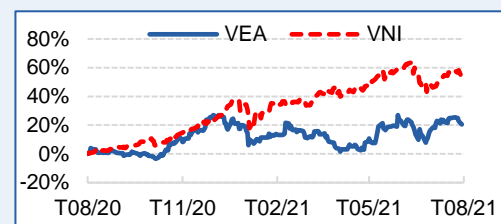


# VEAM Corp (VEA) [MUA +27,1%]

Cập nhật

Ngành	Ô tô		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	25/08/2021	Tăng trưởng DT	-18,3%	5,0%	5,0%	5,0%
Giá hiện tại	41.600VND	Tăng trưởng EPS	-22,5%	-10,7%	24,6%	23,0%
Giá mục tiêu hiện tại	49.100VND	TT LN từ CTLK*	-28,3%	-8,5%	27,4%	24,1%
Giá mục tiêu gần nhất	49.000VND	P/E	7,7x	9,9x	11,1x	8,9x
TL tăng	+18,0%	Lợi suất cổ tức	12,0%	9,1%	8,4%	10,6%
Lợi suất cổ tức	+9,1%	Giá CP/DTHĐ	7,8x	6,8x	11,1x	11,9x
Tổng mức sinh lời	+27,1%	P/B	2,1x	2,2x	2,3x	2,2x



		VEA	Peers**	VNI
GT vốn hóa	2,4 tỷ USD			
Room KN	1,0 tỷ USD	P/E (trượt)	8,7x	10,6x
GTGD/ngày (30n)	400.000USD	P/B (hiện tại)	2,6x	1,0x
Cổ phần Nhà nước	88,5%	Nợ ròng/CSH	-0,7x	0,1x
SL cổ phiếu lưu hành	1.328,8 tr	ROE	25,6%	10,6%
Pha loãng	1.328,8 tr	ROA	21,8%	4,6%

\* lợi nhuận từ CTLK; \*\* CT cùng ngành nước ngoài

## 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 Cao cấp

Đặng Văn Pháp, CFA  
Phó Giám đốc

## Dịch COVID-19 lan rộng ảnh hưởng doanh số xe máy, ô tô

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho Tổng CT Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam (VEA) và gần như giữ nguyên giá mục tiêu khi chúng tôi tiếp tục đánh giá cao cơ hội đầu tư vào thị trường xe máy rộng lớn cũng như tăng trưởng dài hạn của tiêu thụ ô tô tại Việt Nam của VEA cùng với mức lợi suất cổ tức cao của công ty.
- Trong báo cáo này, chúng tôi thay đổi phương pháp định giá từ P/E sang mô hình chiết khấu cổ tức (DDM), chúng tôi tin rằng phương pháp này phù hợp với chính sách cổ tức ổn định của VEA. Ngoài ra, DDM giúp giảm tác động của biến động lợi nhuận trong ngắn hạn do các gián đoạn liên quan đến dịch COVID-19 đối với mô hình định giá của chúng tôi.
- Chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2021/2022/2023 thêm 22%/14%/3% do dịch COVID-19 bùng phát mạnh hơn dự kiến tại Việt Nam làm ảnh hưởng đến nhu cầu phương tiện và hoạt động bán hàng.
- Chúng tôi dự báo doanh số xe du lịch (PC)/xe máy sẽ giảm 15%/15% trong năm 2021F (so với mức tăng trưởng 13%/8% trong báo cáo trước đây của chúng tôi), sau đó ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) lần lượt đạt 23%/14% trong giai đoạn 2021-2023.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E năm 2021/2022 của VEA đạt 13,1/10,5 lần so với P/E trượt trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành à 11 lần. Lợi suất cổ tức năm 2021 của VEA (sẽ được chia vào năm 2022) hấp dẫn ở mức 9,1%.
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Nhu cầu xe máy và ô tô tiếp tục suy yếu - đặc biệt nếu tình hình dịch COVID-19 vẫn tiếp diễn; cạnh tranh gay gắt hơn trên thị trường ô tô; những thay đổi đối với chính sách cổ tức của VEA hoặc các công ty liên kết sẽ dẫn đến mức lợi suất cổ tức thấp hơn kỳ vọng.

## Dịch COVID-19 nghiêm trọng ảnh hưởng doanh số PC trong 6 tháng cuối năm 2021; chúng tôi kỳ vọng phục hồi mạnh mẽ giai đoạn 2022-2023 - giả định rằng gián đoạn sẽ hạ nhiệt.

Theo ước tính của chúng tôi, doanh số của ngành PC tại Việt Nam giảm 43% YoY vào tháng 7/2021. Dựa trên giả định của chúng tôi rằng sự gián đoạn do COVID-19 sẽ bắt đầu hạ nhiệt vào quý 4/2021, chúng tôi kỳ vọng doanh số PC sẽ cải thiện so với quý trước trong quý 4/2021. Quan điểm của chúng tôi về sự phục hồi mạnh mẽ tiếp tục dựa trên tầng lớp trung lưu đang gia tăng nhanh chóng và sự hỗ trợ tiềm năng từ Chính phủ đối với ô tô lắp ráp trong nước tương tự như việc giảm thuế trước bạ vào năm 2020.

**Doanh số xe máy phục hồi chậm hơn do tác động tiêu cực hơn của dịch COVID-19 đối với thu nhập của người tiêu dùng phổ thông.** Doanh số xe máy của Honda Việt Nam giảm mạnh 41% YoY vào tháng 7/2021 so với mức tăng 7% YoY trong 6 tháng đầu năm 2021. Chúng tôi dự báo ngành xe máy sẽ ghi nhận CAGR đạt 11% trong giai đoạn 2021-2024 sau khi giảm 15% trong

năm 2021, tương ứng nhu cầu xe máy sẽ không quay về mức ghi nhận trước dịch COVID-19 vào năm 2019 trước năm 2024.

**Chúng tôi cho rằng thị phần ô tô của các công ty liên kết của VEA sẽ chịu áp lực trong bối cảnh cạnh tranh từ các thương hiệu xe hơi bình dân hơn trong khi Honda tiếp tục thống trị thị trường xe máy.** Theo dự báo của chúng tôi, doanh số ô tô của Toyota, Honda và Ford tại Việt Nam sẽ giảm 19%-24% trong năm 2021. Theo quan điểm của chúng tôi, trong ngắn hạn, các công ty liên kết của VEA có thể mất thị phần vào tay các thương hiệu hợp túi tiền hơn như Hyundai, Mitsubishi, Kia và VinFast. Chúng tôi cho rằng các công ty liên kết của VEA sẽ cần phải điều chỉnh danh mục sản phẩm (ví dụ: tung ra các phiên bản mới hơn của các dòng xe hiện hữu ở mức giá thấp hơn và/hoặc với nhiều tính năng hơn) để giành lại thị phần, điều này sẽ mất một khoảng thời gian. Mặt khác, chúng tôi dự báo doanh số xe máy của Honda sẽ tăng từ 79% vào năm 2020 lên 81% vào năm 2023 nhờ danh mục sản phẩm đa dạng và giá trị thương hiệu mạnh.

## Báo cáo tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Doanh thu</b>	<b>3.667</b>	<b>3.850</b>	<b>4.043</b>	<b>4.245</b>
Giá vốn hàng bán	-3.391	-3.551	-3.718	-3.894
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>276</b>	<b>299</b>	<b>324</b>	<b>351</b>
Chi phí bán hàng	-63	-66	-69	-72
Chi phí quản lí DN	-408	-429	-450	-472
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>-195</b>	<b>-195</b>	<b>-195</b>	<b>-194</b>
Doanh thu tài chính	977	715	653	672
Chi phí tài chính	-6	-4	-5	-6
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-4</i>	<i>-4</i>	<i>-5</i>	<i>-6</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLK	5.110	4.673	5.952	7.389
(Lỗ)/lãi khác	-7	-7	-7	-7
<b>LNTT</b>	<b>5.877</b>	<b>5.182</b>	<b>6.398</b>	<b>7.854</b>
Thuế TNDN	-154	-102	-89	-93
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>5.676</b>	<b>5.080</b>	<b>6.309</b>	<b>7.761</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	-43	-38	-47	-58
<b>LNST sau lợi ích CĐTS. báo cáo</b>	<b>5.633</b>	<b>5.042</b>	<b>6.261</b>	<b>7.703</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS. điều chỉnh</b>	<b>5.633</b>	<b>5.042</b>	<b>6.261</b>	<b>7.703</b>
EBITDA	149	160	180	200
EPS báo cáo, VND	4.198	3.748	4.670	5.743
EPS điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	4.198	3.748	4.670	5.743
EPS pha loãng, VND	4.198	3.748	4.670	5.743
DPS, VND	4.990	3.800	3.500	4.400
DPS/EPS (%)	119%	101%	75%	77%
(1) Điều chỉnh cho khoản mục bất thường				
TỶ LỆ	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	-18,3%	5,0%	5,0%	5,0%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-28,3%	-8,5%	27,4%	24,1%
Tăng trưởng LN trước thuế	-20,7%	-11,8%	23,5%	22,8%
Tăng trưởng EPS điều chỉnh	-22,5%	-10,7%	24,6%	23,0%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	7,5%	7,8%	8,0%	8,3%
Biên LN từ HĐ %	-5,3%	-5,1%	-4,8%	-4,6%
Biên EBITDA	4,1%	4,2%	4,5%	4,7%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh %	153,6 %	130,9 %	154,9 %	181,4 %
ROE %	21,8%	20,7%	26,0%	29,4%
ROA %	18,7%	19,1%	23,7%	27,0%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	173	159	170	170
Số ngày phải thu	51	47	49	49
Số ngày phải trả	42	34	43	41
TG luân chuyển tiền	182	171	176	178
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	10,7	8,9	8,9	9,6
CS thanh toán nhanh	7,7	6,0	5,8	6,4
CS thanh toán tiền mặt	7,5	5,8	5,6	6,1
Nợ/Tài sản	0,0	0,0	0,0	0,0
Nợ/Vốn sử dụng	0,0	0,0	0,0	0,0
Nợ/Vốn CSH	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Khả năng thanh toán lãi vay	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.

Nguồn: thông tin từ công ty, VCSC

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền và tương đương	330	346	364	382
Đầu tư TC ngắn hạn	13.241	11.677	11.283	12.567
Các khoản phải thu	452	534	560	588
Hàng tồn kho	1.398	1.688	1.767	1.851
TS ngắn hạn khác	3.941	4.316	4.590	4.904
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>19.363</b>	<b>18.561</b>	<b>18.564</b>	<b>20.292</b>
TS dài hạn (gộp)	5.339	5.639	5.939	6.239
- Khấu hao lũy kế	-3.127	-3.483	-3.857	-4.251
TS dài hạn (ròng)	2.211	2.156	2.082	1.987
Đầu tư TC dài hạn	5.298	4.816	6.096	7.533
TS dài hạn khác	440	440	440	440
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>7.949</b>	<b>7.412</b>	<b>8.617</b>	<b>9.960</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>27.312</b>	<b>25.974</b>	<b>27.181</b>	<b>30.252</b>
Phải trả ngắn hạn	277	445	440	461
Nợ ngắn hạn	87	193	202	212
Nợ ngắn hạn khác	1.446	1.446	1.446	1.446
Tổng nợ ngắn hạn	1.810	2.084	2.088	2.119
Nợ dài hạn	77	77	77	77
Nợ dài hạn khác	52	52	52	52
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.939</b>	<b>2.213</b>	<b>2.217</b>	<b>2.248</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	11.866	10.216	11.372	14.353
Vốn khác	5	5	5	5
Lợi ích CĐTS	214	252	299	358
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>25.373</b>	<b>23.761</b>	<b>24.964</b>	<b>28.003</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>27.312</b>	<b>25.974</b>	<b>27.181</b>	<b>30.252</b>
Cổ phiếu lưu hành cuối năm, tr	1.329	1.329	1.329	1.329
Cổ phiếu quỹ cuối năm, tr	0	0	0	0
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>5.576</b>	<b>330</b>	<b>346</b>	<b>364</b>
Lợi nhuận sau thuế	5.633	5.042	6.261	7.703
Khấu hao	344	355	375	394
Thay đổi vốn lưu động	1.140	-578	-385	-405
Điều chỉnh khác	-5.186	-4.696	-5.961	-7.402
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>211</b>	<b>122</b>	<b>290</b>	<b>290</b>
Chi mua sắm TSCĐ. ròng	-73	-300	-300	-300
Đầu tư	6.065	6.719	5.067	4.669
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>5.992</b>	<b>6.419</b>	<b>4.767</b>	<b>4.369</b>
Cổ tức đã trả	-11.355	-6.631	-5.049	-4.651
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-1	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-94	106	10	10
Tiền từ các hoạt động TC khác	1	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-11.449</b>	<b>-6.525</b>	<b>-5.040</b>	<b>-4.641</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-5.246</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>18</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>330</b>	<b>346</b>	<b>364</b>	<b>382</b>

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đào Danh Long Hà, 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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (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 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.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	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](http://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

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- 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, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

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

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

### 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](mailto: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](mailto: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](mailto:Alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

#### Dầu khí và Điện

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

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

## 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.