

Triển vọng IPO: Ngôi sao đang lên của ngành công nghiệp ô tô

Mô hình kinh doanh với chuỗi giá trị đầy đủ: từ tổ hợp lắp ráp sản xuất đến một hệ thống phân phối mạnh

THACO phát triển mô hình kinh doanh của mình theo hướng quản lý đầy đủ chuỗi giá trị, từ sản xuất, lắp ráp, dịch vụ phụ tùng, sửa chữa và phân phối đến tay người tiêu dùng. Bắt đầu với hệ thống tổ hợp nhà máy sản xuất và lắp ráp ô tô hiện đại có quy mô lớn nhất Việt Nam, công suất 25.000 xe tải và xe buýt cùng 20.000 xe du lịch mỗi năm đến một hệ thống phân phối mạnh với 68 showroom và đại lý độc lập, THACO đã trở thành công ty số 1 về tiêu thụ dòng xe thương mại, với 28% thị phần và vị trí thứ 4 về tiêu thụ dòng xe du lịch, với 9% thị phần trong VAMA.

Chiến lược phát triển chéo tạo nên sự gia tăng lớn về tài sản

THACO thực hiện chiến lược mua lại giá trị quyền sử dụng đất của các showroom để gia tăng quỹ đất và giảm chi phí thuê vị trí cho khâu phân phối sản phẩm. Giá trị gia tăng của các bất động sản này (gồm 24 showroom trên toàn quốc) là một lợi thế không nhỏ mà chúng tôi chưa tính đến trong mô hình định giá THACO. Đây cũng là chiến lược đầu tư rất thành công của nhiều công ty sản xuất và lắp ráp ô-tô trong khu vực.

Ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp

Do nằm trong Khu kinh tế mở Chu Lai, THACO được ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp với mức thuế suất ưu đãi là 5% cho 9 năm hoạt động đầu tiên (2004-2012) và thuế suất ưu đãi 10% được áp dụng cho 15 năm sau đó. Ưu đãi này đã giúp THACO tiết kiệm được các khoản lớn tiền thuế thu nhập doanh nghiệp, từ đó tạo lợi thế cạnh tranh rất lớn cho THACO đối với các sản phẩm khác cùng ngành.

Đội ngũ lãnh đạo mạnh với tầm nhìn dài hạn

Khởi nghiệp từ một phân xưởng sửa chữa ô tô nhỏ, sau gần 20 năm phát triển, những người sáng lập ra Trường Hải THACO đã biết tận dụng tốt sức mạnh Việt liên kết với các hãng sản xuất ô tô hàng đầu trên thế giới để đưa THACO trở thành vị trí số 1 trong ngành sản xuất và lắp ráp ô tô Việt Nam.

Chúng tôi đề xuất MUA với giá bán mục tiêu 63.000 đồng, tương đương P/S 2010E 1,5x, P/E 2010E 12x, EV/EBITDA 2010E 9x và P/B 2010E 2,6x.

DỰ BÁO TÀI CHÍNH, T8/2010	2009A	2010E	2011E	2012E
Lợi nhuận ròng, tỷ VNĐ	723.2	1,118.6	1,468.3	1,891.8
EPS, VNĐ	7,030	4,971	5,873	7,567
Thay đổi EPS (YoY)	217.3%	-29.3%	18.1%	28.8%
FCFE/cổ phần, VNĐ	171.9	(113.1)	666.7	1,076.2

SỐ LIỆU ĐỊNH GIÁ, T8/ 2010	2009A	2010E	2011E	2012E
P/S	0.78	1.19	0.98	0.73
P/E	7.1	10.1	8.5	6.6
EV/EBITDA	6.8	7.9	7.4	6.7
P/B	1.4	2.1	2.0	1.7

Đánh giá:

MUA

Phân tích cổ phiếu | Công nghiệp ô tô
13 tháng 8 năm 2010

**Lê Mạnh Dũng****Trưởng phòng Nghiên cứu và Phân tích**

dunglm@vietinbanksc.com.vn

+84 4 39747169

Nguyễn Thu Huyền**Phó phòng Nghiên cứu và Phân tích**

huyennt@vietinbanksc.com.vn

+84 4 39747952

Đặng Thu Trang**Chuyên viên**

trangdt@vietinbanksc.com.vn

+84 4 39747952

Thông tin cổ phiếu

Tình trạng niêm yết:	Chưa niêm yết
Giá giao dịch (đồng):	50.000
Giá mục tiêu (đồng):	63.000
Giá trị vốn hóa (tỷ VNĐ)	12.500
Số lượng cổ phiếu:	250.000.000
Trong đó số lượng cổ phiếu tự do giao dịch:	9.200.000
ROE (2010E):	24,9%
D/E (2010E):	0,31x

VietinBankSc mong muốn tìm kiếm các cơ hội hợp tác với các công ty được phân tích trong các báo cáo này. Do đó, các nhà đầu tư nên chú ý rằng VietinBankSc có thể có những xung đột về lợi ích mà có thể ảnh hưởng đến tính khách quan của báo cáo này. Các nhà đầu tư nên coi báo cáo này chỉ như là một trong những yếu tố xem xét trong việc ra quyết định đầu tư của mình.

DỰ BÁO TÀI CHÍNH (tỷ đồng)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
Doanh thu thuần	2,663	4,009	6,594	9,425	12,694	17,151
<i>Tăng trưởng DT thuần</i>	<i>147%</i>	<i>51%</i>	<i>64%</i>	<i>43%</i>	<i>35%</i>	<i>35%</i>
Lợi nhuận gộp	492	672	1,306	1,995	2,686	3,629
<i>Tăng trưởng LN gộp</i>	<i>18.5%</i>	<i>16.8%</i>	<i>19.8%</i>	<i>21.2%</i>	<i>21.2%</i>	<i>21.2%</i>
Lợi nhuận hoạt động	346	416	887	1,372	1,848	2,497
<i>Tăng trưởng LNHD</i>	<i>13.0%</i>	<i>10.4%</i>	<i>13.4%</i>	<i>14.6%</i>	<i>14.6%</i>	<i>14.6%</i>
Lợi nhuận ròng	245	208	723	1,119	1,468	1,892
<i>Tăng trưởng LN ròng</i>	<i>504%</i>	<i>-14.9%</i>	<i>247%</i>	<i>54.7%</i>	<i>31.3%</i>	<i>28.8%</i>

BẢNG CÂN ĐỐI (tỷ đồng)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
Tiền và các khoản tương đương tiền	120.4	67.6	350.1	510.2	589.6	909.1
Đầu tư ngắn hạn	-	19.6	17.9	17.9	17.9	17.9
Các khoản phải thu	249.9	342.9	710.1	1,014.9	1,367.0	1,846.9
Trả trước người bán	204.5	136.1	303.7	434.1	584.7	790.0
Khoản phải thu khác	23.0	53.7	62.2	88.9	119.7	161.7
Hàng tồn kho	887.2	1,231.0	2,071.9	2,911.1	3,920.9	5,297.4
TSCĐ hữu hình	302.4	1,008.6	1,008.8	1,287.3	1,520.4	1,993.7
TSCĐ vô hình	79.5	418.0	677.5	662.2	645.9	628.6
XD cơ bản dở dang	606.1	296.3	500.6	500.6	500.6	500.6
Khoản đầu tư dài hạn	110.8	333.2	324.3	517.6	517.6	517.6
Tài sản khác	38.6	53.7	315.5	315.5	315.5	315.5
Tổng cộng tài sản	2,687.3	4,010.2	6,544.1	8,548.5	10,487.9	13,503.4
Nợ ngắn hạn	1,296.9	1,260.6	2,584.8	2,540.6	3,555.7	5,344.9
<i>Các khoản phải trả</i>	<i>184.6</i>	<i>194.2</i>	<i>204.3</i>	<i>287.1</i>	<i>386.7</i>	<i>522.5</i>
<i>Trả trước của KH</i>	<i>33.7</i>	<i>5.0</i>	<i>9.8</i>	<i>13.8</i>	<i>18.5</i>	<i>25.1</i>
<i>Vay ngắn hạn</i>	<i>915.0</i>	<i>936.2</i>	<i>1,464.1</i>	<i>966.0</i>	<i>2,802.2</i>	<i>4,326.9</i>
<i>Thuế phải trả</i>	<i>79.8</i>	<i>57.0</i>	<i>812.8</i>	<i>1,142.1</i>	<i>170.8</i>	<i>230.8</i>
Nợ dài hạn	104.2	70.3	193.3	656.6	700.0	791.2
<i>Vay dài hạn</i>	<i>104.0</i>	<i>70.3</i>	<i>193.3</i>	<i>656.6</i>	<i>700.0</i>	<i>791.2</i>
Vốn chủ sở hữu	1,230.4	2,629.7	3,704.3	5,289.5	6,170.4	7,305.52
Lợi ích của cổ đông thiểu số	56	50	62	62	62	62
Tổng cộng nguồn vốn	2,687.3	4,010.2	6,544.1	8,548.5	10,487.9	13,503.4

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH T8/2010	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
D/E, x	0.8	0.4	0.4	0.3	0.6	0.7
Khả năng chi trả lãi vay	4.4	2.7	13.3	7.1	6.1	4.9
ROE, %	29.2	10.8	22.8	24.9	25.6	28.1
ROA, %	17.3	10.0	14.9	17.3	18.5	19.9
Khả năng thanh toán hiện hành	1.2	1.5	1.4	2.1	2.0	1.8
Khả năng thanh toán nhanh	0.09	0.05	0.14	0.20	0.17	0.17

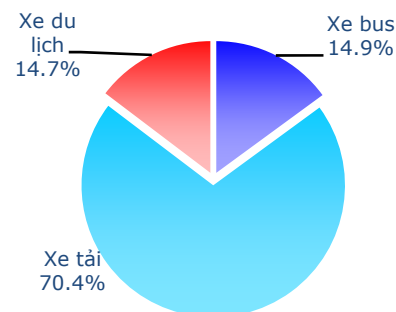
MÔ TẢ CÔNG TY

CTCP Ô tô Trường Hải (THACO) là nhà sản xuất và phân phối ô tô hàng đầu tại Việt nam, với vị trí số 1 về tiêu thụ dòng xe thương mại, chiếm 28% thị phần và vị trí thứ 4 về xe du lịch, với 9% thị phần trong VAMA. THACO liên kết kinh doanh với Kia- Motors, Foton, Kinglong, Hyundai Motors để lắp ráp ô tô. Năm 2009, THACO đạt doanh thu ròng 6.544 tỷ đồng, tăng trưởng 64% so với năm trước đó, lợi nhuận ròng đạt 723 tỷ đồng, tăng trưởng 247% so với năm trước đó.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

CTCP Ô tô Trường Hải THACO tận dụng năng lực sản xuất và lắp ráp ô tô hàng đầu của mình kết hợp với ưu đãi thuế TNDN hấp dẫn để thực hiện thành công chiến lược phát triển THACO trở thành công ty sản xuất, lắp ráp và phân phối ô tô số 1 tại Việt Nam.

Cơ cấu doanh thu 2009



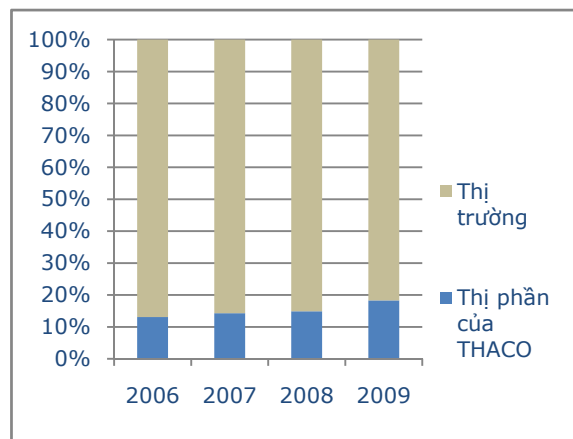
Nguồn: Báo cáo công ty, VietinBankSc dự báo

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ, tỷ đồng	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
Lợi nhuận ròng	244.8	208.3	723.2	1,118.6	1,468.3	1,891.8
Khấu hao	83.8	84.0	139.1	230.1	276.5	37.3
Giảm (tăng) khoản phải thu khách hàng	(196.4)	(91.5)	(364.5)	(303.1)	(350.0)	(477.2)
Giảm (tăng) khoản trả trước cho người bán	(122.0)	68.4	(167.6)	(130.4)	(150.6)	(205.3)
Giảm (tăng) các khoản phải thu khác	(21.9)	(30.7)	(8.5)	(26.7)	(30.8)	(42.0)
Giảm (tăng) hàng tồn kho	(759)	(344)	(841)	(839)	(1,010)	(1,377)
Giảm (tăng) tài sản ngắn hạn khác	(24.3)	13.9	(154.6)	(88.3)	(102.0)	(139.0)
Tăng (giảm) phải trả người bán	58.6	9.6	10.1	82.8	99.6	135.8
Tăng (giảm) ứng trước của khách hàng	29.6	(28.7)	4.8	4.0	4.8	6.5
Tăng (giảm) thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	79.4	(22.9)	755.9	329.2	(971.2)	60.0
Tăng (giảm) phải trả người lao động	2.3	0.6	18.1	8.5	10.2	14.0
Tăng (giảm) các khoản phải trả, phải nộp khác	66.1	(16.2)	7.4	29.5	35.4	48.3
Lưu chuyển tiền từ HĐKD	(559.0)	(148.9)	122.4	414.9	(719.6)	(46.3)
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HĐĐT						
Bán (mua) tài sản cố định	(796.5)	(818.9)	(603.1)	(493.3)	(493.3)	(493.3)
Bán (mua) các khoản đầu tư ngắn hạn	-	(19.6)	1.7	-	-	-
Bán (mua) các khoản đầu tư dài hạn hạn	293.7	(222.4)	8.9	(193.3)	-	-
Giảm (tăng) các tài sản dài hạn khác	(37.4)	(15.1)	(261.7)	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(540)	(1,076)	(854)	(687)	(493)	(493)
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HĐTC						
Tiền thu từ phát hành cp, mua bán cp	603.5	1,369.1	541.0	914.0	-	-
Chi trả cổ tức	(66.0)	(196.4)	(226.6)	(447.4)	(587.3)	(756.7)
Tăng (giảm) các quỹ dự trữ	(0.2)	18.2	37.0	-	-	-
Tăng (giảm) các khoản nợ ngắn hạn	571.5	21.2	527.9	(498.1)	1,836.3	1,524.6
Tăng (giảm) các khoản nợ trung-dài hạn	30.8	(33.8)	123.0	463.4	43.4	91.2
Tăng (giảm) về lợi ích thiểu số	55.8	(6.1)	12.1	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ các HĐTC	1,195.5	1,172.1	1,014.4	431.8	1,292.3	859.1
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	96.4	(52.8)	282.5	160.1	79.4	319.5

Nguồn: Báo cáo công ty, VietinBankSc dự báo

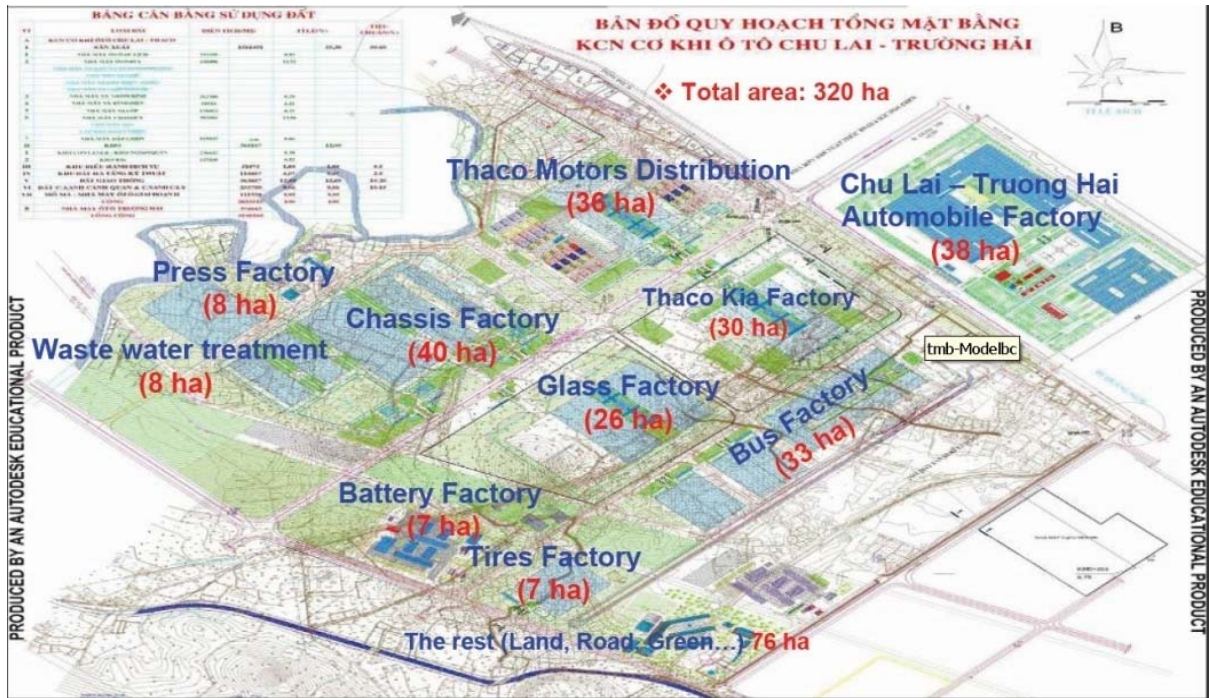
NĂNG LỰC SẢN XUẤT VÀ LẮP RÁP HÀNG ĐẦU

Tổ hợp nhà máy lắp ráp tại Chu Lai có công suất lớn nhất tại Việt nam



Về sản xuất, THACO đã đầu tư qui mô lớn tại Chu Lai nâng năng lực sản xuất lắp ráp và linh kiện phụ tùng tại Khu Kinh Tế Mở Chu Lai với Khu Liên Hợp Chu Lai Trường Hải bao gồm 12 công ty, nhà máy với mô hình ngày càng hoàn thiện, bền vững: sản xuất, vận chuyển, đào tạo và hạ tầng xã hội. Hiệu quả sản xuất phát triển đáng kể, tổng xe sản xuất 45.489 xe các loại. Trong đó, năm 2009 sản xuất 19.839 xe tăng trưởng 285% so với 2006.

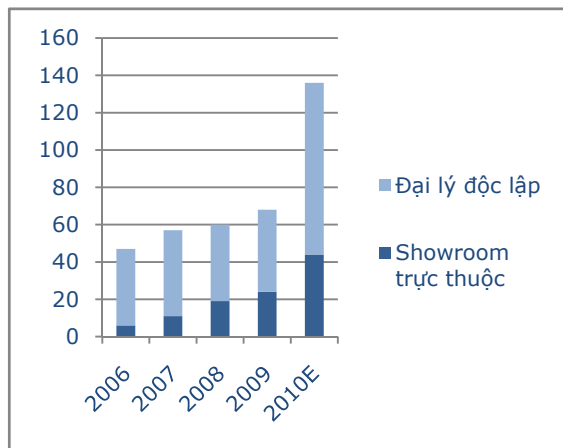
THACO hiện đang sở hữu tổ hợp nhà máy sản xuất và lắp ráp ô tô hiện đại với quy mô lớn nhất ở Việt Nam. Tổ hợp này được xây dựng tại Đặc khu kinh tế mở Chu Lai, bao gồm 10 công ty sản xuất và lắp ráp ô tô, 3 công ty giao nhận vận chuyển và phân phối và 1 công ty kinh doanh linh kiện phụ tùng. Năm 2009, tổ hợp sản xuất này giúp công ty xuất xưởng 20.346 xe.



Nhờ lợi thế của tổ hợp này, trung bình thuế xuất nhập khẩu mà Thaco phải trả cho việc lắp ráp một chiếc xe trong nước sản xuất theo công nghệ CKD chỉ khoảng 40% (thuế đánh cho các linh kiện lắp ráp nhập khẩu), khá thấp so với mức thuế quan bình quân dành cho xe cùng loại nhập khẩu nguyên chiếc là 80%.

Lợi thế quy mô là một trong những yếu tố quan trọng giúp THACO giữ vị trí số 1 về tiêu thụ dòng xe thương mại, với 28% thị phần trong Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô xe máy ở Việt Nam - VAMA và vị trí thứ 4 về tiêu thụ dòng xe du lịch với 9% thị phần trong VAMA.

Hệ thống phân phối mạnh ở cả 3 vùng



THACO hiện có 68 điểm bán hàng (24 showroom trực thuộc THACO và 44 đại lý độc lập) trên toàn quốc, tăng 18 showroom trực thuộc so với năm 2006,

Hệ thống	Miền Bắc	Miền Trung	Miền Nam	Tổng cộng
Showroom trực thuộc	8	3	13	24
Đại lý độc lập	22	12	10	44

THACO xây dựng hệ thống phân phối theo từng phân khúc sản phẩm, riêng đối với xe thông dụng triển khai xuống các đại lý. Bên cạnh đó, THACO củng cố, mở rộng hệ thống bán hàng lên 136 showroom trưng bày sản phẩm bao gồm 44 showroom Thaco và 92 đại lý vào cuối năm 2010.

Công ty phát triển theo mô hình quản lý chuỗi giá trị đầy đủ giúp tăng hiệu quả kinh doanh



Xe buýt THACO- HYUNDAI



Xe tải THACO- KIA

Các công ty thành viên của THACO đều là mắt xích trong chuỗi giá trị sản phẩm của Công ty, góp phần làm tăng giá trị sản phẩm và quản lý hiệu quả chi phí sản xuất. Hiện tại THACO có 16 công ty thành viên được chia thành 4 nhóm:

Nhóm nhà máy sản xuất, lắp ráp ô tô:

1. Công ty TNHH Sản Xuất và Lắp Ráp Ô tô Chu Lai - Trường Hải
2. Công ty TNHH Sản Xuất và Lắp Ráp Ô tô Du Lịch Trường Hải - KIA
3. Công ty TNHH Sản Xuất và Lắp Ráp Ô tô An Thành Phát
4. Công ty TNHH Sản Xuất Khung Gầm - Thùng Xe Chu Lai Trường Hải
5. Công ty TNHH MTV Sản Xuất và Lắp Ráp Ghế Ô tô Việt - C.N.A
6. Công ty TNHH MTV Sản Xuất và Kinh Doanh Thép Chu Lai - Trường Hải
7. Công ty TNHH MTV Hóa Chất Chuyên Dụng Chu Lai - Trường Hải
8. Công ty TNHH MTV Sản Xuất và Lắp Ráp Điện Lạnh Trường Hải
9. Công ty TNHH MTV Sản Xuất Ô tô Chuyên Dụng Trường Hải
10. Công ty TNHH MTV Cơ Khí Chuyên Dụng Bắc Bộ Trường Hải

Nhóm công ty giao nhận, vận chuyển, phân phối

1. Công ty TNHH MTV Vận Tải - Giao Nhận - Phân Phối Ô tô Chu Lai Trường Hải
2. Công ty TNHH Vận Tải Biển Chu Lai - Trường Hải
3. Công ty TNHH MTV Phụ Tùng Trường Hải

Nhóm công ty đầu tư, xây dựng tại Chu Lai

1. Công ty TNHH MTV Xây Dựng Chu Lai - Trường Hải
2. Công ty TNHH MTV Đầu Tư Phát Triển Hạ Tầng Khu Công Nghiệp và Đô Thị Chu Lai Trường Hải

Nhóm công ty kinh doanh linh kiện phụ tùng: Công ty TNHH Thương Mại Vỏ Xe Triều Hải

Mục tiêu đến năm 2012: THACO xây dựng hoàn chỉnh hệ thống sản xuất kinh doanh ô tô khép kín từ sản xuất linh kiện, phụ tùng, lắp ráp sản phẩm, vận chuyển phân phối đến hệ thống bán lẻ trực tiếp và cung cấp dịch vụ sửa chữa, phụ tùng sau bán hàng với đa dạng chủng loại, phân khúc sản phẩm nhằm đáp ứng nhu cầu nhiều khách hàng khác nhau. Chúng tôi cho rằng, đây là một kế hoạch lớn giúp tăng năng lực sản xuất và lợi thế cạnh tranh của THACO trong tương lai.

Áp dụng thành công mô hình kết hợp giữa kinh doanh bất động sản và phân phối sản phẩm

Ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp

THACO có chiến lược mua lại giá trị quyền sử dụng đất của các showroom để gia tăng quỹ đất và giảm chi phí thuê vị trí cho khâu phân phối sản phẩm. Hiện nay, mô hình kết hợp giữa kinh doanh bất động sản và phân phối sản phẩm là mô hình khá thành công được nhiều hãng xe lớn trên thế giới áp dụng. Giá trị gia tăng của các bất động sản này là một lợi thế không nhỏ mà chúng tôi chưa tính đến trong mô hình định giá THACO.

So với các công ty khác trong ngành sản xuất lắp ráp ô tô tại Việt Nam, THACO có lợi thế hơn hẳn về thuế suất thuế TNDN. Theo nghiên cứu của chúng tôi, hiện nay các công ty sản xuất và lắp ráp ô tô trong nước đang được hưởng mức thuế TNDN ưu đãi từ 15-20% tùy theo loại hình doanh nghiệp và được miễn thuế TNDN đối với sản phẩm chế thử trong thời gian 1 năm kể từ khi sản phẩm được tiêu thụ trên thị trường. Cá biệt có một số công ty được hưởng chính sách ưu đãi thuế đặc biệt từ chính quyền địa phương như Công ty ô tô Toyota Việt Nam, cũng chỉ được UBND tỉnh Vĩnh Phúc cho hưởng miễn thuế thu nhập doanh nghiệp một năm đầu tiên và giảm thuế TNDN (50%) cho năm tiếp theo.

Với lợi nhuận trước thuế bằng 765 tỉ như năm 2009, ưu đãi này đã giúp THACO tiết kiệm được khoảng 170 tỷ đồng tiền thuế TNDN. Đây là một lợi thế rất lớn giúp THACO củng cố năng lực cạnh tranh đối với các sản phẩm khác cùng ngành.

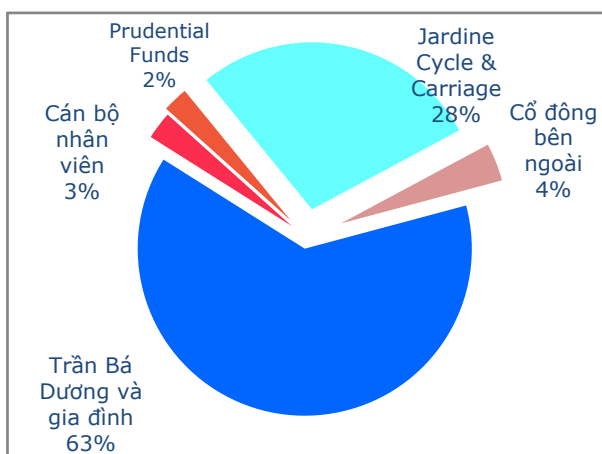
ĐỘI NGŨ ĐIỀU HÀNH

Ban lãnh đạo của THACO xuất thân từ thành phần kinh tế tư nhân, rõ ràng về chiến lược dài hạn và nỗ lực về sự minh bạch cao nhất hướng tới các lợi ích của cổ đông

THACO được điều hành chính bởi những người tiên phong, giàu kinh nghiệm trong ngành sản xuất và lắp ráp ô tô ở Việt Nam: Ông Trần Bá Dương - Chủ tịch Hội đồng Quản trị kiêm Tổng Giám Đốc và ông Nguyễn Hồng Minh - phó chủ tịch Hội đồng Quản trị kiêm Phó Tổng Giám Đốc. Khởi nghiệp từ một phân xưởng sửa chữa ô tô nhỏ, sau gần 20 năm phát triển, đến nay Ông Dương và Ông Minh rất rõ ràng về chiến lược dài hạn khi biết tận dụng tốt sức mạnh Việt liên kết với các hãng sản xuất ô tô lớn trên thế giới để đưa THACO trở thành vị trí số 1 trong ngành sản xuất và lắp ráp ô tô Việt Nam. Ban lãnh đạo duy trì sự nỗ lực không ngừng nghỉ cho sự minh bạch cao nhất hướng tới các lợi ích của cổ đông, điều mà chúng tôi đánh giá rất cao.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

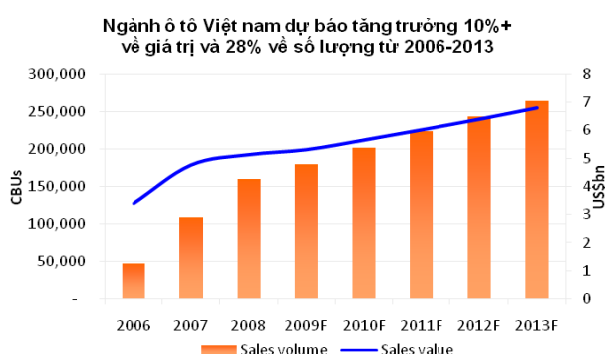
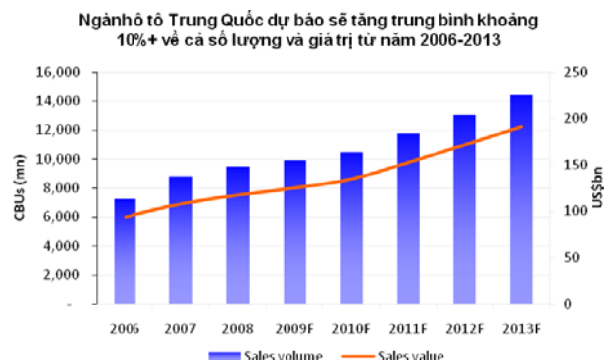
Cổ đông lớn của THACO có kinh nghiệm trong lĩnh vực kinh doanh ô tô



Phần lớn quyền sở hữu của THACO thuộc về gia đình ông Trần Bá Dương – Chủ tịch Hội đồng Quản trị kiêm Tổng giám đốc THACO, đứng thứ 2 là tập đoàn Jardine Cycle & Carriage.

Jardine Cycle & Carriage là một trong số tập đoàn phân phối và kinh doanh ô-tô hàng đầu tại Singapore. Đây là nhà phân phối độc quyền cho Mercedes-Benz, Mitsubishi, Kia and Citroën. Tập đoàn này đã đầu tư rất thành công vào nhiều các công ty lắp ráp và phân phối ô tô lớn trong khu vực, như Astra International Tbk PT và PT Tunas Ridean Bkt. của Indonesia, Cycle & Carriage Bintang Bhd tại Malaysia. Kinh nghiệm quốc tế và khu vực của tập đoàn này thực sự hữu ích cho THACO từ khi đầu tư và trong tương lai.

Nghiên cứu ngành cho thấy ngành ô tô Việt Nam có xu hướng tăng trưởng giống như Trung Quốc



Nguồn: BMI

Công nghiệp ô tô là ngành non trẻ và hứa hẹn nhiều tiềm năng tăng trưởng ở Việt Nam. Trong năm 2009, giá trị tổng sản phẩm của ngành đóng góp 1,41% GDP, khá thấp so với con số 4,1% mà ngành công nghiệp ô tô đóng góp vào GDP của Trung Quốc. Bên cạnh đó, tỉ lệ sở hữu ô tô trên đầu người ở Việt Nam là 10,5 xe/1000 người, khá thấp so với tỉ lệ 18 xe/1000 người ở Trung Quốc trong năm 2009. Theo ước tính của VAMA, tính đến năm 2013, tỉ lệ xe trên đầu người của Việt Nam sẽ nâng lên 13,5 xe/1000 người. Như vậy, trung bình mỗi năm, số lượng xe của Việt Nam sẽ gia tăng khoảng 64.000 xe. Đây là một tiềm năng rất lớn tạo cơ hội tăng trưởng cho các công ty sản xuất và lắp ráp xe ở Việt Nam như THACO.

Chính phủ đã đưa ra nhiều chính sách ưu đãi về thuế quan và ưu đãi đầu tư nhằm khuyến khích các doanh nghiệp đầu tư công nghệ, mở rộng quy mô và tăng tỉ lệ nội địa hóa. Mặc dù, các chính sách này ở Việt Nam chưa hoàn toàn phát huy tác dụng như mong muốn của cơ quan quản lý nhưng không thể phủ nhận rằng các doanh nghiệp sản xuất và lắp ráp ô tô trong nước như THACO đang được hưởng lợi rất lớn từ các chính sách này. Chính phủ lập nên hàng rào thuế quan và kỹ thuật nhằm hạn chế sự xâm nhập của các sản phẩm ngoại nhập; áp dụng thuế suất nhập khẩu cao (khoảng 80%) đối với các sản phẩm nhập khẩu nguyên chiếc, miễn thuế nhập khẩu hoặc áp dụng ở mức sàn theo thỏa thuận đối với các linh kiện, phụ tùng nhập vào để sản xuất theo nghệ CKD, đặc biệt là các sản phẩm mà Việt Nam chưa sản xuất được. Ngoài ra, Chính phủ tích cực khuyến khích đầu tư: ưu đãi thuế TNDN và mở rộng thị trường: đẩy mạnh nâng cấp mạng lưới giao thông đường bộ và cơ sở hạ tầng.

TÓM LƯỢC KẾ HOẠCH KINH DOANH GIAI ĐOẠN 2010 - 2012

Kế hoạch kinh doanh năm 2010

Trong năm 2010, THACO đặt mục tiêu tiêu thụ tối thiểu 28.000 xe các loại, tăng 83% so với năm 2009, trong đó dòng xe Foton thông dụng đẩy mạnh sản lượng phục vụ nhu cầu người vận chuyển tại nông thôn. Dòng xe Foton trung cấp thâm nhập sâu hơn vào thị trường phát triển các dòng sản phẩm tải trọng mới với định hướng cung cấp dòng sản phẩm phổ thông có chất lượng tốt. Đẩy mạnh thị trường sản phẩm xe thương mại tại thành phố, thị trường lớn nâng cao tỉ lệ nội địa hóa, xây dựng dòng sản phẩm riêng của Thaco tại Việt Nam hướng đến xuất khẩu sang AFTA.

THACO cũng đẩy mạnh mở rộng hệ thống phân phối sản phẩm trên toàn quốc. THACO sẽ phát triển thêm 20 showroom, tăng 83% so với số lượng showroom hiện tại và thêm 40 đại lý, tăng 78% so với số lượng đại lý hiện tại. Hệ thống phân phối được xây dựng dựa trên đặc điểm từng phân khúc sản phẩm. Đồng thời, công ty cũng lập kế hoạch đưa các sản phẩm xe thông dụng triển khai xuống các đại lý.

Kế hoạch kinh doanh 2010-2012

Mục tiêu của THACO đến năm 2012 củng cố năng lực cạnh tranh cốt lõi, ngành hoạt động chính, ổn định tổ chức hoạt động, phát triển bền vững, bắt đầu tham gia vào các hoạt động ngành công nghiệp ô tô trong khu vực AFTA và thế giới với mục tiêu: "củng cố nội lực, phát triển bền vững, hội nhập khu vực và quốc tế".

THACO định hướng phát triển hoạt động sản xuất kinh doanh tập trung vào 3 nhóm ngành chủ lực: Sản xuất, lắp ráp, phân phối ô tô và linh kiện phụ tùng; Đầu tư kinh doanh hạ tầng và khu đô thị; Đầu tư kinh doanh địa ốc.

Ngành sản xuất, lắp ráp, phân phối ô tô

Tập trung ngành sản xuất và kinh doanh ô tô, có mở rộng đầu tư các ngành liên quan và hỗ trợ cho kinh doanh ô tô bao gồm: Đầu tư hạ tầng KCN tại Chu Lai và Đầu tư địa ốc; Tăng cường tỷ lệ nội địa hóa đạt hàm lượng ASEAN trên 40% và xuất khẩu sang các nước trong khu vực AFTA. Đầu tư hạ tầng khu công nghiệp với các hình thức phong phú như tự đầu tư, liên doanh liên kết và mời gọi các nhà sản xuất phụ tùng đầu tư vào "Khu Công Nghiệp cơ khí Ô tô tập trung" tại Chu Lai; Tăng cường tỷ lệ nội địa hóa đạt hàm lượng ASEAN trên 40% và xuất khẩu sang các nước trong khu vực AFTA. Đầu tư hạ tầng khu công nghiệp với các hình thức phong phú như tự đầu tư, liên doanh liên kết và mời gọi các nhà sản xuất phụ tùng đầu tư vào "Khu Công Nghiệp cơ khí Ô Tô tập trung" tại Chu Lai.

Đến 2012, THACO xây dựng hoàn chỉnh hệ thống sản xuất kinh doanh ô tô khép kín từ sản xuất linh kiện, phụ tùng, lắp ráp sản phẩm, vận chuyển phân phối đến hệ thống bán lẻ trực tiếp và cung cấp dịch vụ sửa chữa, phụ tùng sau bán hàng với đa dạng chủng loại, phân khúc sản phẩm, đáp ứng nhu cầu nhiều đối tượng khách hàng khác nhau; Hệ thống phân phối ô tô THACO chuyên biệt theo từng dòng sản phẩm. Xây dựng hệ thống chuỗi siêu thị ô tô tại các thành phố lớn và đầu mối giao thông quan trọng (Hà Nội, TP.HCM, Đà Nẵng, Cần Thơ, Tây Ninh); Hệ thống phân phối ô tô Thaco chuyên biệt theo từng dòng sản phẩm.

Xây dựng hệ thống chuỗi siêu thị ô tô tại các thành phố lớn và đầu mối giao thông quan trọng (Hà Nội, TP.HCM, Đà Nẵng, Cần Thơ, Tây Ninh); Hoàn thiện hệ thống dịch vụ sửa chữa và cung cấp phụ tùng trên cả nước theo tiêu chuẩn 3S: bán hàng, xưởng dịch vụ và quầy phụ tùng. Nâng cấp công nghệ sửa chữa xanh sạch kết hợp hệ thống chuỗi siêu thị ô tô trong chiến lược 'một điểm dừng nhiều tiện ích cho ô tô và cuộc sống'; Hoàn thiện hệ thống giao nhận – vận chuyển tại Chu Lai: Logistics, vận tải biển, cảng biển, kho ngoại quan, hệ thống vận chuyển, kho tại các khu vực.

Đầu tư kinh doanh hạ tầng và khu đô thị

Ngành đầu tư hạ tầng khu công nghiệp & đô thị hỗ trợ tăng cường tỷ lệ nội địa hóa thông qua đầu tư hạ tầng khu công nghiệp, liên doanh liên kết mời gọi các nhà sản xuất linh kiện phụ tùng đầu tư vào Khu Công Nghiệp cơ khí ô tô tập trung hỗ trợ chiến lược phát triển sản xuất, nội địa hóa và xuất khẩu ô tô.

Hoàn thiện các nhóm dịch vụ tổng hợp hỗ trợ đối tác đầu tư và xây dựng, nâng cao chất lượng sống trong khu vực:

- Giải phóng mặt bằng, đền bù giải tỏa, thực hiện các thủ tục cần thiết để hỗ trợ các nhà đầu tư.
- Nâng cấp cơ sở hạ tầng xã hội, đời sống dân cư tại KCN Ô Tô tập trung: khu nhà tái định cư cho cư dân khu vực, khu nhà ở cho cán bộ, nhân viên, khu nghỉ dưỡng cho chuyên gia cao cấp, khu dịch vụ, tạo điều kiện thu hút nhân lực cao cấp đến sinh sống và làm việc tại KCN.
- Đầu tư hạ tầng kỹ thuật phục vụ khu công nghiệp: Cảng Tam Hiệp, Kho Ngoại quan, hệ thống dịch vụ cơ bản (nước, điện, gas, khí nén, hơi nước)...

Đầu tư kinh doanh địa ốc

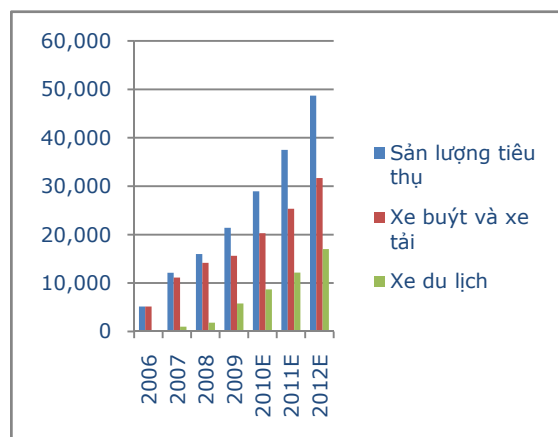
Ngành đầu tư kinh doanh địa ốc hỗ trợ ngành kinh doanh, phân phối ô tô nhằm tạo ra chuỗi siêu thị phân phối ô tô kết hợp các tổ hợp thương mại cao ốc, văn phòng, khách sạn, trung tâm mua sắm, giải trí

Đến năm 2012, đầu tư xây dựng 5 dự án siêu thị ô tô lớn tại các thành phố lớn, thị trường quan trọng tại Hà Nội, TP.HCM, Tây Ninh, Đà Nẵng, Cần Thơ. Các thị trường, thành phố nhỏ kết hợp kinh doanh ô tô tại các showroom với kinh doanh bến xe và vận tải (Vĩnh Long, Bình Phước, Cần Thơ).

Nguồn: Báo cáo công ty

DỰ BÁO TÀI CHÍNH CHO NHỮNG KHOẢN MỤC CHÍNH

Tổng số lượng xe bán



Chúng tôi giả định số lượng xe bán sẽ tăng trưởng trung bình 31,5%/năm từ năm 2010-2012, cụ thể tăng 35,5% trong năm 2010; 29,5% trong năm 2011 và 29,9% trong năm 2012, trên những cơ sở (i) Tốc độ tăng trưởng tổng số lượng xe bán luôn đạt hơn 30% trong 3 năm gần đây, cao hơn nhiều so với mức độ tăng trưởng số lượng xe bán của trung bình ngành (khoảng hơn 10%/năm) (ii) Chiến lược phát triển của THACO và (iii) Dự báo ngành của BMI cho thấy ngành ô tô Việt nam có thể tăng trưởng khoảng 28% về số lượng từ 2006-2013.

Số lượng xe bus sản xuất và bán

Chúng tôi giả định số lượng xe bán sẽ tăng trưởng trung bình 25%/năm trong giai đoạn dự báo (từ 2010-2012), dựa trên cơ sở chiến lược phát triển và kế hoạch kinh doanh của THACO, trước mắt với năm 2010 đạt tổng số hơn 28.000 xe bán các loại, riêng xe bus tăng 66% về số lượng.

Số lượng xe tải sản xuất và bán

Chúng tôi giả định số lượng xe bán sẽ tăng trưởng 30%/năm trong năm 2010, sau đó tăng 25%/năm cho giai đoạn từ 2011-2012, dựa trên cơ sở chiến lược phát triển và kế hoạch kinh doanh của THACO, trước mắt với năm 2010 đạt tổng số hơn 28.000 xe bán các loại, riêng xe tải tăng 24% về số lượng.

Số lượng xe du lịch sản xuất và bán

Chúng tôi giả định số lượng xe bán sẽ tăng trưởng 50%/năm trong năm 2010, sau đó tăng 40%/năm cho giai đoạn từ 2011-2012, dựa trên cơ sở chiến lược phát triển và kế hoạch kinh doanh của THACO, trước mắt với năm 2010 đạt tổng số hơn 28.000 xe bán các loại, riêng xe du lịch các loại tăng 47% về số lượng.

Giá bán các loại xe tăng 3%/năm

Chúng tôi giả định giá bán các loại xe tăng 3%/năm nhằm phản ánh yếu tố trượt giá; đây là tỷ lệ thận trọng vì năm ngoái THACO tăng giá bán khoảng 25% so với năm trước đó.

Giá vốn hàng bán/doanh thu ròng

Chúng tôi giữ nguyên bằng năm 2009 do thực tế không có yếu tố bên ngoài trọng yếu nào ảnh hưởng tới tỷ lệ này.

Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

Chúng tôi tính toán theo biểu thuế ưu đãi công ty được hưởng.

CAPEX

Chúng tôi giả định trên cơ sở kế hoạch kinh doanh của THACO, và giải ngân dần qua các năm phù hợp với tiến độ của từng dự án.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU CÔNG TY TRƯỜNG HẢI THACO

Chúng tôi định giá cổ phiếu công ty Trường Hải THACO trên cơ sở các doanh nghiệp trong ngành trong khu vực, và định giá của 20 doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất niêm yết tại Việt Nam do tại Việt Nam không có doanh nghiệp tương đương trong ngành có thể so sánh được xét ở mô hình kinh doanh, sản phẩm cuối cùng và quy mô vốn.

Định giá các doanh nghiệp ngành ô tô của Trung Quốc cho thấy các công ty trong ngành này đang giao dịch ở mức trung bình và trung vị P/E 2010E lần lượt là 12.4x, 11.2x và P/B 2010E khoảng 1.8x và 2.0x.

STT	Công ty	Giá trị vốn hóa (triệu \$HK)	P/E (x)			P/B (x)		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
1	Brilliance China	14,932		21.9	18.6	2.6	2.3	2.1
2	Dongfeng Motor	86,678	12.1	9.9	8.9	2.8	2.2	1.8
3	Geely	19,150	13.6	11.2	9.3	2.6	2.1	1.7
4	Great Wall Motor	16,582	14.2	11.2	9.0	1.9	1.7	1.5
5	Minth Group	11,207	14.1	11.8	10.1	2.3	1.9	1.7
6	Qingling Motors	4,816	17.4	15.9	14.3	0.6	0.6	0.6
7	Sinotruk	18,526	14.0	14.4	12.9	1.0	0.9	0.9
8	Weichai Power	49,899	12.8	8.9	8.9	3.7	2.7	2.2
9	Xingda Intl	7,000	11.2	7.9	8.5	1.8	1.5	1.3
10	Xinyi Glass	11,511	14.6	10.9	8.3	2.1	2.0	1.7
	Trung bình		13.8	12.4	10.9	2.1	1.8	1.6
	Trung vị		14.0	11.2	9.2	2.2	2.0	1.7

Nguồn: Báo cáo chiến lược đầu tư tại Trung Quốc- Citigroup, 26/7/2010

Định giá 20 doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất đang niêm yết tại Việt Nam cho thấy các công ty này đang giao dịch ở mức trung bình và trung vị mức P/E 2010E lần lượt là 19.2x, 11.9x và P/B 2010E khoảng 3.1x và 2.1x.

STT	Mã CK	Giá trị vốn hóa (tỷ VNĐ)	P/E 2009 trailing	P/B 2009 trailing	P/E 2010P	P/B 2010P
1	VCB	49,589	12.6	3.0	14.7	2.5
2	VNM	32,305	13.6	4.9	11.8	3.4
3	CTG	28,132	21.9	2.2	9.4	1.8
4	BVH	29,142	28.8	3.4	34.4	3.1
5	MSN	25,241	37.2	5.3	21.0	4.2
6	ACB	23,339	10.6	2.3	8.6	1.8
7	VIC	24,475	27.3	11.8	96.7	10.6
8	HAG	23,477	18.2	5.0	11.9	3.5
9	EIB	16,561	14.6	1.2	10.0	1.1
10	STB	11,458	6.9	1.1	6.4	0.9
11	PVF	12,000	23.7	1.8	24.5	1.7
12	SQC	12,500	480.8	11.2	41.7	8.8
13	FPT	14,548	13.7	4.8	11.4	3.4
14	SSI	11,516	14.3	2.3	11.4	1.9
15	HPG	10,545	8.8	2.2	7.8	1.7
16	DPM	11,294	8.4	2.0	15.0	1.8
17	KBC	6,858	10.6	2.1	5.7	1.5
18	PVD	9,683	11.9	2.3	13.6	2.0
19	OGC	10,325	234.7	5.1	9.8	3.4
20	VCG	7,403	1,233.9	2.5	17.5	2.2
	Trung bình				19.2	3.1
	Trung vị				11.9	2.1

Nguồn: HOSE, HNX, Kế hoạch lợi nhuận của các công ty, 30/7/2010

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU THACO

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Giá cổ phiếu	39,168	42,632	64,101	41,889	50,777	68,604
P/S	1.28	1.17	0.78	1.19	0.98	0.73
Định giá theo P/S				60,320	81,244	109,766
EPS	3,600	2,216	7,030	4,971	5,873	7,567
P/E	13.9	22.6	7.1	10.1	8.5	6.6
Định giá theo P/E				64,629	76,350	98,375
EBITDA/ cp	6,084	4,551	9,189	6,983	8,336	9,927
EV/ cp	63,215	59,984	62,708	54,944	61,651	66,836
EV/EBITDA	10.4	13.2	6.8	7.9	7.4	6.7
Định giá theo EV/EBITDA				62,850	75,022	89,344
Giá trị sổ sách/ cp	18,094	27,964	36,010	23,509	24,682	29,222
P/B	2.8	1.8	1.4	2.1	2.0	1.7
Định giá theo P/B				70,526	74,045	87,666
GIÁ HỢP LÝ CỦA CỔ PHIẾU				63,740	75,686	93,859

Trên cơ sở so sánh với các kết quả định giá nói trên, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá bán mục tiêu **63.000 đồng/cổ phiếu**.

Chúng tôi đã lập mô hình tính toán dòng tiền khả dụng của THACO và định giá THACO theo 4 phương pháp EV/EBITDA, P/E, P/B, P/S. Trung vị kết quả 4 phương pháp này cho thấy giá bán mục tiêu của THACO khoảng 63.000 đồng/cổ phiếu, tương đương P/S 2010E 1,5x, P/E 2010E 12x, EV/EBITDA 2010E 9x và P/B 2010E 2,6x. Định giá này chưa bao gồm giá trị đất đai mà công ty sở hữu với mục đích phát triển showroom. Chúng tôi tin là các số liệu định giá khi thoái vốn này là phù hợp so với định giá các cơ hội đầu tư cổ phiếu khác hiện nay. Chúng tôi cho rằng Công ty THACO có thể sẽ được thị trường định giá cao hơn mức này do (i) năng lực cốt lõi tốt định vị ở vị trí duy nhất trong ngành (ii) ban lãnh đạo rõ ràng về chiến lược dài hạn và (iii) nỗ lực về sự minh bạch cao nhất hướng tới các lợi ích của cổ đông.

Xác nhận của người viết

Chúng tôi, Lê Mạnh Dũng, Nguyễn Thu Huyền, Đặng Thu Trang, xác nhận rằng những quan điểm, nhận định, dự báo và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của cá nhân chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có các khoản thu nhập nào của chúng tôi đã, đang hoặc sẽ liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trình bày trong báo cáo nghiên cứu này.

Khuyến cáo

Báo cáo này được phát hành bởi VietinBankSc. Các thông tin, nhận định trong báo cáo này được VietinBankSc xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin có sẵn, đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy và hợp pháp. Tuy nhiên, VietinBankSc không đảm bảo tính đầy đủ, chính xác của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý các nhận định, dự báo trong báo cáo này mang tính chủ quan của người viết. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM VIETINBANK SECURITIES JOINT STOCK COMPANY

Trụ sở chính

306 Bà Triệu, Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
Tel: (84.4) 62 780012
Fax: (84.4) 39 741760

Chi nhánh Tp. Hà Nội

65 Trần Duy Hưng, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (84.4) 35 565858
Fax: (84.4) 35 565959

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

63 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3 TP.HCM
Tel: (84.8) 38 209986
Fax: (84.8) 38 200921

Website: www.vietinbanksc.com.vn
Email: phantich@vietinbanksc.com.vn