



TCT MÁY ĐỘNG LỰC & MÁY NÔNG NGHIỆP VN [MUA, +32.2%] (VEA: UPCoM)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

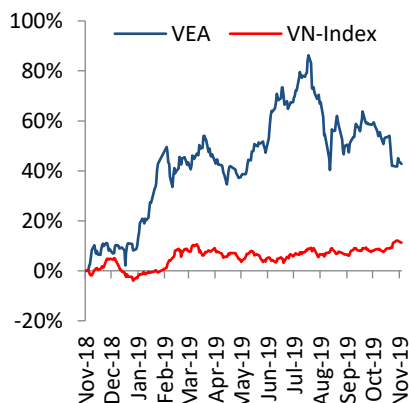
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	49,000
Giá mục tiêu (đồng/cp)	64,000
Tiềm năng tăng/giảm (%)	32.2
Giá cao nhất 52T (đồng)	64,450
Giá thấp nhất 52T (đồng)	34,582
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	(16.2)
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	3.0
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	42.8
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	64,313.9
KLGDQB (SLCP, 3 tháng)	281,917
SL CP lưu hành (triệu cp)	1,328.8
Nước ngoài đang sở hữu (%)	0.04
Giới hạn SH nước ngoài (%)	49.0
P/E trượt 12 tháng (x)	9.2
P/E dự phóng 12 tháng (x)	11.5

TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2016	2017	2018	2019F
Doanh thu (tỷ đồng)	6,306.9	6,563.2	7,070.1	5,275.0
Tăng trưởng (% y/y)	7.0	4.1	7.7	(25.4)
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	4,504.5	5,046.1	7,010.4	7,413.9
Tăng trưởng (% y/y)	3.0	12.0	38.9	5.8
Biên lợi nhuận ròng (%)	71.4	76.9	99.2	140.5
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	13,310.3	18,575.4	24,849.6	25,574.1
Tổng tài sản (tỷ đồng)	20,376.0	23,360.9	26,406.0	27,175.9
ROA (%)	24.0	23.3	28.3	27.8
ROE (%)	31.5	31.9	32.5	29.5
EPS (đồng)	3,390	3,797	5,276	5,579
BVPS (đồng)	9,869	13,836	18,701	19,246.0
Cổ tức (đồng)	-	-	370	5,000
P/E (x)	14.5	12.9	9.2	11.5
EV/EBITDA (x)	1782.0	1357.2	274.8	N/A
P/B (x)	5.0	3.5	2.6	3.3

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

Tăng trưởng giá so với VN-Index



Nguồn: Fiinpro

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Thị trường Ô tô Việt Nam có tiềm năng tăng trưởng lớn. Tỷ lệ sở hữu Ô tô đang ở mức thấp so với các quốc gia trong khu vực, khoảng 23 xe/1,000 dân, kinh tế tăng trưởng ổn định và thu nhập khả dụng ngày càng được cải thiện. Theo Viện chính sách công nghiệp (Bộ Công thương), doanh số bán xe Ô tô dự báo tăng trưởng 22.6%/năm đến năm 2025 và 18.5%/năm đến năm 2035.
- Honda tiếp tục mở rộng thị phần và sản lượng xe máy bán ra trong bối cảnh thị trường xe máy Việt Nam giảm tốc. Với thị phần 75.9%, Honda gần như thống trị tuyệt đối tại thị trường xe máy Việt Nam.
- Kế hoạch thoái vốn của Nhà nước từ 88% xuống 36.0%.
- Định giá hấp dẫn: VEA đang giao dịch với mức P/E năm 2019F là 11.5 lần, hấp dẫn so với mức trung vị P/E trượt của các doanh nghiệp có hoạt động sản xuất Ô tô là 12.5 lần.

ĐIỂM HỖ TRỢ ĐẦU TƯ

- Tình hình tài chính của VEA khá tích cực: vị thế tiền mặt dồi dào, tỷ lệ đòn bẩy thấp và có xu hướng tiếp tục giảm. Tỷ trọng các khoản tiền và đầu tư ngắn hạn (tiền gửi tiết kiệm) chiếm 75% trong cơ cấu tổng tài sản.
- Chính sách cổ tức hấp dẫn khi VEAM dự kiến không có nhu cầu chi đầu tư lớn cho kế hoạch sản xuất kinh doanh và các công ty liên kết trong mảng Ô tô & Xe máy cũng không có kế hoạch nâng công suất trong thời gian tới.

ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp khấu dòng tiền để định giá cổ phiếu VEA.
- Giá mục tiêu: VEA được xác định giá hợp lý ở mức 64,000 đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu VEA.
- Rủi ro chính của VEAM là các chính sách Nhà nước ảnh hưởng đến việc tiêu thụ Ô tô & Xe máy, hoạt động kinh doanh xe thương mại và máy nông nghiệp kém hiệu quả.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 64,000 đồng/cổ phiếu



1. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

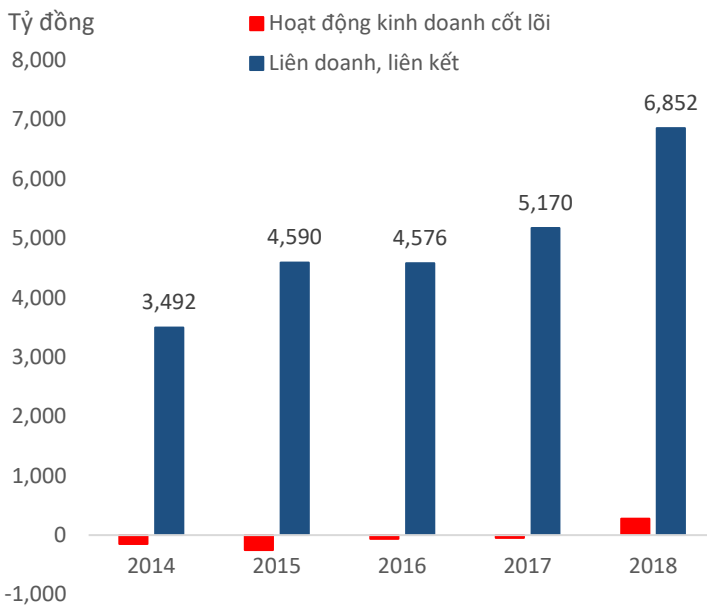
Tổng Công ty Máy động lực và Máy nông nghiệp (VEAM) được thành lập năm 1990 do Nhà nước sở hữu 100% vốn trực thuộc Bộ Công thương gồm 12 nhà máy cơ khí (7 nhà máy ở phía Bắc và 5 nhà máy ở phía Nam). Đến năm 2010, VEAM chuyển đổi thành công ty TNHH và hoạt động theo mô hình Công ty mẹ - Công ty con và đến năm 2017 chuyển đổi thành công ty cổ phần và năm 2018 niêm yết trên sàn giao dịch UPCoM.

Ngành nghề kinh doanh chính của VEAM:

- Sản xuất và kinh doanh máy móc nông nghiệp nhằm đáp ứng nhu cầu trong nước và mở rộng xuất khẩu sang các nước châu Á. Hiện nay VEAM có 5 công ty sản xuất động cơ (xăng, diesel), máy xay sắn, máy phun thuốc trừ sâu. Thị trường chủ yếu là miền Nam và một số tỉnh miền Trung.
- Sản xuất, lắp ráp Ô tô, xe máy trong đó xe Ô tô có tải trọng từ 1 – 33 tấn, xe ben 6.5 tấn và xe đầu kéo 36 tấn.
- Sản phẩm công nghiệp hỗ trợ, cơ khí như đĩa, xích, linh kiện xe máy, bánh bi, bánh răng, hộp số...

Tuy nhiên, hầu hết các hoạt động kinh doanh này đều không có lãi thậm chí lỗ rất nặng. Năm 2015 mức lỗ là 253 tỷ và giảm dần còn -50 tỷ năm 2017. Riêng năm 2018 hoạt động kinh doanh có cải thiện nên thu được lợi nhuận 274 tỷ.

Biểu đồ 1: Kết quả hoạt động kinh doanh



Nguồn: BCTC VEAM

Hình 1: Một số sản phẩm tiêu biểu của VEAM



Nguồn: VEAM

Tuy có lãi trong năm 2018 nhưng doanh thu bán hàng vẫn không đạt mục tiêu do bản thân VEAM đề ra do các nhà máy của VEAM lắp ráp xe tải có tiêu chuẩn khí thải Euro 2 không đạt kế hoạch. Trong khi đó các sản phẩm có tiêu chuẩn Euro 4 chưa kịp phát triển trong năm đầu sản xuất.

Trong khi đó doanh thu tài chính vượt kế hoạch nhờ kết quả hoạt động tốt ở những công ty có vốn góp của VEAM, tối ưu hóa đầu tư tài chính ngắn hạn và quản lý chi phí chặt chẽ.

Đầu tư ngắn hạn và dài hạn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản

Tại thời điểm 3Q19, đầu tư ngắn hạn tập trung chủ yếu ở các khoản tiền mặt 681 tỷ đồng, tiền gửi có kỳ hạn là 14,253 tỷ đồng trong khi đầu tư dài hạn phần lớn là các khoản đầu tư vào công ty liên kết 4,862 tỷ đồng. Các khoản đầu tư lớn phải kể đến 3 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất xe có động cơ, bao gồm Honda Việt Nam - 3,513 tỷ đồng, Toyota Việt Nam - 689 tỷ đồng và Ford Việt Nam - 550 tỷ đồng.

2. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Hoạt động kinh doanh chính:

Sản xuất động cơ và máy nông nghiệp

VEAM hiện đang hoạt động sản xuất, kinh doanh trong các lĩnh vực chính, gồm: động cơ và máy nông nghiệp; Ô tô & Xe máy; công nghiệp hỗ trợ. Ngoài ra, VEAM còn tham gia vào các ngành nghề kinh doanh khác như vận chuyển hàng hóa, khai thác và chế biến quặng sắt, mua bán vật tư, thiết bị, phụ tùng cơ khí.

VEAM là doanh nghiệp sản xuất lớn, đi đầu trong lĩnh vực sản xuất máy nông nghiệp tại Việt Nam, có uy tín nhất định tại thị trường trong nước và khu vực. Hiện nay, VEAM có 5 công ty chuyên sản xuất động cơ, máy nông nghiệp sản xuất các sản phẩm chủ yếu như: động cơ (động cơ xăng, động cơ Diesel), máy kéo 2 bánh gắn động cơ 1 xy lanh từ 8HP tới 35HP, máy xay sát, ru lô cao su, máy phun thuốc trừ sâu, máy gặt, hộp số dùng trong nuôi trồng thủy sản. Nhìn chung sản phẩm do VEAM sản xuất có chất lượng khá tốt, giá cả tương đối phù hợp và có sức cạnh tranh tại thị trường trong nước. Giá trị xuất khẩu bình quân hàng năm các loại động cơ, máy nông nghiệp khoảng 30 triệu USD.



Động cơ Diesel RV50N



Động cơ xăng 168F-L



Động cơ Diesel D560

MÁY KÉO, MÁY NÔNG NGHIỆP



Máy kéo MK70



Máy kéo K2600



Máy gặt đập liên hợp MGD150



Máy gặt lúa xếp dây GX150



Máy kéo BS8



Máy kéo BS12



Máy bơm nước PV30+105N



Máy phát điện MF2XT



Cối trắng RP800

Sản xuất, lắp ráp Ô tô và xe máy

Cùng với việc kết, liên doanh với những đối tác có uy tín lớn trên thị trường sản xuất ô tô, xe máy như: Honda, Toyota, Ford, VEAM đã đầu tư Nhà máy lắp ráp xe ô tô tải có trọng tải từ dưới 1 tấn đến 33 tấn và các xe chuyên dùng khác. Với thiết bị, dây chuyền sản xuất khá hiện đại (dây chuyền hàn tự động, sơn, đập công suất lớn) nhà máy Ô tô VEAM đã từng bước phát triển cả về số lượng và chất lượng, cải tiến mẫu mã, đáp ứng nhu cầu và thị hiếu của khách hàng.



Xe tải VT240 (2.4T)



Xe tải VT651 (6.5T)



Xe tải Hyundai HD700 (7.1T)



Xe ben VB200 (2T)



Xe ben VB652 (6.5T)



Xe ben VB750 (7.5T)



Xe ben MAZ (9.8T)



Xe đầu kéo MAZ (36T)

Sản xuất các sản phẩm công nghiệp hỗ trợ

Năng lực sản xuất các sản phẩm công nghiệp hỗ trợ như: tay biên, trục khuỷu, vòng bi, linh kiện xe máy... của các doanh nghiệp thuộc VEAM ngày càng được nâng cao. Hiện có 4 công ty thuộc VEAM chuyên sản xuất các sản phẩm cơ khí cung cấp cho các đối tác lớn để sản xuất xe máy nhãn hiệu Honda, Yamaha, Piaggio ... Từ năm 2014 đến nay, các đơn vị bắt đầu xuất khẩu một số sản phẩm phụ tùng ra nước ngoài (Nhật Bản) đạt khoảng 11 triệu USD/năm. Tuy nhiên, do chính sách ưu đãi cho ngành công nghiệp hỗ trợ còn nhiều bất cập, công nghệ và thiết bị sản xuất các sản phẩm cơ khí của các doanh nghiệp thuộc VEAM chưa theo kịp trình độ của các nước tiên tiến trên thế giới; mặt khác, phải chịu sức ép cạnh tranh rất lớn từ sản phẩm nhập khẩu chất lượng thấp, giá rẻ nên các doanh nghiệp sản xuất cơ khí gặp rất nhiều khó khăn.

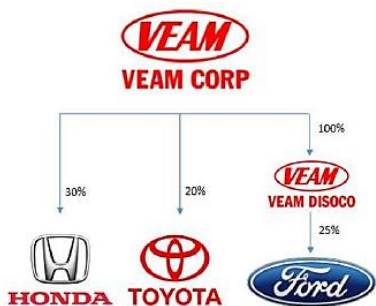


Doanh thu tăng trưởng tương đối ổn định

Doanh thu thuần của VEAM tương đối ổn định qua các năm. Doanh thu thuần năm 2018 đạt hơn 7,070 tỷ đồng tăng trưởng 7.7% so với năm 2017 và chủ yếu đến từ hoạt động sản xuất máy động lực và máy nông nghiệp. Tuy nhiên 9 tháng đầu năm 2019, doanh thu thuần đạt 3,353 tỷ đồng (-28.4% YoY) do lượng tiêu thụ xe tại nhà máy Ô tô VEAM (VM) gặp khó khăn, lượng xe tồn kho tiêu thụ chậm dẫn đến giá trị sản xuất giảm -24% YoY và chỉ đạt 25% kế hoạch cả năm. Chủ trương của VEAM là sản xuất phải đi đôi với tiêu thụ trong khi VM không còn vốn để sản xuất tồn kho.

Tuy doanh thu tương đối cao, lợi nhuận sau thuế của VEAM những năm qua chủ yếu đến từ các công ty liên doanh, liên kết. Theo đó, **VEAM đang tham gia liên doanh và sở hữu 20% vốn điều lệ tại Honda Việt Nam, 30% vốn điều lệ tại Toyota Việt Nam và 25% Ford Việt Nam. Đây là những doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất Ô tô, xe máy và đang chiếm lĩnh thị phần hàng đầu tại Việt Nam.** Tình hình kinh doanh của những liên doanh này tăng trưởng rất tốt trong những năm gần đây, qua đó mang lại nguồn lợi nhuận lớn cho VEAM. Cụ thể: lợi nhuận được chia từ công ty liên doanh liên kết của Tổng công ty đạt 4,576 tỷ đồng năm 2016, 5,170 tỷ đồng năm 2017 và 6,852 tỷ đồng năm 2018, trong đó 9 tháng đầu năm 2019 là 4,973 tỷ đồng.

Bảng 1: Danh sách công ty con và liên kết của VEAM



Công ty con	Ngành nghề	Tỷ lệ sở hữu
Cơ khí chính xác số 1	Sản xuất sản phẩm cơ khí	51%
Cơ khí Phổ Yên	Sản xuất phụ tùng xe	51%
Cơ khí Cổ Loa	Vận tải hàng hóa	53.66%
Vận tải và Thương mại VEAM	Vận chuyển hành khách	51%
Vật tư thiết bị toàn bộ	Bán buôn máy móc	51.99%
Phụ tùng số 1	Sản xuất phụ tùng	55%
Máy kéo và máy nông nghiệp	Sản xuất máy nông nghiệp	100%
Cơ khí Trần Hưng Đạo	Sản xuất máy nông nghiệp	100%
Diesel Sông Công	Sản xuất phụ tùng	100%
Máy nông nghiệp miền Nam	Sản xuất phụ tùng	100%
Viện công nghệ	Nghiên cứu, ứng dụng	100%
VEAM Korea	Xuất khẩu sang Hàn Quốc	89%
Cơ khí Vinh	Sản xuất cầu kiện kim loại	59.93%
Công ty Liên kết	Ngành nghề	Tỷ lệ sở hữu
Nakycoco	Sản xuất, mua bán phụ tùng	49%

Cơ khí An Giang	Sản xuất máy gặt	47.41%
VEAM Tây Hồ	Dịch vụ văn phòng	29%
Honda Việt Nam	Sản xuất, lắp ráp xe	30%
Toyota Việt Nam	Sản xuất, lắp ráp Ô tô	20%
Ford Việt Nam	Sản xuất, lắp ráp Ô tô	25%
Matexim Hải Phòng	Vận tải hành khách	20.38%
Đầu tư khác	Ngành nghề	Tỷ lệ sở hữu
KUMBA	Sản xuất linh kiện cơ khí	3.5%

Nguồn: VEAM

Vị thế của VEAM trong ngành

Đối với động cơ và máy nông nghiệp

Hiện nay, thị trường tiêu thụ động cơ diesel nhỏ (dưới 30 mã lực), máy kéo và máy nông nghiệp từ 03 nguồn chính, gồm: sản phẩm nội địa, sản phẩm nhập khẩu Trung Quốc và các máy cũ nhập khẩu từ Nhật, Hàn Quốc... Sản phẩm nội địa chủ yếu do các đơn vị của Tổng công ty Máy Động lực và Máy Nông nghiệp Việt Nam (VEAM) sản xuất và lắp ráp. Sản phẩm của Trung Quốc gồm hai dòng chính, nhập khẩu từ các nhà sản xuất chính thống và nhập khẩu biên mậu từ các nhà sản xuất tư nhân chủ yếu là các máy nhái, máy giả nhãn hiệu của các nhà sản xuất chính thống. Ngoài ra, có một số doanh nghiệp trong nước lắp ráp máy nông nghiệp, động cơ Trung Quốc dưới dạng CKD. Xét về vị trí cạnh tranh giữa các đơn vị sản xuất động cơ và máy nông nghiệp trong nước có tính chất công nghiệp (tức là có chi tiết nội địa hóa trên 60%) thì VEAM là đơn vị đứng đầu về động cơ và máy nông nghiệp sản xuất trong nước. Tuy nhiên, về thị phần thì hiện nay, các doanh nghiệp trong nước chiếm khoảng 30% (trong đó VEAM chiếm khoảng 15 đến 25%).

Đối với ngành Ô tô

Ngành sản xuất lắp ráp ô tô tải là lĩnh vực non trẻ của VEAM và gặp nhiều khó khăn thách thức. So với các hãng lớn cung cấp trên thị trường này như Trường Hải, TMT, Toyota, Hyundai... thì thương hiệu VEAM là một thương hiệu tương đối mới, năm 2014 chỉ chiếm 1.8% thị phần. Tuy nhiên, các sản phẩm Ô tô tải của VEAM đã được liên tục cải tiến chất lượng sau các đợt khảo sát thị trường, lấy ý kiến góp ý từ khách hàng và đại lý giúp cho tỷ lệ lỗi hỏng giảm đáng kể, sự thỏa mãn của khách hàng ngày càng cao. Trong những năm vừa qua VEAM đã cung cấp ra thị trường các dòng xe tải chất lượng cao, tuy thị phần chưa lớn nhưng vẫn đảm bảo tốc độ tăng trưởng hàng năm, được các Đại lý, khách hàng trên toàn quốc đánh giá là một trong những thương hiệu xe tải với các sản phẩm chất lượng cao, mẫu mã đa dạng và là thương hiệu có sức ảnh hưởng cạnh tranh lớn trên thị trường.

Đối với ngành sản xuất các sản phẩm công nghiệp hỗ trợ

Cho tới nay, với năng lực hiện thời, VEAM đã có thể sản xuất được các chi tiết phần khung và chi tiết phần động cơ, đặc biệt có những chi tiết động cơ dạng khó như: Trục khuỷu (crankshaft), tay biên (connecting rod), vòng bi ... Các đơn vị thuộc VEAM đã cung ứng phụ tùng cho xe máy, nâng cao giá trị thặng dư của Việt Nam trong sản phẩm tổng thành. VEAM hiện là nhà cung cấp phụ tùng chính cho các liên doanh lớn tại Việt Nam như: Honda, Yamaha, Piaggio ... Hợp tác với các công ty lớn ngoài việc có được nguồn hàng ổn định còn cho phép VEAM nâng cao năng lực quản lý và thương hiệu. Hiện nay, đã có một số công ty nước ngoài như: Sumitomo, Toshiba, Konishi ...tham gia đặt hàng.

Triển vọng phát triển của ngành

Ngành động cơ và máy nông nghiệp

Hiện tại ngành nông nghiệp chiếm tới hơn 60% số lượng lao động của cả nước nhưng chỉ đóng góp hơn 20% GDP cho Việt Nam. Theo Quy hoạch tổng thể phát triển ngành nông nghiệp cả nước đến năm 2020 và tầm nhìn đến 2030 (phê duyệt kèm theo Quyết định số 124/QĐ-TTg ngày 02 tháng 02 năm 2012 của Thủ tướng Chính phủ) thì tỷ lệ cơ giới hóa nông nghiệp năm 2010 trong khâu làm đất đạt 70%, khâu gieo trồng, chăm bón đạt 25%, khâu thu hoạch là 30% và khâu chế biến đạt 30%, máy móc nông nghiệp chưa thực sự được phổ cập rộng rãi.

Nhìn chung các cơ sở chế tạo máy kéo, máy nông nghiệp ở Việt Nam hầu hết đều là quy mô nhỏ, sản lượng thấp, quy trình sản xuất khép kín, thiếu chuyên môn hóa, thiếu hợp tác liên kết tổ chức sản xuất. Sản phẩm cơ khí nông nghiệp trong nước chế tạo chủ yếu là động cơ công suất nhỏ. Các loại máy nông nghiệp có nhu cầu cao như máy cấy, máy gặt, các loại máy thu hoạch chủ yếu là nhập khẩu, chưa được chế tạo trong nước.

Ngành nông nghiệp có nhiều loại cây trồng khác nhau và mỗi loại cây sẽ đòi hỏi những loại máy móc riêng. Tuy nhiên, chuỗi giá trị chung của ngành gồm các khâu cơ bản: (1) Canh tác, (2) Thu hoạch, (3) Vận chuyển, (4) Chế biến, (5) Bảo quản. Các công đoạn này đều có tiềm năng cơ giới hoá với các loại máy móc khác nhau. Ngày 12 tháng 8 năm 2014, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 1342/QĐ-TTg phê duyệt Kế hoạch hành động phát triển ngành công nghiệp máy nông nghiệp thực hiện Chiến lược Công nghiệp hóa của Việt Nam trong khuôn khổ hợp tác Việt Nam - Nhật Bản hướng đến năm 2020, tầm nhìn 2030 theo Quyết định số 1043/QĐTTg ngày 01 tháng 7 năm 2013 của Thủ tướng Chính phủ. Theo đó, đến năm 2020, tỷ lệ cơ giới hóa đạt 95% trong khâu làm đất cùng khâu gieo trồng, chăm bón đạt 70%, và khâu chế biến đạt 0%.

Cơ khí chế tạo máy phục vụ sản xuất nông nghiệp là một trong những ngành có vai trò quan trọng trong việc cung ứng tư liệu sản xuất cho ngành nông nghiệp. Với diện tích đất nông nghiệp lớn và phần đông dân cư tham gia vào sản xuất nông nghiệp, cùng với xu hướng cơ giới hoá, đưa máy móc ứng dụng vào sản xuất nông nghiệp thay thế dần lao động thủ công, tăng năng suất lao động nông nghiệp, giảm tổn thất sau thu hoạch, ngành cơ khí chế tạo máy nông nghiệp có rất nhiều tiềm năng lớn để phát triển.

Ngành sản xuất xe máy

Thị trường xe máy tăng trưởng nhẹ trong đó động lực tăng trưởng là xe tay ga

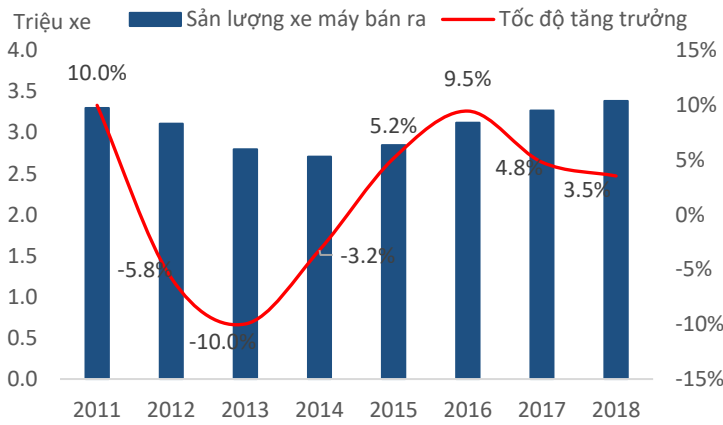
Thị trường xe máy tăng trưởng nhanh trong giai đoạn 1995 – 2018, tăng trưởng gấp 15 lần trong 24 năm trong đó năm 2018 sản lượng xe bán ra là 3.39 triệu xe (theo VAMM) tăng 3.5%. 9 tháng đầu năm 2019, sản lượng xe bán ra đạt hơn 2.33 triệu xe (-5% YoY), tương đương mỗi ngày có khoảng 8,600 xe máy được bán ra thị trường. Cần lưu ý, số liệu của VAMM chỉ là tính riêng lượng xe tiêu thụ trong nước của 5 nhà sản xuất thuộc Hiệp hội mà không tính xe xuất khẩu và Vinfast

Thị trường xe máy Việt Nam được cho là đã đạt tới mức bão hòa khi doanh số bán xe hàng năm chậm lại. Về lý thuyết, với dân số khoảng 100 triệu dân, khi số lượng xe máy trong lưu thông đạt tới khoảng 33 triệu xe, thì thị trường xe máy Việt Nam được coi là bão hòa. Theo quy hoạch phát triển giao thông vận tải đường bộ Việt Nam của Chính phủ, tới năm 2020 Việt Nam sẽ có 36 triệu xe máy trong lưu thông. Nhưng tại thời điểm cuối năm 2018, con số này đã đạt tới 51 triệu xe, vượt xa điểm bão hòa lý thuyết và quy hoạch của Chính phủ.

Thị trường tăng trưởng trở lại giai đoạn 2015 - 2018 là do chu kỳ đổi xe mới của người tiêu dùng đồng loạt diễn ra. Bởi cứ sau khoảng 5 năm sử dụng (bắt đầu từ năm 2011), người tiêu dùng lại có xu hướng đổi xe. Chu kỳ này đang có xu hướng lặp lại và có khả năng đến năm 2020, thị trường xe máy sẽ bắt đầu sôi động trở lại. Tuy nhiên, thị trường hiện nay đã khác do với giai đoạn các năm trước, bởi sự ra đời của xe máy điện với nhiều mẫu mã mới, pin lưu trữ lâu hơn, đi xa hơn với chi phí rẻ, cộng với xu hướng mua ô tô đang diễn ra khá mạnh mẽ khiến nhu cầu về xe máy đang giảm đi.

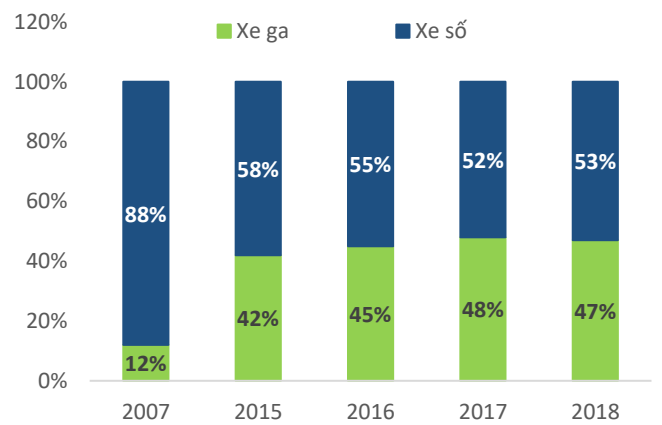
Dù sức mua đang có dấu hiệu chững lại, Việt Nam vẫn xếp thứ 4 thế giới về tiêu thụ xe, sau Ấn Độ, Trung Quốc và Indonesia. Thị trường xe máy Việt Nam có quy mô 3 triệu chiếc/năm sẽ còn giữ trong thời gian dài. Trong đó, phân khúc xe tay ga cao cấp sẽ tăng trưởng cao hơn so với mức tăng trưởng chung của toàn thị trường xe máy. Nguyên nhân là do sự tiện dụng của xe máy xăng vẫn vượt trội so với xe điện và có một sự thật rằng kể cả khi “lên đời ô tô” thì mỗi gia đình người Việt vẫn cần có ít nhất một chiếc xe máy nhằm phục vụ nhu cầu đi lại ở khoảng cách gần. Thị trường được dự báo sẽ tăng trưởng 2 - 3% đến 2030 (thời điểm xe máy sẽ bị hạn chế lưu thông) và số lượng xe máy trong lưu thông sẽ đạt 60 triệu xe vào 2020.

Biểu đồ 2: Sản lượng xe máy bán ra



Nguồn: VAMM

Biểu đồ 3: Cơ cấu xe theo loại hình



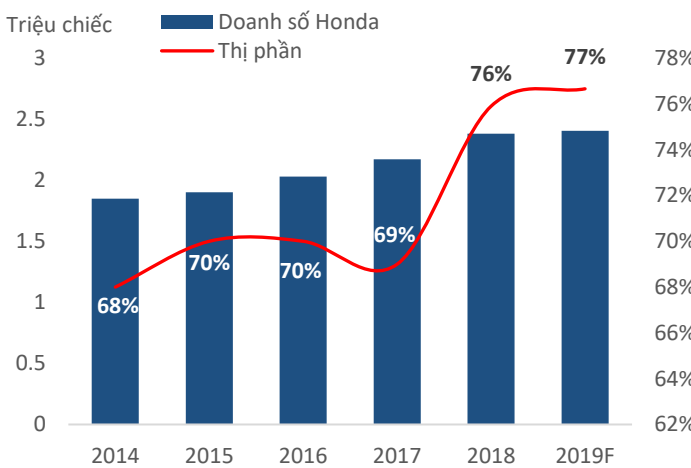
Nguồn: VAMM

Honda thống trị ngành xe máy Việt Nam

Honda Việt Nam với thị phần phân khúc xe 2 bánh trong năm 2018 là 75.9% nhiều hơn gấp 3 lần so với tất cả các hãng xe khác công lại (Yamaha, Suzuki, SYM, Piaggio). Tính cả năm 2018, doanh số của Honda đạt 2.6 triệu chiếc +9% YoY. Với lợi thế về độ bền và tiết kiệm nhiên liệu, phụ tùng thay thế có sẵn, xe Honda gần như không có đối thủ về cả mảng xe tay ga lẫn xe số.

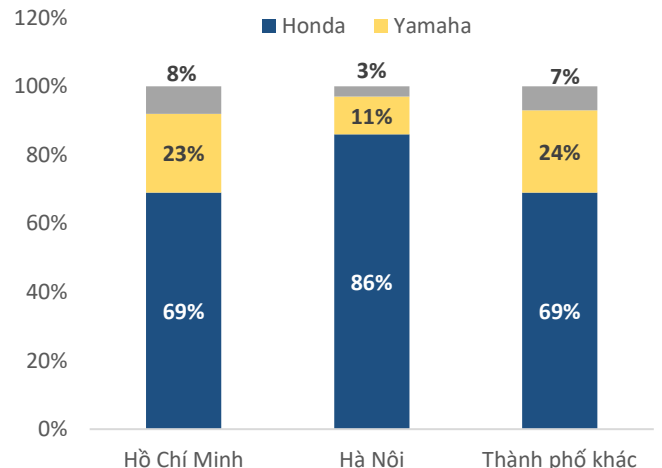
Thu nhập bình quân đầu người tăng cũng là động lực cho việc tăng trưởng doanh số của Honda do nhu cầu cuộc sống và tâm lý của người Việt Nam luôn muốn sở hữu riêng cho mình 1 chiếc xe máy kể cả đối với những gia đình đã có xe hơi vì lý do tiện lợi. Tại Việt Nam, từ “Honda” đồng nghĩa với “xe máy”. VEAM sở hữu 30% vốn điều lệ tại Honda Việt Nam, hưởng 100% cổ tức tiền mặt và lợi nhuận sẽ bù đắp cho hoạt động kinh doanh cốt lõi kém sáng sủa.

Biểu đồ 4: Sản lượng xe máy bán ra của Honda Vietnam (HVN)



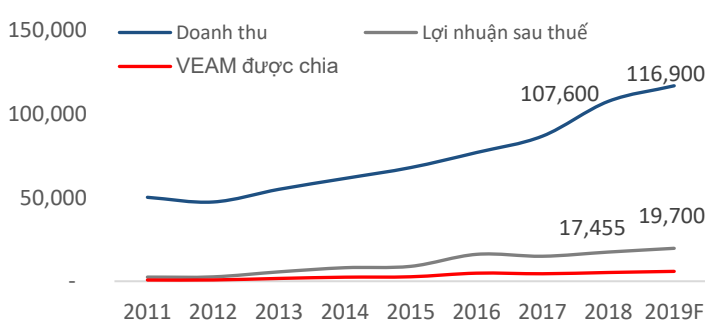
Nguồn: VAMM (Tính theo niên độ tài chính kết thúc 31/03 hàng năm của Honda Vietnam)

Biểu đồ 5: Khảo sát nhu cầu mua xe các tỉnh thành



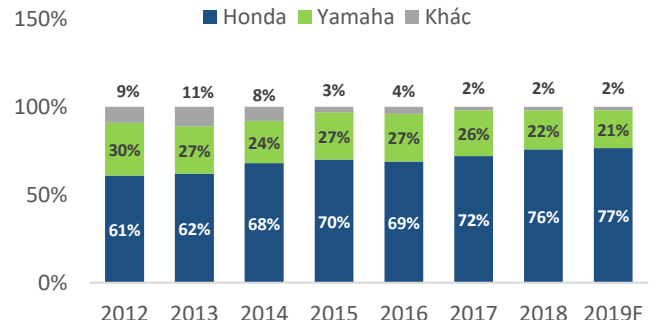
Nguồn: Q&Me

Biểu đồ 6: Doanh thu & lợi nhuận Honda Việt Nam (Tỷ đồng)



Nguồn: VIRAC

Biểu đồ 7: Thị phần các hãng xe máy

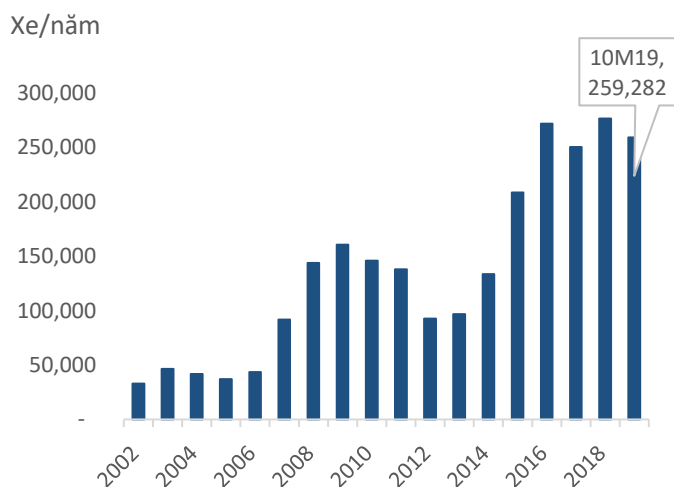


Nguồn: Q&Me

Ngành sản xuất xe Ô tô

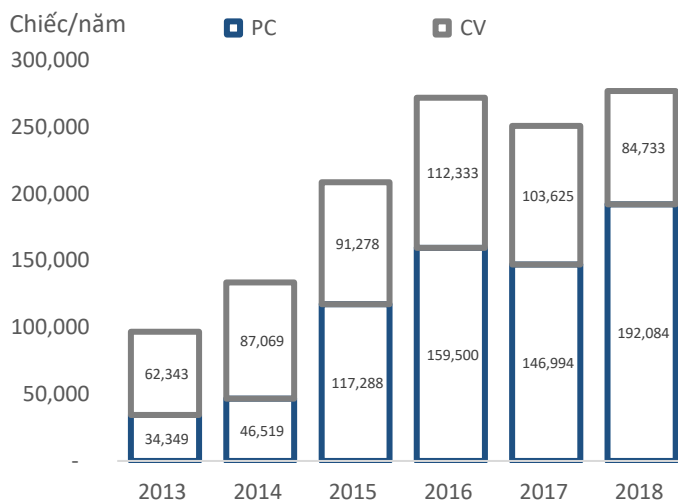
So với các quốc gia trên thế giới, Việt Nam tham gia ngành sản xuất lắp ráp Ô tô tương đối muộn. Tuy đã có nhiều chính sách khuyến khích phát triển nhằm đưa ô tô trở thành ngành mũi nhọn trong quá trình công nghiệp hóa hiện đại hóa đất nước, cho đến nay, có thể nói ngành công nghiệp Ô tô Việt Nam chỉ là người tí hon giữa các nhà sản xuất khổng lồ có uy tín vượt trội với lịch sử nền công nghiệp ô tô lâu đời. Với mục tiêu hiện đại hóa nền công nghiệp Ô tô, trong tương lai, Nhà nước sẽ có nhiều chính sách mang tính chất quyết liệt hơn nhằm đẩy mạnh sự phát triển của nền công nghiệp Ô tô, trong đó có dòng xe thương mại. Theo quyết định 1168/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ ban hành ngày 16/07/2014, nhóm xe tải, xe khách và xe chuyên dùng được coi là nhóm sản phẩm ưu tiên cần được phát triển, chú trọng phát triển dòng xe tải nhỏ đa dụng phục vụ cho sản xuất nông nghiệp, nông thôn và các loại xe khách tầm trung và tầm ngắn chạy liên tỉnh, huyện, nội đô... phù hợp với điều kiện địa hình, hạ tầng giao thông trong nước với giá thành hợp lý, an toàn và tiện dụng.

Biểu đồ 8: Doanh số bán xe mới VAMA



Nguồn: VAMA

Biểu đồ 9: Cơ cấu doanh số bán hàng VAMA

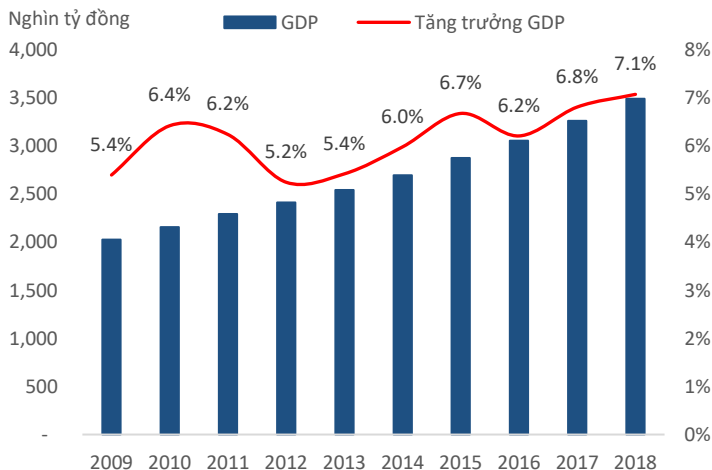


Nguồn: VAMA

Các chính sách liên quan của Chính phủ đóng vai trò chi phối nhu cầu tiêu thụ xe ô tô các loại.

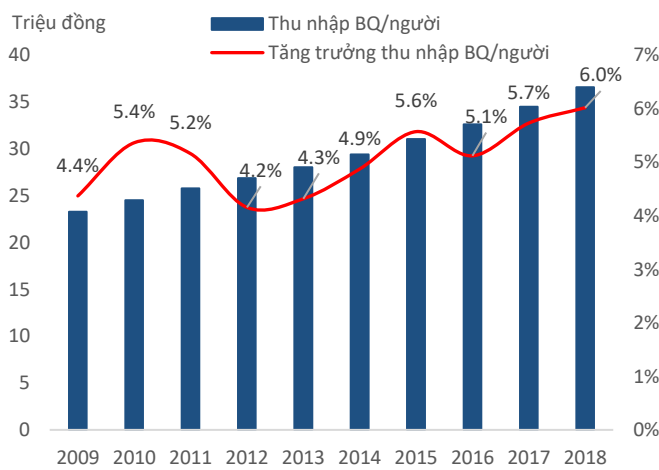
Nhìn chung, tuy tốc độ tăng trưởng GDP cao có tác động hỗ trợ tăng trưởng doanh số bán xe ở Việt Nam, nhưng trong giai đoạn hiện nay đây không phải là yếu tố mang tính quyết định. Tiêu thụ xe ô tô các loại ở Việt Nam bị ảnh hưởng rất mạnh bởi các chính sách thuế, phí mà Chính phủ áp đặt. Theo thống kê, Ô tô đang phải gánh tới 14 loại thuế phí khác nhau, chiếm tổng cộng khoảng 60% giá bán xe. Do vậy, những chính sách này có tác động rất lớn đến giá bán cũng như chi phí phải trả trong quá trình đăng ký, sử dụng xe Ô tô, qua đó ảnh hưởng lớn tới nhu cầu của người dân.

Biểu đồ 10: Tổng thu nhập quốc nội Việt Nam (GDP)



Nguồn: GSO

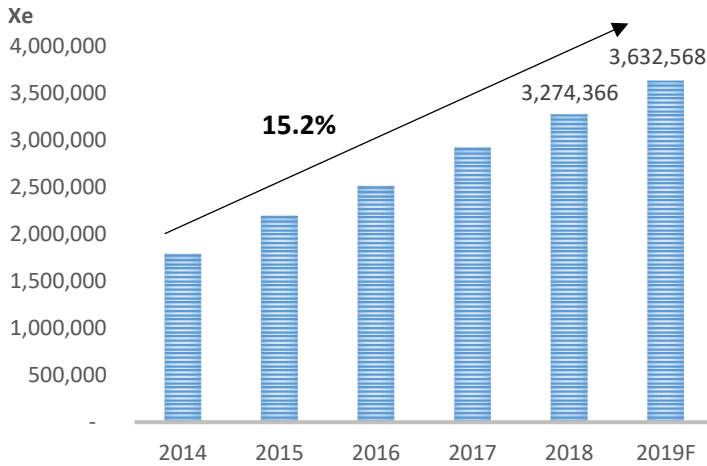
Biểu đồ 11: Thu nhập bình quân đầu người Việt Nam



Nguồn: GSO

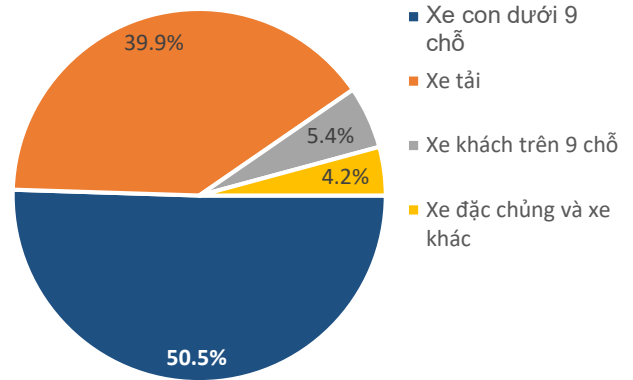
Ví dụ như trong năm 2012, ngoài tác động của tốc độ tăng trưởng GDP thấp, lãi suất tăng và đồng USD tăng giá; việc các loại thuế, phí được điều chỉnh tăng với biên độ lớn (thu phí đường bộ từ 2.09 triệu đến 16.76 triệu đồng 1 năm, khung thuế trước bạ tăng từ 10 - 15% lên 10 - 20%, thu phí hạn chế phương tiện giao thông cá nhân cao nhất lên tới 50 triệu đồng/xe/năm...) đã ngay lập tức ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ xe ô tô của người dân. Sau khi được Bộ Tài chính đề xuất không thu một số loại thuế phí, cùng với việc nền kinh tế có nhiều chuyển biến tích cực đã giúp cho doanh số tiêu thụ Ô tô tăng trưởng mạnh mẽ.

Biểu đồ 12: Số lượng xe lưu hành



Nguồn: Cục Đăng kiểm

Biểu đồ 13: Cơ cấu xe lưu hành theo chủng loại



Nguồn: Cục Đăng kiểm

Mức độ cạnh tranh đối với Ô tô nhập khẩu ngày càng tăng

Theo thống kê của Cục Đăng kiểm Việt Nam, số lượng xe ô tô đang lưu hành vẫn đang đạt tăng trưởng ổn định trong 6 năm gần đây với tốc độ tăng trưởng 15.2% mỗi năm. Hai chủng loại phổ biến nhất là xe con dưới 9 chỗ chiếm khoảng 50% và xe tải chiếm khoảng 40%. Tiềm năng tăng trưởng của thị trường Ô tô Việt Nam còn rất lớn. Tính tới cuối năm 2019, tỷ lệ sở hữu xe ô tô trong dân cư ở Việt Nam còn rất thấp, chỉ khoảng 23 xe/1000 người. Theo ước tính của chúng tôi, con số này đã tăng lên khoảng 25 xe/1000 người trong năm 2020, tuy nhiên vẫn còn rất thấp so với các nước trong khu vực.

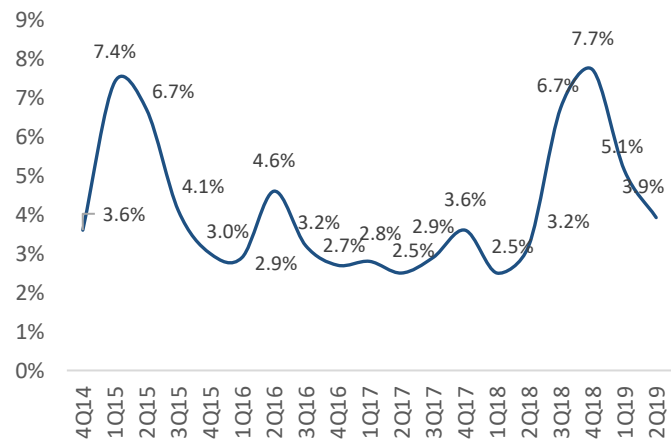
Trong năm 2019 khi mức thuế về 0%, các hãng sản xuất Ô tô đua nhau tăng cường xe nhập khẩu và hạn chế sản lượng lắp ráp trong nước. Ví dụ Honda Việt Nam năm 2017 xe lắp ráp chiếm 87% thì đến 2019 chỉ còn 30% doanh số. Ô tô nhập khẩu thuế 0% sẽ không chỉ đến từ các nước ASEAN như Thái Lan, Indonesia hiện nay mà còn là Ô tô từ các quốc gia thành viên của Hiệp định CPTPP và EVFTA như Nhật Bản, Canada, Đức, Anh, Pháp trong 7 - 10 năm tới. Sự cạnh tranh gay gắt từ Ô tô nhập khẩu ảnh hưởng nghiêm trọng đến ngành sản xuất Ô tô nội địa.

Hình 2: Tỷ lệ sở hữu xe/1000 dân 2019



Nguồn: Seasia.co

Biểu đồ 14: Biên LNST các doanh nghiệp ngành Ô tô



Nguồn: Fiin Pro, EVS tổng hợp

Theo Bộ Công thương, dự kiến trong năm 2019 nhập siêu ngành Ô tô sẽ đạt mức kỷ lục hơn 3.4 tỷ USD và Nhà nước khó có thể giải bài toán cân bằng ngoại tệ. Mấu chốt cần tháo gỡ vẫn là giảm giá thành, tăng dung lượng thị trường. Đây là vấn đề sống còn của ngành Ô tô Việt Nam bởi nhiều năm nay, chi phí sản xuất luôn cao hơn tới 10 - 20% so với các nước ASEAN đặc biệt là Thái Lan. Sự thành công của Thái Lan còn đến từ xây dựng ngành công nghiệp hỗ trợ từ năm 1990 với một loạt chính sách: việc đầu tiên là họ tăng thuế mạnh với xe nhập khẩu, linh kiện nhập khẩu để bảo hộ cũng như đầu tư mạnh cơ sở hạ tầng, đường xá, điều mà Việt Nam tới giờ vẫn đang loay hoay chưa có hướng giải quyết. Những lý do chính khiến chi phí sản xuất tại Việt Nam cao hơn khu vực và tỷ lệ nội địa hóa thấp (Xe du lịch 10 - 20%, xe thương mại 40 – 60% tùy loại xe):

- *Ngành công nghiệp hỗ trợ quá khiêm tốn: số nhà cung cấp cấp 1 chỉ có 84 và số nhà cung cấp cấp 2, cấp 3 chỉ là 145, thấp hơn nhiều lần so với 690 nhà cung cấp cấp 1 và 1,700 nhà cung cấp cấp 2, cấp 3 tại Thái Lan.*
- *Chi phí logistics cao cộng với nền sản xuất non trẻ chỉ thuần lắp ráp với 3 công đoạn chính là nhập linh kiện, lắp ráp (hàn, tẩy, rửa sơn) và phân phối bán lẻ.*
- *Sản lượng tiêu thụ thấp (300 nghìn xe/năm) dẫn đến chi phí cố định trên đầu sản phẩm cao. Hệ thống bán lẻ là yếu tố quyết định đầu ra nhưng lại chưa phát triển.*

Bảng 2: Một số doanh nghiệp lớn hoạt động trong ngành Ô tô

Doanh nghiệp	Hoạt động	Dòng xe	Sản phẩm	Thương hiệu
THACO	Lắp ráp và phân phối	Xe con, xe tải, xe khách	Nguyên chiếc và lắp ráp	Mazda, Peugeot, Kia, Thaco (xe khách và xe tải hiệu Fuso)
SVC	Phân phối	Xe con	Nguyên chiếc và lắp ráp	Hyundai, Toyota, Ford, Suzuki, Chevrolet, Misubishi, Fuso, Honda, Hino, Veam (ngừng bán)
HHS	Phân phối	Xe con	Nguyên chiếc	Dong Feng
HAX	Phân phối	Xe con	Nguyên chiếc và lắp ráp	Mercedes-Benz
HTL	Phân phối	Xe khách, xe tải	Nguyên chiếc và lắp ráp	Datano, Hino, Shinmaywa
TMT	Lắp ráp và phân phối	Xe khách, xe tải	Nguyên chiếc và lắp ráp	Tata, Sinotruk, Hyundai (xe tải)
CMC	Lắp ráp và phân phối	Xe công nghiệp	Nguyên chiếc	Komatsu, Hitachi
CTF	Phân phối	Xe khách	Nguyên chiếc và lắp ráp	Ford

MỘT SỐ CHÍNH SÁCH HỖ TRỢ

Thuế tiêu thụ đặc biệt thấp hơn đối với xe có dung tích nhỏ

Các giải pháp hỗ trợ ngành công nghiệp Ô tô nội địa

Nguồn: EVS Tổng hợp

Theo Luật số 106/2016/QH13 kể từ ngày 01/01/2018, thuế tiêu thụ đặc biệt giảm 5% đối với Ô tô chở khách dưới 2.0 lít, trong khi Ô tô có kích thước động cơ 2.5 - 3.0 lít chịu mức thuế cao hơn là 60%.

Nghị định 125/2017/NĐ-CP có hiệu lực từ 01 tháng 01 năm 2018 đưa ra thuế nhập khẩu ưu đãi cho phụ tùng Ô tô cho giai đoạn 2018 - 2022. Các nhà sản xuất, lắp ráp Ô tô sẽ đủ điều kiện sau sẽ được miễn thuế nhập khẩu phụ tùng để sản xuất Ô tô:

- Cam kết tuân thủ các tiêu chuẩn khí thải Euro 4 trong giai đoạn 2018 - 2021 và Euro 5 bắt đầu từ năm 2022.
- Các nhà sản xuất, lắp ráp phải đáp ứng các yêu cầu **sản lượng sản xuất tối thiểu** để được miễn thuế. Cụ thể như trong bảng bên dưới:

Bảng 3: Sản lượng sản xuất tối thiểu để được miễn thuế nhập khẩu phụ tùng

Đơn vị: Nghìn xe	2018	2019	2020	2021	2022
Sản lượng sản xuất tối thiểu	8.0	8.5	10.0	11.5	13.5
Sản lượng cho model cam kết	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0

Nguồn: EVS Tổng hợp

Nghị định số 116/2017/NĐ-CP có hiệu lực từ 01 tháng 01 năm 2018 thắt chặt thị trường Ô tô nhập khẩu vì Thông tư 20 đã hết hạn kể từ tháng 7/2016 theo đó:

- Các nhà nhập khẩu Ô tô được yêu cầu phải có Giấy phép Kinh doanh nhập khẩu Ô tô từ Bộ Công Thương. Để có giấy phép này, các nhà nhập khẩu phải có hoạt động bảo hành và bảo trì, và được ủy quyền bởi nhà sản xuất /lắp ráp nước ngoài có liên quan để có thể tiến hành thu hồi sản phẩm tại Việt Nam. Nhiều nhà nhập khẩu tư nhân không thể đáp ứng yêu cầu này. Điều này một lần nữa mang lại lợi ích cho các nhà nhập khẩu được ủy quyền, có tiêu chuẩn hoạt động và tổ chức chuyên nghiệp.

- Các quy định về kiểm tra chất lượng đối với xe nhập khẩu theo Nghị định này chặt chẽ hơn nhiều so với quy định hiện hành. Theo đó, các nhà nhập khẩu được yêu cầu cung cấp giấy chứng nhận phê duyệt của một cơ quan có thẩm quyền ở nước ngoài cho Ô tô; và kiểm tra chất lượng sẽ được tiến hành trên mỗi lô xe mới nhập khẩu. Đây là rào cản kỹ thuật khiến Ô tô nhập khẩu khó tiếp cận thị trường Việt Nam vì thuế nhập khẩu đã giảm xuống 0%. Toyota và Honda đã ngừng nhập khẩu Ô tô sau khi Nghị định 116 được ban hành: Kể từ giữa tháng 1 năm 2018, Toyota và Honda đã tuyên bố rằng họ sẽ ngừng nhập khẩu mẫu xe đang nhập khẩu (Toyota Fortuner, Hilux, Yaris và tất cả các mẫu xe của Lexus; Honda CR-V). Lý do là Toyota và Honda cảm thấy khó khăn cho họ khi tuân theo các quy định mới trong Nghị định 116, vì vậy họ cần một thời gian để có được các tài liệu cần thiết.

Bảng 4: Thuế đối với xe chở khách dưới 9 chỗ

Xe dưới 9 chỗ	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Thuế nhập khẩu						
Trong ASEAN	50%	40%	30%	0%	0%	0%
Ngoài ASEAN	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Thuế tiêu thụ đặc biệt						
Theo dung tích động cơ						
< 1.5L	45%	40%	40%	35%	35%	35%
1.5 - 2.0L	45%	45%	45%	40%	40%	40%
2.0 - 2.5L	50%	50%	50%	50%	50%	50%
2.5 - 3.0L	50%	55%	55%	60%	60%	60%
3.0 - 4.0L	60%	90%	90%	90%	90%	90%
4.0 - 5.0L	60%	110%	110%	110%	110%	110%
5.0 - 6.0L	60%	130%	130%	130%	130%	130%
> 6.0L	60%	150%	150%	150%	150%	150%
Thuế GTGT	10%	10%	10%	10%	10%	10%

Nguồn: EVS Tổng hợp

Triển vọng ngành Ô tô 2018 – 2020

Tăng trưởng doanh số ô tô Việt Nam tích cực trong năm 2018 (+10.5%). 9 tháng 2019 doanh số đạt 230,334 xe (+18% YoY) trong đó PC đạt 168,694 (+30% YoY), CV đạt 57,523 xe (-3% YoY), xe chuyên dụng đạt 4,117 xe (-27% YoY). Sự phục hồi nhu cầu nội địa do giá xe rẻ hơn, các chính sách thuế có hiệu lực. Ngoài ra, sự tăng trưởng nhờ vào tăng lớp trung lưu ngày càng tăng, thu nhập khả dụng tăng và môi trường lãi suất cho vay thấp.

Theo VAMA, sản lượng 2019 sẽ đạt 384,000 xe (+38.7% YoY), và trong năm 2020 sản lượng sẽ tăng +25% YoY trong đó PC là 19% và CV là 15%.

Ngành sản xuất các sản phẩm công nghiệp hỗ trợ

Công nghiệp hỗ trợ đóng góp vai trò to lớn đối với rất nhiều ngành, nghề sản xuất trong nền kinh tế nói chung, và hai phân khúc thị trường mà VEAM đang tham gia nói riêng. Công nghiệp hỗ trợ không phát triển sẽ làm cho các công ty lắp ráp và những công ty sản xuất thành phẩm cuối cùng khác sẽ phải phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu. Dù những sản phẩm này có thể được cung cấp với giá rẻ ở nước ngoài nhưng vì chủng loại quá nhiều, phí tổn chuyên chở, bảo hiểm sẽ làm tăng chi phí Logistics đầu vào. Đó là chưa nói đến sự rủi ro về tiến độ, thời gian nhận hàng nhập khẩu. Có thể nói, nếu ngành sản xuất này không phát triển thì các ngành công nghiệp chính sẽ thiếu sức cạnh tranh và phạm vi cũng giới hạn trong một số ít các ngành.

Hiện tại ngành công nghiệp hỗ trợ ở Việt Nam còn yếu kém do nguồn vốn và cách tiếp cận vốn còn eo hẹp, nhiều hạn chế; quy trình quản lý chất lượng sản phẩm chưa thực sự tuân thủ với các tiêu chuẩn nghiêm ngặt của nước ngoài... Tuy nhiên, được đánh giá là một trong những ngành nghề then chốt, mũi nhọn trong sự phát triển của Việt Nam, ngành công nghiệp hỗ trợ trong tương lai sẽ nhận được sự tập trung đầu tư và khuyến khích của Nhà nước, với tiêu chí nâng cao khả năng cung cấp cho thị trường nội địa, tiến tới xuất khẩu, nâng cao năng lực cạnh tranh để trở thành nhà cung cấp các sản phẩm hỗ trợ có tầm cỡ quốc tế. Để phát triển ngành công nghiệp hỗ trợ, Quyết định 1168/QĐ-TTG cũng đã đưa ra chiến lược và mục tiêu gồm:

- Tiếp cận và ứng dụng công nghệ để chế tạo được các chi tiết, linh kiện, quan trọng như bộ truyền động, hộp số, động cơ, thân vỏ xe... cho một vài chủng loại xe; tăng cường hợp tác với các hãng Ô tô lớn để lựa chọn chủng loại phụ tùng, linh kiện mà Việt Nam có thể sản xuất để đảm nhận vai trò mắt xích trong chuỗi sản xuất - cung ứng toàn cầu, trên cơ sở đó đầu tư công nghệ tiên tiến, sản xuất phục vụ xuất khẩu.
- Giai đoạn đến năm 2020, cơ bản hình thành ngành công nghiệp hỗ trợ cho sản xuất ô tô, đáp ứng ~35% (tính theo giá trị) nhu cầu về linh kiện, phụ tùng cho sản xuất lắp ráp Ô tô trong nước.
- Giai đoạn 2021 - 2025 bắt đầu sản xuất được một số chi tiết quan trọng trong bộ phận truyền động, hộp số, động cơ (nhất là cho xe bus và xe tải nhẹ), từng bước tham gia hệ thống cung ứng sản phẩm hỗ trợ trong chuỗi giá trị toàn cầu của ngành công nghiệp Ô tô thế giới.
- Giai đoạn 2026 - 2035, tiếp tục phát triển công nghiệp hỗ trợ cho sản xuất ô tô, phấn đấu trở thành nhà cung cấp quan trọng nhiều loại linh kiện, phụ tùng cho ngành công nghiệp Ô tô khu vực và thế giới. Đáp ứng trên 65% (tính theo giá trị) nhu cầu về linh kiện, phụ tùng cho sản xuất lắp ráp ô tô trong nước

3. MÔ HÌNH DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Đến thời điểm cuối tháng 9/2019, sản lượng xe cũ EURO 2 tồn đời của VEAM là gần 2,400 tỷ với giá trị trên bảng cân đối kế toán là 1,200 tỷ. Đây là những dòng xe đối mặt với nguy cơ mất vốn, không thể tiêu thụ hoặc buộc phải giảm giá bán. Để thận trọng và phù hợp với các kết luận Thanh tra gần đây của cơ quan chức năng, chúng tôi cho rằng mảng kinh doanh xe thương mại và máy nông nghiệp của VEAM trong 5 năm sắp tới sẽ không tăng trưởng so với kết quả 2019.

Bảng 5: Dự phóng kết quả kinh doanh cốt lõi

Đơn vị: Tỷ đồng	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	4,470	4,470	4,470	4,470	4,470
Lợi nhuận sau thuế	415	415	415	415	415

Nguồn: EVS Tổng hợp

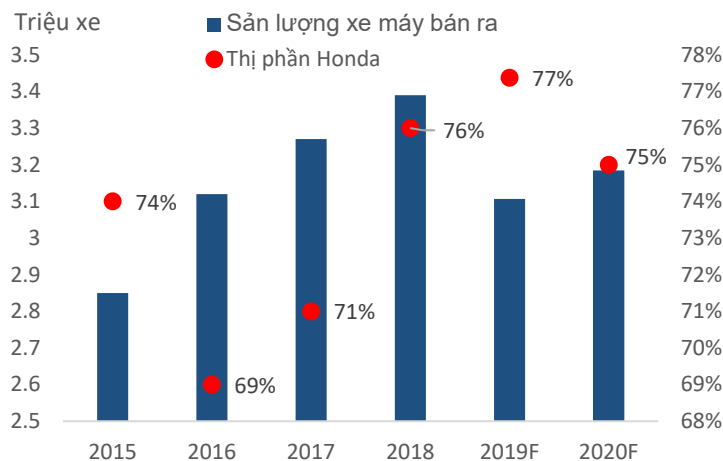
Đối với mảng kinh doanh xe thương mại và máy nông nghiệp

Đối với mảng kinh doanh xe máy liên kết với Honda

Mặc dù xe máy sẽ bị hạn chế lưu thông đến năm 2030, nhưng theo khảo sát của các chuyên gia thì 70% người Việt sẽ vẫn sử dụng xe máy làm phương tiện di chuyển chính do tính cơ động, giá rẻ. Khác với những nước phát triển như Singapo, hệ thống giao thông công cộng hiện tại của Việt Nam chỉ đáp ứng 8 – 10% nhu cầu đi lại của người dân

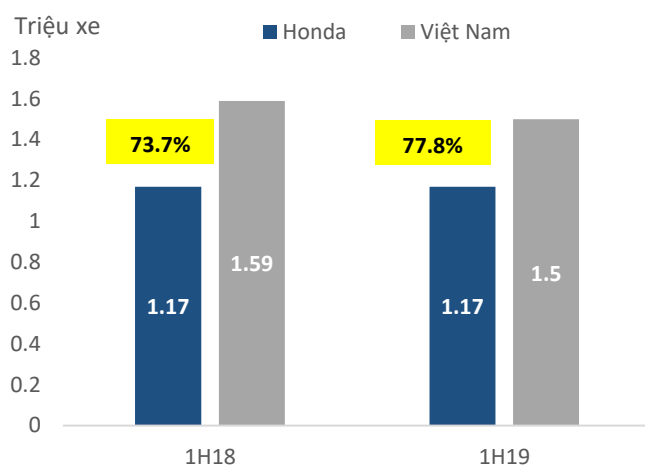
Sản lượng xe máy bán ra theo dự báo sẽ tiếp tục tăng 2 – 3% mỗi năm trong đó doanh số của Honda tăng ở mức 5%, thị phần duy trì ở mức 75%.

Biểu đồ 15: Dự phóng sản lượng xe máy bán ra



Nguồn: VAMM, EVS ước tính

Biểu đồ 16: Sản lượng xe máy bán ra 1H19



Nguồn: Q&Me

Đối với mảng kinh doanh xe Ô tô liên kết với Honda, Toyota, Ford

Theo Viện Nghiên cứu Chiến lược, Chính sách Công nghiệp (Bộ Công thương), doanh số bán xe Ô tô được dự báo sẽ tăng khoảng 22.6%/năm đến năm 2025 và 18.5%/năm đến năm 2035.

Sản lượng của Honda/ Toyota/ Ford trong 1H19 đạt 16,419/ 37,901/ 15,460 chiếc, ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số lần lượt là 46.8%/ 43.8%/ 61.4% so với cùng kỳ năm ngoái từ mức cơ sở thấp 1H18 do ảnh hưởng của Nghị định 116. Chúng tôi nhận thấy gia tăng tỷ trọng xe nhập khẩu (CBU) ở tất cả các công ty liên kết mảng Ô tô của VEAM, tương đồng với sự phục hồi của thị trường chung. Cụ thể, Honda/ Toyota/ Ford đều gia tăng tỷ trọng xe nhập khẩu lên mức 70%/ 40%/ 62% trong 1H19 so với mức 57%/ 1%/ 34% trong 1H18. Cần lưu ý rằng xe nhập khẩu thường có mức biên lợi nhuận gộp thấp hơn so với xe lắp ráp trong nước. Theo đó, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp chung xu hướng sẽ giảm nhẹ khi đóng góp nhiều hơn từ xe nhập khẩu ít nhất là trong ngắn hạn, do Ban Lãnh đạo VEAM chia sẻ các công ty sản xuất xe Ô tô liên kết đang nỗ lực mở rộng sản xuất xe lắp ráp trong nước vào thời gian tới để hạn chế ảnh hưởng của hàng rào kỹ thuật từ ND 116.

Bảng 6: Tổng hợp định giá

Đơn vị: Tỷ đồng	Giá trị ước tính	Giả định mô hình chiết khấu dòng tiền	
Mảng xe thương mại và máy nông nghiệp	2,378	Beta	1.2
Mảng xe máy liên doanh với Honda	49,350	Lãi suất phi rủi ro	6.0%
Mảng Ô tô liên doanh với Toyota & Ford	34,177	Phần bù rủi ro	6.2%
Tổng cộng	85,845	Chi phí sử dụng vốn	13.44%
Nợ phải trả	1,205	Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	
Số lượng cổ phiếu lưu hành	1,328,800,000	Mảng xe máy	2.5%
Giá mục tiêu (đồng)	64,000	Mảng Ô tô	15.0%

Nguồn: EVS ước tính

Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VEAM giá mục tiêu 64,000 đồng/cổ phiếu

Tình hình tài chính của VEA an toàn với lượng tiền mặt lớn, tỷ lệ đòn bẩy thấp và có xu hướng ngày càng giảm.

Honda tiếp tục mở rộng thị phần trong bối cảnh thị trường xe máy Việt Nam giảm tốc tại 1H19.

Thị trường xe du lịch phục hồi mạnh mẽ trong 1H19 so với sự đình trệ do Nghị định 116 trong 1H18.

Triển vọng tích cực đối với ngành Ô tô du lịch tại Việt Nam hỗ trợ bởi những yếu tố vĩ mô tích cực như sau:

Duy trì chính sách cổ tức hấp dẫn khi Công ty dự kiến không có nhu cầu vốn đầu tư lớn cho tài sản cố định và các công ty liên kết mảng Ô tô cũng không có kế hoạch mở rộng công suất trong thời gian tới.

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá dòng tiền chiết khấu để xác định giá trị hợp lý của VEAM. Giá mục tiêu của VEAM dự kiến trong năm 2020 được xác định hợp lý ở mức 64,000 đồng/cổ phiếu. P/E dự phóng là 11.5 lần. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu VEAM do cổ phiếu đang được giao dịch ở mặt bằng giá khá thấp ở thời điểm hiện tại.

4. ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Tính đến cuối 3Q19, tổng tài sản của Công ty đạt 31,044 tỷ (+25.3% YoY) trong đó, tiền và tiền gửi là 14,934 tỷ (chiếm 48.1% tổng tài sản). Khoản phải thu ngắn hạn là 6,247.1 tỷ (+32.8% YoY) chiếm 20% tổng tài sản, do phải thu từ các khoản cổ tức từ các công ty liên kết mảng Ô tô đã có hiệu lực nhưng chưa nhận về là 4,636 tỷ đồng. Nợ vay ngắn hạn và dài hạn của VEAM tính đến cuối 3Q19 đạt 290.2 tỷ đồng (-41.2% YoY). Theo đó, đòn bẩy của Công ty ở mức rất thấp với tỷ lệ D/E là 0.04 lần.

Sản lượng xe máy 1H19 của Honda đạt 1,169,429 xe, đi ngang so với mức 1,170,038 chiếc tại 1H18. Tuy nhiên, Honda đã vượt qua thị trường xe máy chung tại Việt Nam trong 1H19 đã ghi nhận sản lượng giảm 4% so với cùng kỳ năm ngoái. Theo đó, Honda tiếp tục mở rộng thị phần đạt mức 77.8% tính đến cuối 1H19 so với mức 68.1%/ 73.7%/ 74.8% tại 1H18/ 2018/ 1Q19. Ngoài ra, Ban Lãnh đạo cũng chia sẻ thêm xu hướng chuyển dịch sang xe tay ga vẫn duy trì lành mạnh trong kỳ, thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của Honda trong mảng xe máy. Tỷ trọng xe số/ xe tay ga trong cơ cấu bán hàng của Honda tính đến cuối năm 2018 là 32%/ 68%.

Thị trường xe du lịch tại Việt Nam phục hồi mạnh mẽ trong 1H19 đạt 109,432 chiếc (tăng trưởng 32% YoY), theo số liệu của Hiệp hội Các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA). Hyundai, được biết đến là một trong những nhà sản xuất xe lớn tại Việt Nam, nhưng không phải là thành viên VAMA cũng ghi nhận tăng trưởng sản lượng xe du lịch mạnh mẽ so với cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi cho rằng: thị trường xe du lịch tại Việt Nam trì trệ trong 1H18 là do ảnh hưởng của Nghị định 116 đòi hỏi phải có giấy chứng nhận kiểu loại (VTA) để đủ điều kiện nhập khẩu xe với mức thuế 0% từ ASEAN. Theo đó, tỷ lệ xe lắp ráp trong nước/ xe nhập khẩu trong 1H18 là 87%/13% so với mức 63%/37% tại 1H19, cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ của xe nhập khẩu nguyên chiếc trong 1H19.

(1) Tốc độ tăng trưởng kinh tế GDP dự báo đạt 6.5%/ năm giai đoạn 2019 - 2023 so với mức 5.2% của toàn khu vực ASEAN; (2) Tầng lớp trung lưu và giàu có tăng trưởng nhanh nhất khu vực; và (3) Nguồn cung duy trì ổn định hơn và giá cả tốt hơn khi các thương hiệu xe gia tăng sản xuất xe trong nước cùng với nguồn cung xe nhập khẩu tốt hơn. Chúng tôi đưa ra quan điểm tích cực đối với thị trường xe Ô tô du lịch tại Việt Nam với dự báo tăng trưởng sản lượng đạt 38.7% năm 2019 so với mức tăng trưởng tích cực 32% trong 1H19 từ mức cơ sở thấp trong 1H18 do ảnh hưởng của Nghị định 116. Chúng tôi để ngỏ những giới hạn về cơ sở hạ tầng kém phát triển tại Việt Nam ảnh hưởng lên tốc độ mở rộng dung lượng thị trường Ô tô tại Việt Nam và dự báo thị trường Ô tô du lịch Việt Nam tăng trưởng 25%/năm

Định giá hấp dẫn: VEA đang giao dịch với mức P/E năm 2019F là 11.5 lần, hấp dẫn so với mức trung vị P/E trượt của các công ty cùng ngành là 12.5 lần. Triển vọng dài hạn hơn đến từ việc niêm yết trên sàn HOSE mở ra nhiều cơ hội cho cổ phiếu VEA như được thêm vào rổ VN30 hay các chỉ số ETF trong tương lai và cấp phép giao dịch kỳ quỹ sau 6 tháng niêm yết.

Bảng 7: So sánh VEAM và 1 số doanh nghiệp Ô tô lớn trên thế giới

Doanh nghiệp so sánh	Vốn hóa (Nghìn USD)	TTM P/E	TTM P/B	D/E	2018 ROE	2018 NPAT
Honda Motor Co Ltd	43,947	8.4	0.5	86.3	6.6	3.8
Kia Motors Corp	14,689	11.3	0.6	24.5	5.6	2.1

Hyundai Motor Co	22,767	18.0	0.4	99.2	2.1	1.6
Nissan Motor Co Ltd	2,416	12.5	4.1	-	33.0	18.8
Toyota Motor Corp	213,683	10.5	1.0	98.0	9.8	6.2
Astra International	18,612	12.5	1.9	49.3	15.8	9.1
Nissan Motor Co Ltd	25,625	12.0	0.5	142.8	4.0	2.8
Suzuki Motor Corp	18,377	13.6	1.3	22.7	9.8	4.6
Isuzu Motors Ltd	8,934	8.1	0.9	26.6	10.9	5.3
Mazda Motor Corp	5,190	11.4	0.5	48.6	4.0	1.8
Suzuki Motor Corp	18,377	13.6	1.3	22.7	9.8	4.6
Subaru Corp	20,775	13.0	1.3	6.5	10.2	4.7
SAIC Motor Corp Ltd	287,764	9.3	1.2	76.4	13.5	4.0
Hyundai Motor Co	27,456,362	18.0	0.4	99.2	2.1	1.6
Kia Motors Corp	17,714,378	11.3	0.6	24.5	5.6	2.1
DRB-Hicom Bhd	4,910	20.8	0.7	63.2	3.5	1.6
Yamaha Motor Co Ltd	5,546	6.6	0.9	51.3	13.3	5.6
Hero MotoCorp Ltd	7,119	14.9	3.9	2.4	27.5	10.3
Zhejiang Qianjiang Ltd	613	53.3	1.7	0.1	3.3	2.2
Sanyang Motor Co Ltd	567	6.1	1.2	106.4	20.6	3.3
Maharashtra Scooters	602	59.6	0.4	-	0.7	504.7
Bajaj Auto Ltd	10,957	16.0	3.4	-	22.6	16.7
Hero MotoCorp Ltd	513,088	14.9	3.9	2.4	27.5	10.3
Trung bình	2,018,057	16.3	1.4	45.8	11.4	27.3
Trung vị	18,377	12.5	1.0	26.6	9.8	4.6
VEAM	2,939	9.2	2.6	0.04	32.5	133.5

Nguồn: Bloomberg, EVS Tổng hợp

5. RỦI RO ĐẦU TƯ

- Hoạt động kinh doanh cốt lõi lỗ lớn, bào mòn phần lãi thu được từ hoạt động liên doanh liên kết.
- Chính sách chi trả cổ tức tại các công ty liên kết có thể thay đổi bất kỳ lúc nào, ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của VEAM.
- Hạn chế trong tiếp cận thông tin tài chính của các công ty liên kết với VEAM.
- Rủi ro với các khoản phải thu, tồn kho số lượng lớn. Hiện tại, VEAM đã thực hiện trích lập khoảng 431.4 tỷ đồng, tương ứng khoảng 33% giá trị các khoản phải thu của VEAM.
- Kế hoạch thoái vốn của Nhà nước xuống 36% hiện vẫn chưa rõ ràng. Phát sinh những vấn đề cần thảo luận về thời gian thoái vốn liên quan đến thỏa thuận giữa VEAM và liên doanh Honda, Toyota. VEAM và Toyota thống nhất thành lập Toyota Việt Nam vào năm 1995 và hợp tác sẽ chấm dứt vào năm 2035. Toyota có điều khoản liên quan việc mua lại cổ phần của VEAM tại doanh nghiệp này nếu nhà nước giảm tỷ lệ sở hữu tại đây xuống dưới 51%. Trong khi đó, Honda Việt Nam được thành lập sau một năm và thỏa thuận cũng kéo dài 40 năm. VEAM sở hữu 30% vốn điều lệ, còn lại Honda Motor Thái Lan nắm 28% và Honda Motor Nhật Bản nắm 42%. Dù không quy định việc mua lại cổ phần, nếu đối tượng thực hiện là một doanh nghiệp cùng ngành và xuất hiện mối đe dọa tiềm ẩn với hoạt động kinh doanh của Honda Việt Nam thì điều khoản này có thể được kích hoạt.

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VNĐ)	2017	2018
Doanh số thuần	6,563	7,070
Giá vốn hàng bán	-5,943	-6,467
Lãi gộp	620	603
Thu nhập tài chính	254	416
Chi phí tài chính	-42	-79
Trong đó: Chi phí lãi vay	-36	-20
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	5,170	6,852
Chi phí bán hàng	-282	-176
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-595	-480
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	5,125	7,135
Thu nhập khác	20	11
Chi phí khác	-22	-19
Thu nhập khác, ròng	-3	-9
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	5,122	7,126
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-36	-79
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	5,086	7,047
Lợi ích của cổ đông thiểu số	40	37
Lợi nhuận của Cty mẹ	5,046	7,010
Chỉ số hoạt động	2017	2018
-		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9.5%	8.5%
Tỷ suất EBITDA	0.7%	3.4%
Tỷ suất EBIT	-3.9%	-0.8%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	78.0%	100.8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	77.5%	99.7%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ Gián tiếp - Tỷ VNĐ	2017	2018
Lãi trước thuế	5,122	7,126
Khấu hao TSCĐ	304	292
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-5,394	-7,266
Chi phí lãi vay	36	20
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	284	156
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-1,246	64
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-1,246	-1,723
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-1,182	1,215
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-16	-50
LCTT từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	-541	-4,129
Tiền mua tài sản cố định và TSDH	-462	-196
Tiền thu được từ thanh lý TSCĐ	138	4
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-2,238	-11,740
Tiền thu từ cho vay	428	4,242
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-13	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư	1	1
Cổ tức và tiền lãi nhận được	5,271	10,192
LCTT từ hoạt động đầu tư	3,125	2,504
Tiền thu được các khoản đi vay	1,473	1,543
Tiền trả các khoản đi vay	-1,651	-1,504
Cổ tức đã trả	-3,716	-560
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-3,894	-521
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-1,311	-2,146
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	3,799	2,488
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2,488	342

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)	2017	2018
TÀI SẢN NGẮN HẠN	10,987	16,408
Tiền và tương đương tiền	2,488	342
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	2,152	9,650
Các khoản phải thu	2,610	4,011
Hàng tồn kho, ròng	3,503	2,306
TÀI SẢN DÀI HẠN	12,374	9,998
Phải thu dài hạn	117	157
Tài sản cố định	2,333	2,347
Giá trị ròng tài sản đầu tư	41	40
Tài sản dở dang dài hạn	301	113
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	23,361	26,406
NỢ PHẢI TRẢ	4,786	1,556
Nợ ngắn hạn	4,563	1,399
Phải trả người bán	2,155	447
Người mua trả tiền trước	24	35
Doanh thu chưa thực hiện	0	3
Vay ngắn hạn	285	384
Nợ dài hạn	223	158
Người mua trả tiền trước dài hạn	1	1
Doanh thu chưa thực hiện	10	10
Vay dài hạn	175	116
VỐN CHỦ SỞ HỮU	18,575	24,850
Vốn góp	13,288	13,288
Lãi chưa phân phối	4,993	11,360
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	169	195
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	23,361	26,406

Chỉ số chính	2017	2018
-		
Chỉ số định giá		
P/E	12.9	9.4
P/E pha loãng	12.9	9.3
P/B	3.5	2.6
P/S	9.9	9.2
P/Tangible Book	3.5	2.6
P/Cash Flow	-120.4	-15.8
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	1,357.2	274.8
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	-245.0	-1,209.4
Hiệu quả quản lý		
ROE%	31.7	32.3
ROA%	23.1	28.2
ROIC%	-1.4	-0.2
Cấu trúc tài chính		
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.6	0.2
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.1	3.1
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.4	11.7
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.3	0.1
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.1
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.3	0.1
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.2	0.1
Chỉ số hoạt động		
Vòng quay phải thu khách hàng	3.5	3.8
Vòng quay HTK	2.0	2.2
Vòng phải trả nhà cung cấp	4.6	5.0

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư ít nhất là +14%.
NẮM GIỮ:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư nằm trong khoảng +/-14%.
BÁN:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư thấp hơn -14%.
KHÔNG XẾP HẠNG:	Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty Cổ phần Chứng khoán EVEREST (EVS), EVS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của EVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. EVS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. 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 EVS và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của EVS. Khi sử dụng các nội dung đã được EVS chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

THÔNG TIN LIÊN LẠC

CTCP CHỨNG KHOÁN EVEREST (EVS)- www.eves.com.vn

Trụ sở chính:

Tầng 2, VNT Tower, 19 Nguyễn Trãi, Thanh Xuân, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3772 6699 - Fax: (84) 24 3772 6763

Chi nhánh Sài Gòn:

Tầng M, Central Park Tower, 117 Nguyễn Du, Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 6290 6296 - Fax: (84) 28 6290 6399

Chi nhánh Hàm Nghi:

Tầng 4, Ruby Tower, 81-85 Hàm Nghi, Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 3915 2616 - Fax: (84) 28 3915 2618

Chi nhánh Bà Triệu:

Tầng 1, Tòa nhà Minexport, 28 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 39366866 - Fax: (84) 24 3936 6586