

# NGÀNH ÔTÔ & PHỤ TÙNG

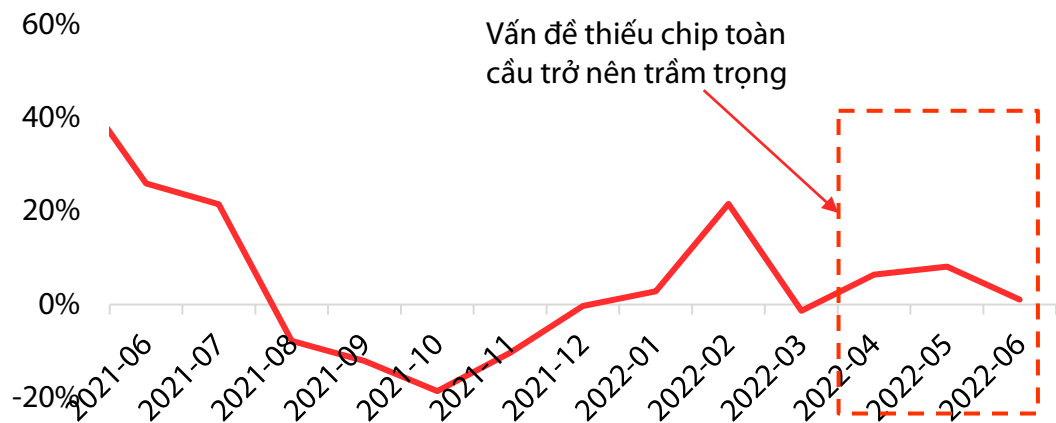
**BIÊN LỢI NHUẬN MỞ RỘNG  
TRONG 2H2022**



Nguyễn Thị Ngọc An – [an.ntn@vdsc.com.vn](mailto:an.ntn@vdsc.com.vn)

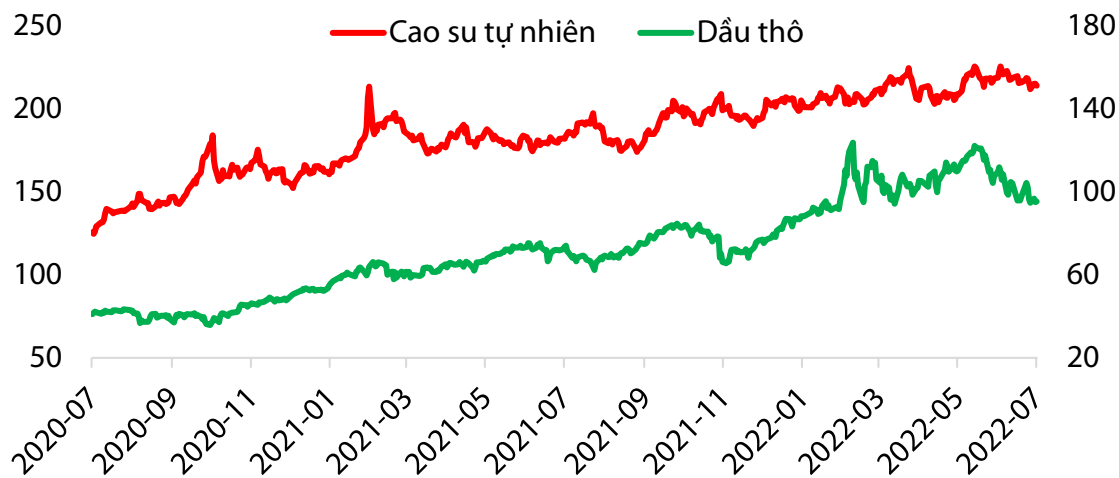


**Hình 1: IIP của Việt Nam về phương tiện vận tải**



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

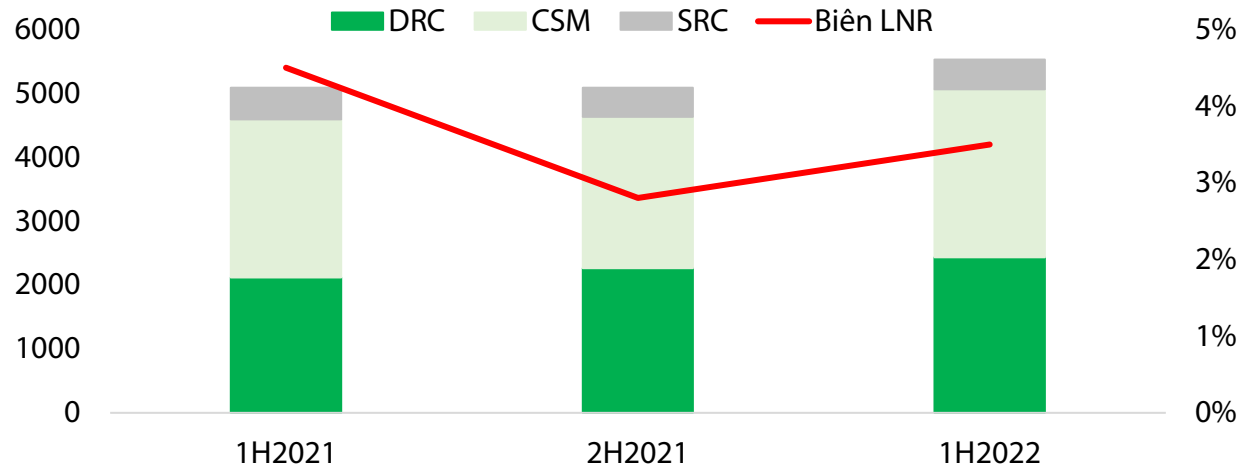
**Hình 2: Giá dầu thô (USD/Bbl, cột phải) và cao su tự nhiên (JPY/Kg, trái)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Tổng doanh thu thuần 1H2022 của các nhà sản xuất săm lốp cao su Việt Nam tăng trưởng khả quan, được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ của Q1/2022 trong khi doanh thu Q2/2022 tăng trưởng yếu đi do nhu cầu trong nước giảm. Trong một nhóm các nhà sản xuất săm lốp cao su niêm yết tại Việt Nam (DRC, CSM, SRC), tổng doanh thu thuần 6T2022 đạt 5.530 tỷ đồng (+8,7% YoY). Chúng tôi cho rằng nhu cầu giảm trong Quý 2/2022 là hệ quả của hoạt động sản xuất xe chậm lại do ảnh hưởng của 1) vấn đề thiếu chip toàn cầu; và 2) sự chậm trễ của dự án đường cao tốc Bắc Nam giai đoạn 1. Trong tháng 6/2022, chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) của Việt Nam về phương tiện giao thông chỉ tăng +1% YoY.
- Trong khi đó, LNST 6T2022 tăng trưởng âm do chi phí tăng, bao gồm chi phí đầu vào và chi phí logistic. Cụ thể, chi phí đầu vào tăng do giá cao su tăng mạnh, kéo tỷ suất lợi nhuận gộp giảm. Chi phí logistic thì gây áp lực lên chi phí bán hàng. Tổng lợi nhuận ròng 6T2022 của các doanh nghiệp sản xuất săm lốp cao su niêm yết tại Việt Nam là 192 tỷ đồng (-16,8% YoY).

**Hình 3: Doanh thu (tỷ đồng) và Biên lợi nhuận ròng (%) của DRC, CSM, SRC**



Nguồn: DRC, CSM, SRC, CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: Các quốc gia chịu thuế chống bán phá giá của Brazil**

Các quốc gia bị ảnh hưởng (tháng 3/2021)	Các loại lốp bị ảnh hưởng	Thuế suất chống bán phá giá
Trung Quốc	Lốp xe tải và xe buýt	1,05 USD/kg – 2,59 USD/kg
Nhật Bản		
Hàn Quốc		
Nga		
Thái Lan		

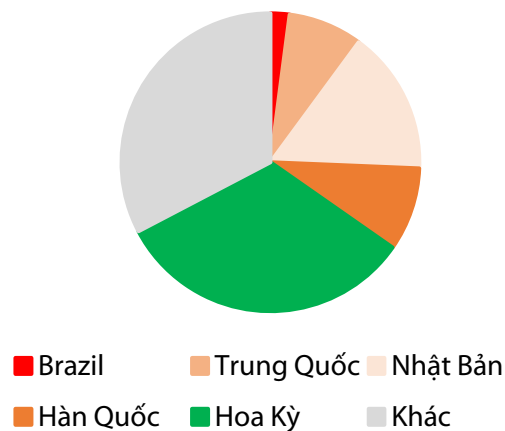
Nguồn: UN Comtrade, GECEX, CTCK Rồng Việt

**Bảng 2: Biểu thuế lốp nhập khẩu từ Việt Nam của Hoa Kỳ**

Các loại lốp bị ảnh hưởng	Thuế suất chống bán phá giá	Thuế suất chống trợ cấp
Ô tô con (PCR) và xe tải nhẹ (LTR)	0%	6,23% - 7,89%

Nguồn: D.O.C., CTCK Rồng Việt

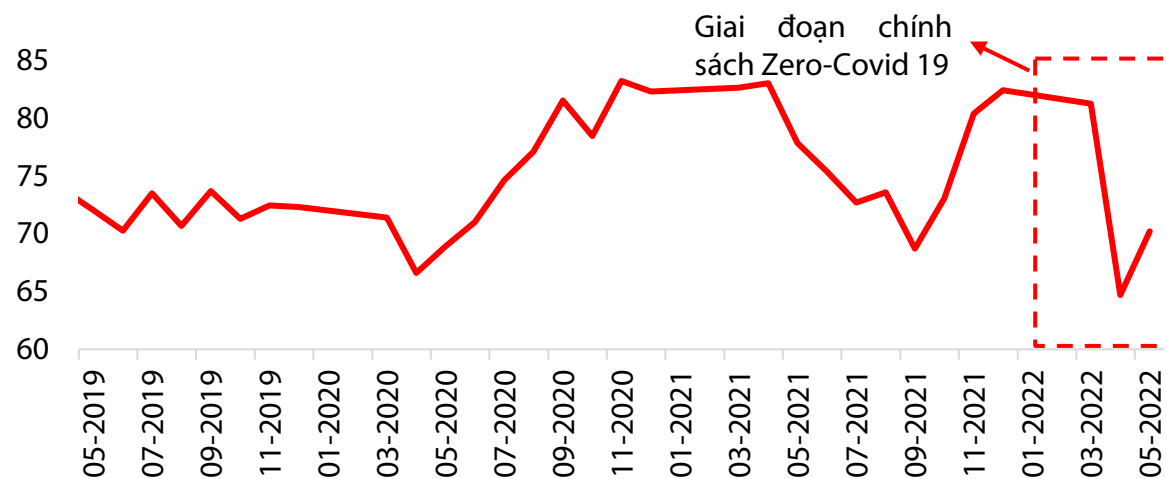
**Hình 4: Cơ cấu xuất khẩu các sản phẩm cao su của Việt Nam (bao gồm cả sản phẩm lốp cao su) (1H2022)**



Nguồn: Tổng cục hải quan, CTCK Rồng Việt

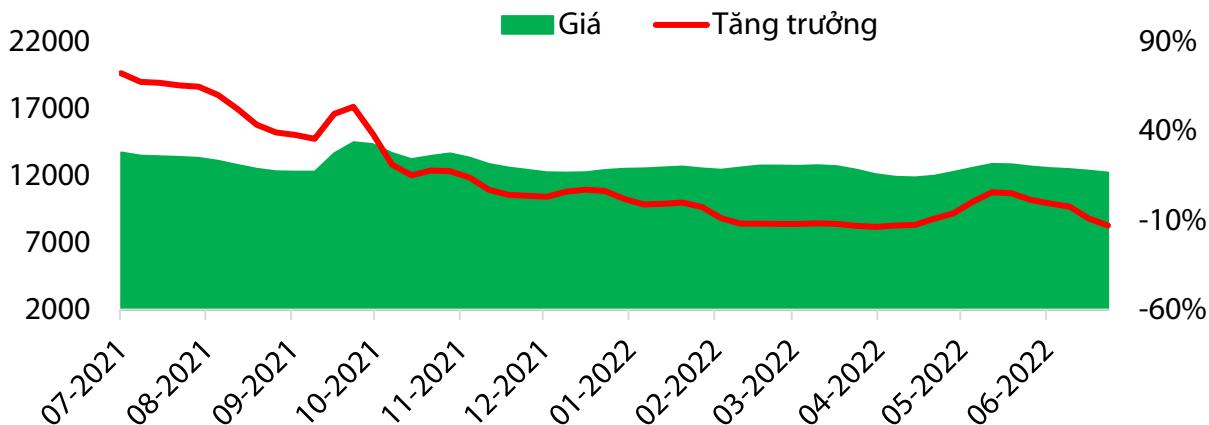
- Các nhà sản xuất sản phẩm lốp Việt Nam dự kiến sẽ có thêm nhiều khách hàng nước ngoài trong 2H2022 nhờ 1) sản lượng sản phẩm lốp từ Trung Quốc - nước xuất khẩu lốp cao su lớn nhất thế giới - giảm do chính sách Zero-Covid (sản lượng 5T2022 giảm - 11,2% YoY); 2) lợi thế cạnh tranh về giá từ việc thuế chống bán phá giá được áp dụng lên mặt hàng lốp nhập khẩu từ Trung Quốc vào thị trường Brazil trong giai đoạn từ tháng 3/2021 - 2026; và 3) dỡ bỏ thuế chống bán phá giá đối với lốp xe xuất khẩu của Việt Nam sang Hoa Kỳ kể từ tháng 5/2021.
- Hiện tại, Mỹ đang áp dụng ba loại thuế đối với lốp nhập khẩu từ Trung Quốc, bao gồm thuế nhập khẩu 10% (đối với lốp Việt Nam chỉ là 4%), thuế chống trợ cấp và chống bán phá giá. Mặc dù có nguy cơ Mỹ sẽ giảm thuế đối với lốp xe Trung Quốc, nhưng chúng tôi tin rằng họ chỉ có thể giảm thuế nhập khẩu, trong khi hai loại thuế còn lại sẽ được giữ nguyên cho đến năm 2024 theo quy định của WTO. Do đó, thị trường Hoa Kỳ vẫn có cơ hội tăng trưởng cho các doanh nghiệp sản xuất sản phẩm lốp Việt Nam trong hai năm tới.

**Hình 5: Sản lượng lốp xe của Trung Quốc (triệu cái)**



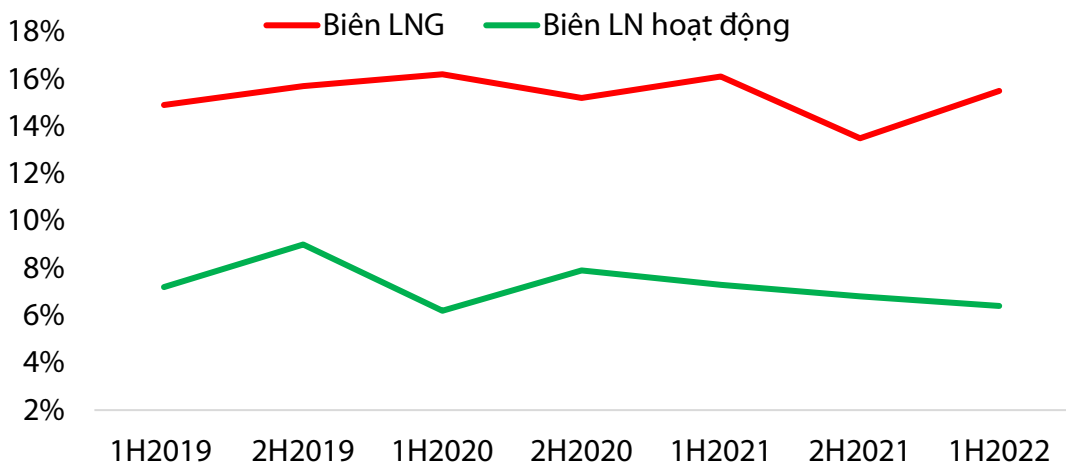
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Hình 6: Giá cao su tổng hợp (RMB/tấn) và tăng trưởng (% YoY, cột phải)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

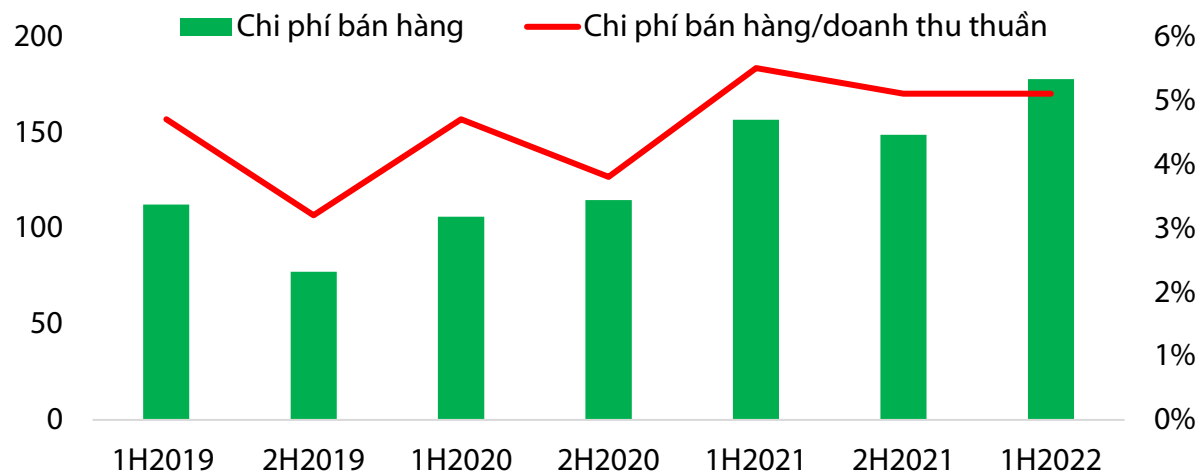
**Hình 7: Biên LNG và biên LN hoạt động của DRC, CSM, SRC (%)**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Chúng tôi kỳ vọng giá cao su tự nhiên và tổng hợp - chi phí đầu vào chính của các nhà sản xuất sẫm lốp - sẽ có xu hướng giảm kể từ 2H2022, do 1) giá dầu thô dự kiến sẽ điều chỉnh giảm trong bối cảnh Hoa Kỳ tuyên bố sẽ bán thêm hàng triệu thùng dầu từ nguồn dự trữ chiến lược trong bối cảnh nỗ lực kiểm chế giá năng lượng tăng cao; 2) nhu cầu cao su từ Trung Quốc giảm trong bối cảnh dịch Covid-19 ở Trung Quốc vẫn căng thẳng; và 3) phục hồi nguồn cung cao su từ các nước sản xuất lớn như Thái Lan và Việt Nam kể từ 2H2022. Do các nhà sản xuất sẫm lốp cao su của Việt Nam thường mua cao su trong 2H2022 nên tỷ suất lợi nhuận gộp 2H2022 sẽ cải thiện so với 1H2022.
- Bên cạnh giá đầu vào, giá dầu thô cũng ảnh hưởng đến chi phí bán hàng thông qua chi phí logistic. Do đó, xu hướng giảm của giá dầu thô được kỳ vọng sẽ giúp giảm áp lực tăng cao của chi phí bán hàng, giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận hoạt động và tỷ suất lợi nhuận ròng.

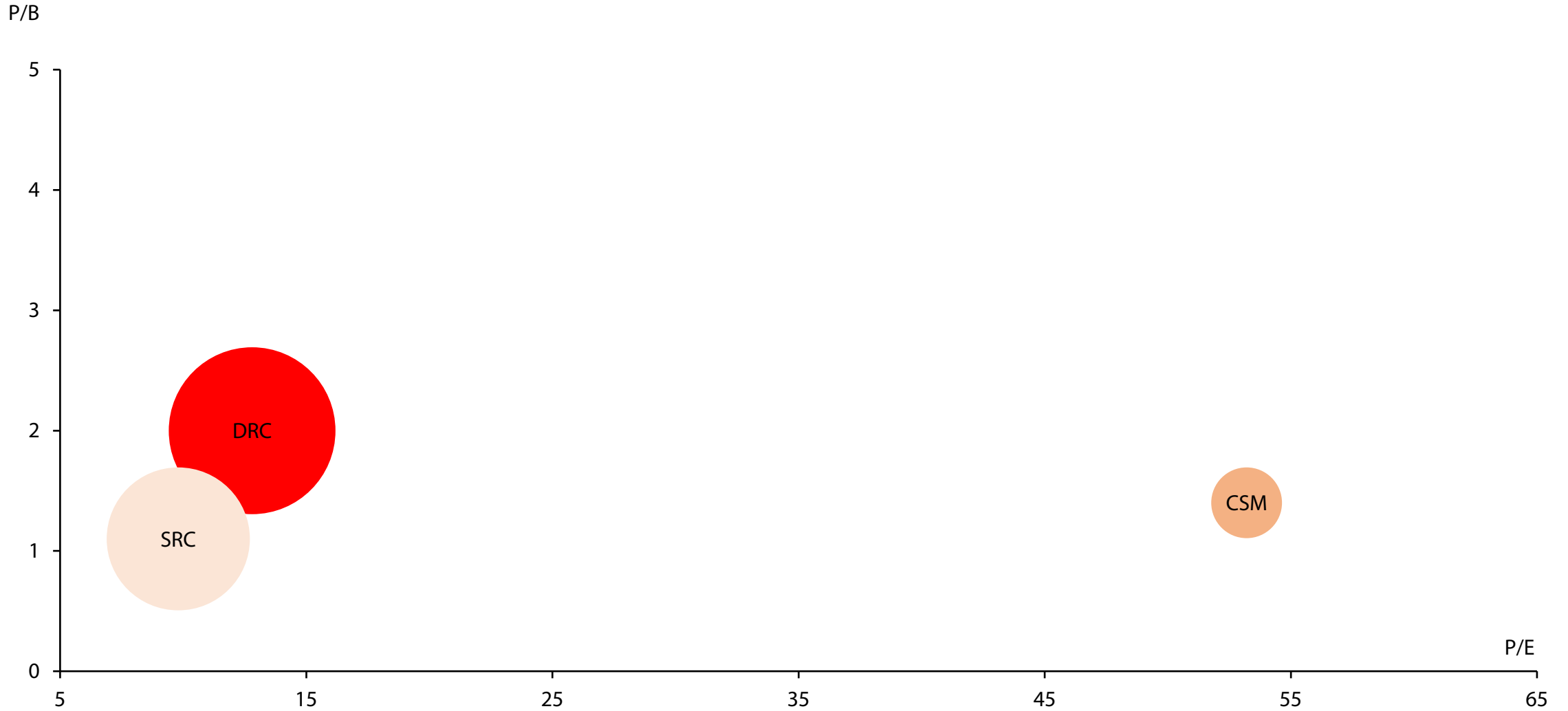
**Hình 8: Chi phí bán hàng (tỷ đồng) và tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần (% , cột phải) của DRC, CSM, SRC**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
<b>DRC</b>	3.450	34.700	-4,7%	-24,8%	9,4%	5,8%	-20,6%	5,8%	8,9%	15,6%	5,6%	12,3	1,9
<b>CSM</b>	1.712	N/A	0,6%	-13,8%	7,8%	-26,3%	-33,7%	0,7%	0,8%	2,6%	0%	55,9	14,9
<b>SRC</b>	473	N/A	-7,4%	-22,8%	9,3%	-24,8%	-65,0%	5,2%	3,7%	11,2%	5,8%	9,6	1,1

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt, Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt, Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng, Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

**MUA: +23%**

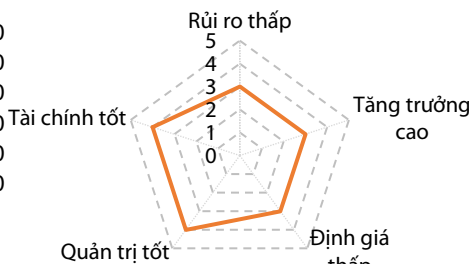
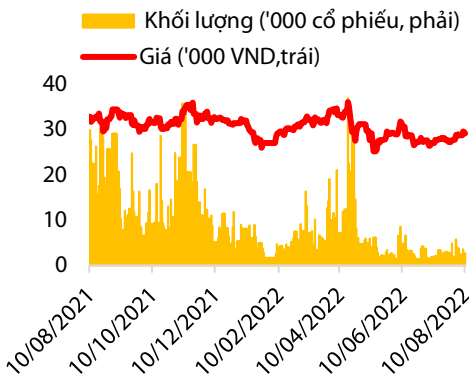
<GHT: 29.100>

<GMT: 34.700>

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

## TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F



Ngành	Ô tô và phụ tùng
Vốn hóa (tỷ VND)	3.457
SLCPĐLH (triệu cp)	119
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	423
GTGDBQ 3 tháng (tỷ VND)	12
SH NĐTNN còn lại (%)	39,9
BD giá 52 tuần ('000 VND)	25.0 – 38.9

Doanh thu	4.380	5.147	5.966
LNST	291	306	360
ROA (%)	9,2	9,3	9,3
ROE (%)	16,4	16,1	17,3
EPS (đồng)	2.205	2.317	2.729
GTSS (đồng)	14.934	16.021	17.478
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.500	1.200	1.200
P/E (x) (*)	13,0	12,4	10,5
P/B (x) (*)	1,9	1,8	1,6

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Giá trị doanh thu dự kiến sẽ tăng trưởng hai con số trong ba năm tới, khoảng +17,5% YoY lên 5.147 tỷ đồng (tương đương 220 triệu USD) vào năm 2022.**

- Xuất khẩu sẫm lốp ra thị trường nước ngoài sẽ tăng trưởng mạnh do nhu cầu phục hồi sau đại dịch Covid-19, dẫn đầu là thị trường Brazil và Mỹ (chiếm hơn 60% doanh thu hàng năm của DRC). DRC là một trong những công ty được miễn thuế chống bán phá giá ở cả thị trường Brazil và Mỹ, từ năm 2021 đến 2026 đối với Brazil và năm 2024 đối với Mỹ. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ lốp xe của DRC tại hai thị trường này sẽ tăng mạnh kể từ năm 2022.
- Doanh thu nội địa dự kiến sẽ phục hồi kể từ năm 2023. Nguyên nhân chính là dự án đường cao tốc Bắc-Nam dự kiến hoàn thành vào quý 3/2022 thay vì năm 2021. Chúng tôi tin rằng dự án này sẽ thúc đẩy hoạt động logistic xuyên suốt Việt Nam, từ đó tăng cường nhu cầu về lốp cao su từ Q4 2022 trở đi, đặc biệt là lốp radial vì lốp radial là loại thích hợp nhất để sử dụng trên đường cao tốc.

**Biên lợi nhuận ròng dự kiến ra khỏi đáy kể từ quý 3/2022, được hỗ trợ bởi sự đóng góp cao hơn từ thị trường trong nước, lợi nhuận ròng năm 2023 dự kiến sẽ trở lại xấp xỉ mức đỉnh năm 2016.**

- Giá cao su dự kiến sẽ giảm trong 2H2022 sau khi tăng mạnh trong 1H2022. Cùng với giá bán bình quân cao hơn, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ ra khỏi đáy kể từ quý 3/2022. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng thị trường nội địa trong tổng doanh thu sẽ tăng dần kể từ năm 2023. Do thị trường trong nước có tỷ suất lợi nhuận cao hơn thị trường xuất khẩu, chúng tôi tin rằng lợi nhuận ròng sẽ trở lại xấp xỉ mức đỉnh của năm 2016 vào năm 2023, sau đó vượt quá mức này vào năm 2024.

## RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Giá dầu thô bất ngờ tăng vọt sẽ kéo theo chi phí đầu vào và chi phí logistic cũng tăng theo.

**Chi phí sản xuất và chi phí logistic tăng đã phá hủy tốc độ tăng trưởng doanh số bán hàng.**

- Trong 6T2022, doanh thu thuần của DRC đạt 2.432 tỷ đồng (+14,9% YoY, tương đương 220 triệu USD), chủ yếu được hỗ trợ bởi doanh thu xuất khẩu (Bảng 1). Với lợi thế được miễn thuế chống bán phá giá tại thị trường Brazil và Mỹ, nhu cầu lớp xe tăng mạnh sau đại dịch Covid-19 đã đẩy tổng doanh số bán hàng của DRC lên cao. Doanh thu của thị trường Brazil và Mỹ lần lượt chiếm 53% và 13% trong tổng doanh thu xuất khẩu 1H2022 của DRC.
- Tuy nhiên, chi phí sản xuất 6T2022 tăng với tốc độ nhanh hơn doanh thu khiến lợi nhuận gộp tăng nhẹ +3,2% YoY đạt 405 tỷ đồng (tương đương 18 triệu USD). Giá dầu thô tăng cao đã đẩy chi phí sản xuất tăng, trong đó có cao su chiếm khoảng 60% tổng chi phí sản xuất. Mặc dù DRC đã tăng giá bán trung bình +7% so với đầu năm trong tháng 4/2022, điều này chỉ giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp 1H2022 cao hơn con số của 2H2021, nhưng vẫn thấp hơn so với cùng kỳ năm ngoái. Tỷ suất lợi nhuận gộp 6T2022 là 16,7% (-180 bps YoY).
- Bên cạnh đó, giá dầu thô tăng cũng làm tăng chi phí logistic toàn cầu, tạo áp lực tăng lên chi phí bán hàng của DRC trong 6T2022, kéo tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu tăng. Do đó, lợi nhuận sau thuế của DRC giảm -11,9% YoY xuống còn 150 tỷ đồng, tương đương với tỷ suất lợi nhuận ròng là 6,2% (-180 bps YoY).

**Bảng 2: Các giai đoạn tăng giá bán bình quân của DRC**

	03/2021	06/2021	Q4/2021	04/2022	08/2022
Tỷ lệ tăng của ASP so với lần tăng gần nhất (%)	3	3	5	7	3

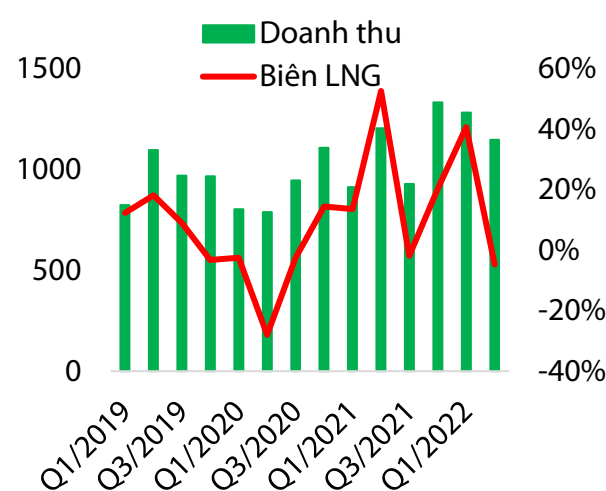
Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: Doanh thu DRC theo thị trường (tỷ đồng)**

Tỷ đồng	2019	2020	2021	1H2021	1H2022
<b>Xuất khẩu</b>	<b>1.732</b>	<b>1.746</b>	<b>2.458</b>	<b>1.047</b>	<b>1.357</b>
% tăng trưởng YoY	29,6	0,8	40,8	56,7	29,6
<b>Nội địa</b>	<b>2.305</b>	<b>2.073</b>	<b>2.178</b>	<b>1.228</b>	<b>1.176</b>
% tăng trưởng YoY	-4,5	-10,1	5,1	28,9	-4,2
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>4.037</b>	<b>3.819</b>	<b>4.636</b>	<b>2.276</b>	<b>2.551</b>
% tăng trưởng YoY	7,7	-5,4	21,4	34,7	12,1
<b>Giảm trừ doanh thu</b>	<b>-179</b>	<b>-172</b>	<b>-256</b>	<b>-159</b>	<b>-120</b>
% tăng trưởng YoY	-9,6	-3,9	48,8	143,9	-24,5
<b>Doanh thu ròng</b>	<b>3.858</b>	<b>3.647</b>	<b>4.380</b>	<b>2.117</b>	<b>2.432</b>
% tăng trưởng YoY	8,7	-5,5	20,1	33,0	14,9

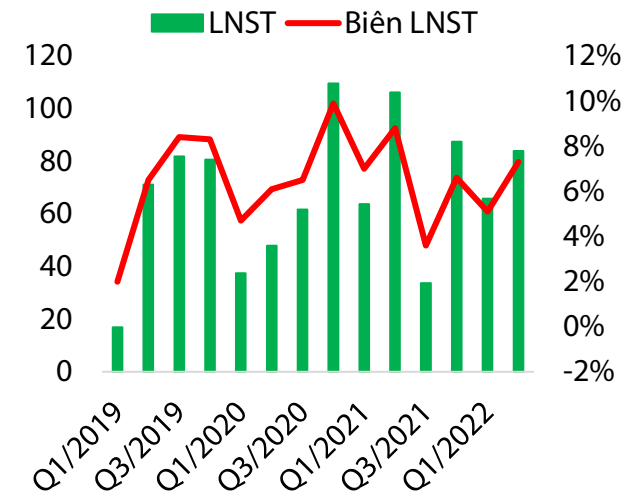
Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

**Hình 1: Doanh thu thuần của DRC (tỷ đồng, cột trái) và biên lợi nhuận gộp (% , cột phải)**



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: LNST của DRC (tỷ đồng, cột trái) và biên lợi nhuận sau thuế (% , cột phải)**



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

**Kênh xuất khẩu của DRC dự kiến sẽ tăng trưởng hai con số vào năm 2022, được thúc đẩy bởi thị trường Brazil và Mỹ.**

•Brazil - chúng tôi kỳ vọng nguồn thu nhập này sẽ tiếp tục tăng trong 2H2022 trở đi do hai lý do, bao gồm 1) nhu cầu thay thế lốp xe ngày càng tăng, đặc biệt là lốp radial, do người dân Brazil đang lựa chọn phương tiện di chuyển cá nhân để đi lại nhiều hơn sau đại dịch Covid-19; và 2) sự vận hành lại các hoạt động sản xuất xe trong 2H2022 sau khi vấn đề thiếu chip hạ nhiệt. Theo Globalfleet, sản lượng xe năm 2022 của Brazil dự kiến sẽ tăng +9,4% YoY năm 2022. Hiện tại, DRC thuộc top năm nhà xuất khẩu lốp xe hàng đầu sang Brazil.

•Hoa Kỳ - chúng tôi kỳ vọng rằng nhu cầu lốp xe tại thị trường này sẽ tăng mạnh trong 2H2022 nhờ 1) sản lượng xe phục hồi sau đại dịch Covid-19; và 2) sản lượng lốp sản xuất từ Trung Quốc giảm do chính sách Zero-Covid. Đáng chú ý, lốp xe tải/xe buýt chở khách và xe tải hạng trung - sản phẩm đặc trưng của DRC - dự kiến sẽ dẫn đầu xu hướng tăng, được ước tính bởi Hiệp hội các nhà sản xuất lốp xe Hoa Kỳ. Trong 6T2022, tổng giá trị nhập khẩu lốp của Mỹ đạt 8,9 tỷ USD (+27,4% YoY).

**Kênh nội địa của DRC dự kiến sẽ đi ngang vào năm 2022.**

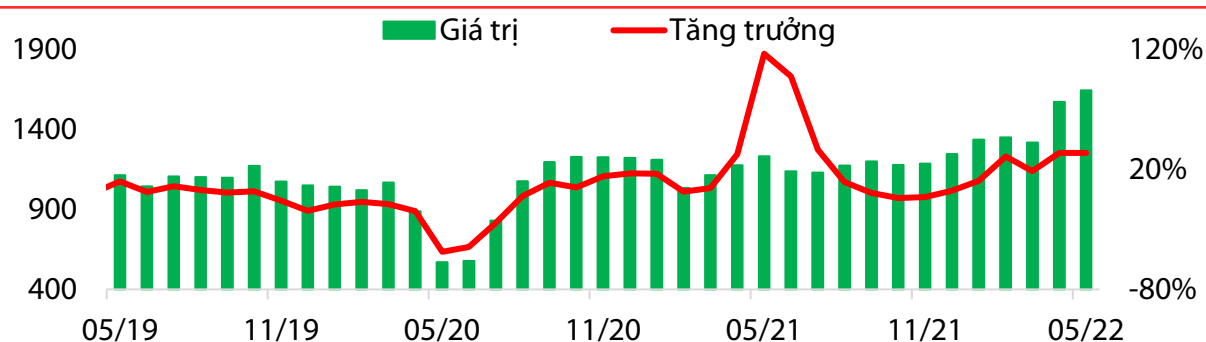
•Giai đoạn 2 của đường cao tốc Bắc Nam được dự kiến triển khai vào Q4/2022. Chúng tôi giả định rằng giai đoạn một sẽ hoàn thành trong quý 3/2022, mở rộng chiều dài của đường cao tốc, sau đó sẽ khuyến khích nhu cầu lốp xe, đặc biệt là lốp radial, kể từ quý 4/2022. Sau đó, giai đoạn 2 của dự án này sẽ được triển khai trong Q4 2022, tiếp tục thúc đẩy nhu cầu lốp trong dài hạn.

•Nhu cầu tăng cao do đại dịch Covid-19, bao gồm OEM và sản phẩm thay thế. Sự phục hồi của các hoạt động kinh tế sau giai đoạn giãn cách vì Covid-19 sẽ thúc đẩy nhu cầu lốp xe kể từ năm 2022.

•Giá bán trung bình (ASP) tăng +3% trong tháng 8/2022.

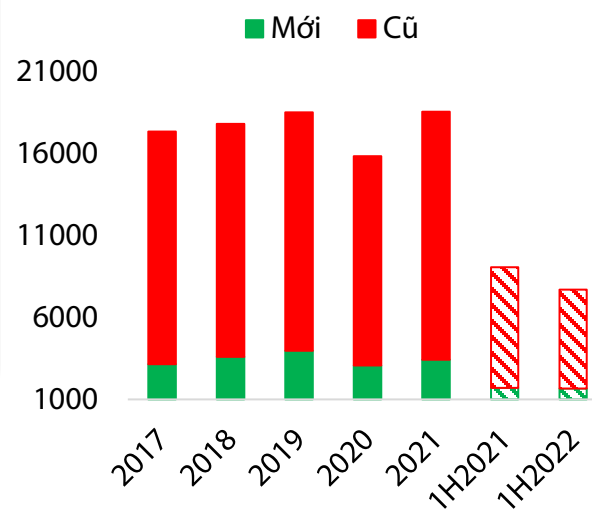
**Theo DRC, nhà máy sản xuất lốp radial dự kiến sẽ đạt ~ 125% công suất sản xuất, tương đương 750.000 chiếc vào năm 2022 do nhu cầu tăng mạnh.**

**Hình 3: Nhập khẩu lốp ô tô của Hoa Kỳ (tỷ USD, cột trái) và tăng trưởng (% YoY, cột phải)**



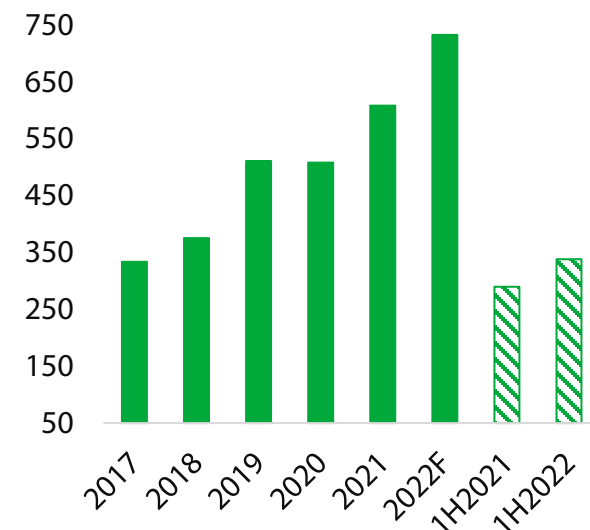
Nguồn: Cục phân tích kinh tế Hoa Kỳ (bea), CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Tổng doanh số bán xe của Brazil ('000 chiếc)**



Nguồn: Fenabrave, CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Sản lượng lốp radial của DRC (đơn vị '000 đồng)**



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

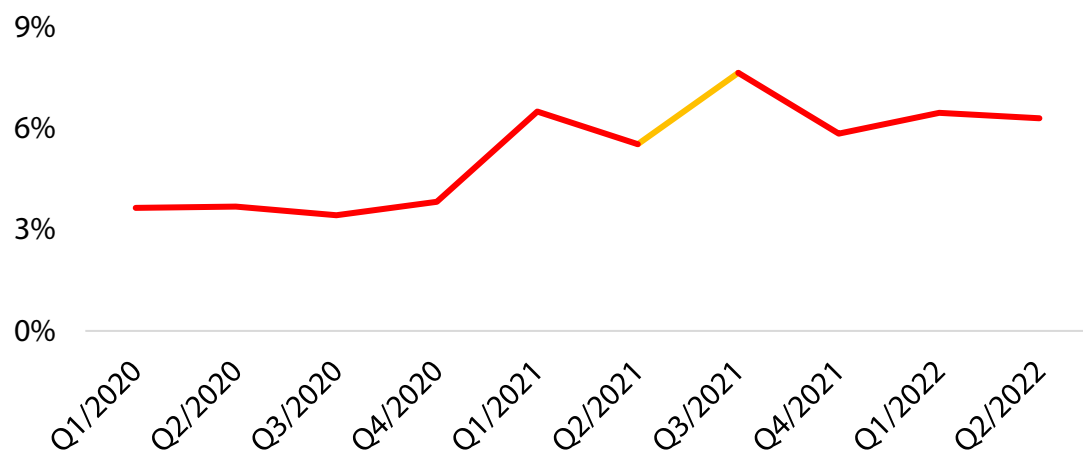
**Doanh thu tăng mạnh và giá dầu thô giảm hỗ trợ lợi nhuận ròng 2H2022 tăng trưởng tích cực**

- Chúng tôi kỳ vọng rằng giá dầu thô sẽ giảm trong 2H2022, cùng với giá bán bình quân tăng kể từ tháng 8/2022, tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) trong 2H2022 sẽ tiếp tục được cải thiện. Ngoài ra, tỷ lệ “chi phí bán hàng / doanh thu thuần” trong 2H2022 dự kiến sẽ thấp hơn một chút so với kết quả kinh doanh 1H2022 do giảm áp lực tăng từ chi phí logistic. Do đó, tỷ suất lợi nhuận hoạt động và tỷ suất lợi nhuận ròng sẽ cao hơn.
- Trong bối cảnh doanh thu tăng trưởng hai con số và mức nền thấp của Quý 3/2021 do đại dịch Covid-19, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của DRC sẽ phục hồi mạnh mẽ kể từ Quý 3 năm 2022, sau đó khuyến khích lợi nhuận 2H2022 tăng trưởng mạnh mẽ. Do đó, tăng trưởng lợi nhuận âm 6T2022 sẽ được bù đắp hoàn toàn bằng lợi nhuận ròng tăng trưởng hai chữ số trong 2H2022, dẫn đến lợi nhuận sau thuế năm 2022 tăng trưởng dương. Lợi nhuận ròng 2H2022 dự báo đạt 159 tỷ đồng (+31,4% YoY, tương đương 7 triệu USD).

**Đóng góp ngày càng tăng từ thị trường nội địa vào tổng doanh thu kể từ năm 2023 thúc đẩy lợi nhuận ròng tăng lên mức đỉnh mới kể từ 10 năm qua vào năm 2024**

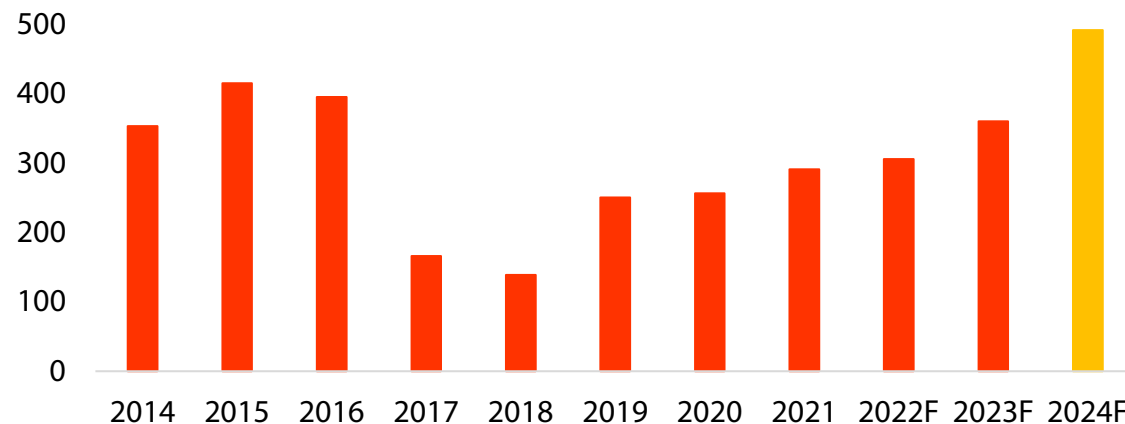
- Chúng tôi kỳ vọng rằng doanh số bán hàng trong nước sẽ bắt đầu phục hồi từ năm 2023, sau khi hoàn thành dự án đường cao tốc Bắc Nam và gia tăng hoạt động logistic sau đại dịch Covid-19. Do DRC sẽ hoàn thành giai đoạn 3 của nhà máy radial vào tháng 8/2023, chúng tôi tin rằng tăng trưởng doanh thu nội địa sẽ trở nên mạnh mẽ hơn vào năm 2024, dẫn đến tỷ trọng cao hơn trong tổng doanh thu. Do thị trường trong nước có tỷ suất lợi nhuận cao hơn thị trường xuất khẩu, chúng tôi cho rằng lợi nhuận ròng sẽ trở lại xấp xỉ mức đỉnh của năm 2016 vào năm 2023, sau đó vượt qua đỉnh vào năm 2024.

**Hình 6: Tỷ lệ “chi phí dịch vụ thuê ngoài (bao gồm chi phí logistic)/doanh thu” của DRC (%)**



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

**Hình 7: Lợi nhuận sau thuế của DRC (tỷ đồng)**



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

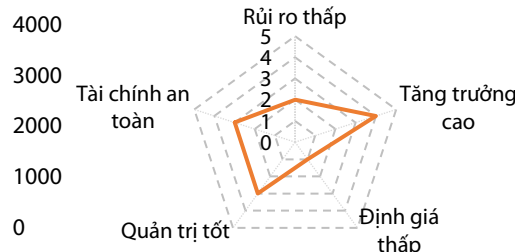
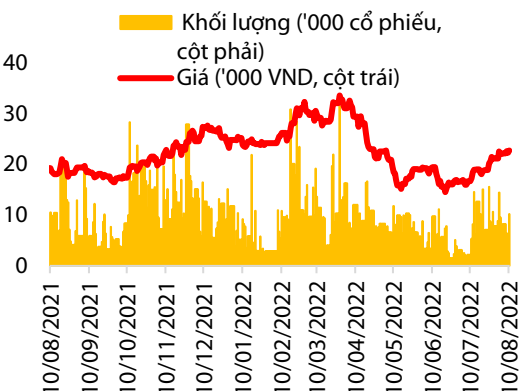
**TÍCH LŨY: +19%**

**<GHT: 22.700>**

**<GMT: 26.500>**

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### TÀI CHÍNH



Ngành	Ô tô & Phụ tùng
Vốn hóa (tỷ VND)	1.293
SLCPĐLH (triệu cp)	57
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	693
GTGDBQ 3 tháng (tỷ VND)	13
SH NĐTNN còn lại (%)	20,4
BĐ giá 52 tuần ('000 VND)	14,1 – 35,0

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu	5.551	6.043	6.665
LNST	160	280	306
ROA (%)	12,5	17,7	15,9
ROE (%)	22,6	29,4	25,1
EPS (đồng)	3.164	4.807	4.574
GTSS (đồng)	14.279	16.727	18.620
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	500	500
P/E (x) (*)	7,2	4,7	4,9
P/B (x) (*)	1,5	1,3	1,2

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

#### Cả sản lượng bán hàng và giá bán đều tăng trong năm 2022-2023.

- Năm 2022 là một năm mà các mẫu xe mới của Mercedes-Benz sẽ được tung ra ồ ạt với hơn 30 mẫu dự kiến sẽ được ra mắt. Đáng chú ý, trong kế hoạch ra mắt xe, dòng xe cao cấp (Maybach hay G63) sẽ được tăng cường tung ra từ tháng 7/2022, cùng với tăng trưởng mạnh mẽ về doanh số trong 1H2022, nhu cầu xe Mercedes của người có thu nhập trung bình và cao trong cả năm cũng được dự báo có xu hướng tăng.
- Bên cạnh đó, việc khai trương showroom “Cần Thơ” giúp củng cố thị phần lâu dài của HAX vì đây là đại lý ủy quyền đầu tiên và duy nhất của Mercedes-Benz tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long.
- Giá bán trung bình của xe Mercedes (ASP) dự kiến sẽ tăng nhờ 1) nguồn cung hạn chế do vấn đề thiếu chip toàn cầu; 2) nhu cầu cao; và 3) nhiều mẫu xe sang trọng hơn. Trong 1H2022, giá xe ô tô của Mercedes-Benz tăng trung bình +8%.

#### Lợi nhuận tăng trưởng hai con số được hỗ trợ bởi tỷ suất lợi nhuận tăng và tiền hoa hồng cao hơn từ Mercedes.

- Tỷ suất lợi nhuận năm 2022 sẽ cao hơn nhờ 1) ASP tăng; 2) không có chi phí bất thường liên quan đến đại dịch Covid-19.
- HAX dự kiến sẽ nhận được hoa hồng cao hơn từ Mercedes-Benz vào năm 2022 nhờ doanh số bán hàng mạnh mẽ trong giai đoạn 2021-2022. Công ty chưa ghi nhận khoản thu nhập này trong 6T2022. Do đó, chúng tôi cho rằng HAX sẽ ghi nhận khoản này trong 2H2022, đưa tới mức tăng trưởng lợi nhuận ròng cao hai con số vào năm 2022.

### RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Vấn đề thiếu chip sẽ trở nên nghiêm trọng, khiến nguồn cung xe Mercedes giảm, dẫn đến nguy cơ không có hàng để bán.

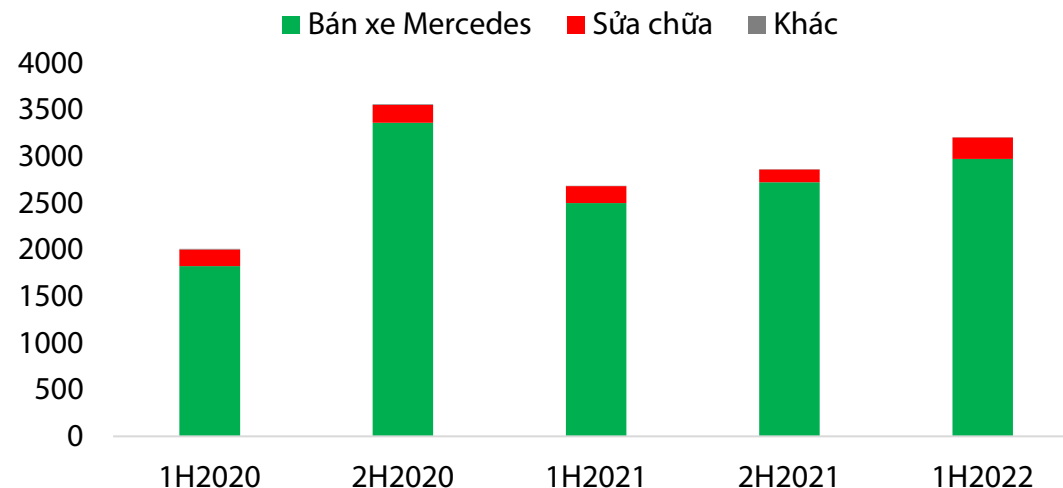
**Sản lượng tiêu thụ tăng nhờ lợi thế chính sách giảm phí trước bạ và nhu cầu ô tô cá nhân tăng sau đại dịch Covid-19.**

- Với lợi thế từ chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ đối với ô tô sản xuất trong nước cái sẽ hết hiệu lực vào 1H2022, tăng trưởng doanh số bán hàng của HAX trong 6T2022 đạt +19,4% YoY lên 3.207 tỷ đồng (tương đương 139 triệu USD). Các yếu tố thúc đẩy tăng trưởng bao gồm sự tăng lên cả về lượng bán và giá cả. Giá trị bán hàng cao hơn được hỗ trợ bởi phí đăng ký thấp hơn và nhu cầu ô tô cá nhân tăng sau đại dịch Covid-19. Trên thực tế, tổng doanh số bán xe 6T2022 của Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA) là 201.840 chiếc (+34,4% YoY). Trong khi đó, giá bán trung bình cao hơn đến từ nguồn cung hạn chế do vấn đề thiếu chip toàn cầu.
- Được đề cập bởi Mercedes-Benz Corp., họ đã tăng ASP lên ba lần trong 1H2022, +2% vào tháng 1; +3% vào tháng 5; và +3% vào tháng 6 năm nay so với mức giá gần nhất. Do đó, giá bán HAX cũng tăng theo.

**Biên lợi nhuận 6T2022 gần quay về mức đỉnh trong vòng năm năm qua.**

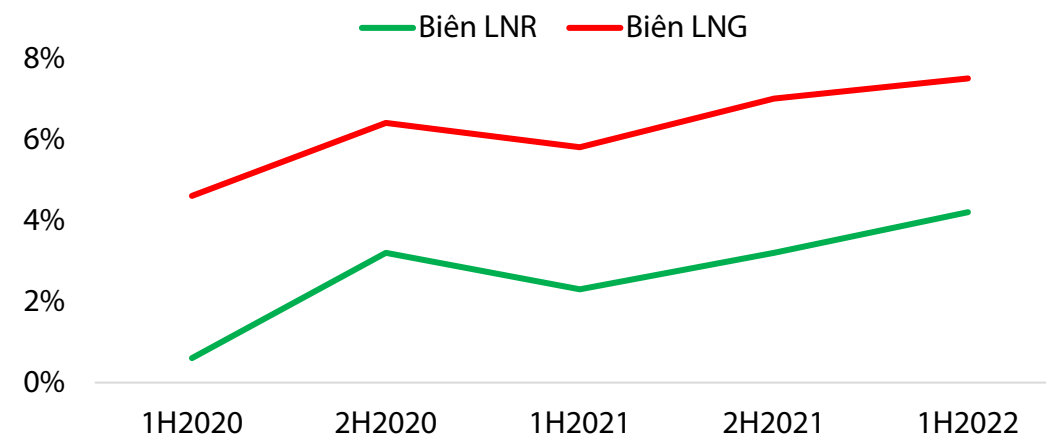
- Lợi nhuận gộp 6T2022 đạt 240 tỷ đồng (+54,6% YoY, 509 triệu USD), tương đương tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) là 7,5% (+170 bps YoY) - gần với mức cao nhất kể từ năm năm qua. Giá bán trung bình tăng và phí khuyến mãi trên giá bán giảm là những yếu tố chính. Đáng chú ý, tỷ suất lợi nhuận gộp quý 2/2022 là 8,6%, cao hơn 220 bps so với quý 1/2022.
- LNST 6T2022 đạt 135 tỷ đồng (+120% YoY, 6 triệu USD), tương đương tỷ suất lợi nhuận ròng (LNST) là 4,2% (+190 bps YoY). Lợi nhuận tài chính cao hơn từ lãi tiền gửi ngân hàng (12,3 tỷ đồng, tương đương 0,5 triệu USD) đã nâng cao tỷ suất lợi nhuận ròng. Trong 6T2022, HAX có khoản tiền gửi ngân hàng ngắn hạn là 623 tỷ đồng, được tài trợ một phần từ việc phát hành trái phiếu chuyển đổi (180 tỷ đồng) và tiền mặt tự do mạnh từ doanh thu bán hàng cao. Công ty không có tài khoản này trong mười năm qua.

**Hình 1: Cơ cấu doanh thu của HAX (tỷ đồng)**



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của HAX (%)**



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

### Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh trong giai đoạn 2022-2023.

- Theo Mercedes-Benz Corp., mẫu xe năm 2022 đánh dấu sự khởi đầu của một thế hệ mới với sự sang trọng và nhiều tính năng công nghệ cao hơn. Trong kế hoạch ra mắt, các dòng ô tô đắt tiền (Maybach hoặc G63) sẽ ngày càng được tung ra thị trường kể từ tháng 7/2022. Trong bối cảnh được hỗ trợ từ phí đăng ký giảm; và nhu cầu xe hơi cá nhân ngày càng tăng sau đại dịch Covid-19, chúng tôi tin rằng nhu cầu xe hơi của Mercedes sẽ có xu hướng tăng trong giai đoạn 2022-23. Hiện tại, chỉ có ba nhà bán lẻ được Mercedes-Benz ủy quyền tại Việt Nam là Hang Xanh Motors Jsc (HSX: HAX), Andu và Vietnam Star, trong đó HAX là nhà phân phối lớn nhất với thị phần ~38-40%. Do đó, chúng tôi tin rằng HAX sẽ nắm bắt được cả nhu cầu và giá xe Mercedes-Benz ngày càng tăng. Trên thực tế, tổng lượng ô tô Mercedes-Benz nhập khẩu trong 7T2022 là 762 chiếc (+67,5% YoY).
- Việc khai trương showroom “Mercedes-Benz Haxaco Cần Thơ” – đại lý ủy quyền duy nhất của Mercedes-Benz tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long - vào tháng 7/2022 được kỳ vọng sẽ giúp HAX mở rộng cơ sở dữ liệu khách hàng. Cần Thơ là một trong 8 thành phố có GDP bình quân đầu người cao nhất Việt Nam vào năm 2021. Do đó, chúng tôi cho rằng đây là một nguồn thu nhập mới của HAX, khuyến khích tăng trưởng doanh số trong 2H2022 trở đi.

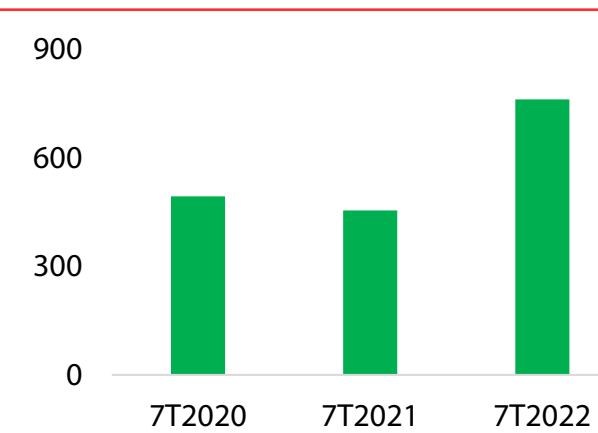
### Giá bán trung bình (ASP) tăng do nguồn cung thấp và nhiều mẫu xe sang trọng hơn.

- ASP 2H2022 của xe Mercedes tại Việt Nam sẽ cao hơn 1H2022 nhờ sự đóng góp của các dòng xe đắt tiền. Mặc dù có rủi ro là sản lượng bán ra trong 2H2022 sẽ thấp hơn so với 1H2022 do chính sách giảm phí trước bạ đã hết hiệu lực, nhưng chúng tôi kỳ vọng rằng ASP tăng sẽ hoàn toàn bù đắp cho sản lượng tiêu thụ dự kiến thấp hơn.

**Bảng 1: Kế hoạch ra mắt của Mercedes-Benz (2022)**

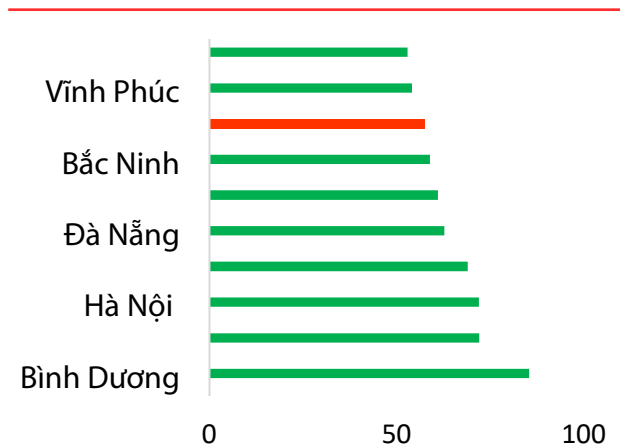
	Tháng 4	Tháng 5	Tháng 7	Tháng 8	Tháng 10	Tháng 11	Tháng 12
<b>Xe nhỏ gọn</b>	Tất cả C-Class mới						
<b>Sang trọng đương đại</b>				Maybach S689 4Matic	Maybach S450 4Matic		
<b>SUV</b>			Maybach GLS 480 4Matic	GLE 450 Coupe			
<b>EQ</b>					Tất cả dòng EQS mới		
<b>Mercedes AMG</b>		GT 55 4Matic	GLA 45S 4Matic			G63	Tất cả S-Class mới

**Hình 3: Tổng lượng xe Mercedes-Benz nhập khẩu (chiếc)**



Nguồn: Tổng cục hải quan, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Top 10 thành phố có GDP bình quân đầu người / năm cao nhất Việt Nam năm 2021 (triệu đồng)**



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

**Tỷ suất lợi nhuận năm 2022 sẽ cao hơn con số năm 2021 nhờ giá bán trung bình tăng và hoa hồng cao hơn từ Mercedes-Benz**

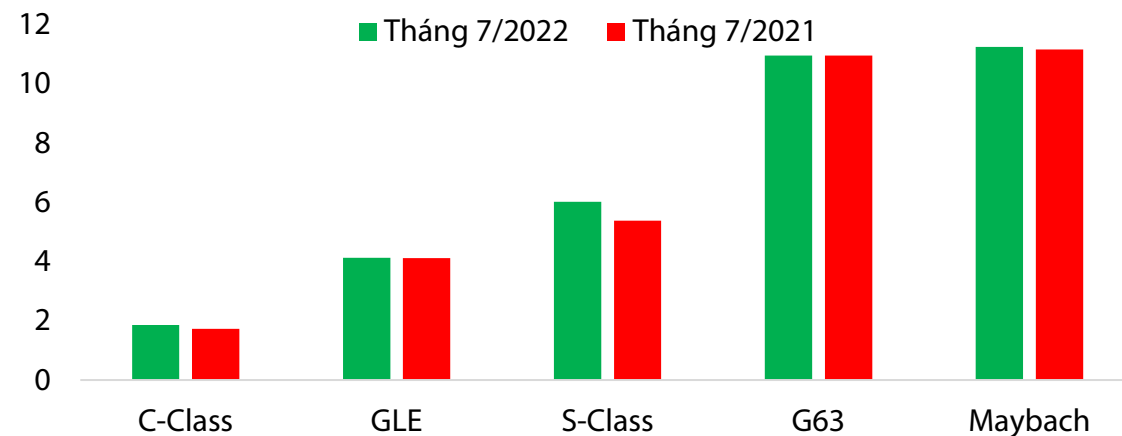
- Vào năm 2022, chi phí sản xuất của HAX dự kiến sẽ tăng với tốc độ chậm hơn so với doanh thu do 1) giá bán trung bình cao hơn; 2) giảm phí khuyến mãi trên giá bán; và 3) không có chi phí liên quan đến đại dịch Covid-19 (ví dụ: chi phí khấu hao hoặc một số chi phí cố định khác được HAX giải thích). Trong quý 3/2021, hiệu quả hoạt động của HAX bị thiệt hại do chính sách phong tỏa trong bối cảnh đại dịch Covid-19 với lợi nhuận ròng -33 tỷ đồng. Do đó, chúng tôi cho rằng lợi nhuận sau thuế quý 3/2022 của HAX sẽ tăng trưởng mạnh do không phải chịu các khoản chi phí này như trước đây, từ đó hỗ trợ lợi nhuận cả năm.
- Ngoài ra, HAX dự kiến sẽ nhận được hoa hồng cao hơn từ Mercedes-Benz vào năm 2022 nhờ doanh số bán hàng mạnh mẽ của họ trong giai đoạn 2021-2022. Do công ty chưa ghi nhận khoản thu nhập này trong báo cáo tài chính 6T2022, nên chúng tôi kỳ vọng rằng công ty sẽ ghi nhận khoản thu nhập này trong 2H2022. Do đó, chúng tôi cho rằng HAX sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận ròng cao hai con số vào năm 2022.

**Bảng 2: Các giai đoạn tăng ASP toàn cầu của Mercedes-Benz (%)**

%	2021	01/2022	05/2022	06/2022
<b>Tỷ lệ ASP tăng so với lần tăng gần đây nhất</b>	5%	2%	3%	3%

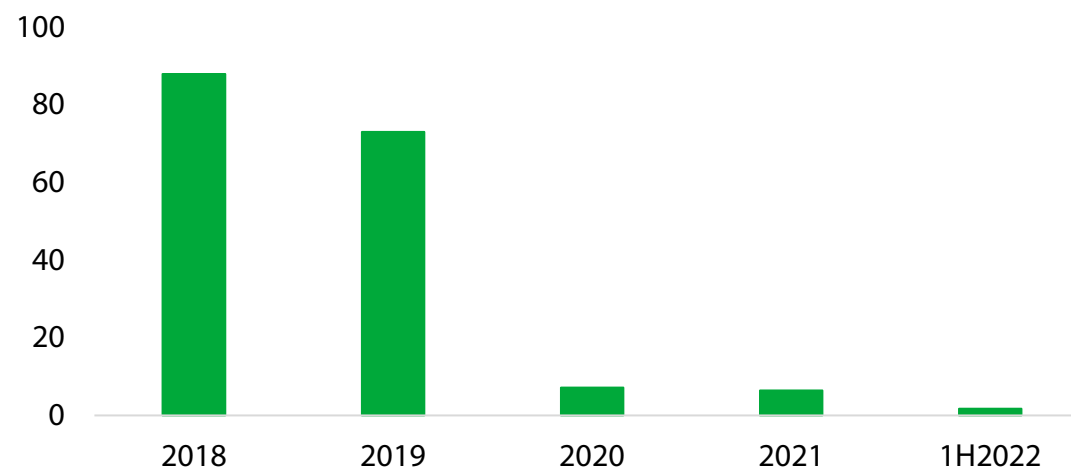
Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Giá bán bình quân của các dòng xe Mercedes Việt Nam tháng 7-2022 (tỷ đồng)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 6: Hoa hồng của HAX từ Mercedes-Benz (tỷ đồng)**



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

## KHOİ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### **Nguyễn Thị Phương Lam**

#### **Head of Research**

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

### **Trần Hà Xuân Vũ**

#### **Senior Manager**

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

### **Phạm Thị Tố Tâm**

#### **Manager**

tam.ptt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

### **Đỗ Thanh Tùng**

#### **Manager**

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

### **Nguyễn Thị Ngọc An**

#### **Senior Analyst**

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

### **Trần Kỳ Anh**

#### **Senior Analyst**

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1544)

- Thị trường
- Bất động sản
- Xây dựng

### **Nguyễn Hồng Loan**

#### **Analyst**

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

### **Nguyễn Ngọc Thành**

#### **Analyst**

thanh.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

### **Nguyễn Ngọc Thảo**

#### **Analyst**

thao.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Cảng biển
- Logistics

### **Trần Thị Ngọc Hà**

#### **Assistant**

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

### **Lê Tự Quốc Hưng**

#### **Analyst**

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

### **Bernard Lapointe**

#### **Senior Consultant**

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

### **Trần Thị Hà My**

#### **Senior Consultant**

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

### **Cao Ngọc Quân**

#### **Analyst**

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Công nghệ thông tin
- Dược

### **Trần Ngọc Thảo Trang**

#### **Assistant**

trang.tnt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1522)



## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1-2-3-4 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



[www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

