

Bản tin

4M

Bản tin đặc biệt dành cho nhà đầu tư
Ngày cập nhật: 17/1/2022



ĐÁNH GIÁ CỦA TRUNG TÂM TƯ VẤN ĐẦU TƯ

VEA 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 đầu tư 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. Động lực tăng trưởng chính của doanh nghiệp trong tương lai bao gồm: (1) **Triển vọng phục hồi doanh số bán ô tô, xe máy sau dịch**; (2) **Cố tức hàng năm từ 3 công ty liên doanh liên kết**

Sử dụng mô hình phân tích về 4 yếu tố: (Macro) **Vĩ mô và ngành, (Moat) Lợi thế cạnh tranh, (Management) Ban lãnh đạo và Động lực tăng giá (Margin of Safety)**, chúng tôi cho rằng cổ phiếu VEA hiện có triển vọng TÍCH CỰC khi đang giao dịch ở mức P/E fw = 8.8x tương đối rẻ khi mà cổ tức hàng năm có mức lợi suất cao từ 10-11% và tiềm năng tăng trưởng của ngành ô tô còn rất lớn. Trong dài hạn VEA sẽ là một cổ phiếu hấp dẫn để đầu tư bên cạnh câu chuyện thoái vốn nhà nước và chuyển sản sang HOSE khi mà các tiêu chí dần được đáp ứng trong tương lai

VĨ MÔ VÀ NGÀNH

Thị trường Ô tô Việt Nam có tiềm năng tăng trưởng lớn, tỷ lệ sở hữu ô tô trên đầu người vẫn thấp hơn nhiều so với các thị trường khác ở châu Á. Theo Statista, chỉ 5% dân số Việt Nam sở hữu ô tô vào năm 2020, trong khi con số này ở Thái Lan là 52%.

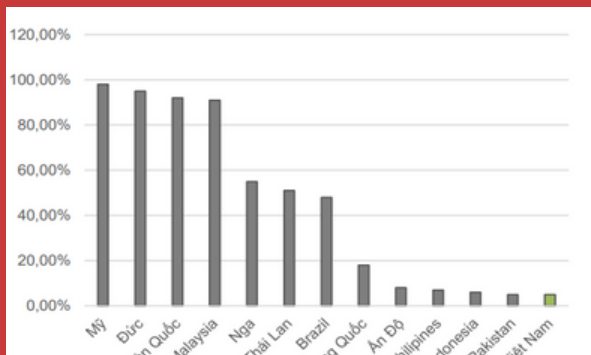
Tầng lớp trung lưu gia tăng và dịch COVID-19 hạ nhiệt sẽ thúc đẩy doanh số ô tô trong giai đoạn 2022-2024. Sau khi các biện pháp kiểm soát dịch COVID-19 được nới lỏng, trong tháng 11/2021, doanh số bán hàng của toàn thị trường đạt 38.656 xe, tăng 30% so với tháng 10/2021 tăng 6% so với tháng 11/2020. Sự cải thiện này cũng củng cố khả năng phục hồi của nhu cầu ô tô tại Việt Nam, vốn được hỗ trợ bởi việc tăng lớp trung lưu ngày càng gia tăng. Với giả định tình trạng gián đoạn do dịch COVID-19 hạ nhiệt, dự báo doanh số xe bán ra sẽ tăng trưởng mạnh ở mức 2 chữ số trong 3 năm tiếp theo.

Ngày 26/12/2021, Chính phủ đã ban hành nghị định Nghị định số 103/2021/NĐ-CP liên quan để giảm thuế trước bạ đối với ô tô sản xuất, lắp ráp trong nước. Theo đó, thuế trước bạ ô tô sẽ giảm 50% từ ngày 01/12/2021 đến hết ngày 31/5/2022. Trước đó ngày 20/7/2020, Chính phủ cũng đã ban hành Nghị định 57 về thuế nhập khẩu, bao gồm giảm thuế nhập khẩu đối với nguyên liệu và linh kiện không thể sản xuất trong nước để sản xuất, gia công (lắp ráp) về 0%. Các chính sách hỗ trợ từ Chính Phủ đã khuyến khích các hãng xe như Honda, Ford đã lên kế hoạch lắp ráp nhiều mẫu xe tại Việt Nam, bao gồm CRV của Honda và Ford Ranger của Ford.

Điểm tiêu cực

Lãi suất giảm gần đây tác động đến lãi tiền gửi ngân hàng của doanh nghiệp. Hiện tại VEA có số dư tiền gửi là 12k tỷ với việc lãi suất biến động 1% có thể dẫn đến doanh thu từ hoạt động tài chính của công ty tăng/giảm 120 tỷ đồng/năm.

Hình 1: Tỷ lệ hộ gia đình sở hữu ô tô vào năm 2020



Nguồn: Statista, VND Research

BAN LÃNH ĐẠO

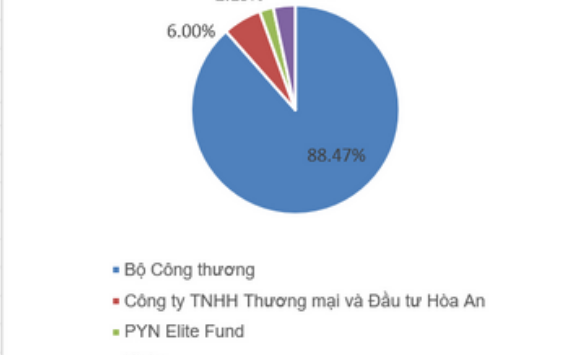
Bộ Công Thương hiện là chủ sở hữu chính của VEA (chiếm 88.47% cổ phần) và có kế hoạch thoái vốn xuống 36%. Tuy nhiên kế hoạch vẫn chưa rõ ràng do phát sinh những vấn đề cần thảo luận về thời gian thoái vốn liên quan đến thỏa thuận giữa VEAM và liên doanh Honda, Toyota. VEAM và Toyota thống nhất thành 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 Toyota Việt Nam 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, nhưng 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.

Doanh nghiệp duy trì chính sách cổ tức hấp dẫn: trong những năm gần đây, doanh nghiệp luôn chi trả cổ tức bằng tiền mặt với tỉ lệ cao 40-50%.

Điểm tiêu cực:

Ban lãnh đạo có yếu tố nhà nước: Tư duy nhiệm kỳ có thể dẫn đến những hành động thiếu trách nhiệm trong quản lý điều hành hoạt động của công ty.

Hình 2: Cơ cấu sở hữu của VEA



Nguồn: TVĐT tổng hợp



Tổng Công ty Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam (Upcom: VEA)

Tổng công ty Máy động lực và Máy nông nghiệp (VEAM) được thành lập ngày 12/5/1990, trực thuộc Bộ Công Thương. Công ty mẹ VEAM hiện đầu tư vốn tại 25 đơn vị bao gồm các đơn vị trực thuộc (chi nhánh), công ty con và công ty liên kết. Ngành nghề kinh doanh chính: sản xuất lắp ráp và kinh doanh ô tô, đúc chi tiết chế tạo máy, thương mại. Đầu tư tài chính dài hạn tại các doanh nghiệp trong các lĩnh vực: động cơ và máy nông nghiệp; công nghiệp hỗ trợ; ô tô, xe máy..

NHÂM XUÂN TRƯỜNG TRUNG TÂM TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Email: truong.nhamxuan@vndirect.com.vn



LỢI THẾ CẠNH TRANH

Là doanh nghiệp đi đầu trong lĩnh vực sản xuất máy nông nghiệp tại Việt Nam, VEAM hiện có 5 công ty sản xuất động cơ (xăng, diesel), máy móc nông nghiệp. 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 cũng như xuất khẩu sang các nước Châu Á.

VEAM sở hữu cổ phần tại nhiều công ty liên doanh, liên kết như Honda Việt Nam (30%), Ford Việt Nam (25%), Toyota Việt Nam (20%). 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 7,126 tỷ đồng năm 2019, 5,124 tỷ đồng năm 2020 - chiếm hơn 90% lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp.

VEAM có 4 công ty 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..

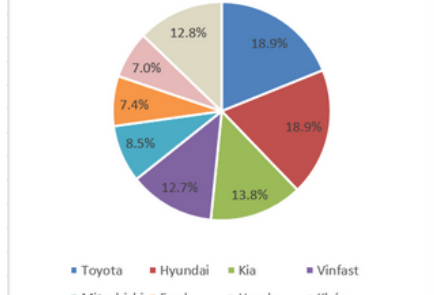
Doanh nghiệp có tình trạng tài chính an toàn: Tính đến cuối Q3/2021, giá trị tiền mặt và tiền gửi là 12,570 tỷ (chiếm 53% tổng tài sản). VEA cũng chỉ có nợ vay ngắn hạn 207 tỷ và không có nợ vay dài hạn.

Điểm tiêu cực

Sự cạnh tranh của các DN ô tô khác (đặc biệt Vinfast) tác động mạnh lên các liên doanh của VEA như Toyota, Honda và Ford.

Thông tin tài chính về các công ty liên kết còn hạn chế vì Honda, Toyota, và Ford Vietnam đều không phải là các công ty đại chúng.

Hình 3: Thị phần xe con 9T2021



Nguồn: TT TVĐT tổng hợp

ĐỘNG LỰC TĂNG GIÁ

Thị trường ô tô: kỳ vọng Toyota Corrola Cross sẽ duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ trong 2022 do thị yếu của người tiêu dùng đối với dòng xe gầm cao chạy trong đô thị (CUV) và Xe điện hybrid ngày càng tăng. Toyota Raize là động lực chính cho doanh số bán xe của Toyota trong 2022. Trong khi đó, các mẫu xe CRV và HRV mới trong năm 2022 là động lực chính thúc đẩy doanh số của Honda.

Thị trường xe máy: Honda chiếm tới 79% thị phần trong năm 2020, thị trường xe máy được dự báo đang tới điểm bão hòa, tuy nhiên với xu hướng chuyển từ xe số sang xe tay ga với biên lợi nhuận gộp cải thiện kỳ vọng sẽ giúp Honda tăng được lợi nhuận trong những năm tới. Đồng thời việc áp dụng các quy định về khí thải đối với xe máy cũ sẽ thúc đẩy người dân mua xe mới sẽ giúp cho sản lượng bán ra của các hãng xe tăng trưởng trở lại.

Cố tức hàng năm: từ 3 công ty liên doanh liên kết chiếm phần lớn lợi nhuận ròng của công ty vào khoảng từ 5,000-7,000 tỷ đồng, giúp công ty có lượng tiền mặt lớn. Doanh thu tài chính từ tiền gửi ngân hàng cũng lên tới hơn 900 tỷ năm 2020. Dự báo LNST 2022 đạt 6,500 tỷ đồng - tương đương P/E ở mức 8.8 lần.

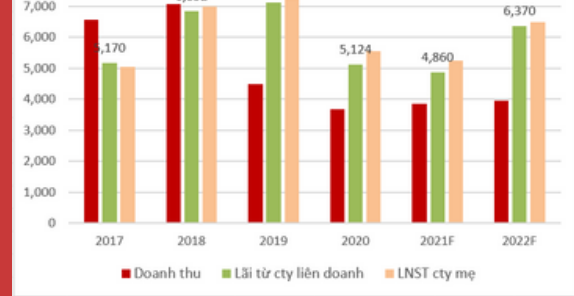
Nhiệm yết trên sàn HOSE: VEA có kế hoạch niêm yết trên sàn HOSE sau khi nhận được ý kiến chấp thuận hoàn toàn của kiểm toán trong BTC. Hiện công ty vẫn đang giải quyết các vấn đề liên quan đến ý kiến kiểm toán ngoại trừ về các khoản cho vay nội bộ và thanh lý hàng tồn kho lâu năm.

Điểm tiêu cực:

Hoạt động kinh doanh cốt lõi thua lỗ bào mòn phần lãi thu được từ hoạt động liên doanh liên kết.

Quản lý các khoản phải thu kém hiệu quả: Tính đến cuối Quý 3/2021, VEA đã ghi nhận tổng cộng 375 tỷ đồng dự phòng cho các khoản phải thu từ khách hàng quá hạn, tương đương 46% tổng cộng các khoản phải thu từ khách hàng, một tỷ lệ lớn bất thường.

Hình 4: Kết quả kinh doanh VEA



Nguồn: TT TVĐT

Khuyến cáo: Nội dung này được viết và phát hành bởi Trung tâm Tư vấn đầu tư – Công ty CP chứng khoán VNDIRECT. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các Nhà đầu tư của CTCP Chứng khoán VNDIRECT khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được đầu tư của trong Báo cáo này. Nhà đầu tư nên nhận định độc lập về thông tin trong Báo cáo này trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của công ty được đề cập trong Báo cáo.

Tuyên bố về mâu thuẫn lợi ích: Chuyên viên phụ trách báo cáo này hiện không nắm giữ vị thế liên quan đến cổ phiếu VEA, không được hưởng lợi từ việc tăng, giảm giá của cổ phiếu.



Nhâm Xuân Trường - Chuyên viên tư vấn đầu tư
Email: truong.nhamxuan@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Quyên - Chuyên viên tư vấn đầu tư
Email: nguyen.nguyen2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
Điện thoại: 1900 54 54 09
Email: trungtamtuvandautu@vndirect.com.vn
Website: <https://vndirect.com.vn>