



VEAM Corp (VEA) [MUA +38,2%]

BC lần đầu

Ngành: Ôtô

Ngày báo cáo: 20/07/2018

Giá hiện tại: 22.500VND

Giá mục tiêu: 28.300VND

TL tăng: +25,8%

Lợi suất cổ tức: +12,4%

Tổng mức sinh lời: +38,2%

GT vốn hóa: 1,3 tỷ USD

Room KN: 588,3tr USD

GTGD/ngày (30n): 0,3tr USD

Cổ phần Nhà nước*: 88,5%

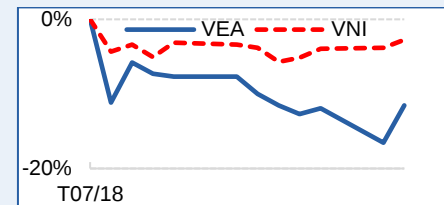
SL cổ phiếu lưu hành: 1.328,8 tr

Pha loãng: 1.328,8 tr

PEG 3 năm: 0,7

	2017	2018F	2019F	2020F
Tăng trưởng DT	4,1%	10,0%	5,0%	5,0%
Tăng trưởng EPS	11,4%	6,8%	11,9%	8,2%
Biên LN gộp	9,4%	7,5%	8,0%	8,0%
Biên LN ròng	76,9%	74,7%	79,5%	82,0%
P/E	6,0x	5,6x	5,0x	4,6x
Giá CP/DT	11,6x	8,2x	7,3x	5,9x
P/B	1,6x	1,3x	1,2x	1,1x

	VEA	VNI
P/E (trượt)	5,7x	17,7x
P/B (hiện tại)	1,6x	2,5x
Nợ ròng/CSH	-28,5%	N/A
ROE	28,6%	14,5%
ROA	22,8%	2,3%



*Cổ phiếu được niêm yết trên sàn UPCoM ngày 02/07/2018

Tổng quan công ty

VEAM Corp sản xuất máy móc nông nghiệp. Tuy nhiên, phần lớn lợi nhuận đến từ các công ty liên kết tại các nhà sản xuất xe máy và ô tô hàng đầu của Việt Nam, bao gồm Honda Việt Nam, Toyota Việt Nam và Ford Việt Nam.

Đặng Văn Pháp, CFA
Trưởng phòng cao cấp

Đào Danh Long Hà
Chuyên viên

Cơ hội đầu tư vào ngành ô tô, xe máy của Việt Nam

- Chúng tôi công bố báo cáo lần đầu dành cho Tổng Công ty Máy động lực và máy nông nghiệp Việt Nam (VEA) với khuyến nghị MUA. Giá cổ phiếu hấp dẫn với PEG 3 năm là 0,7. Mức lợi suất cổ tức hấp dẫn năm 2018 của VEAM là 12,4%, dự báo sẽ được duy trì trong các năm tiếp theo.
- VEA mở ra cơ hội đầu tư vào thị trường ô tô đang bùng nổ và thị trường xe máy rộng lớn của Việt Nam nhờ sở hữu cổ phần từ (20%-30%) tại các công ty liên kết bao gồm Honda, Toyota và Ford Vietnam. Ba công ty này có thị phần tổng cộng gần 40% về xe ô tô du lịch và hơn 70% về xe máy.
- Giá mục tiêu của chúng tôi được tính trên cơ sở (1) trung vị PER của các công ty sản xuất xe máy khác tại Châu Á là 9,3 lần; (2) trung vị PER của các công ty ô tô tại các thị trường mới nổi Châu Á là 10,1 lần và (3) chiết khấu định giá 30% do VEA không nắm cổ phần kiểm soát tại các công ty sản xuất ô tô và xe máy cũng như do hoạt động kinh doanh cốt lõi liên tục thua lỗ.
- Chúng tôi dự báo EPS 2017-2020 đạt tăng trưởng kép hàng năm 9%, chủ yếu nhờ lợi nhuận từ ô tô đạt tăng trưởng kép hàng năm 16% trong khi lợi nhuận từ xe máy đạt tăng trưởng kép hàng năm 4,4%.
- Yếu tố hỗ trợ tiềm năng: (1) Toàn ngành đạt tăng trưởng cao hơn so với dự phóng; (2) Thị phần các công ty liên kết của VEA cao hơn so với dự báo; và (3) thoái vốn khỏi các công ty con kinh doanh không hiệu quả.
- Rủi ro: (1) Vingroup đang tích cực thâm nhập thị trường ô tô và xe máy và (2) mảng kinh doanh cốt lõi của VEA thua lỗ mạnh hơn so với dự báo.

Thị trường xe ô tô đang bùng nổ tại Việt Nam. Sau khi ghi nhận mức tăng trưởng kép 21% giai đoạn 2013-2017, chúng tôi dự phóng sản lượng xe du lịch (<9 chỗ ngồi) sẽ tăng trưởng 18% giai đoạn 2017-2022 nhờ (1) tỷ lệ thâm nhập của xe du lịch tại Việt Nam còn thấp, hiện chỉ mới ở mức 2% và (2) thu nhập người dân gia tăng, nhất khi tỷ lệ GDP/đầu người tại Việt Nam đang bước vào mức 2.500-3.000 USD/tháng, ngưỡng mà sức tiêu thụ ô tô thường tăng mạnh.

VEA hưởng lợi nhờ sở hữu cổ phần tại các nhà sản xuất ô tô lớn tại Việt Nam. Thị trường xe du lịch của Việt Nam hiện đang được thống trị bởi các công ty liên kết của VEA (Toyota, Honda, Ford), Thaco (Kia, Mazda, Peugeot) và Hyundai, với thị phần ước tính lần lượt khoảng 39%, 23% và 15% trong năm 2017. Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng các công ty liên kết của VEA sẽ bảo vệ được thị phần nhờ danh mục sản phẩm đa dạng và thương hiệu uy tín của Toyota và Honda, trong khi Thaco nhiều khả năng sẽ giành thêm

thị phần từ các đối thủ nhỏ. VinFast, một công ty con mới của Vingroup sẽ là nhân tố X với kế hoạch tham gia ngành ô tô và xe máy rất tham vọng trong năm 2019.

Honda sẽ duy trì vị thế thống trị trên thị trường xe máy vốn đã bão hòa tại Việt Nam.

Do tỷ lệ thâm nhập đã cao, thị trường xe máy của Việt Nam đang tăng trưởng ở mức một chữ số. Honda, vốn nắm giữ 72% thị phần trong năm 2017, sẽ tiếp tục cải thiện vị thế nhờ sự thống trị trong phân khúc xe tay ga (scooter), thương hiệu uy tín và hệ thống phân phối rộng lớn.

Các mảng kinh doanh truyền thống kém tích cực. Lợi nhuận được chia từ các công ty liên kết chiếm toàn bộ lợi nhuận của VEA. Các mảng kinh doanh cốt lõi của VEA ghi nhận lỗ, bao gồm các mảng sản xuất động cơ, máy móc nông nghiệp và xe tải. VEA không có lợi thế cạnh tranh rõ ràng trong các mảng kinh doanh này và hiệu quả về mặt quản lý hoạt động cũng không tốt.

Mục lục

Cơ hội đầu tư vào ngành ô tô, xe máy của Việt Nam.....	1
Luận điểm đầu tư xoay quanh mảng ô tô, xe máy	4
Tổng quan công ty	4
Doanh nghiệp nhà nước tập trung sản xuất động cơ, máy móc nông nghiệp và xe tải	4
Nhưng lợi nhuận của công ty đến từ cổ phần tại các công ty ô tô xe máy hàng đầu.....	5
Tổng quan và triển vọng của thị trường xe du lịch ở Việt Nam	6
Việt Nam đang bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh.....	6
Doanh số bán ô tô chậm lại trong năm 2017 do tâm lý chờ đợi giá giảm	7
Ô tô đã trở nên vừa túi tiền hơn cho người tiêu dùng Việt Nam sau khi giá giảm mạnh trong năm 2017	7
Tăng trưởng đã quay trở lại dù các rào cản phi thuế quan mới của Chính phủ đang cản trở xe nhập khẩu	8
Chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh số xe du lịch sẽ cải thiện lên 12% cho cả năm 2018 và sẽ duy trì ở mức 18%-20%/năm trong các năm tiếp theo khi nguồn cung bình thường trở lại.....	9
Tình hình cạnh tranh của thị trường xe du lịch.....	10
Triển vọng phân khúc: mẫu xe lai giữa SUV và sedan (cross-over), sedan B và sedan C được dự báo tăng trưởng tốt nhất	11
Triển vọng thị phần các nhà sản xuất: Thaco và Honda sẽ tăng thị phần, việc nhập khẩu Fortuner chứng lại ảnh hưởng đến Toyota	14
Tổng quan và triển vọng thị trường xe máy Việt Nam	16
Thị trường xe máy rộng lớn của Việt Nam đang tăng trưởng ở tốc độ một chữ số	16
Xe tay ga đang thay thế xe số vì sự tiện dụng	18
Xe mô tô phát triển nhanh nhưng thị phần sẽ khó tăng cao do đặc điểm kén chọn người sử dụng.....	19
Tình hình cạnh tranh trên thị trường xe máy	21
Honda và Yamaha thống lĩnh thị trường	21
Đối với nhiều người Việt Nam, từ “Honda” có nghĩa là xe máy	22
Yamaha đang mất thị phần do không cạnh tranh được với Honda ở phân khúc xe tay ga.....	23
Triển vọng thị phần: Xu hướng thị trường tiếp tục có lợi cho Honda	24
Dự báo VEA 2018-2020	25
Rủi ro.....	26
Thông tin tài chính về các công ty liên kết còn hạn chế.....	26
Hoạt động cốt lõi đạt kết quả thấp hơn so với dự báo	26
Quản lý các khoản phải thu kém hiệu quả	26
Định giá.....	27
Báo cáo Tài chính.....	29



Luận điểm đầu tư xoay quanh mảng ô tô, xe máy

Với thực tế rằng tất cả lợi nhuận của VEA đều đến từ các cổ phần liên kết trong các công sản xuất ô tô và xe máy, bao gồm Honda Việt Nam, Toyota Việt Nam và Ford Việt Nam, những phân tích của chúng tôi sẽ tập trung vào triển vọng của thị trường ô tô và xe máy tại Việt Nam.

Trong khi đó, các mảng kinh doanh truyền thống liên tục lỗ. Diễn biến này, cùng với việc mức độ công bố thông tin rất hạn chế và việc VEA chưa có kế hoạch thoái vốn khỏi các mảng kinh doanh này, khiến chúng tôi áp dụng một góc nhìn thận trọng cho mảng kinh doanh cốt lõi của VEA. Cụ thể, chúng tôi không đưa mảng kinh doanh cốt lõi của VEA vào định giá mà còn áp dụng một mức chiết khấu vào giá mục tiêu của VEA.

Tổng quan công ty

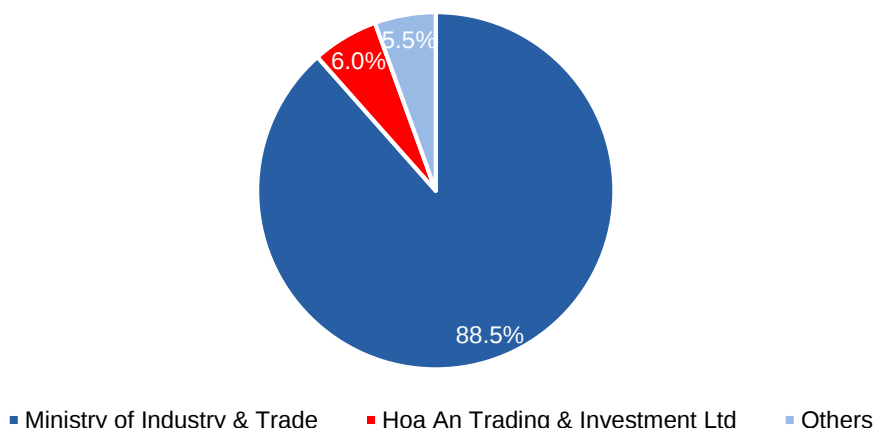
Doanh nghiệp nhà nước tập trung sản xuất động cơ, máy móc nông nghiệp và xe tải

Tổng CTCP Máy động lực và máy nông nghiệp Việt Nam (VEAM Corp/VEA) được Chính phủ thành lập vào năm 1990 với 12 nhà máy động cơ. Ngành kinh doanh gốc của VEA là sản xuất động cơ và máy móc nông nghiệp vẫn được duy trì cho đến thời điểm hiện tại, với VEA là một trong những công ty nội địa lớn nhất trong ngành này tính theo doanh thu. VEA cũng sản xuất và buôn bán xe tải. Dù vậy, các mảng kinh doanh cốt lõi của VEA hiện đang ghi nhận lỗ do cạnh tranh gay gắt và việc quản lý vận hành kém hiệu quả.

Trong tháng 8/2016, VEA thực hiện IPO trong đó 11% cổ phần đã được bán cho các NĐT đại chúng. Theo Nghị định 1232/QĐ-TTg, cổ phần Nhà nước tại VEA sẽ được giảm còn 36% trong 2020. Tuy nhiên, thời gian của đợt thoái vốn Nhà nước tiếp theo vẫn chưa được công bố vào thời điểm này.

Ngày 2/7/2018, VEA đã niêm yết cổ phiếu trên sàn UpCom. Công ty có kế hoạch chuyển niêm yết sang sàn TP. HCM (HOSE) trong tương lai gần.

Hình 1: Cơ cấu cổ đông của VEA



Nguồn: HSX

Nhưng lợi nhuận của công ty đến từ cổ phần tại các công ty ô tô xe máy hàng đầu

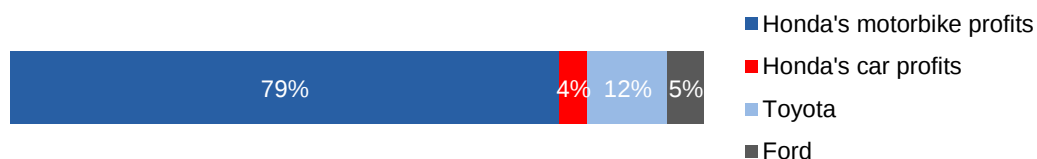
Cổ phần tại các công ty sản xuất ô tô xe máy đóng góp toàn bộ lợi nhuận của VEA. Tương tự như một vài ngành công nghiệp khác khi trong quá khứ, các doanh nghiệp nước ngoài phải hợp tác với các DNNN để tham gia vào thị trường Việt Nam, VEA trở thành cổ đông của Toyota Việt Nam và Ford Việt Nam vào năm 1995, sau đó là Honda Việt Nam vào năm 1996. Các công ty nước ngoài này là những người tiên phong của thị trường ô tô xe máy Việt Nam và đã phát triển trở thành những công ty dẫn đầu hiện nay. Do đó, trái ngược các mảng kinh doanh cốt lõi, cổ phần của VEA tại các công ty sản xuất ô tô xe máy đã mang lại nguồn lợi nhuận lớn cho công ty.

Hình 2: Tóm tắt kết quả kinh doanh của VEA trong quá khứ

Tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	5.742	5.086	5.893	6.307	6.563
LN từ HĐKD	-184	-198	-214	-207	-258
LN được chia từ công ty liên kết*	2.555	3.492	4.590	4.576	5.170
LNTT	2.439	3.344	4.321	4.512	5.122
LNST	2.388	3.330	4.357	4.504	5.046

Nguồn: VEA (*chủ yếu đến từ Honda, Toyota và Ford Việt Nam, được ghi nhận theo phương thức kế toán vốn CSH)

Hình 3: Ước tính cơ cấu LN được chia từ công ty liên kết của VEA trong năm 2017



Nguồn: VCSC ước tính

Hình 4: Các công ty con và công ty liên kết của VEA

Công ty con	Tỷ lệ sở hữu của VEA
CTCP Cơ khí Chính xác số 1	51,00%
CTCP Cơ khí Phổ Yên	51,00%
CTCP Cơ khí Cổ Loa	53,66%
CTCP Vận tải và Thương mại VEAM	51,00%
CTCP Vật tư và Thiết bị toàn bộ	51,99%
CTCP Phụ tùng máy số 1	55,00%
Công ty TNHH MTV Máy kéo & Máy NN	100,00%
Công ty TNHH MTV Cơ khí Trần Hưng Đạo	100,00%
Công ty TNHH MTV Diesel Sông Công	100,00%
Công ty TNHH MTV Máy kéo & Máy NN miền Nam	100,00%
Viện Công nghệ	100,00%
VEAM Korea	89,00%
CTCP Cơ khí Vinh	55,01%
Công ty liên kết	Tỷ lệ sở hữu của VEA
Công ty Honda Việt Nam	30,00%
Công ty Ô tô Toyota Việt Nam	20,00%
Công ty TNHH Ford Việt Nam	25,00%
CTCP Nakycó	49,00%

CTCP Cơ khí An Giang	47,41%
CTCP Đầu tư VEAM Tây Hồ	29,00%
CTCP Matexim Hải Phòng	20,38%

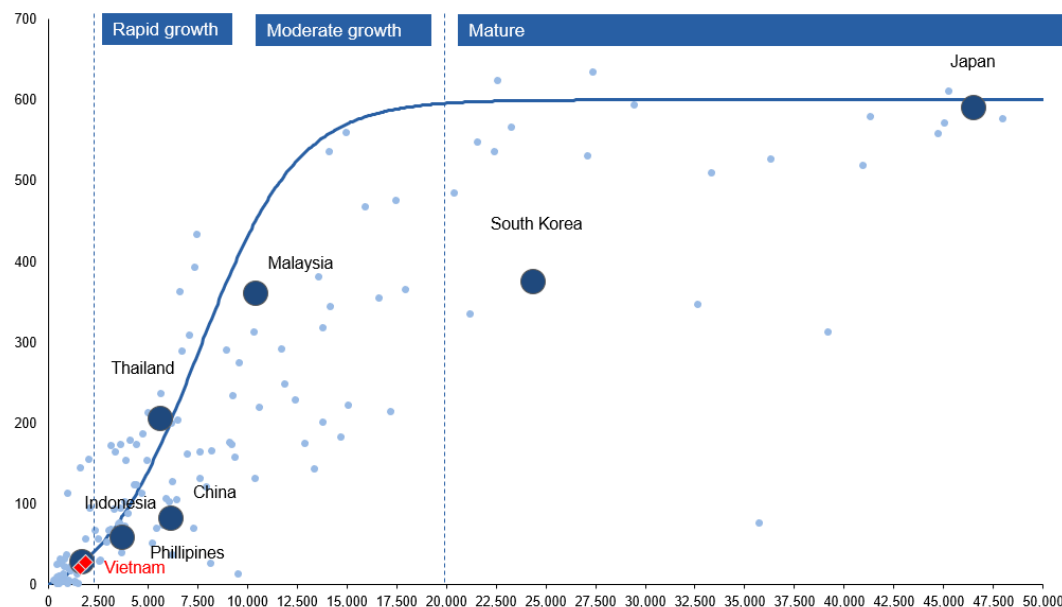
Nguồn: VEA

Tổng quan và triển vọng của thị trường xe du lịch ở Việt Nam

Việt Nam đang bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh

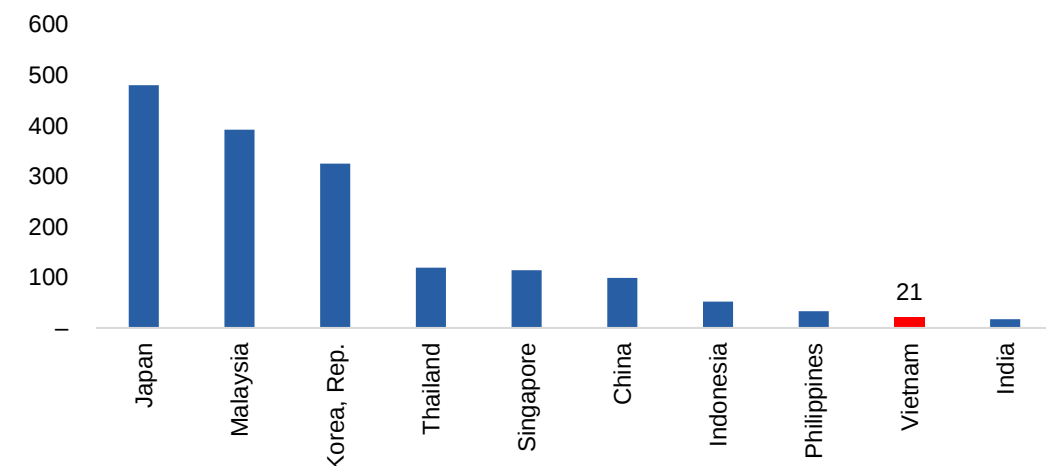
GDP đầu người của Việt Nam hiện đang trên đà vượt mốc 2.500 USD trong năm 2018, ngưỡng thu nhập mà tại đó sức tiêu thụ ô tô thường bắt đầu bùng nổ, như có thể thấy được trong hình 5.

Hình 5: Số lượng xe du lịch và ô tô thương mại trong mỗi 1.000 dân (trục dọc) và GDP/đầu người (USD, trục ngang) của các quốc gia trong năm 2014



Nguồn: World Bank

Hình 6: Số lượng xe du lịch mỗi 1.000 dân năm 2015

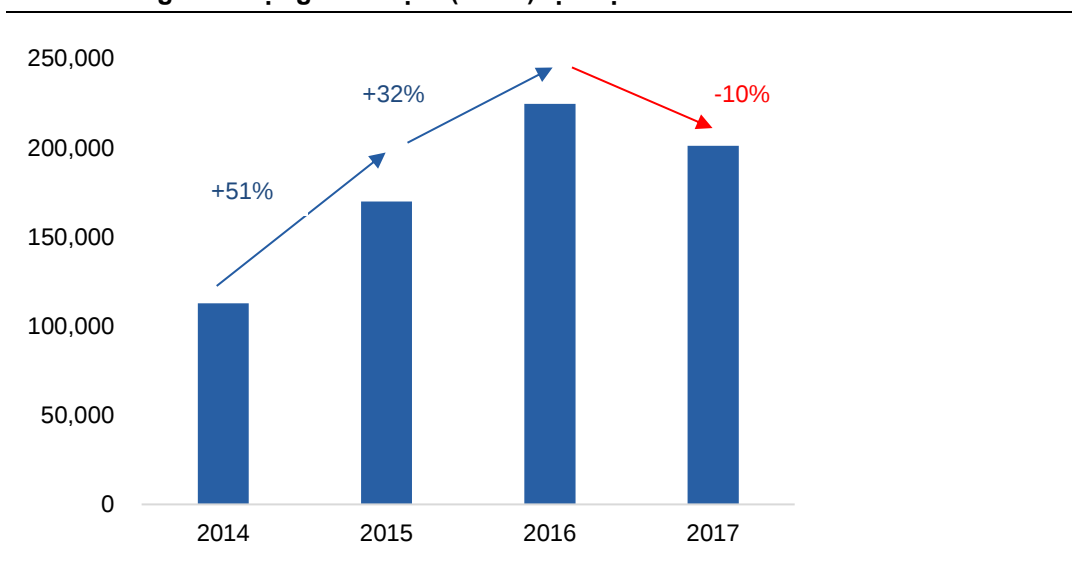


Nguồn: Tổ chức các nhà sản xuất phương tiện quốc tế, World Bank, Việt Nam

Doanh số bán ô tô chậm lại trong năm 2017 do tâm lý chờ đợi giá giảm

Người tiêu dùng trì hoãn việc mua ô tô trong năm 2017 do chờ đợi giá giảm. Theo Hiệp định Thương mại Hàng hóa ASEAN (ATIGA), Việt Nam sẽ cắt giảm thuế của dòng xe nhập khẩu nguyên chiếc (CBU) nhập khẩu từ các quốc gia ASEAN từ mức 30% còn 0% trong năm 2018. Vì lý do này, người tiêu dùng đã trì hoãn quyết định mua ô tô trong năm 2017 để chờ đợi giá giảm do chi phí sản xuất ô tô tại Việt Nam thường cao hơn nhiều so với Thái Lan và Indonesia, các quốc gia có ngành sản xuất ô tô không chỉ lớn hơn đáng kể so với Việt Nam mà còn có chuỗi cung ứng hiệu quả hơn. Diễn biến này, cùng với việc nhu cầu mở rộng đội xe từ dịch vụ đi nhờ xe (taxi công nghệ) hạ nhiệt sau một giai đoạn mở rộng bùng nổ trong giai đoạn 2015-2016, dẫn đến mức giảm 10% trong doanh số xe du lịch tại Việt Nam trong năm 2017 so với 2016.

Hình 7: Tổng sản lượng xe du lịch (chiếc) tại Việt Nam



Nguồn: Thaco

Ô tô đã trở nên vừa túi tiền hơn cho người tiêu dùng Việt Nam sau khi giá giảm mạnh trong năm 2017

Chính phủ giảm thuế linh kiện ô tô (CKD) giai đoạn 2018-2022 để hỗ trợ sản xuất nội địa. Phát triển ngành sản xuất ô tô trong nước là một trong những mục tiêu kinh tế hàng đầu của Chính phủ. Do đó, khi giá bán của xe nhập khẩu giảm nhờ việc miễn giảm thuế CBU đề cập ở trên, Chính phủ đã ban hành Nghị định 125 vào cuối năm 2017, qua đó từ ngày 01/01/2018, loại bỏ thuế nhập khẩu đối với xe CKD (ngoại trừ thân xe và khung gầm ô tô) so với mức 15-25% trước đây.

Thuế giảm đối với CBU và CKD đã dẫn đến việc giá xe giảm trên diện rộng kể từ cuối năm 2016. Kỳ vọng của người tiêu dùng về giá xe ô tô nhập khẩu cùng với cạnh tranh gay gắt đã thúc đẩy giảm giá ô tô kể từ cuối năm 2016 và đầu năm 2017. Giá của các mẫu xe phổ biến nhất tại Việt Nam ghi nhận mức giảm 10%-16% trong giai đoạn này.

Hình 8: Biến động giá của các mẫu xe ô tô phổ biến tại Việt Nam

Triệu đồng	T11/2014	T1/2015	T10/2015	T4/2016	T11/2016	T4/2017	T10/2017	T4/2018	T6/2018
Huyndai Grand i10 (1.2L-5AT)	457	457	439	470	463	450	427	395	395
Toyota Vios E CVT	NA	NA	NA	595	595	588	588	535	535
Huyndai Accent 1.4 MT	551	551	551	NA	546	525	NA	NA	470
Mazda 3 2.0	NA	882	860	849	849	754	760	750	750
Mazda CX-5 2.5 2 AWD	NA	NA	NA	1,134	NA	990	899	1.019	1.019
Kia Cerato 2.0 AT	NA	NA	NA	840	729	691	681	729	635
Kia Morning EX MT	349	349	349	NA	341	336	320	299	299
Honda City 1.5 CVT	602	604	604	604	583	583	568	559	559
Honda CR-V 2.0 AT	998	1,008	1,008	1,008	1,010	1,010	898	NA	NA

Nguồn: VCSC tổng hợp

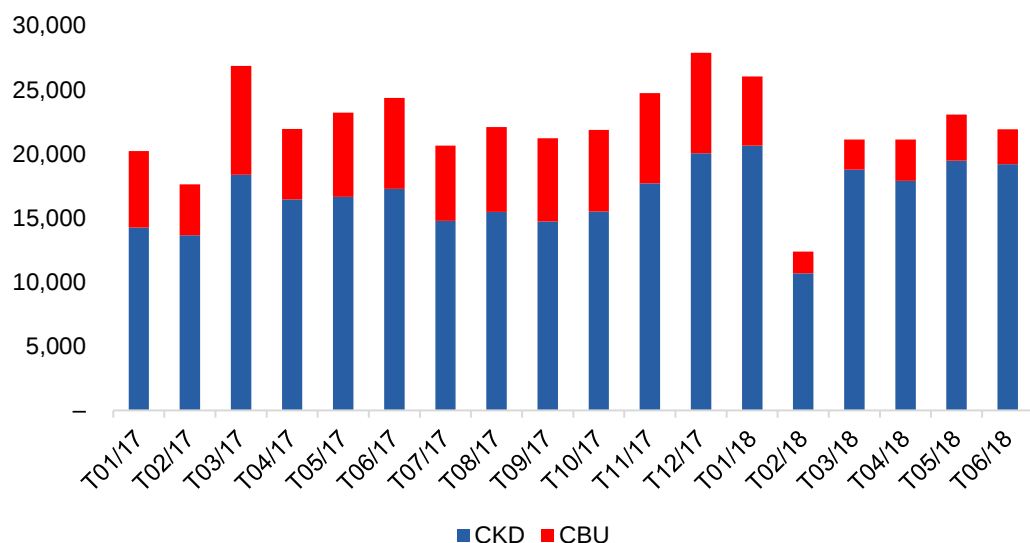
Tăng trưởng đã quay trở lại dù các rào cản phi thuế quan mới của Chính phủ đang cản trở xe nhập khẩu

Chính phủ ban hành Nghị định 116 để nâng các hàng rào phi thuế quan đối với xe CBU nhập khẩu. Như đã đề cập ở trên, phát triển ngành công nghiệp ô tô trong nước là một ưu tiên kinh tế của Chính phủ. Do đó, ngoài việc giảm thuế cho xe CKD nhập khẩu, trong tháng 10/2017, Chính phủ đã ban hành Nghị định 116, đưa ra 2 rào cản chính cho ô tô nhập khẩu vào thị trường Việt Nam, bao gồm (1) mỗi mẫu xe cần phải có giấy chứng nhận chất lượng kiểu loại (VTA) được ban hành tại quốc gia xuất khẩu, chứng nhận mỗi xe thỏa mãn tiêu chuẩn về an toàn và khí thải của Việt Nam, (2) mỗi lô xe nhập khẩu phải trải qua quá trình kiểm tra an toàn và khí thải, thay vì chỉ lô xe nhập khẩu đầu tiên được kiểm tra trong quá khứ. Các nhà sản xuất ô tô nước ngoài đã thiếu sự chuẩn bị cho Nghị định 116 khi sự ban hành của Nghị định này là khá bất ngờ. Quy định (1) đã khiến hoạt động nhập khẩu xe hơi vào Việt Nam đóng băng trong 2 tháng đầu năm 2018 khi các nhà sản xuất không thể nhận giấy VTA từ các quốc gia xuất khẩu kịp thời gian. Trong khi đó, quy định (2) làm kéo dài thời gian thông quan, từ đó gia tăng chi phí lưu kho đối với các nhà nhập khẩu ô tô. Việt Nam chỉ có một cơ quan có chức năng kiểm nghiệm ô tô và ở thời điểm hiện nay, sẽ cần xấp xỉ 30 ngày để mỗi lô hàng nhập khẩu hoàn tất thủ tục thông quan, và con số này còn có thể tăng cao hơn trong tương lai nếu sản lượng nhập khẩu tăng mạnh.

Thái Lan và Indonesia đã bắt đầu ban hành VTA, cho phép các nhà sản xuất ô tô nhập khẩu xe trở lại vào Việt Nam. Dù có chút phản ứng ban đầu do VTA thường được cấp bởi nước nhập khẩu thay vì nước xuất khẩu, chính quyền Indonesia và Thái Lan đã bắt đầu cấp giấy VTA cho các nhà nhập khẩu ô tô vào Việt Nam. Lô xe Honda đầu tiên gồm khoảng 2.000 xe đến Việt Nam vào đầu tháng 3/2018. Lô xe đầu tiên của Toyota đã đến Việt Nam vào đầu tháng 7/2018 trong khi Mitsubishi cũng đã xuất khẩu lô hàng đầu tiên đến Việt Nam.

Dù thiếu nguồn ô tô nhập khẩu, tổng doanh số xe du lịch tại Việt Nam vẫn tăng nhẹ 6% YoY trong 6 tháng 2018, theo Hiệp hội Các nhà Sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA). Diễn biến này chủ yếu nhờ doanh số các xe lắp ráp trong nước tăng mạnh, khi những gián đoạn gây ra bởi Nghị định 116 đã dẫn đến sự thiếu hụt nguồn cung xe nhập khẩu trên diện rộng.

Hình 9: Tổng sản lượng bán ô tô (xe du lịch + ô tô thương mại) theo CKD và CBU trong 18 tháng qua



Nguồn: VAMA. Ghi chú: (1) không có số liệu chi tiết cơ cấu CKD/CBU của riêng xe du lịch; (2) dữ liệu không bao gồm xe CKD ngoài VAMA.

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh số xe du lịch sẽ cải thiện lên 12% cho cả năm 2018 và sẽ duy trì ở mức 18%-20%/năm trong các năm tiếp theo khi nguồn cung bình thường trở lại

Sau những gián đoạn bởi ND 116, các nhà sản xuất ô tô đã dần thích nghi để đáp ứng được nhu cầu đang gia tăng nhanh chóng. Theo quan sát của chúng tôi, để đáp ứng đầy đủ nhu cầu của người tiêu dùng, các nhà sản xuất xe ô tô nước ngoài đang điều chỉnh nguồn cung thông qua (1) gia tăng sản xuất trong nước và (2) đưa ra các đề xuất chỉnh sửa ND 116 nhằm nới lỏng quá trình nhập khẩu xe ô tô.

Hình 10: Công suất sản xuất trong nước của các nhà sản xuất ô tô tại Việt Nam

Nhà sản xuất	Năm thành lập	Công suất hàng năm hiện tại (chiếc)	Công suất bổ sung kế hoạch (chiếc)
Thaco	2007	110.000	50.000 trong 2018
Hyundai	2009	60.000	60.000 trong 2019
Toyota	1995	50.000	40.000 trong 2023
GM	1995	30.000	
Ford	1995	14.000	
Honda	2005	10.000	
Isuzu	1995	10.000	
Nissan	2013	6.500	30.000
Suzuki	1995	5.000	
Mitsubishi	1994	5.000	30.000-50.000 trong 2020
Mercedes	1995	4.000	

Nguồn: VCSC tổng hợp

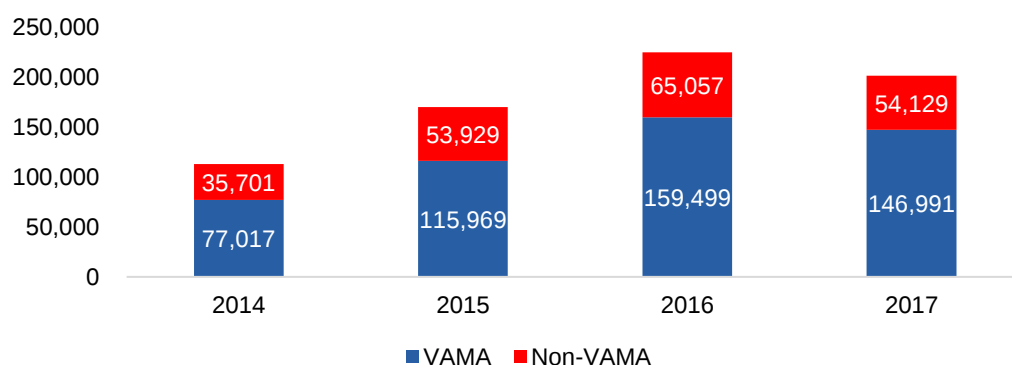
Các đề xuất nhằm giải quyết các nút thắt, nếu được phê duyệt, sẽ tiếp tục giúp nhập khẩu hồi phục. ND 116 đã tạo ra nhiều khó khăn cho các nhà sản xuất ô tô nước ngoài như Toyota và Honda, vốn đang đề xuất điều chỉnh ND 116 nhằm cân bằng môi trường cạnh tranh giữa ô tô nhập khẩu so với ô tô sản xuất trong nước. Lấy ví dụ, theo một lãnh đạo của Phòng Đàm phán Thương mại Thái Lan, Thái Lan sẽ thúc đẩy các cơ sở kiểm

nghiệm xe dựa trên Thỏa thuận công nhận lẫn nhau (Mutual Recognition Arrangements). Điều này cho phép ô tô được kiểm nghiệm tại các cơ quan kiểm định tại Thái Lan trước khi được xuất khẩu sang Việt Nam nhằm giảm thời gian thông quan và tránh trùng lặp.

Tình hình cạnh tranh của thị trường xe du lịch

Do thiếu các dữ liệu nhất quán của toàn ngành, trong phần bên dưới, chúng tôi sẽ sử dụng số liệu của VAMA khi các dữ liệu chung của toàn ngành không thu thập được. VAMA bao gồm phần lớn các nhà sản xuất ô tô hàng đầu tại Việt Nam, bao gồm Toyota, Honda, Thaco, Ford,... Các thành viên của VAMA chiếm tổng cộng 73% doanh số bán xe du lịch tại Việt Nam trong năm 2017. Cái tên đáng chú ý nhất không thuộc VAMA là Hyundai với 15% thị phần xe du lịch trong năm 2017, theo ước tính của chúng tôi.

Hình 11: Sản lượng bán xe du lịch tại Việt Nam (chiếc) chia theo VAMA và ngoài VAMA



Nguồn: VAMA, VCSC tổng hợp

Hình 12: Tổng quan phân khúc xe du lịch tại Việt Nam

Mảng	Phân mảng (nếu có)	Khung giá thông thường	Khung giá của Kia/Hyundai	Các thương hiệu chính	Thị phần thuộc VAMA năm 2017
Hatchback	Hatchback A	300 triệu đồng-400 triệu đồng		Kia Morning, Hyundai Grand i10	12%
	Hatchback B	550 triệu đồng-650 triệu đồng		Toyota Yaris, Honda Jazz, Mazda2	
Sedan B		500 triệu đồng-600 triệu đồng	400 triệu đồng-550 triệu đồng	Toyota Vios, Honda City, Hyundai Accent	23%
Sedan C		600 triệu đồng-900 triệu đồng	500 triệu đồng-700 triệu đồng	Mazda 3, Kia Cerato, Hyundai Elantra	18%
Sedan D		1 tỷ đồng-1,3 tỷ đồng	800 triệu đồng-1 tỷ đồng	Toyota Camry	4%
MPV		750 triệu đồng-1 tỷ đồng		Toyota Innova	10%
SUV		1,1 tỷ đồng-2,3 tỷ đồng	800 triệu đồng-1,1 tỷ đồng	Toyota Fortuner, Ford Everest/Explorer, Kia Sorento, Hyundai SantaFe	16%
Cross-over	Phân khúc thấp	550 triệu đồng-700 triệu đồng		Ford Ecosport	12%
	Phân khúc cao	900 triệu đồng-1,1 tỷ đồng		Mazda CX5, Honda CRV	
Khác				Mercedes, Peugeot, BMW, Lexus	5%

Nguồn: VAMA, VCSC tổng hợp

Triển vọng phân khúc: mẫu xe lai giữa SUV và sedan (cross-over), sedan B và sedan C được dự báo tăng trưởng tốt nhất

Hình 13: Diễn biến thị phần và dự báo của VCSC theo từng phân khúc của VAMA

	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Hatchback	15%	16%	12%	10%	10%	10%
Sedan B	22%	20%	23%	25%	25%	25%
Sedan C	17%	18%	18%	20%	20%	20%
Sedan D	7%	5%	4%	4%	4%	3%
MPV	10%	9%	10%	10%	10%	10%
SUV	14%	14%	16%	6%	6%	5%
Cross-over	12%	13%	12%	18%	19%	19%
MBV/Lexus/Peugeot* & khác	3%	4%	5%	7%	7%	7%
Tổng số lượng	115,969	159,499	146,991	164,630	197,556	237,067

Nguồn: VAMA, VCSC (*MBV, Lexus và Peugeot không cung cấp số liệu chi tiết)

Xe hatchback (dòng xe cỡ nhỏ, dùng cho cá nhân hay gia đình có thêm nhu cầu chở nhiều hành lý): hạ nhiệt sau khi tăng mạnh theo dịch vụ đi nhờ xe trong giai đoạn 2014-2016. Grab bắt đầu hoạt động tại Việt Nam vào đầu năm 2014, sau đó là Uber vào giữa năm 2014, kéo theo nhu cầu bùng nổ cho dòng xe hatchback khi dòng xe này được tài xế ưa chuộng nhờ giá rẻ và tính tiết kiệm nhiên liệu. Tuy nhiên, khi việc mở rộng đội xe của Grab và Uber giảm tốc và giá ô tô giảm khiến nhiều mẫu xe cao cấp hơn trở nên vừa túi tiền hơn đối với người mua, doanh số xe hatchback đã giảm trong năm 2017, và chúng tôi kỳ vọng sự giảm tốc trong tăng trưởng sẽ tiếp tục trong năm 2018. Đối với người tiêu dùng cuối, mẫu xe hatchback phù hợp với những người mua xe lần đầu do giá vừa túi tiền. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, do yếu điểm về thiết kế, dư địa tăng thị phần của xe hatchback là khá hạn chế do đối với người Việt Nam, ở một chừng mực nào đó thì việc sở hữu ô tô vẫn được xem là một thước đo cho địa vị xã hội. Do đó, một nhóm lớn người mua xe lần đầu sẽ vẫn ưa chuộng mẫu xe sedan B, dù giá cao hơn so với hatchback.

Hình 14: Diễn biến cơ cấu thị phần mẫu xe hatchback trong VAMA

Hatchback	2014	2015	2016	2017
Thaco Kia	40%	49%	57%	58%
Vinamazda	7%	14%	16%	11%
Toyota	18%	16%	10%	12%
GM	12%	7%	6%	7%
Honda	0%	0%	0%	0%
Ford	12%	5%	4%	6%
Others	10%	9%	6%	6%

Nguồn: VAMA, VCSC

Sedan B & C: thỏa mãn tốt nhu cầu của nhóm trung lưu tại Việt Nam. Chúng tôi cho rằng các mẫu xe sedan B và sedan C có sự kết hợp tốt nhất về giá cả, công dụng và thiết kế để thỏa mãn người tiêu dùng Việt Nam có nhu cầu nâng cấp từ xe máy lên ô tô. Ngoài ra, sedan là một lựa chọn hợp lý cho các công ty cung cấp dịch vụ vận tải do tính vừa túi tiền và công dụng cao. Do đó, chúng tôi dự phóng mức tăng thị phần trong năm 2018 cho dòng sedan B, củng cố vị thế dẫn đầu cho dòng xe này.

Hình 15: Diễn biến cơ cấu thị phần mẫu xe sedan B trong VAMA

Sedan B	2014	2015	2016	2017
Toyota	58%	55%	55%	65%
Honda	19%	13%	18%	20%
Thaco Kia	4%	16%	12%	5%

Mitsubishi	1%	4%	6%	4%
Ford	8%	3%	3%	1%
Others	11%	10%	6%	4%

Nguồn: VAMA, VCSC

Hình 16: Diễn biến cơ cấu thị phần mẫu xe sedan C trong VAMA

Sedan C	2014	2015	2016	2017
Vinamazda	16%	30%	43%	41%
Thaco Kia	24%	22%	24%	22%
Toyota	39%	30%	18%	17%
GM	12%	14%	11%	10%
Honda	4%	2%	1%	5%
Ford	6%	3%	4%	5%
Others	0%	0%	0%	1%

Nguồn: VAMA, VCSC

Xe cross-over: ngôi sao đang lên, lấy thị phần từ dòng sedan D và SUV. Tính từ đầu năm 2018 đến nay, ngoài thương hiệu Peugeot (SUV) của Thaco, các mẫu xe cross-over như Mazda CX5 và Honda CRV đã tận dụng cơ hội từ việc nhập khẩu bị chững lại của Toyota Fortuner, vốn là mẫu xe SUV phổ biến nhất ở Việt Nam trong các năm trước. Dù xe Toyota Fortuner đã bắt đầu được nhập khẩu trở lại từ tháng 7/2018 sau khi không có xe nào được nhập khẩu trong 6 tháng đầu năm 2018, số lượng nhập khẩu vẫn còn khá nhỏ. Mặt khác, dòng xe cross-over cũng đang dần lấy thị phần của sedan D khi người tiêu dùng trong phân khúc giá này đang có xu hướng tìm kiếm các mẫu xe có kích thước rộng hơn. Các yếu tố này, cùng với thực tế rằng các nhà sản xuất ô tô đang tung ra thêm các mẫu xe cross-over ở phân khúc giá thấp hơn như Honda H-RV và Hyundai Kona, sẽ tiếp tục củng cố thị phần cho dòng xe cross-over.

Hình 17: Diễn biến cơ cấu thị phần xe cross-over trong VAMA

Cross-over	2014	2015	2016	2017
Vinamazda	39%	34%	41%	51%
Honda	39%	32%	24%	20%
Ford	22%	28%	25%	22%
Thaco Kia	1%	6%	9%	7%

Nguồn: VAMA, VCSC

Hình 18: Diễn biến cơ cấu thị phần xe SUV trong VAMA

SUV	2014	2015	2016	2017
Toyota	68%	69%	60%	58%
Ford	12%	6%	5%	9%
Mitsubishi	6%	10%	10%	10%
Thaco Kia	10%	12%	12%	6%
TCIEV (Nissan)	0%	0%	4%	7%
GM	1%	1%	4%	4%
Suzuki	0%	1%	4%	3%
Vinamazda	2%	2%	0%	0%
Others	0%	0%	1%	2%

Nguồn: VAMA, VCSC

Hình 19: Diễn biến cơ cấu thị phần mẫu xe sedan D trong VAMA

Sedan D	2014	2015	2016	2017
Toyota	78%	59%	56%	56%
Vinamazda	17%	32%	39%	34%
Thaco Kia	4%	7%	2%	5%
Honda	1%	3%	3%	5%

Nguồn: VAMA, VCSC

Xe đa dụng (MPV): nhu cầu ổn định từ dịch vụ vận tải nhờ công dụng tốt. Mẫu xe MPV (có 7 chỗ ngồi), được thống trị bởi dòng xe Innova của Toyota, có khả năng vận tải hành khách lớn cũng như có tính hiệu quả về mặt chi phí. MPV sẽ tiếp tục được ưa chuộng bởi các doanh nghiệp cũng như hộ gia đình mà ưu tiên sự công dụng.

Hình 20: Diễn biến cơ cấu thị phần xe MPV trong VAMA

MPV	2014	2015	2016	2017
Toyota	88%	83%	75%	83%
Thaco Kia	11%	12%	17%	10%
GM	1%	1%	4%	4%
Suzuki	0%	4%	3%	3%
Honda	0%	0%	2%	1%

Nguồn: VAMA, VCSC



Triển vọng thị phần các nhà sản xuất: Thaco và Honda sẽ tăng thị phần, việc nhập khẩu Fortuner chứng lại ảnh hưởng đến Toyota

Hình 21: Thị phần các nhà sản xuất xe du lịch tại Việt Nam

	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Toyota	35%	29%	25%	29%	24%	24%	24%
Thaco	16%	22%	28%	23%	27%	28%	28%
Huyndai	12%	16%	16%	15%	15%	15%	15%
Honda	6%	5%	5%	6%	10%	10%	10%
Ford	5%	4%	4%	4%	3%	3%	3%
Khác	26%	24%	22%	22%	21%	20%	19%

Nguồn: VAMA, Huyndai, dự báo của VCSC

Việc ngừng nhập khẩu Fortuner ảnh hưởng mạnh đến Toyota. Hình 18 cho thấy trước năm 2017, Toyota Fortuner là mẫu SUV (xe thể thao đa dụng) được ưa chuộng nhất tại Việt Nam. Tuy nhiên, nhận thấy trước từ năm 2018 trở đi, nhà nước sẽ bãi bỏ thuế nhập khẩu đối với xe nhập khẩu nguyên chiếc, Toyota đã quyết định chấm dứt hoàn toàn việc sản xuất Fortuner tại Việt Nam năm 2017. Động thái này đã đưa Toyota vào tình cảnh khó khăn lúc ND 116 được ban hành. Doanh số bán Fortuner, với sản lượng bán ra năm 2017 đạt 13.700 chiếc, tương đương 23% tổng sản lượng bán ra của Toyota, giảm mạnh 99% trong 6 tháng đầu năm so với cùng kỳ năm ngoái vì trong thời gian này không có chiếc nào được nhập khẩu. Trong tháng 7, lô Fortuners đầu tiên đã được nhập vào Việt Nam từ Indonesia nhưng số lượng rất thấp, chỉ khoảng 200 chiếc. Tuy chúng tôi cho rằng lượng xe Fortuner nhập khẩu sẽ tăng dần trở lại trong các năm tới, nếu không có điều chỉnh thì Nghị định 116 vẫn là trở ngại lớn đối với Toyota trong việc giành lại thị phần trước đây trên thị trường xe SUV. Ngoài ra, các thương hiệu khác đã lấp đầy khoảng trống mà Toyota Fortuner bỏ lại và tận dụng cơ hội này để củng cố thương hiệu.

Trong khi đó, chúng tôi cho rằng Toyota sẽ duy trì hoặc củng cố vị thế của mình tại phân khúc xe sedan và xe đa dụng (MPV) nhờ thương hiệu mạnh và chất lượng đã được khẳng định.

Thaco sẽ giành thị phần nhờ hiện diện mạnh tại phân khúc xe cross-over và sedan C, Peugeot thâm nhập thị trường và nỗ lực đẩy mạnh dòng hatchback. Trong số các công ty sản xuất xe hàng đầu tại Việt Nam, chỉ có 2 doanh nghiệp trong nước là Thaco và Hyundai Thành Công. Từ khi thành lập đến nay, thay vì tìm cách xây dựng thương hiệu riêng, Thaco đã hợp tác với các thương hiệu lớn trên thế giới như Kia và Mazda và gần đây là Peugeot để nhận chuyển giao công nghệ, đẩy nhanh tốc độ phát triển. Năm 2018, công ty đã ký hợp đồng phân phối độc quyền cho BMW tại Việt Nam. Như đã đề cập trên đây, xe cross-over sẽ được ưa chuộng mạnh trong các năm tới, trong đó Mazda CX5 của Thaco là sự lựa chọn hàng đầu đối với người tiêu dùng. Trong khi đó, Peugeot cũng đã thâm nhập thị trường thành công qua việc tận dụng sự vắng mặt của Toyota Fortuner. Thực tế, Peugeot là xe SUV có sản lượng bán ra lớn nhất tại Việt Nam trong 6 tháng đầu năm 2018 với khoảng 2.000 chiếc, tương đương 30% tổng số xe SUV được bán ra. Trong khi đó, chúng tôi dự báo thị phần của Thaco tại mảng xe sedan C và hatchback sẽ tăng nhờ Mazda 3 và Kia Cerato (sedan C) và Kia Morning và Mazda 2 (hatchback).

Honda nổi lên với các mẫu sedan B và cross-over. Honda City là mẫu sedan B bán chạy thứ 2 Việt Nam, sau Toyota Vios. Với thương hiệu uy tín và mạng lưới phân phối ngày càng được mở rộng của Honda cũng như tính công dụng cao của Honda City, chúng tôi cho rằng mẫu xe này sẽ giành được thị phần từ các thương hiệu sedan B nhỏ hơn. Trong khi đó, doanh số Honda CRV từ đầu năm đến nay tăng mạnh nhờ Toyota Fortuner vắng bóng trên thị trường. Sự hiện diện của Honda trong phân khúc SUV có thể sẽ càng được củng cố nhờ việc tung ra mẫu xe Honda H-RV có giá thấp hơn vào giữa năm 2018.



Chúng tôi dự báo Ford sẽ mất thị phần ở mảng xe du lịch nhưng sẽ duy trì thị phần tại phân khúc xe thương mại. Chúng tôi cho rằng Ford sẽ mất thị phần trong phân khúc xe du lịch trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt vì danh mục sản phẩm của Ford còn chưa đa dạng. Trong khi đó, các mẫu xe thương mại được ưa chuộng của Ford như Ford Ranger và Ford Transit (16 chỗ) nhiều khả năng sẽ duy trì vị thế mạnh mẽ của mình nhờ tính công dụng và chất lượng đã được khẳng định.

Hình 22: Thị phần xe thương mại và xe chuyên dụng (SPV) của các thành viên VAMA

Xe thương mại và chuyên dụng	2014	2015	2016	2017
Thaco	42%	46%	45%	42%
Ford	15%	15%	19%	20%
Isuzu	7%	8%	7%	8%
Hino	5%	6%	3%	5%
Đô Thành	0%	4%	5%	5%
Khác	31%	21%	20%	21%

Nguồn: VAMA, VCSC

VinFast là nhân tố X nhưng còn phải chứng minh năng lực quản lý sản xuất. Vingroup (HSX: VIC), thông qua công ty con sản xuất ô tô mới thành lập VinFast, dự kiến sẽ đầu tư hàng tỷ USD để sản xuất ô tô và xe máy, bao gồm xe điện. Công ty hiện đang nhanh chóng xây dựng nhà máy và dự kiến sẽ tung ra mẫu xe điện đầu tiên trong Quý 3/2018 và ô tô trong Quý 2/2019. VinFast dự kiến trong giai đoạn đầu sẽ có công suất sản xuất 250.000 xe ô tô mỗi năm và trong giai đoạn tiếp theo là 500.000 xe ô tô mỗi năm.

Tháng 07/2018, VinFast đã mua lại nền tảng hoạt động của General Motors tại Việt Nam, bao gồm một nhà máy mà VinFast sẽ sử dụng để sản xuất xe hatchback, 24 showroom (phòng trưng bày, giới thiệu sản phẩm), quyền phân phối xe Chevrolet tại Việt Nam và bằng sáng chế một mẫu hatchback hoàn toàn mới.

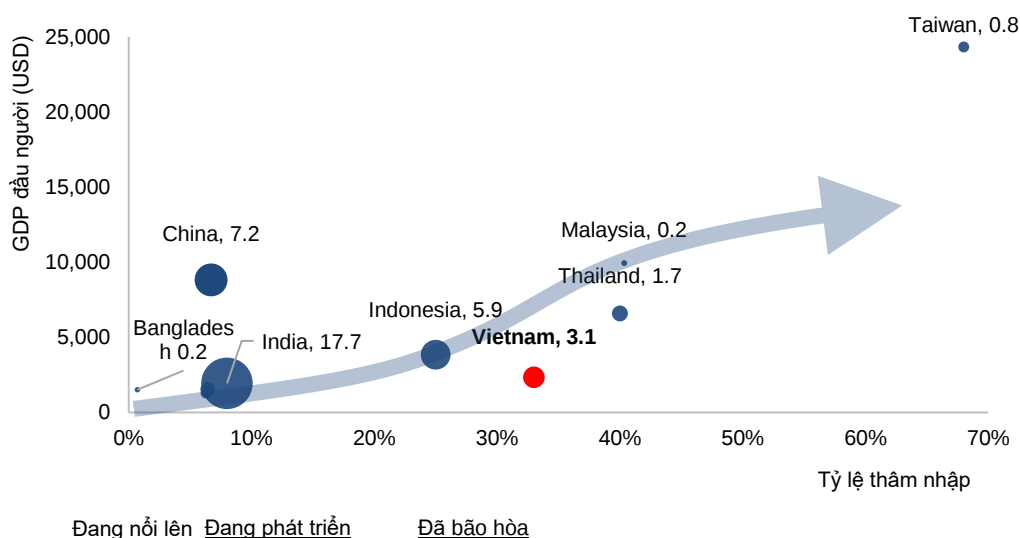
Nếu chỉ tính riêng quy mô đầu tư và công suất, VinFast hoàn toàn có thể thay đổi cục diện ngành công nghiệp sản xuất ô tô tại Việt Nam. Tuy nhiên, ở thời điểm này, chúng tôi có quan điểm thận trọng do công ty chưa có nhiều kinh nghiệm trong khi ngành sản xuất ô tô là một ngành có tính phức tạp và cạnh tranh cao. Nỗ lực thâm nhập vào các lĩnh vực ngoài BĐS của Vingroup đến nay không phải lúc nào cũng thành công, điển hình là mảng bán lẻ tiêu dùng.

Tổng quan và triển vọng thị trường xe máy Việt Nam

Thị trường xe máy rộng lớn của Việt Nam đang tăng trưởng ở tốc độ một chữ số

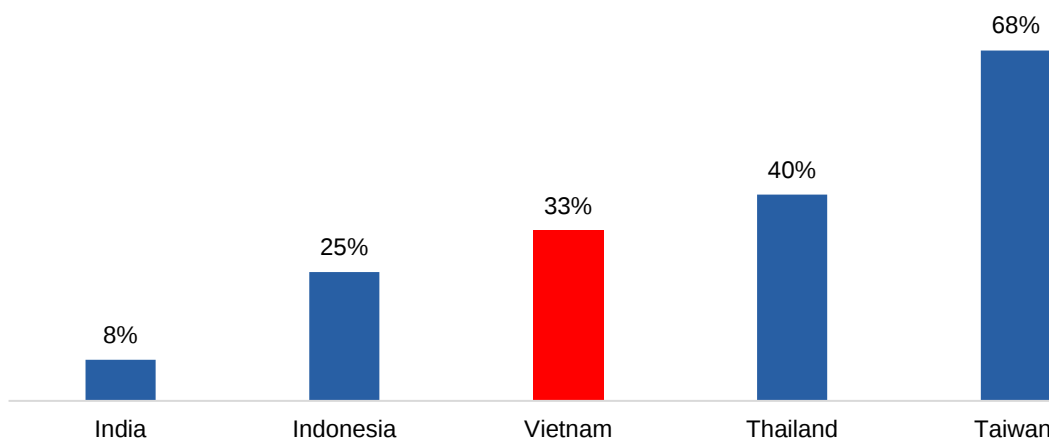
Việt Nam có một trong những tỷ lệ sở hữu xe máy cao nhất thế giới. Do giá cả phải chăng, cơ sở hạ tầng đường bộ còn kém phát triển cho xe ô tô và thói quen người tiêu dùng, xe máy là phương tiện đi lại phổ biến nhất tại Việt Nam. Honda cho biết tính đến cuối năm 2017, cứ 100 người Việt Nam thì có 33 xe máy, cao thứ 3 thế giới.

Hình 23: Lượng xe máy bán ra năm 2017 tại một số nước (triệu chiếc)



Nguồn: Honda, IMF, VCSC

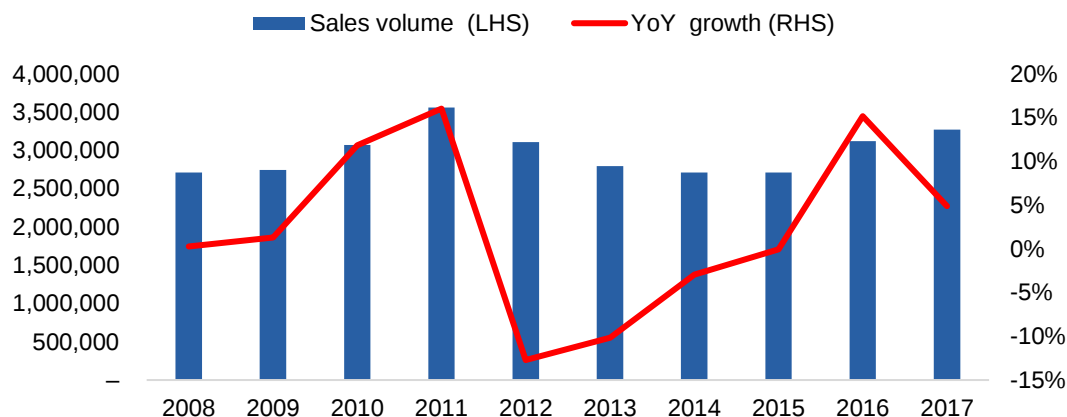
Hình 24: Tỷ lệ sở hữu xe máy tại các thị trường lớn năm 2017



Nguồn: Honda, VCSC

Sản lượng xe máy bán ra tăng trưởng chậm trong thập kỉ qua. Do thị trường bão hòa trong khi ô tô ngày càng trở nên phổ biến, lượng xe máy bán ra tại Việt Nam từ 2007-2017 chỉ đạt tăng trưởng kép hàng năm 2%.

Hình 25: Lượng xe máy bán ra tại Việt Nam 2008-2017

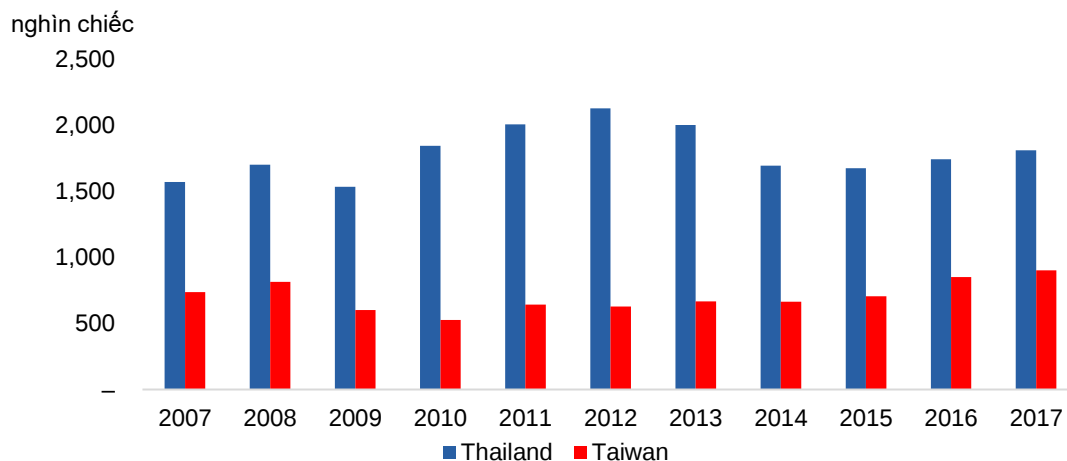


Nguồn: Yamaha

Lượng xe máy bán ra trong 5 năm tới dự kiến sẽ chỉ đạt tăng trưởng 1%-2%, thậm chí có thể đi ngang. Tuy tỷ lệ sở hữu xe máy tại Việt Nam vẫn có thể tăng nhưng chúng tôi cho rằng trong các năm tới, tăng trưởng doanh số sẽ hạn chế vì (1) người tiêu dùng thu nhập cao sẽ chuyển sang sử dụng ô tô thay vì xe máy và (2) việc phát triển phương tiện giao thông công cộng như metro sẽ làm giảm nhu cầu sử dụng xe máy. Một nguy cơ khác, dù ở mức độ thấp hơn, là việc các dịch vụ gọi xe như Uber và Grab ngày càng trở nên phổ biến.

Tuy nhiên, nhìn vào sự phát triển của thị trường Đài Loan và Thái Lan cho thấy lượng xe máy tại Việt Nam sẽ không suy giảm trong ngắn hạn. Tuy Thái Lan và Đài Loan phát triển hơn về kinh tế và có tỷ lệ sở hữu ô tô cao hơn nhưng doanh số bán xe máy tại hai thị trường này vẫn ổn định. Lý do là (1) tính linh hoạt của việc sở hữu đồng thời cả xe ô tô và xe máy, đặc biệt nếu sống tại các thành thị có mật độ dân cư cao; và (2) thói quen người tiêu dùng đã hình thành từ bé. Chúng tôi cho rằng Việt Nam cũng có những đặc điểm tương đồng với Thái Lan và Đài Loan.

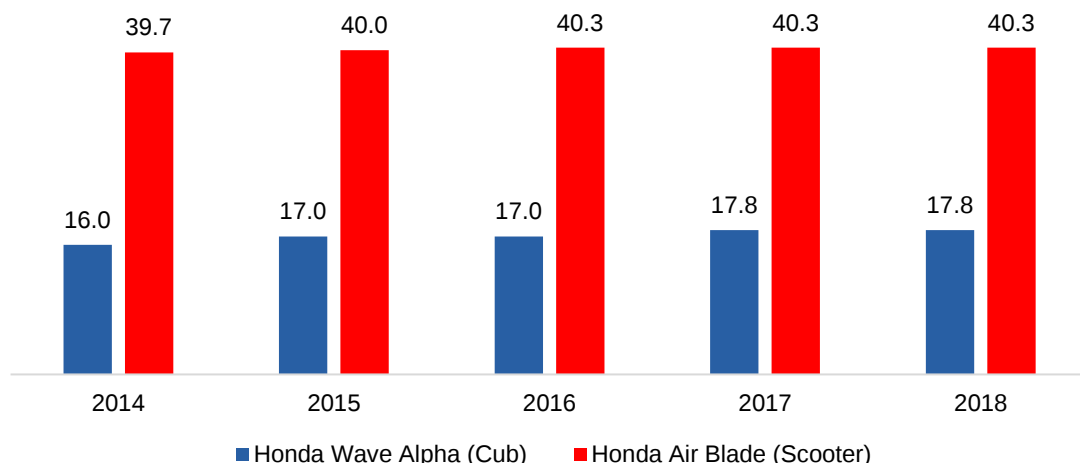
Hình 26: Lượng xe máy bán ra tại Thái Lan và Đài Loan



Nguồn: Yamaha

Giá bán trung bình dự báo sẽ tăng khi người tiêu dùng chuyển từ xe số sang xe tay ga. Nhìn chung, giá của mỗi mẫu xe máy thường tăng khá chậm, chủ yếu đến từ việc nâng cấp các mẫu xe. Tuy nhiên, giá bán trung bình của cả thị trường nhiều khả năng sẽ tăng nhẹ khi người tiêu dùng chuyển từ xe số sang xe tay ga.

Hình 27: Giá niêm yết một số mẫu xe máy bán chạy nhất tại Việt Nam (triệu VND)



Nguồn: Honda

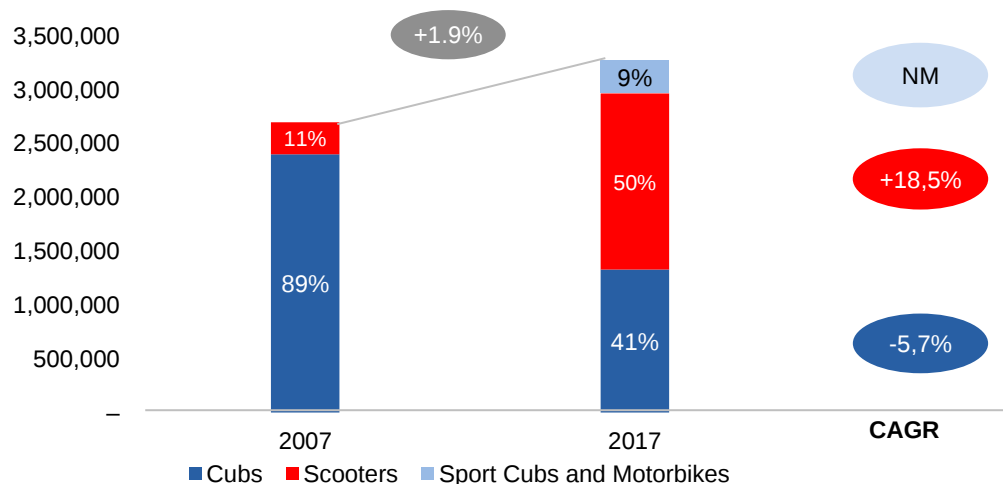
Xe tay ga đang thay thế xe số vì sự tiện dụng

Xe tay ga dễ sử dụng hơn và có nhiều đặc tính hiện đại hơn xe số. Khác với xe số, xe tay ga không đòi hỏi người sử dụng phải tự tăng hay giảm số. Đây là một trong những điểm khác biệt chính kể từ khi loại xe này được tung ra thị trường đầu những năm 2000 đến nay. Ngoài ra, xe tay ga không ngừng được cải tiến với các thiết kế mới và nhiều đặc tính tiện dụng như cốp xe to hơn, công tắc chân chống và định vị vị trí. Các đặc điểm này đã giúp xe tay ga được ưa chuộng dù giá cao hơn và tiêu thụ nhiều xăng hơn so với xe số.

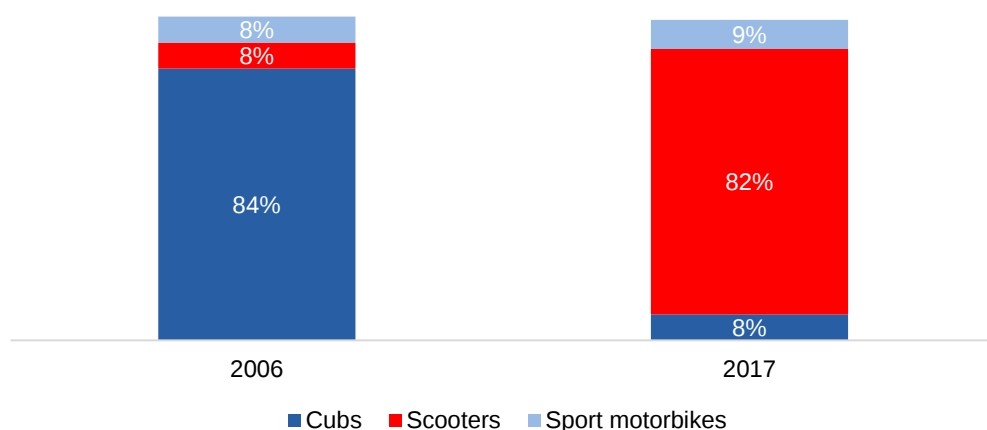
Thị phần của xe tay ga dự báo sẽ tiếp tục mở rộng nhờ thu nhập của người tiêu dùng ngày càng cải thiện. Năm 2007, 12% lượng xe máy bán ra tại Việt Nam là xe tay ga nhưng đến năm 2017, con số này đã tăng lên 50%. Dự báo tỷ lệ xe tay ga sẽ còn tăng tiếp trong bối cảnh thu nhập tăng và giá bán ổn định. Nếu lấy Indonesia làm quy chuẩn, trong tương lai xe tay ga có thể chiếm đến 80% lượng xe máy bán ra hàng năm tại Việt Nam.

Chúng tôi dự báo xe tay ga sẽ chiếm 65% lượng xe máy bán ra tại Việt Nam năm 2022.

Hình 28: Cơ cấu xe máy bán ra tại Việt Nam 2007-2017 theo loại xe



Hình 29: Cơ cấu xe máy bán ra hàng năm tại Indonesia

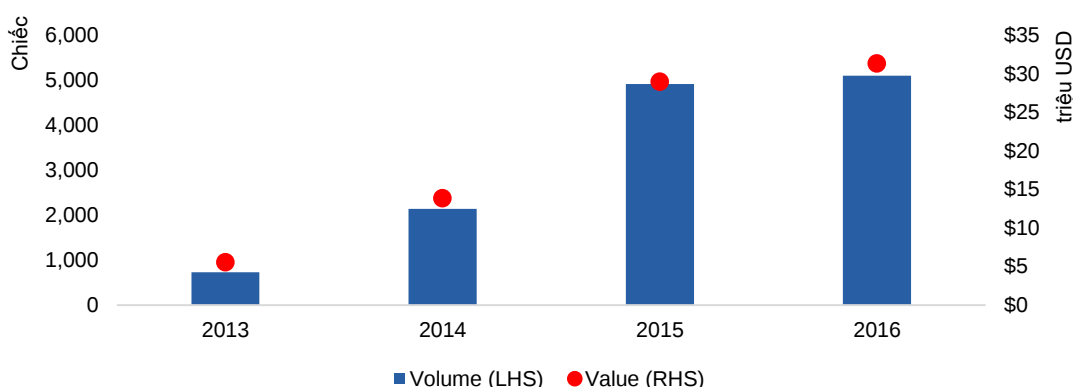


Xe mô tô phát triển nhanh nhưng thị phần sẽ khó tăng cao do đặc điểm kén chọn người sử dụng

Trước đây, mô tô thể thao nằm ngoài tầm tay của phần lớn người tiêu dùng do giá cao. Vì vậy, hiện loại xe này chỉ chiếm chưa đến 1% tổng số xe máy tại Việt Nam.

Việc nới lỏng quy định đối với giấy phép lái xe đã thúc đẩy nhu cầu xe phân khối lớn từ tháng 03/2014 đến nay. Trước đó, chỉ có hội viên của Liên đoàn xe mô tô mới được cấp giấy phép lái xe đối với xe trên 175 phân khối. Vì vậy, việc bãi bỏ quy định này vào tháng 03/2014 đã thúc đẩy nhu cầu xe mô tô thể thao tăng mạnh, kéo theo sự tăng trưởng của xe phân khối lớn nhập khẩu vào Việt Nam.

Hình 30: Tình hình nhập khẩu xe phân khối lớn (trên 250 phân khối) vào Việt Nam



Nguồn: UN Comtrade

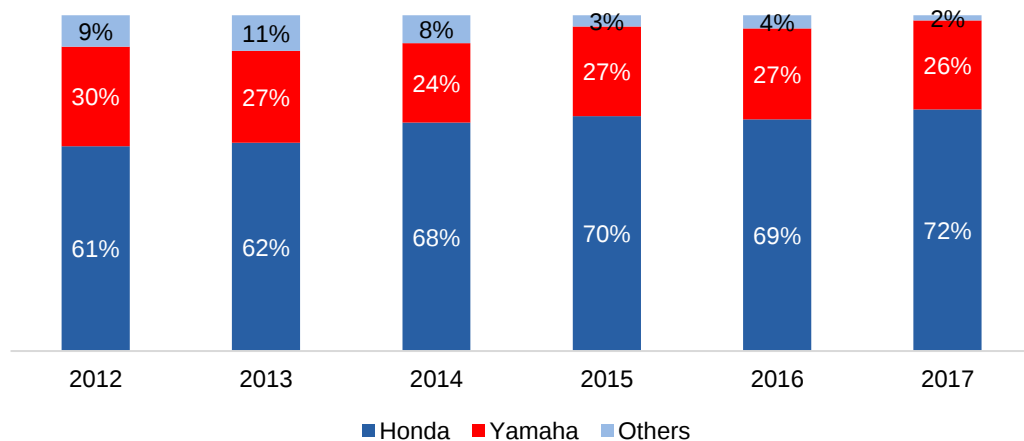
Tuy nhiên, yếu tố thay đổi cục diện thị trường lại là sự xuất hiện của xe côn tay vào năm 2005 với giá cả phải chăng. Loại xe máy này là sự kết hợp giữa xe số thông thường và mô tô thể thao phân khối lớn về dung tích động cơ và thiết kế. Xe côn tay có hệ thống hộp số và li hợp tương tự với mô tô thể thao phân khối lớn, do đó đem lại trải nghiệm tương tự. Trong khi đó, các bộ phận của xe côn tay có thể được thay đổi và nâng cấp dễ dàng hơn so với xe số thông thường và xe tay ga. Các ưu điểm này đã giúp phân khúc xe côn tay tăng trưởng mạnh với thị phần năm 2017 lên đến gần 9%.

Tuy nhiên, việc mở rộng thị phần của xe côn tay trong tương lai sẽ bị hạn chế do kén người sử dụng. Cụ thể, xe máy thể thao/xe côn tay chủ yếu chỉ thu hút nam giới trẻ tuổi, cá tính mạnh. Tại Thái Lan và Indonesia, loại xe máy này bão hòa khi thị phần đạt khoảng 10% trong khi con số này tại Việt Nam năm 2017 đã lên đến 9%.

Tình hình cạnh tranh trên thị trường xe máy

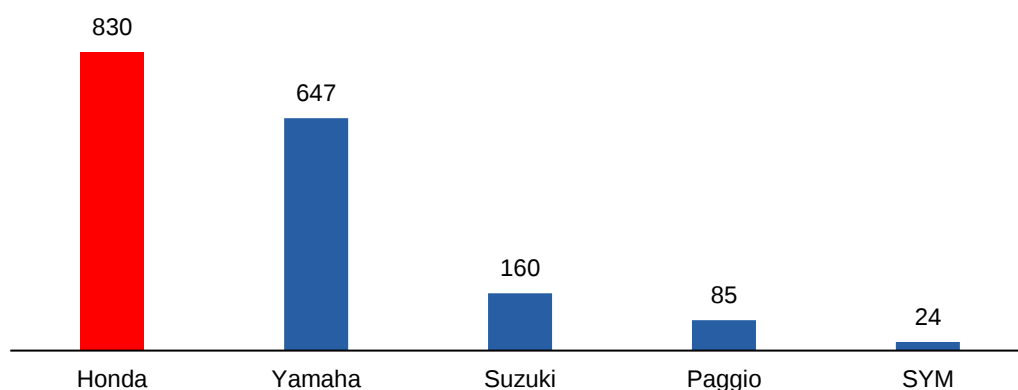
Honda và Yamaha thống lĩnh thị trường

Hình 31: Tình hình thị phần các công ty xe máy 2012-2017



Nguồn: Honda, Yamaha

Hình 32: Số showroom của các công ty sản xuất xe máy hàng đầu (tháng 07/2018)



Nguồn: Các công ty

Hình 33: Công suất của các công ty sản xuất xe máy hàng đầu tại Việt Nam

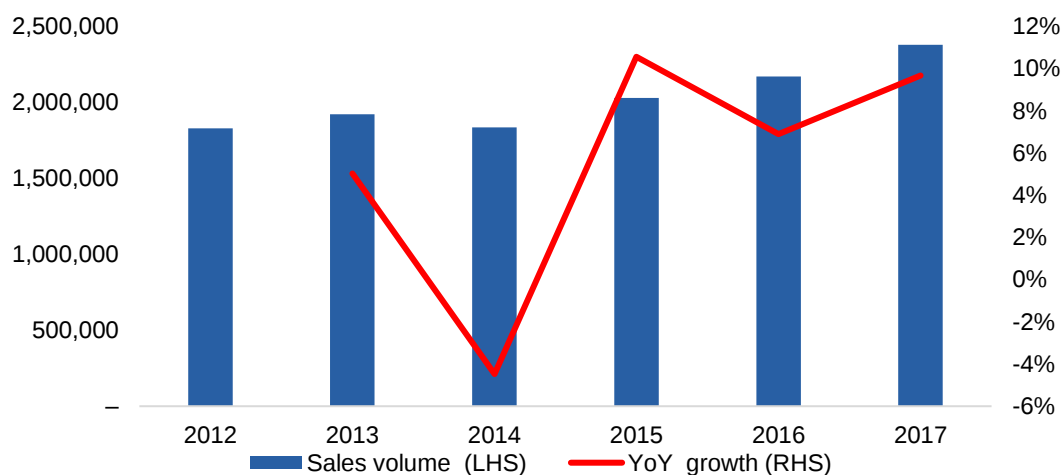
	Năm thành lập	Công suất (chiếc/năm)	Địa điểm nhà máy
Honda	1996	2.500.000	Vĩnh Phúc (Miền Bắc)
Yamaha	1998	1.500.000	Hà Nội (Miền Bắc)
SYM	1992	540.000	Đồng Nai (Miền Nam)
Piaggio	2007	300.000	Vĩnh Phúc (Miền Bắc)
Suzuki	1995	200.000	Đồng Nai (Miền Nam)

Nguồn: Các công ty

Đối với nhiều người Việt Nam, từ “Honda” có nghĩa là xe máy

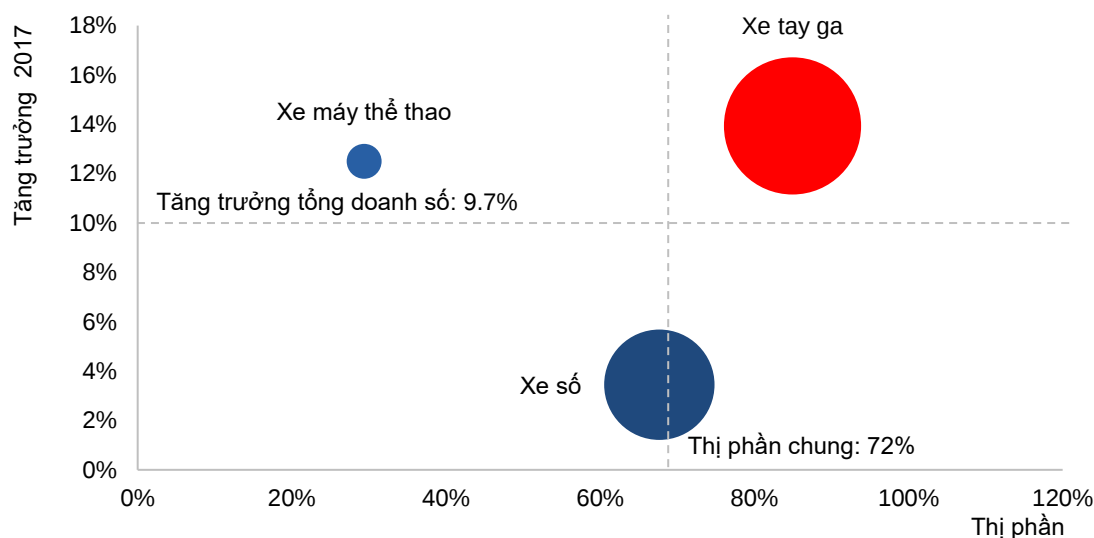
Với thị phần năm 2017 lên đến 72%, Honda là thương hiệu xe máy hiện diện lâu nhất tại Việt Nam. Thương hiệu này đã được ưa chuộng tại Việt Nam ngay cả trước khi chính thức mở nhà máy năm 1996 nhờ các mẫu xe nhập khẩu như Super Cub 50 và Honda 67 thời chiến tranh. Hiện nay, ngoài thương hiệu mạnh, Honda còn có danh mục sản phẩm đa dạng nhất và mạng lưới phân phối rộng lớn nhất Việt Nam. Ngoài ra, xe máy của Honda được thị trường đánh giá có ưu điểm về độ bền và tiêu tốn nhiên liệu.

Hình 34: Sản lượng xe máy bán ra của Honda Vietnam 2012-2017



Nguồn: Honda

Hình 35: Các sản phẩm của Honda Vietnam, tăng trưởng và thị phần (2017)

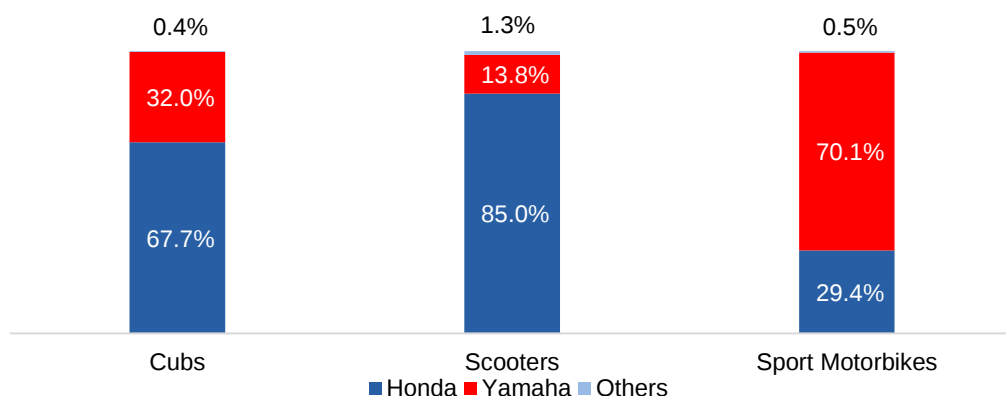


Nguồn: Honda, VAMM, truyền thông, ước tính của VCSC

Yamaha đang mất thị phần do không cạnh tranh được với Honda ở phân khúc xe tay ga

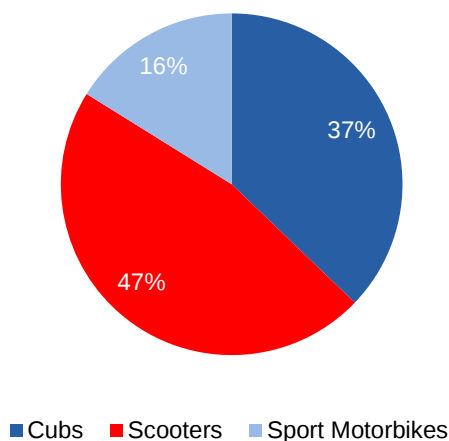
Tuy Yamaha nỗ lực đi đầu trong các xu hướng mới và định vị thương hiệu nhắm vào giới trẻ, thị phần của Yamaha giảm từ 30% năm 2012 xuống 26% năm 2017. Nguyên nhân là các dòng xe tay ga chính của Honda như Air Blade và Click đã đánh bại mẫu xe từng thống lĩnh thị trường - Nouvo của Yamaha, dù hai dòng xe trên được tung ra sau Nouvo ba năm. Trong khi đó, Yamaha vẫn giữ được thị phần tại các phân khúc xe số thông thường và xe côn tay.

Hình 36: Thị phần của Honda và Yamaha từng phân khúc (2017)

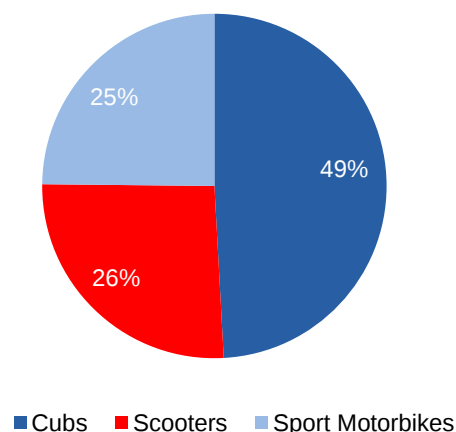


Nguồn: ước tính của VCSC

Hình 37: Cơ cấu doanh số 2017 của Honda theo loại xe



Hình 38: Cơ cấu doanh số 2017 của Yamaha theo loại xe



Nguồn: Honda, Yamaha

Triển vọng thị phần: Xu hướng thị trường tiếp tục có lợi cho Honda

Việc chuyển sang sử dụng xe tay ga thay cho xe số sẽ có lợi cho Honda vì Honda thống lĩnh phân khúc này. Chúng tôi cho rằng Honda sẽ tiếp tục thống lĩnh phân khúc xe tay ga nhờ sản phẩm đa dạng, thương hiệu mạnh, và mạng lưới phân phối ngày càng được mở rộng.

Việc Honda tham gia vào mảng xe côn tay và xe phân khối lớn gần đây dự kiến sẽ giúp công ty mở rộng thị phần dù không nhiều. Năm 2016, Honda đã cho ra đời dòng xe côn tay Winner. Hiện đây là dòng xe số thể thao được ưa chuộng thứ hai ở Việt Nam. Trong khi đó, đầu năm 2018, Honda đã khai trương showroom xe phân khối lớn đầu tiên tại TP. HCM và đồng thời tung ra thị trường chín mẫu xe mô tô..

Chúng tôi dự báo tổng thị phần của Honda sẽ tăng từ 72% năm 2017 lên 77% năm 2022 nhờ giành thị phần từ Yamaha, với vị trí thống lĩnh tuyệt đối của hãng này tại phân khúc xe tay ga. Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu của Honda 2017-2022 sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 4,4%.

Dự báo VEA 2018-2020

Hình 39: Tóm tắt dự báo 2018-2020 của VCSC

(tỷ VND)	2017	2018	2019	2020
Doanh thu	6.563	7.220	7.580	7.960
Lợi nhuận từ HĐKD	-258	-446	-415	-438
Lợi nhuận được chia từ liên kết, gồm:	5.170	5.677	6.124	6.628
Xe máy (ước tính của VCSC)	3.914	4.460	4.657	4.863
Ô tô (ước tính của VCSC)	1.256	1.217	1.467	1.765
LNST sau lợi ích CĐTS	5.046	5.390	6.029	6.525
Cổ tức bằng tiền mặt (VND/cổ phiếu)	370	2.800	3.000	3.300
Tỷ lệ trả cổ tức		69%	67%	68%
(tăng trưởng)	2017	2018	2019	2020
Doanh thu	4,1%	10,0%	5,0%	5,0%
Lợi nhuận từ HĐKD	24,4%	72,9%	-6,7%	5,5%
Lợi nhuận được chia từ liên kết, gồm:	13,0%	9,8%	7,9%	8,2%
Xe máy (ước tính của VCSC)	N/A	13,9%	4,4%	4,4%
Ô tô (ước tính của VCSC)	N/A	-3,1%	20,5%	20,4%
LNST sau lợi ích CĐTS	12,0%	6,8%	11,9%	8,2%
Cổ tức bằng tiền mặt (VND/cổ phiếu)	N/A	656,8%	7,1%	10,0%

Nguồn: VCSC

Lưu ý:

Việc so sánh lợi nhuận được chia từ công ty liên kết các năm 2017 và 2018 không hoàn toàn chính xác vì do tiến trình cổ phần hóa, năm tài chính 2017 của VEA bắt đầu ngày 24/01/2017 và kết thúc ngày 31/12/2017. Vì vậy, kết quả năm 2017 chỉ phản ánh kết quả của Honda Vietnam và Toyota Vietnam trong giai đoạn trên. Nếu so sánh cùng cơ sở, lợi nhuận được chia từ công ty liên kết năm 2018 chỉ tăng 5,2% so với năm 2017 thay vì 9,8% trên cơ sở báo cáo.

Lợi nhuận từ ô tô năm 2018 dự báo sẽ giảm 3% so với năm 2017 do Toyota (liên quan đến Toyota Fortuner) và Ford mất thị phần, được bù đắp một phần nhờ Honda tăng mạnh. Dự báo từ năm 2019 trở đi, doanh thu của Fortuner sẽ cải thiện trong khi các dòng xe khác của Toyota và Honda tiếp tục tăng trưởng cao, khiến lợi nhuận từ ô tô của VEA sẽ đạt tăng trưởng xấp xỉ với phân khúc xe ô tô du lịch (khoảng 20%/năm).

Dự phóng cổ tức bằng tiền mặt: Cổ tức bằng tiền mặt năm tài chính 2018 được dựa trên Nghị quyết ĐHCĐ 2018 của VEA. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ dividend payout ratio các năm tới sẽ xấp xỉ năm 2018, hoặc thậm chí cao hơn vì nhu cầu đầu tư XDCB hàng năm của VEA không đáng kể.

Rủi ro

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 nên việc công bố thông tin về tình hình tài chính còn hạn chế. Điều này có thể ảnh hưởng đến chất lượng dự báo của chúng tôi.

Hoạt động cốt lõi đạt kết quả thấp hơn so với dự báo

Ban lãnh đạo nhìn chung không chia sẻ nhiều về tình hình hoạt động cốt lõi của công ty nên nhà đầu tư khó có thể tìm hiểu kỹ càng các hoạt động này. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các hoạt động này sẽ không có chuyển biến tích cực nào đáng kể. Trong môi trường cạnh tranh ngày càng gay gắt, các hoạt động cốt lõi của VEA có thể lỗ mạnh hơn so với dự phóng của chúng tôi.

Quản lý các khoản phải thu kém hiệu quả

Tính đến cuối Quý 1/2018, VEA đã ghi nhận tổng cộng 386 tỷ đồng dự phòng cho các khoản phải thu từ khách hàng quá hạn, tương đương 21,5% tổng cộng các khoản phải thu từ khách hàng, một tỷ lệ lớn bất thường.

Các giao dịch với công ty liên kết Matexim Hải Phòng (VEA sở hữu cổ phần 20,4%), trong khi công ty này đang gặp khó khăn về tài chính, cũng gây ra lo ngại. Tính đến cuối Quý 1/2018, Matexim Hải Phòng nợ VEA tổng cộng 242 tỷ đồng dưới các hình thức các khoản phải thu thương mại, hỗ trợ tài chính và lãi từ hỗ trợ tài chính. Đối với khoản phải thu thương mại có giá trị 121 tỷ đồng, VEA đã trích lập dự phòng 90 tỷ đồng.

Định giá

Hình 40: Tóm tắt định giá

Ước tính LNST từ xe máy 2018 (tỷ VND)	4.460
Ước tính LNST từ ô tô 2018 (tỷ VND)	1.217
Trung vị PER các hãng xe máy khác tại Châu Á	9,3
Trung vị PER các hãng ô tô khác tại Châu Á	10,1
Tổng giá trị vốn CSH (tỷ VND)	53.720
Chiết khấu vốn CSH	30%
Giá trị vốn CSH mục tiêu (tỷ VND)	37.604
Số lượng cổ phiếu (triệu)	1.329
Giá mục tiêu (VND)	28.300
PER 2018 mục tiêu	7,0
TL tăng	25,8%
Lợi suất cổ tức	12,4%
Tổng mức sinh lời	38,2%

Nguồn: VCSC

Lưu ý về định giá:

Chúng tôi áp dụng phương pháp PER để định giá vì toàn bộ lợi nhuận của VEA là từ các công ty liên kết nên các phương pháp chiết khấu dòng tiền và EV/EBITDA đều không phù hợp.

Chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu 30% đối với giá trị vốn CSH bao gồm (1) 20% do VEA không kiểm soát các công ty liên kết trong ngành sản xuất ô tô xe máy và việc tiếp cận thông tin về các công ty này còn hạn chế và (2) 10% do các hoạt động cốt lõi của VEA thua lỗ.

Hình 41: Cổ phiếu ô tô tại các thị trường mới nổi Châu Á

(triệu USD) Công ty	Quốc gia	GTVH	DT thuần 12T	Tăng trưởng	LNST 12T	Tăng trưởng	Nợ / Vốn CSH	PER 2018	ROE
SAIC MOTOR-A	Trung Quốc	57.179	136.794	19%	5.419	11%	21%	10,1	16%
HYUNDAI MOTOR	Hàn Quốc	24.727	85.996	1%	3.037	-33%	54%	8,9	4%
KIA MOTORS CORP	Hàn Quốc	11.655	47.981	1%	572	-75%	-5%	7,5	2%
TATA MOTORS LTD	Ấn Độ	11.920	45.617	8%	1.394	21%	41%	8,3	12%
MAHINDRA & MAHIN	Ấn Độ	16.703	14.285	24%	1.165	103%	74%	19,4	23%
YULON MOTOR	Đài Loan	1.096	3.101	-14%	94	92%	126%	13,2	4%
DRB-HICOM BHD	Malaysia	1.051	3.070	6%	139	0%	6%	41,5	8%
CHINA MOTOR	Đài Loan	1.275	1.283	-5%	146	38%	-21%	10,0	9%
Trung vị		11.787	29.951	3%	868	16%	31%	10,1	8%
Trung bình		15.701	42.266	5%	1.496	19%	37%	14,9	10%

Nguồn: Bloomberg

Hình 42: Các cổ phiếu xe máy tại Châu Á

(triệu USD) Công ty	Quốc gia	GTVH	DT thuần 12T	Tăng trưởng	LNST 12T	Tăng trưởng	Nợ / Vốn CSH	PER 2018	ROE
HERO MOTOCORP LT	Ấn Độ	10.105	4.934	12%	577	4%	-46%	17,2	33%
BAJAJ AUTO LTD	Ấn Độ	13.160	3.831	16%	654	3%	-33%	19,0	22%
YAMAHA MOTOR CO	Nhật Bản	9.125	15.250	12%	923	38%	30%	9,3	18%
LONCIN MOTOR C-A	Trung Quốc	1.677	1.609	21%	143	5%	-3%	7,5	14%
ATLAS HONDA	Pakistan	355	725	20%	44	24%	-115%	8,2	32%
Trung vị		9.125	3.831	16%	577	5%	-33%	9,3	22%
Trung bình		6.884	5.270	16%	468	15%	-33%	12,3	24%

Nguồn: Bloomberg

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ VND)	2017A	2018F	2019F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Doanh thu	6.563	7.220	7.580	Tiền và tương đương	2.488	5.648	6.012
Giá vốn hàng bán	-5.943	-6.678	-6.974	Đầu tư TC ngắn hạn	2.152	2.152	2.152
Lợi nhuận gộp	620	541	606	Các khoản phải thu	2.142	1.666	2.015
Chi phí bán hàng	-282	-316	-345	Hàng tồn kho	3.503	2.366	2.683
Chi phí quản lý DN	-595	-671	-677	TS ngắn hạn khác	702	702	702
LN thuần HĐKD	-258	-446	-415	Tổng TS ngắn hạn	10.987	12.535	13.564
Doanh thu tài chính	254	268	427	TS dài hạn (gộp)	4.799	5.219	5.659
Chi phí tài chính	-42	-43	-45	- Khấu hao lũy kế	-2.165	-2.474	-2.810
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-36</i>	<i>-30</i>	<i>-30</i>	TS dài hạn (ròng)	2.634	2.744	2.849
Lợi nhuận từ công ty LDLK	5.170	5.677	6.124	Đầu tư TC dài hạn	9.265	9.545	10.560
(Lỗ)/lãi khác	-3	0	0	TS dài hạn khác	475	475	475
LNTT	5.122	5.456	6.090	Tổng TS dài hạn	12.374	12.764	13.883
Thuế TNDN	-36	-46	-43	Tổng Tài sản	23.361	25.298	27.447
LNST trước CĐTS	5.086	5.410	6.048				
Lợi ích CĐ thiểu số	-40	-20	-19	Phải trả ngắn hạn	2.155	717	543
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	5.046	5.390	6.029	Nợ ngắn hạn	285	285	285
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	5.046	5.390	6.029	Nợ ngắn hạn khác	2.122	611	642
EBITDA	47	-136	-80	Tổng nợ ngắn hạn	4.563	1.613	1.470
EPS cơ bản báo cáo, VND	3.775	4.033	4.511	Nợ dài hạn	175	175	175
EPS cơ bản điều chỉnh, VND	3.775	4.033	4.511	Nợ dài hạn khác	48	48	48
EPS pha loãng, VND	3.775	4.033	4.511	Tổng nợ	4.786	1.836	1.693

TỶ LỆ	2017A	2018F	2019F				
Tăng trưởng				Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	4,1%	10,0%	5,0%	Vốn cổ phần	13.288	13.288	13.288
Tăng trưởng LN từ HĐKD	N/A	N/A	N/A	Thặng dư vốn CP	0	0	0
Tăng trưởng LN trước thuế	13,5%	6,5%	11,6%	Lợi nhuận giữ lại	4.993	9.860	12.133
Tăng trưởng EPS điều chỉnh	11,4%	6,8%	11,9%	Vốn khác	126	126	126
				Lợi ích CĐTS	169	189	208
Khả năng sinh lời				Vốn chủ sở hữu	18.575	23.462	25.754
Biên LN gộp %	9,4%	7,5%	8,0%	Tổng cộng nguồn vốn	23.361	25.298	27.447
Biên LN từ HĐ %	-3,9%	-6,2%	-5,5%				
Biên EBITDA	0,7%	-1,9%	-1,1%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	76,9%	74,7%	79,5%	Tiền đầu năm	3.799	2.488	5.648
ROE %	32,0%	25,9%	24,7%	Lợi nhuận sau thuế	5.046	5.390	6.029
ROA %	23,3%	22,2%	22,9%	Khấu hao	304	310	336
				Thay đổi vốn lưu động	-446	-1.338	-808
Chỉ số hiệu quả vận hành				Điều chỉnh khác	-5.445	-5.688	-6.140
Số ngày tồn kho	180,4	160,4	132,1	Tiền từ hoạt động KD	-541	-1.326	-583
Số ngày phải thu	103,6	96,3	88,6	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-324	-420	-441
Số ngày phải trả	67,2	94,6	31,5	Đầu tư	3.449	5.397	5.109
TG luân chuyển tiền	216,9	162,1	189,2	Tiền từ HĐ đầu tư	3.125	4.978	4.669
Thanh khoản				Cổ tức đã trả	-3.716	-492	-3.721
CS thanh toán hiện hành	2,4	7,8	9,2	Tăng (giảm) vốn	0	0	0
CS thanh toán nhanh	1,5	5,9	6,9	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-23	0	0
CS thanh toán tiền mặt	1,0	4,8	5,6	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-143	0	0
Nợ/Tài sản	2,0%	1,8%	1,7%	Tiền từ các hoạt động TC khác	-12	0	0
Nợ/Vốn sử dụng	2,4%	1,9%	1,8%	Tiền từ hoạt động TC	-3.894	-492	-3.721
Nợ/Vốn CSH	2,5%	2,0%	1,8%				
Khả năng thanh toán lãi vay	-7,2	-14,8	-13,8	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-1.311	3.160	365
				Tiền cuối năm	2.488	5.648	6.012

Phụ lục

Hình 1: Cơ cấu cổ đông của VEA	4
Hình 2: Tóm tắt kết quả kinh doanh của VEA trong quá khứ	5
Hình 3: Ước tính cơ cấu LN được chia từ công ty liên kết của VEA trong năm 2017	5
Hình 4: Các công ty con và công ty liên kết của VEA	5
Hình 5: Số lượng xe du lịch và ô tô thương mại trong mỗi 1.000 dân (trục dọc) và GDP/đầu người (USD, trục ngang) của các quốc gia trong năm 2014.....	6
Hình 6: Số lượng xe du lịch mỗi 1.000 dân năm 2015	6
Hình 7: Tổng sản lượng xe du lịch (chiếc) tại Việt Nam	7
Hình 8: Biến động giá của các mẫu xe ô tô phổ biến tại Việt Nam.....	8
Hình 9: Tổng sản lượng bán ô tô (xe du lịch + ô tô thương mại) theo CKD và CBU trong 18 tháng qua	9
Hình 10: Công suất sản xuất trong nước của các nhà sản xuất ô tô tại Việt Nam	9
Hình 11: Sản lượng bán xe du lịch tại Việt Nam (chiếc) chia theo VAMA và ngoài VAMA	10
Hình 12: Tổng quan phân khúc xe du lịch tại Việt Nam	10
Hình 13: Diễn biến thị phần và dự báo của VCSC theo từng phân khúc của VAMA	11
Hình 14: Diễn biến cơ cấu thị phần mẫu xe hatchback trong VAMA.....	11
Hình 15: Diễn biến cơ cấu thị phần mẫu xe sedan B trong VAMA	11
Hình 16: Diễn biến cơ cấu thị phần mẫu xe sedan C trong VAMA.....	12
Hình 17: Diễn biến cơ cấu thị phần xe cross-over trong VAMA	12
Hình 18: Diễn biến cơ cấu thị phần xe SUV trong VAMA.....	12
Hình 19: Diễn biến cơ cấu thị phần mẫu xe sedan D trong VAMA.....	12
Hình 20: Diễn biến cơ cấu thị phần xe MPV trong VAMA	13
Hình 21: Thị phần các nhà sản xuất xe du lịch tại Việt Nam	14
Hình 22: Thị phần xe thương mại và xe chuyên dụng (SPV) của các thành viên VAMA	15
Hình 23: Lượng xe máy bán ra năm 2017 tại một số nước (triệu chiếc).....	16
Hình 24: Tỷ lệ sở hữu xe máy tại các thị trường lớn năm 2017	16
Hình 25: Lượng xe máy bán ra tại Việt Nam 2008-2017.....	17
Hình 26: Lượng xe máy bán ra tại Thái Lan và Đài Loan.....	17
Hình 27: Giá niêm yết một số mẫu xe máy bán chạy nhất tại Việt Nam (triệu VND).....	18
Hình 28: Cơ cấu xe máy bán ra tại Việt Nam 2007-2017 theo loại xe.....	19
Hình 29: Cơ cấu xe máy bán ra hàng năm tại Indonesia	19
Hình 30: Tình hình nhập khẩu xe phân khối lớn (trên 250 phân khối) vào Việt Nam	20
Hình 31: Tình hình thị phần các công ty xe máy 2012-2017	21
Hình 32: Số showroom của các công ty sản xuất xe máy hàng đầu (tháng 07/2018).....	21
Hình 33: Công suất của các công ty sản xuất xe máy hàng đầu tại Việt Nam	21
Hình 34: Sản lượng xe máy bán ra của Honda Vietnam 2012-2017.....	22
Hình 35: Các sản phẩm của Honda Vietnam, tăng trưởng và thị phần (2017).....	22
Hình 36: Thị phần của Honda và Yamaha từng phân khúc (2017)	23
Hình 37: Cơ cấu doanh số 2017 của Honda theo loại xe	23
Hình 38: Cơ cấu doanh số 2017 của Yamaha theo loại xe	23
Hình 39: Tóm tắt dự báo 2018-2020 của VCSC	25
Hình 40: Tóm tắt định giá.....	27
Hình 41: Cổ phiếu ô tô tại các thị trường mới nổi Châu Á.....	27

Hình 42: Các cổ phiếu xe máy tại Châu Á.....	28
--	----

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đào Danh Long Hà / Đặng Văn Pháp, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp ext 147

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên ext 149

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588 ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

Ngân hàng, Tài Chính và Bảo Hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc ext 123

- Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.