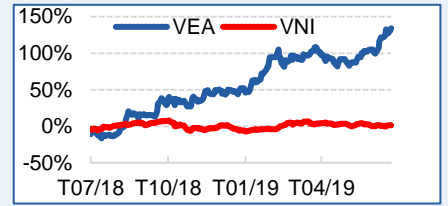


Ngành:	Ô tô		2018	2019F	2020F	2021F
Ngày báo cáo:	25/06/2019	Tăng trưởng DT	7,8%	-15,0%	5,0%	5,0%
Giá hiện tại:	60.000VND	Tăng trưởng EPS	40,1%	9,5%	15,0%	10,1%
Giá mục tiêu:	54.300VND	Biên LN gộp	8,5%	8,0%	8,0%	8,0%
Giá mục tiêu trước:	50.000VND	Biên LN ròng	100,0%	128,7%	141,0%	147,9%
TL tăng:	-9,5%	P/E	11,3x	10,3x	9,0x	8,1x
Lợi suất cổ tức:	6,5%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	9,9x	11,1x	9,9x	8,9x
Tổng mức sinh lời:	-3,0%	P/B	3,2x	2,9x	2,7x	2,5x



		VEA	Peers*	VNI
GT vốn hóa:	3,4 tỷ USD	10,9x	12,9x	16,6x
Room KN:	1,4 tỷ USD	3,1x	1,0x	2,4x
GTGD/ngày (30n):	969.000USD	-39,9%	5,9%	N/A
Cổ phần Nhà nước:	88,5%	28,7%	13,6%	14,8%
SL cổ phiếu lưu hành:	1.328,8 tr	27,1%	4,5%	2,5%
Pha loãng*:	1.328,8 tr	*bao gồm CT cùng ngành NN		

Tổng quan công ty

VEAM Corp là một doanh nghiệp nhà nước chuyên sản xuất máy móc nông nghiệp. Tuy nhiên, phần lớn lợi nhuận đến từ các công ty liên kết dẫn đầu trong lĩnh vực sản xuất xe máy và ô tô tại Việt Nam, bao gồm Honda Việt Nam, Toyota Việt Nam và Ford Việt Nam.

Lê Trọng Nghĩa
Chuyên viên

Đặng Văn Pháp, CFA
Phó Giám đốc

Định giá đã khá hợp lý sau đợt tăng giá cổ phiếu gần đây

- Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị cho Tổng CT Máy động lực và máy nông nghiệp Việt Nam (VEA) từ KHẢ QUAN thành PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG sau khi giá cổ phiếu đã tăng 26% trong 2 tháng qua.
- Trong báo cáo này, chúng tôi nâng P/E mục tiêu cho lợi nhuận từ các công ty liên kết của VEA từ 10 lần lên 11 lần, tương ứng với mức trung bình 5 năm của P/E trung vị của nhóm các công ty cùng ngành, nhưng vẫn duy trì chiết khấu định giá 25%, chủ yếu do việc VEA không nắm cổ phần kiểm soát tại các công ty liên kết sản xuất ô tô, xe máy.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 3,1% LNST sau lợi ích CĐTTS dự phóng 2019 nhằm phản ánh khoản truy thu thuế tiềm năng 246 tỷ đồng, liên quan đến nhập khẩu các linh kiện xe tải của VEA trong giai đoạn 2016 và 2017. Chúng tôi giữ các dự báo khác không đổi.
- Dự báo tăng trưởng EPS 2019/2020/2021 đạt lần lượt 9%/15%/10% đến từ dự phóng tăng trưởng lợi nhuận khoảng 18%/năm cho Toyota và Ford và khoảng 10%/năm cho Honda.
- Chúng tôi dự phóng cổ tức tiền mặt của VEA sẽ tăng trưởng 17%/năm trong giai đoạn 2018-2021 khi cả các công ty liên kết của VEA và chính VEA đều có kế hoạch trả cổ tức bằng 100% lợi nhuận, theo ban lãnh đạo của VEA.
- Rủi ro cho quan điểm của chúng tôi: chỉ tiêu cho hàng tiêu dùng không thiết yếu chững lại; kế hoạch thâm nhập thị trường mạnh mẽ của VinFast (Vingroup) thành công.

Doanh số bán xe máy của Honda phục hồi trong tháng 4-5/2019, như dự kiến. Mảng xe máy của Honda, chiếm hơn 3/4 LNST sau lợi ích CĐTTS của VEA năm 2018 theo ước tính của chúng tôi, đã ghi nhận lượng bán ra tăng 5% YoY trong tháng 4-5/2019 sau khi giảm 1,5% YoY trong quý 1/2019. Tổng hợp, số lượng xe máy bán ra của Honda tăng nhẹ 1,2% YoY trong 5 tháng 2019, phù hợp với dự báo tăng trưởng 2,4% cho cả năm 2019 của chúng tôi.

Trong mảng xe du lịch, Honda và Ford thâm nhập thêm thị phần mạnh mẽ trong 5 tháng 2019. Được củng cố từ các mẫu xe mới và sự phục hồi của doanh số xe nhập khẩu nguyên chiếc (CBU), doanh số xe du lịch của Honda tăng mạnh lên 50% YoY trong 5 tháng 2019 nhằm đạt mức thị phần 11,3% (+0,5 điểm % so với 2018). Trong khi đó, doanh số xe du lịch của Ford tăng mạnh 122% trong 5 tháng 2019 so với mức cơ sở thấp trong 5 tháng 2018 khi mà nguồn cung xe nhập khẩu bị giảm sau khi Nghị định 116 chính thức có hiệu lực. Thị phần xe du lịch của Ford tăng đạt 5,2% trong 5 tháng 2019, +1,5 điểm % so với năm 2018.

Chúng tôi kỳ vọng Toyota sẽ lấy lại thị phần trong nửa cuối 2019. Doanh số bán xe du lịch của Toyota tăng mạnh 30% YoY trong 5 tháng 2019, chủ yếu được dẫn dắt bởi xe nhập khẩu nguyên chiếc (+8% YoY từ mức cơ sở thấp) trong khi doanh số xe lắp ráp trong nước (CKD) giảm

18% YoY. Tuy nhiên, thị phần xe du lịch của Toyota đã giảm 2,2 điểm % so với năm 2018 đạt 23,4% trong 5 tháng 2019. Dù vậy, chúng tôi kỳ vọng thị phần Toyota sẽ phục hồi trong phần còn lại của năm 2019 nhờ thành công của các mẫu xe mới ra mắt trong năm 2018, và sự phục hồi của doanh số xe CKD.

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ VND)					BẢNG CĐKT (tỷ đồng)				
	2018	2019F	2020F	2021F		2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	7.073	6.012	6.313	6.629	Tiền và tương đương	342	2.313	3.602	5.004
Giá vốn hàng bán	-6.469	-5.531	-5.808	-6.098	Đầu tư TC ngắn hạn	9.650	9.650	9.650	9.650
Lợi nhuận gộp	604	481	505	530	Các khoản phải thu	1.570	1.578	1.657	1.739
Chi phí bán hàng	-169	-162	-170	-179	Hàng tồn kho	2.302	2.122	2.228	2.339
Chi phí quản lí DN	-471	-541	-568	-597	TS ngắn hạn khác	2.541	2.541	2.541	2.541
LN thuần HĐKD	-36	-222	-234	-245	Tổng TS ngắn hạn	16.406	18.203	19.678	21.274
Doanh thu tài chính	417	714	819	907	TS dài hạn (gộp)	4.941	5.241	5.541	5.841
Chi phí tài chính	-80	-21	-21	-21	- Khấu hao lũy kế	-2.475	-2.830	-3.213	-3.626
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-20</i>	<i>-21</i>	<i>-21</i>	<i>-21</i>	TS dài hạn (ròng)	2.466	2.411	2.328	2.215
Lợi nhuận từ công ty LDLK	6.849	7.674	8.523	9.371	Đầu tư TC dài hạn	6969	7797	8646	9494
(Lỗ)/lãi khác	42	-246	0	0	TS dài hạn khác	571	571	571	571
LNTT	7.192	7.898	9.088	10.012	Tổng TS dài hạn	10.005	10.779	11.545	12.280
Thuế TNDN	-62	-94	-113	-128	Tổng Tài sản	26.411	28.982	31.222	33.553
LNST trước CĐTS	7.130	7.804	8.975	9.884					
Lợi ích CĐ thiểu số	-59	-65	-75	-82	Phải trả ngắn hạn	447	396	437	459
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	7.070	7.739	8.900	9.801	Nợ ngắn hạn	380	380	380	380
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	7.070	7.739	8.900	9.801	Nợ ngắn hạn khác	589	589	589	589
					Tổng nợ ngắn hạn	1.415	1.365	1.406	1.428
EBITDA	298	132	150	168	Nợ dài hạn	120	120	120	120
EPS báo cáo, VND	5.321	5.824	6.698	7.376	Nợ dài hạn khác	47	47	47	47
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	5.321	5.824	6.698	7.376	Tổng nợ	1.582	1.532	1.573	1.595
EPS pha loãng điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	5.321	5.824	6.698	7.376					
DPS, VND	3.900	5.100	5.700	6.300	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	73%	88%	85%	85%	Vốn cổ phần	13.288	13.288	13.288	13.288
⁽¹⁾ Điều chỉnh cho khoản mục bất thường					Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
TỶ LỆ	2018	2019F	2020F	2021F	Lợi nhuận giữ lại	11.364	13.921	16.045	18.272
Tăng trưởng					Vốn khác	-19	-19	-19	-19
Tăng trưởng doanh thu	7,8%	-15,0%	5,0%	5,0%	Lợi ích CĐTS	196	261	335	417
Tăng trưởng LN từ HĐKD	N/M	N/M	N/M	N/M	Vốn chủ sở hữu	24.829	27.451	29.649	31.958
Tăng trưởng LN trước thuế	40,4%	9,8%	15,1%	10,2%	Tổng cộng nguồn vốn	26.411	28.982	31.222	33.553
Tăng trưởng EPS điều chỉnh	40,1%	9,5%	15,0%	10,1%					
					Cổ phiếu lưu hành cuối năm. tr	1.328,8	1.328,8	1.328,8	1.328,8
Khả năng sinh lời					Cổ cổ phiếu quỹ cuối năm. tr	0,0	0,0	0,0	0,0
Biên LN gộp %	8,5%	8,0%	8,0%	8,0%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
Biên LN từ HĐ %	-0,5%	-3,7%	-3,7%	-3,7%	Tiền đầu năm	2.488	342	2.313	3.602
Biên EBITDA	4,2%	2,2%	2,4%	2,5%	Lợi nhuận sau thuế	7.070	7.739	8.900	9.801
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	100,0%	128,7%	141,0%	147,9%	Khấu hao	334	355	383	413
ROE %	32,9%	29,9%	31,5%	32,2%	Thay đổi vốn lưu động	-1.061	123	-143	-172
ROA %	28,6%	28,2%	29,8%	30,5%	Điều chỉnh khác	-8.013	-7.610	-8.448	-9.289
					Tiền từ hoạt động KD	-1.670	607	692	753
Chỉ số hiệu quả vận hành									
Số ngày tồn kho	164	146	137	137	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-154	-300	-300	-300
Số ngày phải thu	96	96	93	93	Đầu tư	151	6.846	7.674	8.523
Số ngày phải trả	90	29	26	26	Tiền từ HĐ đầu tư	-3	6.546	7.374	8.223
TG luân chuyển tiền	169	213	204	204					
					Cổ tức đã trả	-513	-5.182	-6.777	-7.574
Thanh khoản					Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	11,6	13,3	14,0	14,9	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-55	0	0	0
CS thanh toán nhanh	8,2	9,9	10,6	11,5	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	94	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	7,1	8,8	9,4	10,3	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Nợ/Tài sản	1,9%	1,7%	1,6%	1,5%	Tiền từ hoạt động TC	-473	-5.182	-6.777	-7.574
Nợ/Vốn sử dụng	2,0%	1,8%	1,7%	1,5%					
Nợ/Vốn CSH	-38,2%	-41,8%	-43,0%	-44,3%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-2.146	1.970	1.289	1.402
Khả năng thanh toán lãi vay	N/A	N/A	N/A	N/A	Tiền cuối năm	342	2.313	3.602	5.004

Nguồn: VEA, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lê Trọng Nghĩa, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng và Chứng khoán

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Phạm Đức Trinh, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyễn, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 14

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.