong khi Toyota kém hơn dù vẫn giữ được vị thế cạnh tranh.

Hình 5: Sản lượng tiêu thụ, thị phần của các nhà sản xuất lớn trong Hiệp hội (VAMA):

	8T2020	YoY	Thị phần	T8.2020	MoM	YoY
Toyota	34.743	-29,8%	23,8%	4.259	-19,7%	-15,9%
Honda	14.850	-29,7%	10,2%	1.634	38,4%	-12,5%
Ford	12.650	-39,2%	8,7%	2.005	-9,9%	-22,1%
Thaco	49.940	-16,3%	34,3%	7.351	-12,8%	23,0%
Tổng cộng	145.689	-24,2%	100,0%	19.601	-16,1%	-3,7%

Nguồn: VAMA; BVSC

- Sản lượng tiêu thụ của Honda trong tháng 8 tăng 38,4% MoM, đạt 1.634 chiếc, nhưng vẫn ở mức thấp (-12,5% YoY). Sản lượng bán hàng của Honda trong 8T20 là 14.850 chiếc (-29,7% YoY), điều này khiến thị phần của Honda giảm còn 10,2% so với 11,0% trong 8T19.

- Sản lượng tiêu thụ của Ford trong tháng 8 giảm, đạt 2.005 chiếc (-9,9% MoM), vượt trội so với kết quả chung của toàn ngành (-16,1% MoM). Tuy nhiên, sản lượng bán hàng trong 8 tháng đầu năm của Ford thấp, 12.659 chiếc (-39,2% YoY), vì vậy thị phần của Ford thu hẹp còn 8,7% so với 10,8% trong 8T19.
- Sản lượng tiêu thụ tháng 8 của Toyota đạt 4.259 chiếc (-19,7% MoM; -15,9% YoY). Tổng sản lượng 8 tháng đầu năm của Toyota là 34.743 chiếc (-29,8% YoY), kém hơn so với kết quả chung của toàn ngành (-24,2% YoY), cho thấy thị phần của Toyota sụt giảm. Trên thực tế, thị phần của Toyota đã giảm còn 23,8% trong 8T20 so với 25,8% trong 8T19.

Mặc dù chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ toàn ngành ô tô ở Việt Nam sẽ được cải thiện trong những tháng tới khi việc tái bùng phát COVID-19 đã được kiểm soát; Sản lượng tiêu thụ cả năm 2020 sẽ thấp hơn năm ngoái, dự báo sẽ đạt 310.696 chiếc (-18,8% YoY). Nhờ sự khuyến khích của Chính phủ đối với xe CKD và môi trường bán hàng được củng cố, chúng tôi cũng kỳ vọng cơ cấu doanh thu được cải thiện và từ đó BLN gộp cũng được cải thiện. Trong dài hạn, quan điểm của BVSC đối với ngành công nghiệp ô tô Việt Nam vẫn khả quan, nhờ sự kết hợp giữa tỷ lệ sở hữu ô tô hiện đang ở mức thấp, thu nhập của tầng lớp trung lưu ngày càng cao và tăng cường đầu tư cơ sở hạ tầng.

Cập nhật nhanh TCT Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam (UpCOM: VEA) - (Khuyến nghị: OUTPERFORM; Giá mục tiêu 45.300 đồng/cp; LN tiềm năng: 15%). Kỳ vọng phục khả quan hậu COVID-19; Suất cổ tức hấp dẫn; chuyển niêm yết sang HNX

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu VEA với mức giá mục tiêu 1 năm là **45.300 đồng/cp** (LN kỳ vọng 15%; bao gồm suất cổ tức hấp dẫn 11,9% trên thị giá). Ở mức giá hiện hành 44.100 đồng/cp, VEA đang giao dịch tại mức P/E năm 2020 và 2021 lần lượt là 8,3x và 6,9x. Chúng tôi thích VEA vì có vị thế tài chính vững chắc (tiền mặt dồi dào, chiếm 49% tổng tài sản cuối Quý 2/2020; gần như không sử dụng đòn bẩy với tỷ lệ D/E là 0.006x) và cam kết của công ty trong việc duy trì chi trả cổ tức tiền mặt cao; Triển vọng kinh doanh của VEA khả quan hậu đại dịch COVID-19 (Dự báo LNST sau CĐTS FY21: +20,2% YoY) sẽ mở thêm cơ hội cho công ty củng cố chính sách cổ tức hấp dẫn. Quan điểm của chúng tôi đối với thị trường ô tô Việt Nam trong dài hạn vẫn tích cực về dài hạn, VEA niêm yết trên sàn HNX có thể diễn ra vào giữa Quý 2/2021, có thể là điểm nhấn ngắn hạn đối với cho cổ phiếu nhờ thu hút thêm nhà đầu tư, tăng tính thanh khoản của cổ phiếu và quản trị doanh nghiệp.

Hình 6: Dự báo KQKD của VEA 2020 và 2021:

Tỷ VND	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	7.073	4.488	3.815	4.005
Y-o-Y%	7,8%	-36,6%	-15,0%	5,0%
Lợi nhuận từ các Công ty liên doanh	6.849	7.126	4.837	5.895
Y-o-Y%	13,0%	32,5%	4,0%	-32,1%
Lợi nhuận trước thuế	7.192	7.415	5.496	6.588
Y-o-Y%	40,4%	3,1%	-25,9%	19,9%
LNST sau CĐTS	7.130	7.319	5.364	6.450
Y-o-Y%	40,1%	3,0%	-26,7%	20,2%
EPS (VND/ share)	5.321	5.479	4.016	4.828
Cổ tức tiền mặt/ cp (VND/cp)	3.884	5.252	4.400	4.800
Suất cổ tức %	8,8%	11,9%	10,0%	10,9%

Nguồn: BVSC dự phóng

KQKD 2020 giảm tốc do tác động tiêu cực từ Covid-19, kỳ vọng phục hồi QoQ trong 2H20.

Chúng tôi dự báo LNST sau CĐTS hợp nhất 2020 của VEA sẽ giảm 26,7% YoY, còn 5.336 tỷ, chủ yếu do lợi nhuận từ các công ty liên doanh ô tô suy giảm (Honda, Toyota và Ford) đạt 4.837 tỷ (-32,1% YoY) so với 1.955 tỷ đồng (-41,0% YoY) trong 1H20. Điều này có nghĩa là chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ và BLN gộp của các công ty liên doanh ô tô của VEA hồi phục trong 2H20 nhờ cơ cấu bán hàng được cải thiện (tăng tỷ trọng doanh số xe CKD nhờ ưu đãi giảm phí trước bạ). Chúng tôi cũng kỳ vọng các mảng kinh doanh cốt lõi của VEA tiếp tục cải thiện nhờ những nỗ lực kiểm soát chi phí chặt chẽ và giảm quy mô các sản phẩm tiêu thụ chậm.

KQKD FY21 sẽ phục hồi từ mức cơ sở thấp. Trước kỳ vọng môi trường kinh doanh được củng cố, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS hợp nhất năm 2021 của VEA sẽ phục hồi tốt, đạt

6.416 tỷ (+20,2% YoY). Điều này đạt được chủ yếu nhờ lợi nhuận được chia từ các công ty liên doanh ô tô phục hồi tốt, chúng tôi ước tính sẽ tăng 21,9% YoY lên mức 5.895 tỷ.

Bảng cân đối tài chính lành mạnh. Tính đến cuối quý 2/2020, tổng giá trị tài sản của VEA đạt 30.089 tỷ; trong đó tiền mặt và tiền gửi là 14.671 tỷ (48,8% tổng tài sản). Nợ ngắn và dài hạn tiếp tục được cắt giảm còn 101,8 tỷ (-43,6% YTD) và 77,8 tỷ (-0,2% YTD). Tương ứng, tỷ lệ D/E của công ty không đáng kể, ở mức 0,006x.

Cổ tức tiền mặt hấp dẫn. Tại ĐHCĐ năm 2020, các cổ đông đã chấp thuận mức cổ tức tiền mặt năm 2019 là 5.252 đồng/cp (tỷ lệ chi trả 99,1%), tương ứng với suất cổ tức hấp dẫn 11,2%. Do phải thực hiện chia cổ tức trong vòng 6 tháng sau khi ĐHCĐ chấp thuận, chúng tôi kỳ vọng cổ tức tiền mặt năm 2019 sẽ được chia vào cuối tháng 12 năm nay. Cổ tức tiền mặt của VEA trong 2020-21 dự báo khả quan, lần lượt đạt 4.400 đồng/cp và 4.800/cp. So với mức giá hiện hành, suất cổ tức tiền mặt năm 2020 và 2021 hấp dẫn trong khoảng 10-11%.

Niêm yết trên sàn HNX tạo thêm động lực tăng trưởng. VEA đã lên kế hoạch chuyển niêm yết sang HoSE từ lâu. Tuy nhiên công ty thất bại trong việc giải quyết các ý kiến kiểm toán ngoại trừ để nhận được ý kiến chấp nhận toàn phần đối với báo cáo tài chính hợp nhất đã xoát xét, vốn có vai trò quan trọng trong thủ tục niêm yết. Giả sử VEA giải quyết các ý kiến ngoại trừ của kiểm toán trên BCTC hợp nhất 2020, BCTC hợp nhất đã được kiểm toán của VEA thông thường sẽ được công bố vào đầu tháng 4. Do đó, chúng tôi cho rằng VEA có thể niêm yết sớm nhất trên sàn HNX vào cuối Quý 2/2021. Theo BVSC, việc niêm yết trên sàn HNX sẽ giúp củng cố quản trị công ty, sự minh bạch, thu hút thêm nhà đầu tư và tăng thanh khoản cho cổ phiếu.

Cập nhật nhanh CTCP Cao su Đà Nẵng (HOSE: DRC) – Khuyến nghị: OUTPERFORM; Giá mục tiêu: 20.900/cp; LN tiềm năng: 16%) – Chi phí khấu hao giảm mạnh đảm bảo hơn nữa phục hồi mạnh mẽ hậu COVID-19.

Chúng tôi nâng khuyến nghị lên **OUTPERFORM** đối với DRC, với mức giá mục tiêu 1 năm là **20.900 đồng/cp**, lợi nhuận kỳ vọng đạt 16% (bao gồm suất cổ tức 6,5%). Do nền kinh tế toàn cầu dần mở cửa trở lại, tạo dư địa cho cải thiện kinh doanh, hoạt động xuất khẩu của DRC cho thấy dấu hiệu cải thiện trong những tháng gần đây, đặc biệt ở thị trường Mỹ. Chúng tôi tin rằng là hoàn toàn hợp lý khi cho rằng nhu cầu lốp xe sẽ cải thiện trong nửa sau năm 2020 và sẽ phục hồi đáng kể trong năm 2021 nhằm hỗ trợ tăng trưởng doanh thu cho DRC. Sự phục hồi LNST năm 2021 sẽ được đảm bảo hơn nữa khi Nhà máy lốp radial vào giai đoạn kết thúc khấu hao vào cuối năm 2020. Nền tảng cơ bản của DRC vững chắc, cùng với KQKD phục hồi tốt trong FY21 sẽ giúp Công ty duy trì chi trả cổ tức tiền mặt cao. Trong ngắn hạn, dù chúng tôi kỳ vọng KQKD của Công ty cải thiện QoQ, KQKD Quý 3/2019 và Quý 4/2019 rất tốt khiến cho tiềm năng phục hồi YoY hạn chế, chúng tôi tin đây sẽ là cơ hội tốt để nhà đầu tư giải ngân đối với DRC.

Hình 7: Dự báo KQKD của DRC 2020 và 2021:

Tỷ VND	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	3.551	3.858	3.172	3.473
Y-o-Y%	-3,2%	8,6%	-17,8%	9,5%
LNTT	177	313	212	306
Y-o-Y%	-14,6%	76,4%	-32,1%	43,9%
LNST sau CĐTS	141	250	170	244
Y-o-Y%	-15,1%	77,6%	-32,1%	43,9%
EPS (VND/ cp)	1.187	2.108	1.430	2.058
Cổ tức tiền mặt (VND/ cp)	900	1.500	1.200	1.800
Suất cổ tức %	4,1%	4,9%	6,5%	9,7%

Nguồn: BVSC dự phóng

Cho năm 2020: BVSC duy trì quan điểm về triển vọng kinh doanh của DRC như cập nhật trước, kỳ vọng DRC sẽ phục hồi phần nào KQKD từ nay cho đến cuối năm. Theo BVSC, DRC có thể chỉ chịu tác động mạnh nhất trong Quý 2/2020 khi các thị trường xuất khẩu chủ lực gồm Mỹ, Brazil và Malaysia thực hiện nghiêm ngặt việc phong tỏa trước tình hình dịch bệnh COVID-19. Trong buổi trao đổi gần đây, BLĐ cho biết hoạt động xuất khẩu đã có những cải thiện, trong đó doanh thu xuất khẩu của DRC trong tháng 7 và tháng 8 ước đạt hơn 6 triệu USD/tháng so với 4,4 triệu USD/ tháng của Quý 2/2020. BLĐ cũng cho biết thêm rằng xuất khẩu sang thị trường Mỹ rất khả quan, đạt trung bình 15.000-16.000 lốp/ tháng, thậm chí có tháng đạt mức 20.000 lốp/tháng. Do nền kinh tế toàn cầu đang dần tái mở cửa, chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ góp phần hỗ trợ hoạt động xuất khẩu của DRC. Đồng thời, việc ưu đãi thuế đối với xe CKD cũng

sẽ hỗ trợ DRC trong việc tiêu thụ lốp xe. BVSC dự báo doanh thu và LNST năm 2020 lần lượt là 3.712 tỷ (-17,8% YoY) và 169,9 tỷ (-32,1% YoY), EPS năm 2020 ước đạt 1.430 đồng/CP.

Cầu hồi phục từ mức thấp và nhà máy sản xuất lốp radial sẽ chính thức hết khấu hao Giai đoạn 1 vào cuối năm 2020 là điểm nhấn đáng chú ý. Theo chúng tôi, việc cho rằng nhu cầu lốp xe sẽ tăng lên ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu là hoàn toàn hợp lý, điều này giúp hỗ trợ tăng trưởng doanh thu cả năm 2021. Đồng thời, chúng tôi nhận thấy Nhà máy sản xuất lốp radial sẽ chính thức hết khấu hao giai đoạn 1 vào cuối năm 2020, ước tính chi phí khấu hao của DRC sẽ giảm khoảng 148,8 tỷ, mở đường cho Công ty phục hồi mạnh mẽ hậu khủng hoảng. Chúng tôi đưa ra dự báo KQKD năm 2021 của DRC với doanh thu thuần đạt 3.472,7 tỷ (+9,5% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTS đạt 244,5 tỷ đồng (+43,9% YoY) và dự báo EPS FY21 sẽ đạt 2.058 đồng/cp.

Bảng cân đối kế toán lành mạnh – Dòng tiền hoạt động mạnh cho phép DRC tiếp tục giảm đòn bẩy trong môi trường kinh doanh nhiều thách thức. Tính đến cuối Quý 2/2020, lượng tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn của DRC đạt 241,6 tỷ (9,4% tổng tài sản). DRC tiếp tục những nỗ lực cắt giảm nợ - đến cuối 2Q20, nợ ngắn và dài hạn lần lượt giảm còn 377,4 tỷ (-29,0% YTD) và 123,9 tỷ (-16,7% YTD); do đó, tỷ lệ đòn bẩy giảm, D/E 0,32 lần.

Chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn – DRC đã liên tục duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt ở mức cao, từ 66,1% đến 93,0% giai đoạn 2014-2019. Chúng tôi tin rằng Vinachem – Cổ đông lớn nhất - thường yêu cầu trả cổ tức tiền mặt cao (Vinachem hiện đang có xu hướng tái cơ cấu các công ty liên doanh hơn là cấp các dự án mở rộng). Nhờ tiềm lực tài chính vững và thiếu vắng các dự án mở rộng (kế hoạch chi phí vốn lưu động thấp), chúng tôi kỳ vọng DRC tiếp tục duy trì chính sách cổ tức tiền mặt nhất quán, dự báo cổ tức tiền mặt năm 2020 vào khoảng 1.000-1.200 đồng/CP (tỷ lệ chi trả 69,9%-83,9%), suất cổ tức từ 5,4%-6,5%. Với dự báo KQKD 2021 tăng vọt, BVSC dự báo cổ tức tiền mặt FY21 đạt 1.800 đồng/CP (tỷ lệ chi trả 87,5%), ứng với suất cổ tức hấp dẫn 9,7% so với mức giá đóng cửa hôm nay.

Mức định giá hiện tại của VEA và DRC

Hình 8: VEA đang giao dịch cao hơn mức P/E trung bình lịch sử



Hình 9: DRC đang giao dịch ở mức P/E thấp, quanh mức P/E lịch sử trung bình trừ đi 1 độ lệch chuẩn



Quan điểm đầu tư:

Chúng tôi ưa thích VEA và DRC vì (1) Triển vọng phục hồi KQKD mạnh mẽ; (2) Nền tảng cơ bản vững chắc; (3) Chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn; và (4) Câu chuyện niêm yết trên HNX của VEA, và chi phí khấu hao giảm mạnh đảm bảo cho sự phục hồi hậu khủng hoảng của DRC trong giai đoạn bình thường mới tiếp theo. Chúng tôi kỳ vọng KQKD của VEA và DRC sẽ phục hồi QoQ; KQKD trong những quý tới có khả năng sẽ vẫn thấp hơn so với cùng kỳ năm ngoái có thể sẽ là những cơ hội tốt đối với các cổ phiếu này.

- **VEA (OUTPERFORM)**; Giá mục tiêu 1 năm: VND 45.300/cp) đang giao dịch ở mức P/E năm 2020 và 2021 là 8,3x và 6,9x. Suất cổ tức 11,9%.
- **DRC (OUTPERFORM)**; Giá mục tiêu 1 năm: VND20.900/cp) đang giao dịch ở mức P/E năm 2020 và 2021 là 13,0x và 9,0x. Suất cổ tức 6,5%.

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

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

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@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