

Ngành: Automobile

Khuyến nghị Theo dõi TCT Máy động lực và máy nông nghiệp Việt Nam- (UpCOM: VEA)
Duy trì chính sách cổ tức cao

Giá hiện tại:	44,900	Ngày viết báo cáo:	17/09/2020	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu trước đây	44,210	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	1,328.8	Bộ Công Thương	88.47%
Giá mục tiêu mới:	46,589	Vốn hóa (tỷ đồng)	58,467	PYN Elite Fund	6.00%
Tỷ suất cổ tức	11.6%	Thanh khoản bình quân 6 tháng:	169,920		
Tiềm năng tăng giá	4%	Sở hữu nước ngoài	43.2%		

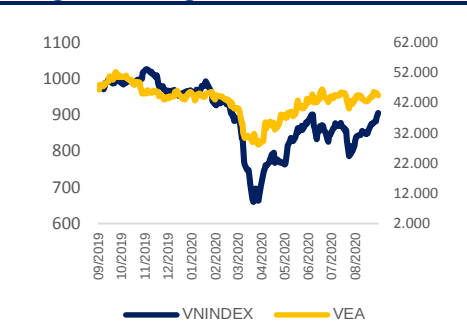
Chuyên viên phân tích ngành:

Nguyễn Thị Hồng
(KCN, Cao su, sẫm lớp, Ô tô)
hongnt@bsc.com.vn

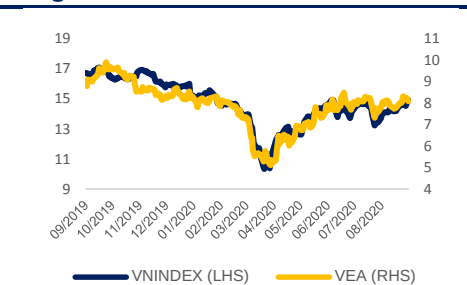
Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn
Giá khuyến nghị: 53,150 VND
Giá cắt lỗ: 40,220 VND

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



	2019	2020F	Peer	VN-Index
PE (x)	8.2	10.1	12.7	10.9
PB (x)	2.2	2.2	0.7	1.9
PS (x)	13	13	0.4	29
ROE (%)	27%	21%	2.8%	13.3%
ROA (%)	22%	17%	1.2%	2.3%
EV/ EBITDA (x)	3.9	5.2	14.6	11.7

Định giá

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Theo dõi cổ phiếu VEA với giá trị hợp lý cổ phiếu VEA khoảng 46,589 đồng, upside 4% so với giá ngày 17/9/2020 (+5% so với giá mục tiêu cũ), dựa trên phương pháp P/E với mức P/E 10.5x (thấp hơn trung bình ngành 12.7x)

Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC dự báo năm 2020 lợi nhuận sau thuế 5,777 tỷ đồng (-21% yoy), tương đương EPS 2020 = 4,313 đồng/cp, P/E fwd = 10.1x với giả định sản lượng tiêu thụ xe máy năm 2020 ở mức -10% yoy, sản lượng ô tô ở mức -25% yoy.

Quan điểm đầu tư

- Doanh nghiệp có vị thế dòng tiền lớn và ổn định được quản lý tốt duy trì chính sách cổ tức hấp dẫn (tương đương lợi suất cổ tức 10% - 11% hàng năm)

Rủi ro

- Giảm nhu cầu mua xe máy và ô tô trong ngắn hạn do dịch bệnh COVID-19.

Cập nhật doanh nghiệp

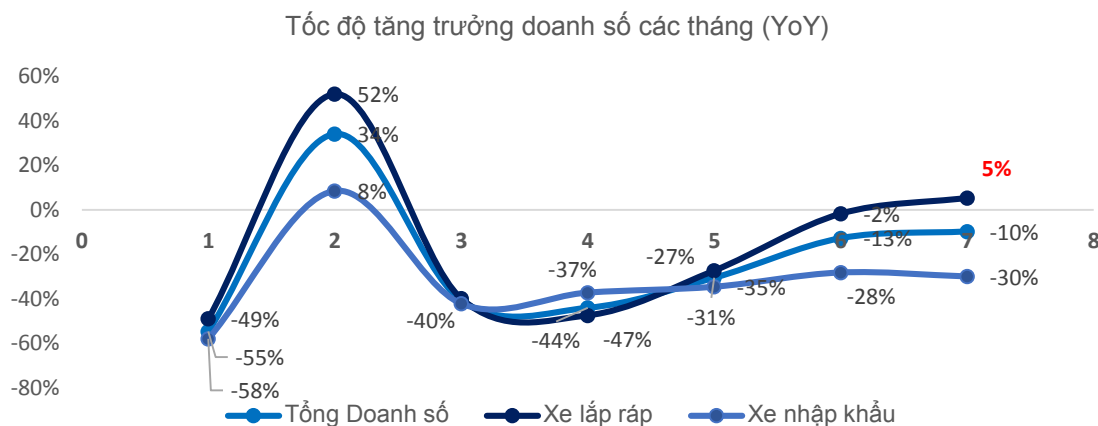
- Kết quả kinh doanh 6T2020 bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh.** Lợi nhuận sau thuế -31% yoy do lợi nhuận từ liên doanh giảm mạnh -41% yoy.
- Kế hoạch năm 2020 khá lạc quan từ kỳ vọng xử lý tồn kho xe VEAM motor ,** doanh thu 1,171 tỷ đồng (+71% yoy) và lợi nhuận sau thuế 6,741 tỷ đồng (-4% yoy) đối với công ty mẹ.
- Chính sách cổ tức hấp dẫn khoảng 11.5% lợi suất cổ tức.** VEA lên kế hoạch chi trả cổ tức 5,252 đồng/cổ phiếu và đang xin ý kiến Bộ Tài chính

	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu	7,070	4,486	4,180	4,121
Lợi nhuận gộp	603	98	230	225
Lợi nhuận sau thuế	7,027	7,301	5,943	6,554
EPS	5,260	5,450	4,437	4,880
Tăng trưởng EPS	40%	4%	-19%	10%
Nợ/ VCSH	2%	1%	1%	1%

BÁO CÁO CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Thị trường ô tô phục hồi cuối quý 2 do được hỗ trợ bởi quy định giảm 50% lệ phí trước bạ cho xe lắp ráp trong nước.

Lũy kế 6 tháng đầu năm, tổng doanh số tiêu thụ toàn thị trường đạt 130,890 chiếc (-28% yoy), xe lắp ráp -22% yoy, xe nhập khẩu -36% yoy. Tuy nhiên, doanh số ô tô tháng 6 tăng mạnh +26% so với tháng 5, mặc dù giảm -13% yoy. Chúng tôi nhận thấy tiêu thụ xe lắp ráp trong nước đang hồi phục, cải thiện tốc độ tăng trưởng rõ rệt qua các tháng, đặc biệt là doanh số xe lắp ráp tháng 7 tăng +5% yoy.



Nguồn: VAMA, BSC Research

Theo chúng tôi, nguyên nhân là do (1) quy định giảm 50% lệ phí trước bạ cho xe lắp ráp (đã đề cập ở báo cáo trước) đã tạo hiệu ứng tốt, kích thích cầu mua xe lắp ráp để được hưởng ưu đãi và (2) nhu cầu đi lại của người tiêu dùng cũng tăng lên sau kỳ giãn cách.

BSC kỳ vọng các tháng cuối năm doanh số sẽ phục hồi nhẹ, doanh số ô tô trung bình năm 2020 sẽ ở mức -25% so với cùng kỳ.

Bảng mức giảm của một số mẫu xe lắp ráp trong nước với quy định lệ phí trước bạ mới

Hãng xe	Mẫu xe	Giá bán (triệu đồng)	Mức giảm (triệu đồng)	
			Min	Max
Toyota	Vios CC	570	28.5	34.2
	Corolla Altis CC	932	46.6	55.9
	Innova CC	995	49.8	59.7
	Fortuner CC	1,354	67.7	81.2
Honda	City CC	599	30.0	35.9
Ford	EcoSport CC	689	34.5	41.3
	Tourneo CC	1,069	53.5	64.1

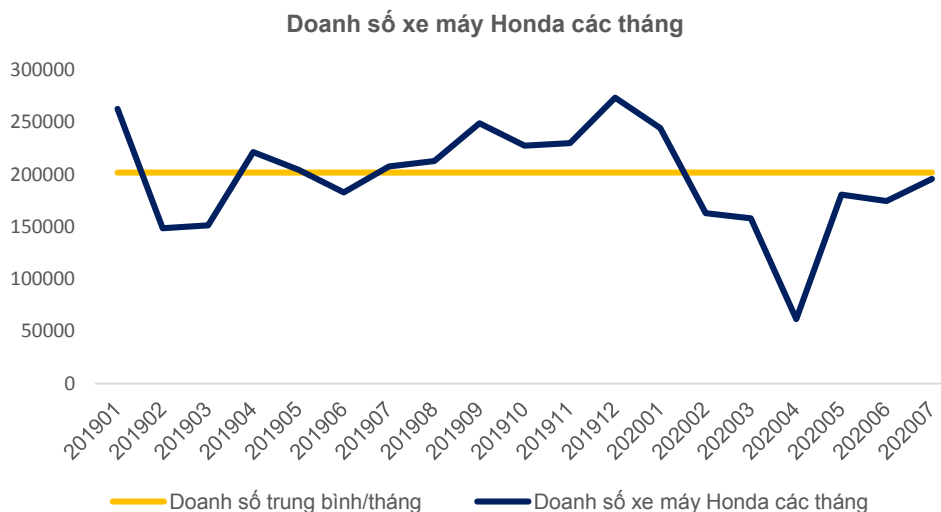
Nguồn: BSC Research

Dịch COVID-19 không tác động nhiều đến thị trường xe máy Quý 1/2020, doanh số tổng thị trường chỉ giảm -3% yoy. Hiện nay, hiệp hội các nhà sản xuất xe máy chưa công bố số quý 2, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng doanh số xe máy trong quý 2 sẽ giảm mạnh so với cùng kỳ do các nhà máy và đại lý dừng hoạt động tháng 4, và bắt đầu tiêu thụ lại vào tháng 5, tháng 6.

Trong 1H.2020, lợi nhuận sau thuế của VEA giảm mạnh do dịch bệnh, ở mức 2,295 tỷ đồng (-31% yoy). Đồng thời kết quả kinh doanh các công ty liên doanh giảm do dịch bệnh với sản lượng

tiêu thụ Honda, Toyota và Ford trong Q2/2020 lần lượt -13% yoy, -35.8% yoy và -43% yoy, có mức giảm cùng theo xu hướng thị trường. Trong đó:

Sản lượng xe máy của Honda Việt Nam -16%yoy trong 1H.2020. Riêng trong T4/2020, sản lượng xe giảm mạnh -72%yoy do lệnh giãn cách xã hội. Tuy nhiên, sản lượng xe tiêu thụ đã có sự phục hồi nhất định trong T5 và T6/2020 (mức giảm lần lượt chỉ còn -12%yoy và -6%yoy) nhờ sự phục hồi sau kỳ giãn cách. Do đó, chúng tôi cho rằng các quý tiếp theo sản lượng xe sẽ phục hồi và kỳ vọng doanh số trung bình xe máy năm 2020 ở mức -10%yoy.



Nguồn: Honda VN, BSC Research

Sản lượng tiêu thụ ô tô của Toyota Việt Nam giảm mạnh -35.8% yoy trong Q2/2020, thị phần giảm xuống mức 21.6% từ mức 24.3% cùng kỳ.

Ford Việt Nam là liên doanh chịu tác động tiêu cực nhất của VEA. Doanh số bán ô tô của Ford trong 6T2020 đạt 17,149 xe (-51% yoy), thị phần của Ford giảm xuống 8.3% từ mức 10.5% cùng kỳ.

Công ty mẹ cải thiện lợi nhuận gộp do được hoàn việc truy thu thuế.

Trong 6T2020, hoạt động cốt lõi của VEA đạt mức doanh thu thuần là 1,780 tỷ đồng (-20% yoy), tuy nhiên lợi nhuận cốt lõi cải thiện lên mức 178 tỷ đồng (từ mức 26 tỷ cùng kỳ).

Biên lợi nhuận đạt 10% (trong khi 6T2019 là 1.2%) nhờ tăng 49 tỷ đồng từ vào doanh nghiệp xử lý bút toán truy thu thuế đối với thuế nhập khẩu trong giá vốn hàng bán của quý 1/2019. Nếu không có khoản hoàn thuế này, biên lợi nhuận ở mức 7%.

Chúng tôi cho rằng mảng hoạt động cốt lõi của VEA vẫn có triển vọng âm đậm trong thời gian tới do ảnh hưởng đại dịch Covid-19 và dự báo năm 2020, mức sản lượng xe tải VEAM các loại -5% yoy và giá bán trung bình -5% yoy.

Kế hoạch 2020 của VEA

(1) Kết quả kinh doanh khá lạc quan từ kỳ vọng xử lý tồn kho xe VEAM motor với doanh thu thuần 1,171 tỷ đồng (+71% yoy), doanh thu tài chính chủ yếu đến từ các công ty liên doanh kế hoạch khoảng 7580 tỷ đồng (-4% yoy).

(2) Cổ tức năm 2019 dự kiến ở mức 5,252 VND/cp, tương ứng với tỷ suất cổ tức 11.5%. Chúng tôi kỳ vọng VEA sẽ trả cổ tức năm 2020-2021 vào khoảng 45-50%, và sẽ tăng lên ở những năm sau nữa nhờ doanh số bán xe sẽ phục hồi sau dịch.

(3) Kỳ vọng chuyển sàn lên HNX trong năm 2020. Tuy nhiên, để đủ điều kiện niêm yết VEA cần hoàn tất việc loại bỏ các ngoại trừ trong báo cáo tài chính 6 tháng 2020 đã được kiểm toán, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư theo dõi thêm.

Dự báo kết quả kinh doanh 2020 lợi nhuận sẽ sụt giảm do tác động của đại dịch Covid-19. Trong 2H2020, BSC cho rằng VEA sẽ có sự phục hồi nhất định nhờ doanh số bán xe máy và xe ô tô tăng trở lại sau kỳ giãn cách xã hội và quy định giảm 50% lệ phí trước bạ kích thích người tiêu dùng mua xe lắp ráp trong nước. Chúng tôi dự báo năm 2020 lợi nhuận sau thuế 5,777 tỷ đồng (-21% yoy), EPS pha loãng 2020 = 4,313 đồng/cp, P/E fwd = 10.1x, chúng tôi giả định:

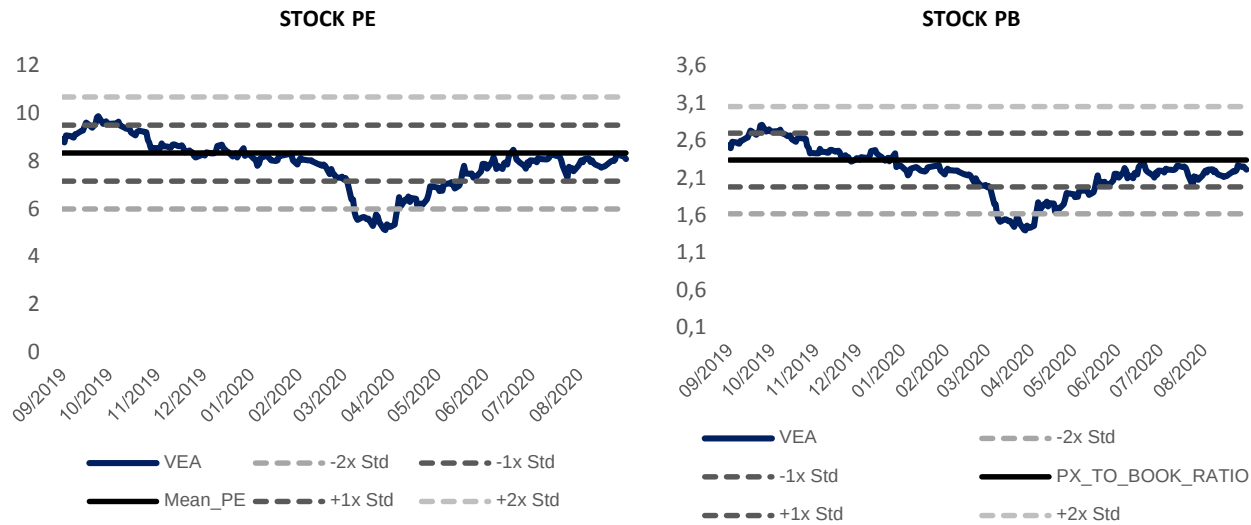
- Sản lượng tiêu thụ xe máy năm 2020 ở mức -10% yoy, mức giảm 2H2020 sẽ ở mức -5% yoy, biên lợi nhuận ròng của Honda ở mức 14.6% tương đương 6T2020 (giảm từ mức 16% năm 2019) do tỷ trọng xe ga (loại xe có biên lợi nhuận xe cao) giảm còn 20% (thấp hơn so với cùng kỳ 24%).
- Sản lượng tiêu thụ ô tô của các liên doanh giảm -25% yoy, biên lợi nhuận ròng của Toyota 10.5% (giảm từ mức 11% năm 2019).

Định giá. VEA đang giao dịch với P/E xung quanh 10x khá ổn định, chúng tôi duy trì quan điểm ưa thích cổ phiếu VEA với vị thế dòng tiền lớn và ổn định giúp công ty có chính sách cổ tức hấp dẫn, lợi suất cổ tức 11.5%. Chúng tôi tin rằng đóng góp từ liên doanh vẫn sẽ giúp VEA duy trì vị thế này trong tương lai (ít nhất 3-5 năm tới). Ngoài ra, việc chuyển sàn sẽ giúp VEA thu hút nhiều sự quan tâm của nhà đầu tư hơn.

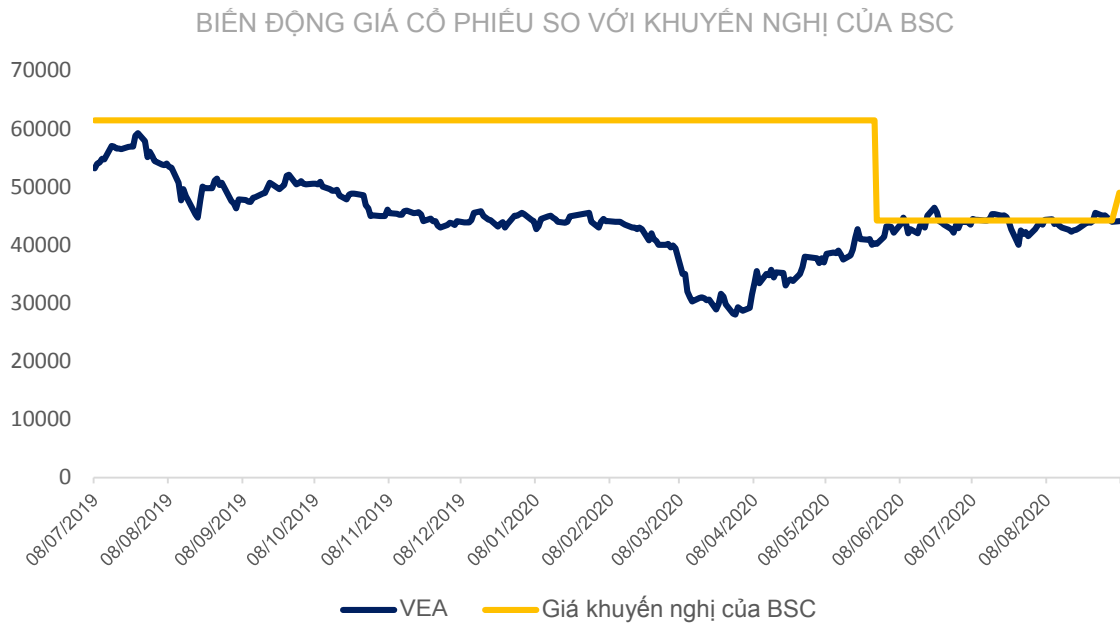
Chúng tôi khuyến nghị Theo dõi cổ phiếu VEA với giá mục tiêu 46,589 đồng, upside 4% so với giá ngày 17/9/2020 (+5% so với giá mục tiêu cũ), sử dụng phương pháp P/E với mức P/E 10.5x (thấp hơn trung bình ngành 12.7x do VEA không nắm quyền kiểm soát các liên doanh).

Phương pháp P/E	
P/E VEA	10.5
EPS VEA 2020	4,437
Giá hợp lý	46,589
Giá hiện tại (17/9/2020)	44,900
Upside	4%

Nguồn: BSC Research



BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	7,070	4,486	4,180	4,121
Giá vốn hàng bán	6,467	4,389	3,950	3,896
Lợi nhuận gộp	603	98	230	225
Chi phí bán hàng	-89	-116	-78	-78
Chi phí QLDN	-465	-456	-413	0
Lãi/lỗ HĐKD	49	-474	-261	147
Doanh thu tài chính	416	903	979	937
Chi phí tài chính	-79	-22	-21	-22
Chi phí lãi vay	-20	-22	-13	-9
Lợi nhuận từ CTLD/LK	6,852	7,126	5,475	6,005
Lãi/lỗ khác	-9	-101	-101	0
Lợi nhuận trước thuế	7,126	7,450	6,064	6,654
Thuế thu nhập DN	-99	-149	-121	-100
LN sau thuế	7,027	7,301	5,943	6,554
CĐTS	37	58	47	66
LNST - CĐTS	6,990	7,243	5,896	6,488
EBITDA	6,812	7,110	5,688	6,243
EPS	5,260	5,450	4,437	4,880

CĐKT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Tiền và tương đương tiền	342	5,577	3,035	2,706
Đầu tư ngắn hạn	9,650	11,265	12,749	12,749
Phải thu ngắn hạn	4,011	4,180	3,887	3,833
Tồn kho	2,306	1,848	1,714	1,690
TS ngắn hạn khác	100	131	125	124
TS ngắn hạn	16,408	23,001	21,510	21,102
TS hữu hình	4,742	4,850	5,484	5,901
Khấu hao	-2,493	-2,814	-3,177	-3,573
TS dở dang dài hạn	0	0	0	0
ĐT dài hạn	6,970	7,432	7,432	7,432
TS dài hạn khác	373	391	391	391
TS dài hạn	9,998	10,300	10,135	10,156
Tổng TS	26,406	33,301	31,645	31,258
Nợ phải trả	1,557	6,434	5,865	5,548
Vay ngắn hạn	384	179	102	95
Nợ ngắn hạn khác	1,015	6,104	5,685	5,357
Tổng Nợ ngắn hạn	1,399	6,283	5,787	5,452
Vay dài hạn	116	80	78	96
Nợ dài hạn khác	12	27	42	41
Tổng Nợ dài hạn	158	151	120	137
Tổng Nợ	1,557	6,434	5,865	5,548
Vốn góp	13,288	13,288	13,288	13,288
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
LN chưa phân phối	11,360	13,411	12,444	12,355
Vốn chủ khác	-8	-36	0	0
Cổ đông thiểu số	195	197	47	66
Tổng Vốn chủ sở hữu	24,850	26,867	25,732	25,643
Tổng nguồn vốn	26,406	33,301	31,645	31,258
Số lượng Cp lưu hành (triệu)	1328,8	1328,8	1328,8	1328,8

LCTT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
(Lỗ)/LNST	7,126	7,450	6,064	6,654
Khấu hao và phân bổ	292	321	363	396
Thay đổi vốn lưu động	-2,682	763	179	-179
Điều chỉnh khác	-8,932	-8,082	-6,387	-6,853
LCTT từ HĐ KD	-4,196	452	219	18
Tiền chi mua TSCĐ	-196	-185	-388	-420
Đầu tư khác	2,699	5,177	3,947	7,029
LCTT từ HĐ Đầu tư	2,503	4,992	3,559	6,609
Tiền chi trả cổ tức	-560	-22	-6,241	-6,841
Tiền từ vay ròng	40	-241	-79	11
Tiền thu khác	0	0	0	0
LCTT từ HĐ Tài chính	-520	-263	-6,320	-6,830
Dòng tiền đầu kỳ	2,488	342	5,577	3,035
Tiền trong kì	-2,212	5,179	-2,542	-329
Dòng tiền cuối kỳ	342	5,577	3,035	2,706

Chỉ số(%)	2018	2019	2020F	2021F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	11.7	3.7	3.7	3.9
Hsố TT nhanh	7.1	2.7	2.7	2.8

Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	6%	19%	19%	18%
Hsố Nợ/VCSH	6%	24%	23%	22%

Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	119	169	156	151
Số ngày phải thu	207	333	352	342
Số ngày phải trả	73	36	50	51
CCC	253	466	458	442

Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	9%	2%	6%	5%
Lợi nhuận LNST	99%	163%	142%	159%
ROE	28%	27%	23%	26%
ROA	27%	22%	19%	21%

Định Giá				
PE	7.39	8.21	10.1	9.3
PB	2.1	2.2	2.2	2.2

Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	8%	-37%	-7%	-1%
Tăng trưởng EBIT	527%	-867%	165%	44%
Tăng trưởng LNNT	39%	5%	-19%	10%
Tăng trưởng EPS	40%	4%	-19%	10%

Nguồn: BSC Research.

VEA – Tổng Công ty Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam – Nổ máy lên

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá.
- Chỉ báo xu hướng MACD: đường MACD ở trên đường tín hiệu.
- Chỉ báo RSI: Ở trên giá trị 50.
- Đường MA: EMA12 ở trên EMA26.

Nhận định: VEA đang ở trong quá trình tích lũy trong khu vực 42-45 sau khi đã có quãng thời gian tăng giá trở lại từ đầu tháng 4. Các chỉ báo kỹ thuật hầu hết hiện đang ở trong trạng thái tích cực. Thanh khoản VEA trong những tuần gần đây đang có chiều hướng giảm dần. Bên cạnh đó, chỉ báo động lượng RSI vẫn đang duy trì trên ngưỡng trung lập cho thấy cổ phiếu có thể duy trì đà tăng trong trung hạn. Theo phân tích Fibonacci thì VEA đang ở ngay trên mốc 50% Fib và đây đã trở thành vùng hỗ trợ khá mạnh của cổ phiếu. Ngưỡng kháng cự gần nhất của VEA nằm tại vùng giá 47-48. Dự kiến nếu thị trường tiếp tục diễn biến tốt như hiện nay, VEA có cơ hội trở lại lần lượt các vùng giá cao của quá khứ.

Khuyến nghị: Nhà đầu tư có thể mua khi VEA dao động quanh khu vực 44-46 với mục tiêu của cổ phiếu là tại ngưỡng 53, cân nhắc cắt lỗ nếu mốc 40 bị xuyên thủng.



Nguồn: BSC, PTKT iTrade

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

