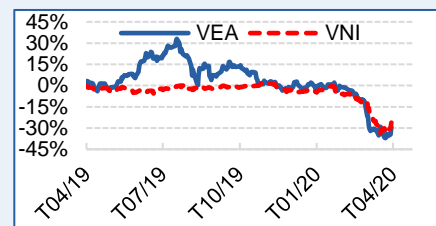


Ngành:	Ô tô		2019	2020F	2021F	2022F
Ngày báo cáo:	09/04/2020	Tăng trưởng DT	-36,5%	-5,0%	5,0%	5,0%
Giá hiện tại:	32.500VND	Tăng trưởng EPS	4,0%	-11,1%	8,0%	6,6%
Giá mục tiêu:	45.900VND	Biên LN gộp	2,2%	4,0%	4,5%	4,5%
Giá mục tiêu trước đây	53.200VND	Biên LN ròng	163,0%	152,8%	156,7%	159,1%
TL tăng:	+41,2%	P/E	6,0x	6,7x	6,2x	5,8x
Lợi suất cổ tức:	15,7%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	6,1x	5,7x	6,7x	6,3x
Tổng mức sinh lời:	+56,9%	P/B	1,6x	1,6x	1,6x	1,5x



		VEA	Peers*	VNI	
GT vốn hóa:	1,9 tỷ USD	P/E (trượt)	6,0x	7,7x	11,6x
Room KN:	0,8 tỷ USD	P/B (hiện tại)	1,6x	0,6x	1,7x
GTGD/ngày (30n):	447.000USD	Nợ ròng/CSH	-0,6x	0,1x	NA
Cổ phần Nhà nước:	88,5%	ROE	28,5%	11,1%	14,9%
SL cổ phiếu lưu hành:	1.328,8 tr	ROA	24,6%	3,5%	2,5%
Pha loãng:	1.328,8 tr				
PEG 3 năm:	7,8	* 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.

**Đào Danh Long Hà, CFA**  
Chuyên viên

**Đặng Văn Pháp, CFA**  
Phó Giám đốc

## Định giá hấp dẫn dù triển vọng ngắn hạn khó khăn

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA dành cho VEA nhờ định giá hấp dẫn mặc dù các tác động tiêu cực của dịch COVID-19 – đặc biệt là trong ngắn hạn – đối với nhu cầu ô tô (4W) và xe máy (2W) ở Việt Nam.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 14% khi chúng tôi điều chỉnh giảm trung bình 14% LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2020-2022. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh số ô tô du lịch/xe máy lần lượt 29%/5% khi chúng tôi cho rằng dịch COVID-19 sẽ ảnh hưởng đến tiêu dùng nội địa, đặc biệt là các hàng hóa có giá trị cao như ô tô.
- Chúng tôi dự phóng mức giảm lần lượt 20% và 5% YoY cho doanh số xe du lịch và xe máy trong năm 2020. Sau năm 2020, chúng tôi kỳ vọng cả doanh số ô tô du lịch và 2 bánh sẽ quay trở lại xu hướng tăng trưởng dài hạn với CAGR 2020-2022 đạt lần lượt 16% và 2%.
- Với tỷ lệ P/E trượt/dự phóng 2020 đạt lần lượt 6,0/6,7 lần (so với trung vị trượt/dự phóng 2020 của các công ty cùng ngành là 7,7/8,5 lần) và lợi suất cổ tức 2019/2020 đạt 15,7%/16,3% (sẽ được thanh toán trong năm 2020/2021), định giá của VEA tỏ ra hấp dẫn, theo quan điểm của chúng tôi, dù VEA không nắm cổ phần kiểm soát tại các công ty ô tô liên kết.
- Rủi ro cho quan điểm tích cực của chúng tôi: nhu cầu xe ô tô và 2 bánh tiếp tục giảm, đặc biệt nếu dịch COVID-19 kéo dài, cạnh tranh gia tăng trên thị trường ô tô; thay đổi chính sách cổ tức của VEA hoặc các công ty liên kết sẽ dẫn đến lợi suất cổ tức thấp hơn dự kiến.

**Dịch COVID-19 khiến ngành xe ô tô và xe máy Việt Nam gặp nhiều thách thức từ cả phía cầu lẫn phía cung.** Chúng tôi cho rằng những tác động tiêu cực của dịch COVID-19 đến thu nhập và tâm lý của người tiêu dùng sẽ ảnh hưởng nhu cầu xe ô tô và xe máy tại Việt Nam trong năm 2020. Trong khi đó, những gián đoạn sản xuất do dịch (ví dụ, thiếu hụt phụ tùng ô tô và đại lý đóng cửa) cũng ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh và khả năng sinh lời chung của ngành. Tính đến hiện tại, 8 công ty xe ô tô/xe máy (bao gồm 3 công ty liên kết của VEA) đã tạm ngừng hoạt động sản xuất tại Việt Nam. Mặc dù việc đóng cửa nhà máy là do hưởng ứng Chính phủ trong việc kiểm soát dịch COVID-19, chúng tôi cho rằng diễn biến này còn phản ánh triển vọng nhu cầu kém tích cực từ quan điểm của các nhà sản xuất xe ô tô/xe máy.

**Chúng tôi cho rằng doanh số ngành ô tô sẽ tiếp tục suy giảm trong quý 2/2020, sau đó bắt đầu phục hồi trong 6 tháng cuối năm 2020.** Chúng tôi ước tính doanh số xe ô tô du lịch của Việt Nam đã giảm 23% YoY trong 2 tháng đầu năm 2020. Khi việc đóng cửa đại lý xe ô tô/xe máy bắt chỉ đầu từ cuối tháng 3, chúng tôi cho rằng những khó khăn trong ngành sẽ trầm trọng hơn trong quý 2, sau đó phục hồi trong 6 tháng cuối năm dựa theo giả định của chúng tôi cho rằng những gián đoạn kinh tế do dịch COVID-19 sẽ đạt đỉnh vào cuối quý 2/2020. Tương ứng, chúng tôi dự báo sản lượng bán của Toyota, Honda và Ford tại Việt Nam sẽ lần lượt giảm 18%/29%/23% trong năm 2020, sau đó phục hồi 17%/15%/19% trong năm 2021.

**Tương tự, chúng tôi dự báo doanh số ngành xe máy sẽ giảm 5% trong năm 2020, sau đó phục hồi trong năm 2021.** Nhờ thị phần gia tăng, chúng tôi dự phóng doanh số xe máy của Honda này sẽ chỉ giảm 4% trong năm 2020 và sau đó tăng 4% trong năm 2021. Chúng tôi cho rằng nhu cầu xe 2 bánh (phương tiện vận chuyển chủ yếu tại Việt Nam) sẽ ổn định hơn hơn so với nhu cầu xe ô tô nhờ có tính phải chăng cao hơn và ít phụ thuộc vào nhu cầu từ các dịch vụ vận chuyển (như dịch vụ gọi xe và taxi).

## Báo cáo tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ VND)	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Doanh thu</b>	<b>4.486</b>	<b>4.262</b>	<b>4.475</b>	<b>4.699</b>
Giá vốn hàng bán	-4.389	-4.091	-4.274	-4.487
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>98</b>	<b>170</b>	<b>201</b>	<b>211</b>
Chi phí bán hàng	-89	-94	-98	-103
Chi phí quản lý DN	-465	-452	-474	-498
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>-456</b>	<b>-375</b>	<b>-371</b>	<b>-390</b>
Doanh thu tài chính	903	996	985	941
Chi phí tài chính	-22	-13	-15	-15
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	-18	-13	-15	-15
Lợi nhuận từ công ty LDLK (Lỗ)/lãi khác	7.126	6.062	6.572	7.086
	-101	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>7.450</b>	<b>6.669</b>	<b>7.171</b>	<b>7.622</b>
Thuế TNDN	-99	-121	-120	-107
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>7.351</b>	<b>6.547</b>	<b>7.051</b>	<b>7.515</b>
Lợi ích CĐ thiếu số	-38	-34	-36	-39
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>	<b>7.313</b>	<b>6.514</b>	<b>7.015</b>	<b>7.476</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh</b>	<b>7.313</b>	<b>6.514</b>	<b>7.015</b>	<b>7.476</b>
EBITDA	-126	-22	1	2
EPS báo cáo, VND	5.440	4.838	5.224	5.567
EPS điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	5.440	4.838	5.224	5.567
EPS pha loãng điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	5.440	4.838	5.224	5.567
DPS, VND	5.100	5.300	4.500	4.900
DPS/EPS (%)	94%	110%	86%	88%

TỶ LỆ	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	-36,5%	-5,0%	5,0%	5,0%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	NM	NM	NM	NM
Tăng trưởng LN trước thuế	4,5%	-10,5%	7,5%	6,3%
Tăng trưởng EPS điều chỉnh	4,0%	-11,1%	8,0%	6,6%

Khả năng sinh lời	2019	2020F	2021F	2022F
Biên LN gộp %	2,2%	4,0%	4,5%	4,5%
Biên LN từ HĐ %	-10,2%	-8,8%	-8,3%	-8,3%
Biên EBITDA	-2,8%	-0,5%	0,0%	0,0%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	163,0%	152,8%	156,7%	159,1%
ROE %	28,5%	24,6%	26,7%	27,8%
ROA %	24,6%	21,4%	25,3%	26,3%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2019	2020F	2021F	2022F
Số ngày tồn kho	173	169	169	169
Số ngày phải thu	87	48	46	46
Số ngày phải trả	40	38	39	39
TG luân chuyển tiền	220	179	176	176

Thanh khoản	2019	2020F	2021F	2022F
CS thanh toán hiện hành	3,7	15,8	15,1	15,5
CS thanh toán nhanh	2,8	11,0	10,3	10,8
CS thanh toán tiền mặt	2,7	10,6	9,8	10,3
Nợ/Tài sản	0,8%	1,0%	1,1%	1,1%
Nợ/Vốn sử dụng	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%
Nợ/Vốn CSH	-61,7%	-45,8%	-43,7%	-44,7%
Khả năng thanh toán lãi vay	NA	NA	NA	NA

Nguồn: số liệu của công ty, VCSC

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Tiền và tương đương	5.577	1.199	613	1.553
Đầu tư TC ngắn hạn	11.265	11.265	11.265	11.265
Các khoản phải thu	566	549	576	605
Hàng tồn kho	1.848	1.936	2.022	2.124
TS ngắn hạn khác	3.745	3.745	3.745	3.745
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>23.001</b>	<b>18.694</b>	<b>18.222</b>	<b>19.292</b>
TS dài hạn (gộp)	5.285	5.585	5.885	6.185
- Khấu hao lũy kế	-2.814	-3.166	-3.538	-3.930
TS dài hạn (ròng)	2.471	2.419	2.347	2.255
Đầu tư TC dài hạn	7.432	6.374	6.884	7.398
TS dài hạn khác	396	396	396	396
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>10.300</b>	<b>9.189</b>	<b>9.627</b>	<b>10.049</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>33.301</b>	<b>27.883</b>	<b>27.849</b>	<b>29.342</b>
Phải trả ngắn hạn	411	456	476	501
Nợ ngắn hạn	179	213	224	235
Nợ ngắn hạn khác	5.693	511	511	511
Tổng nợ ngắn hạn	6.283	1.180	1.210	1.246
Nợ dài hạn	80	80	80	80
Nợ dài hạn khác	72	72	72	72
<b>Tổng nợ</b>	<b>6.434</b>	<b>1.331</b>	<b>1.361</b>	<b>1.397</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	13.288	13.288	13.288	13.288
Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	13.411	13.062	12.962	14.379
Vốn khác	-28	-28	-28	-28
Lợi ích CĐTS	197	230	267	305
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>26.867</b>	<b>26.552</b>	<b>26.488</b>	<b>27.944</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>33.301</b>	<b>27.883</b>	<b>27.849</b>	<b>29.342</b>

Cổ phiếu lưu hành cuối năm, tr	1.329	1.329	1.329	1.329
Cổ cổ phiếu quỹ cuối năm, tr	0	0	0	0

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>342</b>	<b>5.577</b>	<b>1.199</b>	<b>613</b>
Lợi nhuận sau thuế	7.313	6.514	7.015	7.476
Khấu hao	330	353	372	392
Thay đổi vốn lưu động	164	-26	-94	-105
Điều chỉnh khác	-7.428	-6.113	-6.608	-7.126
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>379</b>	<b>727</b>	<b>685</b>	<b>637</b>

Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-317	-300	-300	-300
Đầu tư	5.441	7.120	6.062	6.572
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>5.124</b>	<b>6.820</b>	<b>5.762</b>	<b>6.272</b>

Cổ tức đã trả	0	-11.959	-7.043	-5.980
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-36	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-205	34	11	11
Tiền từ các hoạt động TC khác	-26	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-267</b>	<b>-11.925</b>	<b>-7.032</b>	<b>-5.968</b>

<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>5.235</b>	<b>-4.378</b>	<b>-585</b>	<b>940</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>5.577</b>	<b>1.199</b>	<b>613</b>	<b>1.553</b>

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Đào Danh Long Hà và Đặng Văn Pháp, 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
<b>MUA</b>		Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>		Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>		Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>		Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>		Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>		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 để 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.
<b>KHUYẾN NGHỊ HOẢN</b>	<b>NGHỊ TẠM</b>	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, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, 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
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- 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 & Hà Nội

#### 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

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

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Tường Huy, Chuyên viên, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- 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.