

Ngành Ô tô

Báo cáo thăm doanh nghiệp

Tháng 8, 2019

Mã giao dịch: VEA

Reuters: VEA.HNO

Bloomberg: VEA VN Equity

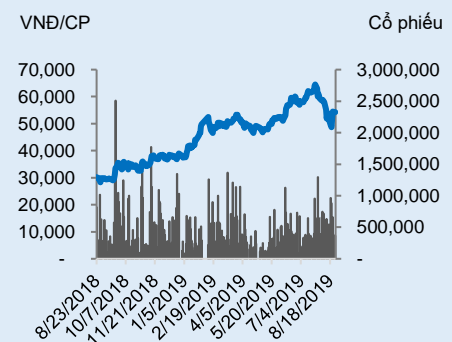
Lợi nhuận từ các công ty liên doanh và thu nhập lãi vay tiếp tục là động lực tăng trưởng kết quả kinh doanh

Khuyến nghị	N/A
Giá kỳ vọng (VNĐ)	N/A
Giá thị trường (26/8/2019)	54.200
Lợi nhuận kỳ vọng	N/A

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	UPCOM
Khoảng giá 52 tuần	48.700-64.500
Vốn hóa	72.021 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	1.328.800.000
KLGD bình quân 10 ngày	552.770
% sở hữu nước ngoài	5,6%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.884
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	7,2%

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VEA	42,6%	-9,7%	4,6%	10,2%
Upcom-Index	9,0%	-1,5%	4,8%	2,6%

Những điểm chính:

- BLĐ xác nhận những sai phạm của lãnh đạo và cựu lãnh đạo Công ty trong quá khứ dẫn đến việc truy tố gần đây không ảnh hưởng đến hoạt động, quá trình chuyển sản hay chia cổ tức năm 2018.
- Tăng trưởng thu nhập tài chính tốt nhờ vào (i) Ghi nhận cổ tức các công ty liên doanh Honda, Toyota, Ford và (ii) Quản lý tiền gửi tốt hơn là động lực hỗ trợ tăng trưởng chính của VEA trong 1H19.
- Kết quả bán hàng của Honda/ Toyota/ Ford 1H19 tăng trưởng tích cực 47%/ 47%/ 61% so với mức tăng trưởng chung toàn thị trường VAMA là 18%. Tăng tỷ trọng xe nhập khẩu có BLN gộp thấp hơn ảnh hưởng tăng trưởng lợi nhuận.
- Sản lượng xe máy 1H19 của Honda giảm nhẹ 1,4% yoy so với mức giảm 4% của toàn thị trường. Honda tiếp tục mở rộng thị phần lên mức 79% tại 1H19 so với mức 76% vào cuối năm 2018. Xu hướng dịch chuyển sang xe tay ga có BLN gộp cao hơn xe số thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận.
- Duy trì vị thế tiền gửi dồi dào với tổng tiền gửi tính đến 20.08.2019 là 13.767 tỷ với lãi suất là 7,26%/ năm so với mức đầu năm là 8.607 tỷ với lãi suất là 6.95%. BLĐ kỳ vọng thu nhập lãi từ tiền gửi đạt 800 tỷ so với mức KH 598 tỷ.
- Cổ tức tiền mặt 2018 (3.884 đồng/ cổ phần; suất cổ tức: 7,2%) dự kiến chia vào tháng 11.2019 khi Bộ Tài chính và Bộ Công thương chấp thuận. BLĐ dự kiến chia cổ tức 2019 toàn bộ lợi nhuận sau quỹ khen thưởng và phúc lợi.
- VEA có thể niêm yết trên sàn HOSE vào sau Q1 2020, sau khi báo cáo tài chính hợp nhất kiểm toán 2019 được chấp thuận toàn phần từ phía kiểm toán.
- VEA dự kiến trích lập 200 tỷ dự phòng cho 2.400 xe tải Euro 2 tồn kho và nỗ lực giảm giá bán để thanh lý toàn bộ lượng xe này đến cuối năm 2020.

Quan điểm đầu tư: Ở mức giá hiện tại VEA đang giao dịch tại mức P/E trượt là 9,7x, khá hấp dẫn so với mức P/E của các công ty cùng ngành là 13,7x. Mặc dù giá cổ phiếu tăng nhanh trong thời gian qua, BVSC duy trì đánh giá tích cực với triển vọng của VEA nhờ vào vị thế thống trị của Honda và xu hướng dịch chuyển mạnh mẽ hơn sang xe tay ga thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận mảng xe máy cùng với triển vọng thị trường xe ô tô bùng nổ trong giai đoạn tới. Những điểm tích cực khác: (i) Cơ cấu tài chính lành mạnh với vị thế tiền gửi dồi dào được quản lý tốt tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận và gần như không sử dụng đòn bẩy trong cơ cấu vốn; (ii) Việc trả cổ tức năm 2018 duy trì là một động lực ngắn hạn cho cổ phiếu và chính sách cổ tức năm 2019 hấp dẫn khi các công ty liên doanh và VEA không có nhu cầu vốn nhiều trong thời gian tới; và (iii) Triển vọng dài hạn tiếp tục được hỗ trợ bởi việc niêm yết trên sàn HOSE và thoái vốn của Bộ Công thương.

Chuyên viên phân tích

Trần Đăng Mạnh

(84 8) 3914.6888 ext 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

BLĐ giải thích các sai phạm trong quá khứ của các lãnh đạo và cựu lãnh đạo của Công ty dẫn đến việc truy tố gần đây, chi tiết như sau:

- Bảo lãnh cho công ty thành viên vay ngân hàng 60 tỷ để kinh doanh, nhưng do không thu hồi được công nợ từ khách hàng nên công ty thành viên không có khả năng chi trả. Vì thế VEA phải trả cho Ngân hàng. Tuy nhiên, Công ty mà VEA bảo lãnh là Công ty con có vốn điều lệ 51%, nhưng theo điều lệ VEA chỉ được phép bảo lãnh theo tỷ lệ này.
- Dự án đầu tư máy kéo bốn bánh. Theo điều lệ Công ty, VEA chỉ được phép phê duyệt các dự án đầu tư có mức đầu tư dưới 50% vốn điều lệ của Công ty. BLĐ cho biết mặc dù vốn chủ sở hữu năm 2015 là lớn hơn nhiều so với vốn điều lệ là hơn 2.000 tỷ, Công ty chưa điều chỉnh vốn điều lệ ở thời điểm này. Trong khi đó, phê duyệt tổng mức đầu tư dự án máy kéo bốn bánh khoảng 1.400 tỷ, vì vậy vi phạm điều lệ của Công ty.
- Quyết định sai thẩm quyền trong việc mua 3.000 xe tải đã được xử lý nội bộ.

Theo đó, BLĐ xác nhận các sự việc trên hoàn toàn không ảnh hưởng đến hoạt động của Công ty, quá trình chuyển sàh hay việc chia cổ tức năm 2018.

Thu nhập tài chính hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận 1H19. Mảng kinh doanh cốt lõi (xe tải và máy nông nghiệp) của VEA tiếp tục khó khăn và ghi nhận lỗ trong kỳ. Tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu đến từ lợi nhuận tài chính từ lợi nhuận của các công ty liên doanh 1H19 đạt 3.318 tỷ (+12% yoy) và thu nhập từ lãi tăng vọt lên mức 368 tỷ (+156% yoy). Chúng tôi nhận thấy VEA đã ghi nhận chi phí 84 tỷ cho các khoản phạt nộp chậm, truy thu thuế trong Q2 2019. Tựu chung lại, LNST sau CĐTS 1H19 của Công ty đạt 3.400 tỷ (+13% yoy).

Kết quả bán hàng các công ty liên doanh ô tô 1H19: ghi nhận tăng trưởng ấn tượng từ mức cơ sở thấp 1H18 do tác động của Nghị định 116. Cụ thể, sản lượng xe ô tô của Toyota, Ford, và Honda trong 1H19 lần lượt là 37.901/ 15.460/ 16.419 xe, theo đó ghi nhận mức tăng trưởng là 47%/ 61%/ 47% so với cùng kỳ năm ngoái. Do thị trường xe nhập khẩu phục hồi, tỷ trọng xe lắp ráp trong nước (CKD; là mảng có BLN gộp cao hơn so với xe nhập khẩu CBU) của các công ty liên doanh đều trên đà giảm so với năm ngoái. Vì thế, BLN gộp chung thấp hơn, vì thế tăng trưởng lợi nhuận của các công ty liên doanh thấp hơn tăng trưởng sản lượng bán hàng.

Sản lượng xe máy của Honda giảm nhẹ, tuy nhiên tiếp tục khẳng định vị thế dẫn đầu thị trường. Cụ thể, sản lượng xe máy Honda giảm nhẹ đạt mức 1,54 triệu chiếc (-1,4% yoy) so với mức giảm chung của toàn thị trường là 4% trong 1H19. Theo đó, Honda tiếp tục mở rộng thị phần xe máy tại Việt Nam lên mức ~77,8% tại 1H19 so với mức 76% vào cuối năm 2018. BLĐ chia sẻ xu hướng chuyển dịch sang xe tay ga có biên lợi nhuận cao hơn xe số tiếp tục được duy trì trong kỳ, vì thế hỗ trợ lợi nhuận ghi nhận cho mảng xe máy của Honda tại Việt Nam.

VEA dự kiến sẽ nỗ lực giảm giá bán để thanh lý toàn bộ lượng xe tải tồn kho đến cuối năm 2020. BLĐ cho biết lượng hàng tồn kho xe tải tính đến cuối tháng 6/ 2019 của Công ty là khoảng 2.400 xe (chủ yếu là xe tải sản xuất năm 2017) so với mức 2.950 xe cuối năm 2018. Mục tiêu trích lập dự phòng tài chính cho các khoản này là 200 tỷ đồng đã được kết hợp vào kế hoạch kinh doanh năm 2019. BLĐ giải thích việc tiêu thụ hàng tồn kho xe Euro 2 khó khăn chủ

yếu do mức chênh lệch giá giữa xe Euro 2 và Euro 4 là không quá đáng kể như Công ty kỳ vọng. Để giải phóng hàng tồn kho Euro 2, Công ty dự định giảm giá bán các xe tải tồn kho. Công ty chưa có kế hoạch cụ thể cho việc tiếp tục trích lập cho các năm tiếp theo sau năm 2019 và cho rằng sẽ nỗ lực giải phóng hết lượng hàng tồn kho tới cuối năm 2020.

Cổ tức tiền mặt năm 2018 (3.884 đồng/cp, suất cổ tức là 7.2%) dự kiến được thanh toán trong tháng 11/2019. BLĐ cho biết nguyên nhân chia cổ tức chậm hơn tháng 8/2019 như dự kiến trước đây là do Công ty phải chờ quyết định từ Bộ Tài chính và Bộ Công thương. Ngoài ra, BLĐ cũng chia sẻ thêm theo Luật Doanh Nghiệp quy định các Công ty phải chia cổ tức trong vòng 6 tháng sau khi kết thúc ĐHCĐ. Theo đó, dự kiến tháng 9 sẽ có quyết định từ Bộ Tài chính, theo đó kỳ vọng thời điểm chia cổ tức dự kiến rơi vào tháng 11. BLĐ cũng chia sẻ thêm: (1) VEA dự định sẽ chia cổ tức 100% lợi nhuận sau khi trích lập quỹ khen thưởng và phúc lợi, do Công ty không có kế hoạch vốn đầu tư nhiều trong thời gian tới và (2) Công ty đang nghiên cứu các quy định để tạm ứng trước cổ tức tiền mặt năm 2019 theo nhiều đợt thay vì phải thanh toán toàn bộ một đợt như năm 2018.

VEA dự kiến niêm yết trên sàn HOSE sớm nhất sau Q1 2020. BLĐ cho biết Công ty đang xử lý các ý kiến ngoại trừ của kiểm toán để được báo cáo tài chính chấp thuận toàn phần năm 2019 từ phía kiểm toán Deloitte, là điều kiện cần thiết để được niêm yết trên sàn HOSE. Báo cáo tài chính hợp nhất kiểm toán năm 2019 dự kiến được công bố sớm nhất vào tháng 2 2020.

Duy trì vị thế tiền gửi dồi dào. Tính đến ngày 20/08/2019, tổng tiền gửi ngân hàng của VEA là 13.767 tỷ với lãi suất trung bình vào khoảng 7,26% so với mức 8.607 tỷ với mức lãi suất trung bình là 6,95% vào cuối năm 2018. Lượng tiền gửi tăng chủ yếu đến từ cổ tức từ Honda, Toyota và Ford tập trung chi trả vào Q2. Cơ cấu tiền gửi hiện tại như sau: 10 tỷ (kỳ hạn: 1 tháng; lãi suất: 5,50%); 120 tỷ (4 tháng; 5,50%); 700 tỷ (7 tháng; 7,00%); 8.165 tỷ (12 tháng; 7,33%); và 4.772 tỷ (13 tháng; 7,11%). Theo đó, BLĐ kỳ vọng thu nhập từ lãi năm nay có thể đạt từ 700-800 tỷ, cao hơn mức 598 tỷ như kế hoạch đã đặt như đầu năm.

Quan điểm đầu tư: VEA đóng cửa tại mức giá 54.200 đồng/ cổ phần vào ngày 26.08.2019, theo đó giao dịch tại mức P/E trượt là 9,7 lần, khá hấp dẫn so với mức P/E của các công ty cùng ngành là 13,7 lần. BVSC lưu ý VEA không nắm quyền kiểm soát tại các công ty liên doanh ngành ô tô, vì thế phải áp dụng chiết khấu so với mức định giá hiện tại của ngành. Mặc dù giá cổ phiếu tăng rất nhanh trong thời gian qua, BVSC đánh giá tích cực đối với triển vọng của VEA nhờ vào vị thế thống trị của Honda và xu hướng dịch chuyển mạnh mẽ hơn sang xe tay ga tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận mảng xe máy cùng với triển vọng thị trường xe ô tô bùng nổ trong giai đoạn tới. Những điểm tích cực khác: (i) Cơ cấu tài chính lành mạnh với vị thế tiền gửi dồi dào được quản lý tốt tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận của Công ty và gần như không sử dụng đòn bẩy trong cơ cấu vốn; (ii) Việc trả cổ tức năm 2018 duy trì là động lực ngắn hạn cho cổ phiếu và cổ tức năm 2019 duy trì hấp dẫn khi các công ty liên doanh và VEA không có nhu cầu vốn nhiều trong thời gian tới và (iii) Triển vọng dài hạn tiếp tục hỗ trợ bởi việc niêm yết trên sàn HOSE và thoái vốn của Bộ Công thương.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	5.893	6.307	6.563	7.073
Giá vốn	(5.268)	(5.669)	(5.943)	(6.469)
Lợi nhuận gộp	626	638	620	604
Doanh thu tài chính	73	435	254	417
Chi phí tài chính	(150)	(318)	(42)	(80)
Lợi nhuận sau thuế	4.373	4.504	5.046	7.070

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
Tiền & khoản tương đương tiền	1.030	3.799	2.488	342
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.669	1.688	2.610	4.014
Hàng tồn kho	2.024	2.372	3.503	2.302
Tài sản cố định hữu hình	2.230	2.338	2.287	2.302
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	8.780	9.044	9.265	6.969
Tổng tài sản	17.015	20.376	23.361	26.411
Nợ ngắn hạn	505	428	285	380
Nợ dài hạn	235	198	175	120
Vốn chủ sở hữu	4.901	13.288	13.288	13.288
Tổng nguồn vốn	17.015	20.376	23.361	26.411

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	15,9%	7,0%	4,1%	7,8%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	31,3%	3,0%	12,0%	40,1%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	10,6%	10,1%	9,4%	8,5%
Lợi nhuận thuần biên (%)	74,2%	71,2%	77,5%	100,8%
ROA (%)	25,7%	22,1%	21,6%	26,8%
ROE (%)	29,2%	34,3%	27,4%	28,7%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ vay/Tổng tài sản (%)	4,3%	3,1%	2,0%	1,9%
Tổng nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	4,9%	4,8%	2,5%	2,0%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	8.922	3.390	3.797	5.321
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	31.118	10.017	13.979	18.701

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

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyễn

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Trần Thị Thu Nga

Bán lẻ, Thép

tranthithunga@baoviet.com.vn

Thái Anh Hòa

Hạ tầng, Nước

thaianhhoa@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó 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