

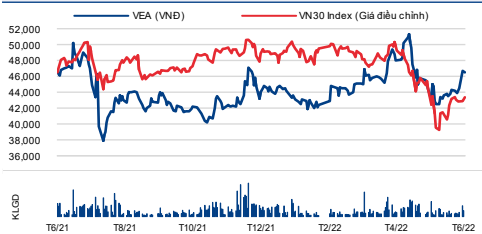
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ56,700 (từ VNĐ56,900)
 Tiềm năng tăng/giảm: 21.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (8/6/2022)	46,500
Mã Bloomberg	VEA VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	37,900-51,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	46,600
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	61,789
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,664
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,329
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	651
Slg CP NN được mua (tr.đv)	576
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	5.64%
Tỷ lệ freefloat	11.5%
Cổ đông lớn	Bộ Công Thương (88.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	4.73	3.10	0
So với chỉ số	7.16	14.5	7.22
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2022F	4,571	4,547	0.5
2023F	5,123	5,143	(0.4)
2024F	5,509	5,633	(2.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VEAM nắm cổ phần tại các liên doanh hàng đầu về sản xuất ô tô và xe máy tại Việt Nam (Honda, Toyota và Ford) và sản xuất máy nông nghiệp

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Thu Nga, CFA
 Chuyên Viên, Ngành Công Nghiệp
 nga.ttthu@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4807

Võ Thị Ngọc Hân, CFA
 Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp
 han.vtn@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 314

Rủi ro nguồn cung ngoài dự kiến; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VEA với giá mục tiêu gần như không đổi là 56.700đ. Chúng tôi tiếp tục ưa thích cổ phiếu VEA do Công ty sẽ hưởng lợi đáng kể khi Việt Nam đẩy nhanh quá trình cơ giới hóa, cùng với mức lợi suất cổ tức hấp dẫn.
- HSC hạ 3% dự báo lợi nhuận năm 2022 sau khi chúng tôi điều chỉnh giảm giả định tỷ suất lợi nhuận của các liên doanh (theo chúng tôi điều này chỉ là tạm thời), đồng thời giữ nguyên phần lớn dự báo năm 2023-2024. Tốc độ CAGR lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2021-2024 đạt 9%.
- Cổ phiếu đang giao dịch với P/E dự phóng 2022 và 2023 lần lượt là 10,2 lần và 9,1 lần, tương đương P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,7 lần, thấp hơn so với mức bình quân trong quá khứ là 10,3 lần (tính từ năm 2019).

Sự kiện: Tài liệu ĐHCĐ và doanh số của liên doanh trong tháng 5/2022

Về hoạt động kinh doanh, theo chúng tôi được biết, doanh số xe máy của Honda trong tháng 5/2022 bị ảnh hưởng do những hạn chế trong việc tìm nguồn cung ứng vật tư trong bối cảnh Trung Quốc áp dụng các biện pháp phong tỏa nghiêm ngặt. Sự gián đoạn sẽ được cải thiện từ tháng này sau khi Trung Quốc nới lỏng các biện pháp phong tỏa, nhưng chi phí đầu vào có thể vẫn sẽ tăng. Ngược lại, doanh số ô tô của Honda và Toyota tiếp tục tăng mạnh, tăng gấp đôi so với tháng 5/2022 và vượt dự báo của chúng tôi. VEA đã công bố tài liệu ĐHCĐ năm 2022 với kế hoạch kinh doanh cho công ty mẹ trong giai đoạn 2022-2026 và mức cổ tức tiền mặt cho năm 2021 được đề xuất là 4.038đ/cp - tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức 89% và lợi suất cổ tức là 9% theo thị giá hiện tại. Mặc dù KQKD rất khả quan, mức cổ tức đề xuất thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi là 4.438đ/cp.

Tác động: Hạ dự báo lợi nhuận năm 2022

HSC hạ 3% dự báo lợi nhuận năm 2022 xuống 6.105 tỷ đồng (tăng trưởng 6%) do tỷ suất lợi nhuận của các liên doanh sụt giảm, trong khi đó, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận trong năm 2023-2024 lần lượt đạt 6.842 tỷ đồng (tăng trưởng 12%) và 7.357 tỷ đồng (tăng trưởng 8%), nhờ tỷ suất lợi nhuận của các liên doanh phục hồi (giả định sự gián đoạn chấm dứt). Dự báo mới của chúng tôi sát với dự báo bình quân của thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu VEA đã phục hồi trong bối cảnh toàn bộ thị trường chứng khoán điều chỉnh mạnh và tăng tốt hơn 13% so với chỉ số VN Index trong 3 tháng vừa qua. VEA hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,7 lần, thấp hơn so với mức bình quân trong quá khứ là 10,3 lần (kể từ năm 2019). HSC tiếp tục ưa thích cổ phiếu VEA nhờ hưởng lợi từ quá trình đẩy mạnh cơ giới hóa tại Việt Nam, mang tính chất phòng thủ và mức lợi suất cổ tức hấp dẫn. Chúng tôi giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 56.700đ (từ 56.900đ), do chúng tôi giả định thận trọng hơn và giai đoạn cơ sở định giá được chuyển sang giữa năm 2023. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 22% và P/E dự phóng 2022 và 2023 lần lượt là 12,4 lần và 11,1 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VEA.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 9/6.

Cuối năm: Tháng 12	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	5,121	5,552	5,934	6,675	7,164
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	5,552	5,752	6,105	6,842	7,357
EPS ĐC (đồng)	4,135	4,321	4,571	5,123	5,509
DPS (đồng)	5,453	4,038	4,242	4,502	5,046
BVPS (đồng)	19,026	17,829	18,397	19,316	20,363
EV/EBITDA ĐC (lần)	24.1	22.3	20.7	18.4	17.1
P/E ĐC (lần)	11.2	10.8	10.2	9.08	8.44
Lợi suất cổ tức (%)	11.7	8.68	9.12	9.68	10.9
P/B (lần)	2.44	2.61	2.53	2.41	2.28
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(23.3)	4.50	5.79	12.1	7.52
ROAE (%)	21.3	23.5	25.4	27.3	27.9

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Nguồn cung biến động nhưng nhu cầu vẫn được duy trì

HSC giảm nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2022 do lợi nhuận liên doanh giảm, trong khi chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận năm 2023-2024 nhờ doanh số tốt. Rủi ro KQKD thấp hơn so với dự báo của chúng tôi hiện có thể do nguồn cung hơn là nhu cầu trong ngắn hạn. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi là 56.700đ, tiềm năng tăng giá hiện là 22%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào và tiếp tục ưa thích cổ phiếu VEA do Công ty hưởng lợi từ quá trình đẩy mạnh cơ giới hóa tại Việt Nam, cùng với mức lợi suất cổ tức hấp dẫn. Giá cổ phiếu VEA khá ổn định trong giai đoạn thị trường điều chỉnh mạnh gần đây.

Đánh giá doanh số tháng 5/2022

Doanh số xe máy và ô tô của các liên doanh của VEA có mức tăng trưởng khác nhau trong tháng 5/2022. VEA sở hữu 30% cổ phần Honda Việt Nam, 20% cổ phần Toyota Việt Nam và 25% cổ phần Ford Việt Nam (thông qua công ty con sở hữu 100% cổ phần). Lợi nhuận từ các liên doanh này thường đóng góp 90-100% vào lợi nhuận thuần hợp nhất của VEA.

- Doanh số xe máy của Honda giảm đáng kể 13,9% so với cùng kỳ xuống 155.414 chiếc do nguồn cung hạn chế. Giai đoạn phong tỏa kéo dài tại Thượng Hải, bắt đầu từ tháng 3/2022 đến hết tháng 5/2022, đã gây ra gián đoạn chuỗi cung ứng nhiều vật tư cần thiết cho sản xuất ở Việt Nam.

Trong khi đó, chúng tôi tin rằng nhu cầu mua xe sẽ tiếp tục cao do nhiều cửa hàng Honda HEAD (đại lý) đang bán với giá cao hơn nhiều so với giá bán lẻ đề xuất của nhà sản xuất. Honda đã bình luận về vấn đề này, cho biết công ty và HEAD là những đơn vị kinh doanh độc lập, do đó, việc Honda can thiệp vào chính sách giá bán của HEAD là không phù hợp. Thay vào đó, HEAD sẽ tự thiết lập giá bán của riêng dựa trên tình hình cung cầu trên thị trường.

Tuy nhiên, Honda đã nâng 1-3% giá bán cho 20 mẫu xe của mình bắt đầu từ tháng 4/2022. Với tỷ suất lợi nhuận thuần là 15%, việc điều chỉnh giá bán có thể sẽ giúp lợi nhuận thuần tăng 10-15%, nếu chi phí đầu vào không tăng thêm.

HSC kỳ vọng tình hình sẽ cải thiện trong thời gian tới sau khi Trung Quốc gỡ bỏ các biện pháp phong tỏa kể từ đầu tháng 6/2022. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo doanh số hao hụt trong tháng 5/2022 do nguồn cung hạn chế sẽ hồi phục trong những tháng tới, do nhu cầu ổn định. Trong khi doanh số có khả năng hồi phục tốt, tỷ suất lợi nhuận có thể sẽ bị ảnh hưởng do chi phí đầu vào tăng.

- Mặt khác, doanh số ô tô của Honda và Toyota tăng hơn 100% so với cùng kỳ trong tháng 5/2022. Chúng tôi cho rằng điều này một phần là do khách hàng đẩy mạnh mua sắm trước khi chính sách cắt giảm 50% lệ phí trước bạ đối với xe lắp ráp trong nước hết hạn. Chính sách này, được áp dụng lần thứ hai, có hiệu lực trong 6 tháng từ ngày 1/12/2021 đến ngày 31/5/2022.

Các nhà sản xuất ô tô cũng bị ảnh hưởng bởi tình trạng thiếu hụt nguồn cung nhưng tác động tới Toyota và Honda có vẻ dễ kiểm soát hơn. Toyota nổi tiếng với khả năng quản lý chuỗi cung ứng, điều này có thể giúp hãng xe này phản ứng tốt hơn với những cú sốc cung so với các doanh nghiệp sản xuất ô tô khác. Trong khi đó, tăng trưởng doanh số của Honda được hỗ trợ nhờ mức nền thấp trong năm 2021. Kể từ đầu năm, doanh số ô tô của Toyota và Honda lần lượt tăng 57% và 82% so với cùng kỳ, vượt dự báo của chúng tôi.

Bảng 1: Doanh số xe máy Honda và Toyota trong T5/2022, VEA

Doanh số bán xe máy bị ảnh hưởng bởi nguồn cung hạn chế, trong khi doanh số bán ô tô tăng mạnh ngay trước trước khi chính sách cắt giảm 50% lệ phí trước bạ đối với xe lắp ráp trong nước hết hạn

Chiếc	T5/2021	T5/2022	So với cùng kỳ	5T/2021	5T/2022	So với cùng kỳ
Xe máy						
Honda	180,424	155,414	-13.9%	904,226	932,286	3.1%
Ô tô						
Toyota	5,248	10,711	104.1%	24,604	38,665	57.1%
Honda	1,423	3,184	123.8%	10,134	18,489	82.4%

Nguồn: HSC

Tài liệu ĐHCĐ năm 2022: Những thông tin chính

VEA đã công bố tài liệu ĐHCĐ năm 2022, được tổ chức tại Hà Nội vào ngày 24/6/2022; những thông tin chính như sau.

Cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2021 được đề xuất là 4.038đ/cp

BLĐ đề xuất kế hoạch phân phối lợi nhuận của công ty mẹ cho năm 2021. Trong đó, quỹ khen thưởng & phúc lợi là 45 tỷ đồng (0,75% lợi nhuận thuần). Cổ tức bằng tiền mặt được đề xuất tổng cộng là 5.365 tỷ đồng, tương đương 4.038đ/cp và tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức là 89%.

Đây là mức cổ tức tốt, nhưng vẫn thấp hơn 9% so với dự báo của chúng tôi là 4.438đ/cp trước đó, chủ yếu do VEA tiếp tục trích lập 606 tỷ đồng dự phòng các khoản phải thu quá hạn (tương đương 100% số dư các khoản phải thu quá hạn vào cuối năm 2021 trên bảng CĐKT của công ty mẹ).

Tuy nhiên, việc trích lập có được thực hiện hay không sẽ phụ thuộc vào sự chấp thuận của Bộ Tài chính và Bộ Công Thương. Trong năm 2021, VEA cũng đề xuất trích lập 615 tỷ đồng dự phòng các khoản phải thu quá hạn nhưng việc trích lập sau đó đã không được 2 Bộ này chấp thuận và thay vào đó, VEA đã chi trả cổ tức bằng tiền mặt cho cổ đông.

Các khoản phải thu quá hạn là do VEA cho các công ty con vay tiền kém hiệu quả và đây là vấn đề pháp lý đang diễn ra (trường hợp này đang được điều tra vì có hành vi phạm tội gây thất thoát tài sản nhà nước). Chúng tôi hiểu rằng trước khi có kết quả điều tra, 2 Bộ này có thể sẽ không thông qua bất kỳ đề xuất nào liên quan đến việc trích lập dự phòng.

Kế hoạch công ty mẹ giai đoạn 2022-2026

Tài liệu ĐHCĐ cũng công bố kế hoạch kinh doanh của công ty mẹ trong giai đoạn 5 năm từ năm 2022-2026. Kế hoạch này nhìn chung có vẻ thận trọng với lợi nhuận giảm mạnh trong năm 2022, sau đó sẽ tăng trưởng khiêm tốn trong những năm tiếp theo. Kế hoạch lợi nhuận thuần của VEA cho công ty mẹ trong giai đoạn 2022-2026 chỉ tương đương 75-87% dự báo của chúng tôi.

Bảng 2: Kế hoạch giai đoạn 2022-2026 của Công ty mẹ, VEA

Kế hoạch giai đoạn 2022-2026 của khá thận trọng

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu	642	1,017	1,036	1,327	1,423
Thu nhập tài chính	5,336	5,562	5,797	6,042	6,297
Thu nhập thuần	4,993	5,053	5,393	5,685	5,908
Tăng trưởng					
Doanh thu	7.7%	58.4%	1.9%	28.1%	7.2%
Thu nhập tài chính	-14.1%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
Thu nhập thuần	-17.0%	1.2%	6.7%	5.4%	3.9%

Nguồn: VEA

Bảng 3: Kế hoạch lợi nhuận Công ty mẹ VEA giai đoạn 2022-2026 so với dự báo của HSC

Kế hoạch lợi nhuận thuần của VEA cho công ty mẹ trong giai đoạn 2022-2026 chỉ tương đương 75-87% dự báo của chúng tôi

	2022	2023	2024	2025	2026
Thu nhập thuần	4,993	5,053	5,393	5,685	5,908
Tăng trưởng					
Thu nhập thuần - Dự báo của HSC	5,752	6,291	6,849	7,363	7,844
Tăng trưởng					
% Dự báo của HSC	86.8%	80.3%	78.7%	77.2%	75.3%

Nguồn: VEA, HSC

Các thông tin khác

Kế hoạch niêm yết: Việc niêm yết trên sàn HSX hoặc HNX đã được lên kế hoạch trong nhiều năm nhưng bị trì hoãn do VEA chưa thể giải quyết các ý kiến kiểm toán ngoại trừ chủ yếu liên quan đến hàng tồn kho xe tải Euro 2 và các khoản phải thu quá hạn. Vấn đề về hàng tồn kho đã được giải quyết trong năm 2021 - việc định giá hàng tồn kho đã được kiểm soát bởi Vinacontrol, công ty thẩm định độc lập và không còn ý kiến kiểm toán ngoại trừ. Tuy nhiên, việc thanh lý những chiếc xe tải này vẫn sẽ là vấn đề, do giá trị của những chiếc xe này sẽ nhanh chóng sụt giảm trên bảng CĐKT của VEA nếu không thể bán được.

Thoái vốn nhà nước: Không có hướng dẫn rõ ràng về thời điểm thoái vốn nhà nước. Tuy nhiên, VEA sẽ thực hiện theo chỉ đạo của Bộ Công Thương về các bước tiếp theo liên quan đến việc thoái vốn (nếu có).

Giải phóng hàng tồn kho: Trong năm 2021, dựa trên định giá hàng tồn kho xe tải Euro 2 của Vinacontrol, VEA đã tổ chức 2 phiên đấu thầu - cả 2 phiên đều không thu hút được bất kỳ nhà thầu nào. Đây tiếp tục là trọng tâm của VEA trong năm 2022.

Hạ dự báo lợi nhuận thuần năm 2022 nhưng duy trì dự báo năm 2023-2024

HSC giảm nhẹ 3% dự báo lợi nhuận năm 2022 do tỷ suất lợi nhuận liên doanh sụt giảm trong bối cảnh Trung Quốc áp dụng các biện pháp phong tỏa trong Q2/2022, điều này không được bù đắp hoàn toàn từ việc điều chỉnh tăng dự báo doanh số. Tuy nhiên, rủi ro hiện tại đến từ nguồn cung lớn hơn là từ nhu cầu.

Trong năm 2023-2024, dự báo lợi nhuận của chúng tôi gần như không thay đổi, do chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận của liên doanh sẽ phục hồi trong năm tới (rủi ro khiến KQKD thấp hơn dự báo sẽ tới từ nguy cơ gián đoạn chuỗi cung ứng).

Dự báo hiện tại của HSC thấp hơn một chút so với bình quân dự báo của thị trường, với lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 6%, 12% và 8% trong năm 2022, 2023 và 2024.

Bảng 4: Điều chỉnh dự báo, VEA

HSC dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2021-2024 tăng trưởng với tốc độ CAGR là 9%

Tỷ đồng	2022				2023				2024			
	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Doanh thu thuần	4,421	4,421	10.0%	0.0%	4,642	4,642	5.0%	0.0%	4,874	4,874	5.0%	0.0%
Lợi nhuận gộp	530	530	-6.0%	0.0%	557	511	-3.8%	-8.3%	585	536	5.0%	-8.3%
Lãi/(lỗ) tài chính ròng	707	707	0.1%	0.0%	736	735	4.0%	0.0%	787	787	6.9%	0.0%
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	5,818	5,592	8.0%	-3.9%	6,368	6,372	13.9%	0.1%	6,849	6,855	7.6%	0.1%
Chi phí BH&QL	(542)	(508)	3.2%	-6.1%	(569)	(534)	5.0%	-6.1%	(597)	(560)	5.0%	-6.1%
LNTT	6,499	6,306	6.1%	-3.0%	7,075	7,068	12.1%	-0.1%	7,605	7,599	7.5%	-0.1%
LNST	6,338	6,150	6.1%	-3.0%	6,900	6,893	12.1%	-0.1%	7,417	7,411	7.5%	-0.1%
Lợi nhuận thuần	6,291	6,105	6.1%	-3.0%	6,849	6,842	12.1%	-0.1%	7,363	7,357	7.5%	-0.1%

Nguồn: HSC dự báo

Bảng 5: Dự báo lợi nhuận của các công ty liên doanh VEA

Dự báo lợi nhuận của các công ty liên doanh VEA trong năm 2022/2023/2024 sẽ tăng trưởng lần lượt là 9%/14%/8%

Tỷ đồng	Lợi nhuận				Tăng trưởng		
	2021	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
Lợi nhuận từ liên doanh đóng góp cho VEA	5,118	5,592	6,372	6,855	9.3%	13.9%	7.6%
Honda	4,376	4,633	5,273	5,667	5.9%	13.8%	7.5%
Toyota	722	891	1,018	1,099	23.4%	14.2%	7.9%
Ford & khác	20	68	81	89	246.2%	20.0%	10.0%

Nguồn: HSC dự báo

Bảng 6: Dự báo doanh số bán hàng của liên doanh VEA

Dự báo doanh số xe máy sẽ tăng trưởng 10% và doanh số bán ô tô sẽ tăng trưởng 33% trong năm 2022

Chiếc	Doanh số bán hàng				Tăng trưởng		
	2021	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
Xe máy	1,991,328	2,190,461	2,321,888	2,414,764	10.0%	6.0%	4.0%
Ô tô	114,518	152,667	167,412	180,805	33.3%	9.7%	8.0%
Toyota	69,001	89,701	98,671	106,565	30.0%	10.0%	8.0%
Honda	21,698	36,887	40,575	43,821	70.0%	10.0%	8.0%
Ford	23,708	26,079	28,165	30,418	10.0%	8.0%	8.0%

Nguồn: HSC dự báo

Tiềm năng tăng giá là 22%; duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 56.700đ (từ 56.900đ) chủ yếu do chúng tôi áp dụng các giả định thận trọng hơn và chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang giữa năm 2023. Chúng tôi hiện giả định chi phí vốn CSH là 11,5% (so với 10,0% trước đây), sau khi nâng giả định lãi suất phi rủi ro (từ 3,0% lên 3,5%) và phần bù rủi ro vốn CSH (từ 7,0 lên 8,0%) đối với toàn bộ các cổ phiếu HSC khuyến nghị. Chúng tôi cũng loại bỏ mức chiết khấu 15% áp dụng đối với giá trị hợp lý trong định giá trước đó - nỗ lực giải quyết các khoản phải thu quá hạn của VEA thể hiện qua đề xuất giảm cổ tức bằng tiền mặt chi trả cho năm 2021.

Bảng 7: Tính toán chi phí vốn CSH theo mô hình CAPM, VEA

Chúng tôi sử dụng tỷ lệ chi phí vốn CSH là 11,5% so với 10,0% trước đó

	Giá định mới	Giá định cũ
Lãi suất phi rủi ro	3.5%	3.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.0%	7.0%
Beta	1.0	1.0
Chi phí vốn CSH	11.5%	10.0%

Nguồn: HSC

Bảng 8: Định giá DDM, VEA

Giá mục tiêu dựa theo tính toán của chúng tôi là 56.700đ

STT	Năm	Cổ tức (đồng/CP)	Giá trị dài hạn (đồng)	Giá trị hiện tại (đồng)
-	2022	4,038		4,038
0.5	2023	4,242		4,017
1.5	2024	4,502		3,824
2.5	2025	5,046		3,844
3.5	2026	5,426		3,707
4.5	2027	5,745	61,680	41,313
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%		
Chi phí vốn CSH		11.5%		
Giá mục tiêu				56,700

Nguồn: HSC

Biểu đồ 9: P/E trượt dự phóng 1 năm, VEA

VEA hiện giao dịch tại P/E dự phóng 1 năm là 9,7 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân P/E quá khứ là 10,3%



Nguồn: HSC

Giá cổ phiếu của VEA đã phục hồi trong giai đoạn thị trường điều chỉnh mạnh và tăng tốt hơn 13% so với chỉ số VN Index trong 3 tháng qua. VEA hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,7 lần, thấp hơn so với mức bình quân trong quá khứ là 10,3 lần (kể từ năm 2019).

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Doanh thu	3,667	4,019	4,421	4,642	4,874
Lợi nhuận gộp	187	565	530	511	536
Chi phí BH&QL	(478)	(492)	(508)	(534)	(560)
Thu nhập khác	5,124	5,177	5,592	6,372	6,855
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	4,833	5,249	5,614	6,349	6,831
Lãi vay thuần	970	707	707	735	787
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(7.57)	(14.1)	(14.9)	(16.8)	(18.0)
LNTT	5,795	5,942	6,306	7,068	7,599
Chi phí thuế TNDN	(201)	(148)	(156)	(175)	(188)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(42.4)	(42.5)	(45.1)	(50.5)	(54.3)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	5,552	5,752	6,105	6,842	7,357
Lợi nhuận thuần ĐC	5,495	5,742	6,074	6,808	7,320
EBITDA ĐC	5,121	5,552	5,934	6,675	7,164
EPS (đồng)	4,178	4,328	4,594	5,149	5,536
EPS ĐC (đồng)	4,135	4,321	4,571	5,123	5,509
DPS (đồng)	5,453	4,038	4,242	4,502	5,046
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,329	1,329	1,329	1,329	1,329
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,329	1,329	1,329	1,329	1,329
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,329	1,329	1,329	1,329	1,329

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Tiền & tương đương tiền	306	279	792	1,103	1,534
Đầu tư ngắn hạn	13,265	11,802	11,935	12,764	13,646
Phải thu khách hàng	4,278	3,603	3,978	4,177	4,386
Hàng tồn kho	1,309	1,472	1,556	1,652	1,735
Các tài sản ngắn hạn khác	112	131	133	139	146
Tổng tài sản ngắn hạn	19,269	17,287	18,395	19,836	21,448
TSCĐ hữu hình	2,045	1,821	1,607	1,389	1,167
TSCĐ vô hình	76.5	74.6	83.8	94.0	105
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	429	472	354	371	390
Đầu tư vào Cty LD,LK	5,303	5,249	5,249	5,249	5,249
Tài sản dài hạn khác	102	97.5	104	109	115
Tổng tài sản dài hạn	7,955	7,714	7,398	7,213	7,026
Tổng cộng tài sản	27,224	25,001	25,793	27,049	28,473
Nợ ngắn hạn	164	248	272	289	304
Phả trả người bán	278	327	354	371	390
Nợ ngắn hạn khác	1,348	575	561	561	561
Tổng nợ ngắn hạn	1,887	1,250	1,288	1,322	1,355
Nợ dài hạn	0.06	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	44.2	44.8	44.8	44.8	44.8
Nợ dài hạn khác	10.9	15.0	14.4	14.4	14.4
Tổng nợ dài hạn	55.2	59.8	59.2	59.2	59.2
Tổng nợ phải trả	1,942	1,310	1,347	1,381	1,415
Vốn chủ sở hữu	25,282	23,691	24,446	25,667	27,059
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	25,282	23,691	24,446	25,667	27,059
Tổng nợ phải trả và VCSH	27,224	25,001	25,793	27,049	28,473
BVPS (đ)	19,026	17,829	18,397	19,316	20,363
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(142)	(31.7)	(520)	(813)	(1,230)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
EBIT	4,833	5,249	5,614	6,349	6,831
Khấu hao	(288)	(303)	(320)	(326)	(333)
Lãi vay thuần	970	707	707	735	787
Thuế TNDN đã nộp	(159)	(162)	(156)	(175)	(188)
Thay đổi vốn lưu động	274	(307)	(584)	(1,114)	(1,162)
Khác	(66.2)	(114)	0	0	0
LCT thuần từ HĐKD	282	(280)	263	(301)	(310)
Đầu tư TS dài hạn	-	-	-	-	-
Góp vốn & đầu tư	(127)	(61.9)	(120)	(123)	(127)
Thanh lý	2.71	9.25	0	0	0
Khác	6,021	8,294	5,710	6,354	6,837
LCT thuần từ HĐĐT	5,896	8,241	5,590	6,231	6,710
Cổ tức trả cho CSH	(11,355)	(8,069)	(5,365)	(5,637)	(5,983)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(94.7)	83.7	24.7	16.9	14.5
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(11,450)	(7,985)	(5,341)	(5,620)	(5,968)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,576	306	279	792	1,103
LCT thuần trong kỳ	(5,271)	(24.5)	513	310	431
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.73	(1.92)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	306	279	792	1,103	1,534
Dòng tiền tự do	282	(280)	263	(301)	(310)

Các chỉ số tài chính	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	5.11	14.0	12.0	11.0	11.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	140	138	134	144	147
Tỷ suất LNT (%)	151	143	138	147	151
Thuế TNDN hiện hành (%)	3.47	2.49	2.48	2.48	2.48
Tăng trưởng doanh thu (%)	(18.3)	9.59	10.0	5.00	5.00
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(26.5)	8.42	6.88	12.5	7.32
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(23.3)	4.50	5.79	12.1	7.52
Tăng trưởng EPS (%)	(23.7)	3.60	6.14	12.1	7.52
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(23.3)	4.50	5.79	12.1	7.52
Tăng trưởng DPS (%)	3.81	(26.0)	5.06	6.14	12.1
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	131	93.3	92.3	87.4	91.1
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	21.3	23.5	25.4	27.3	27.9
ROACE (%)	18.5	21.4	23.3	25.3	25.9
Vòng quay tài sản (lần)	0.12	0.15	0.17	0.18	0.18
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.06	(0.05)	0.05	(0.05)	(0.05)
Số ngày tồn kho	137	156	146	146	146
Số ngày phải thu	449	381	373	369	369
Số ngày phải trả	29.2	34.5	33.2	32.8	32.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(0.45)	0.07	(1.93)	(2.98)	(4.37)
Nợ/tài sản (%)	0.71	1.19	1.24	1.25	1.24
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05
Chỉ số TT hiện thời (lần)	10.2	13.8	14.3	15.0	15.8
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	33.7	30.7	27.8	26.4	25.1
EV/EBITDA ĐC (lần)	24.1	22.3	20.7	18.4	17.1
P/E (lần)	11.1	10.7	10.1	9.03	8.40
P/E ĐC (lần)	11.2	10.8	10.2	9.08	8.44
P/B (lần)	2.44	2.61	2.53	2.41	2.28
Lợi suất cổ tức (%)	11.7	8.68	9.12	9.68	10.9

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

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 HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC 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 sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn