

Tổng CT Máy động lực Việt Nam

(Upcom: VEA)

Thị phần cao – Cổ tức tốt

Buy

(Update)

TP VND53,300
(22.7%)

Công ty TNHH chứng khoán Mirae Asset Việt Nam.

Nguyễn Đăng Thiện, thien.nd@miraeasset.com.vn

Luận điểm đầu tư

VEA hiện đang sở hữu cổ phần tại Honda – thương hiệu chiếm lĩnh thị phần mảng xe máy và cổ phần tại Toyota và Ford – các dòng xe bán chạy nhất Việt Nam. Điều này đem lại cho VEA nguồn cổ tức đáng kể từ các liên doanh, góp phần bù đắp hoạt động kinh doanh cốt lõi và duy trì lượng tiền mặt/tổng tài sản của công ty ở mức cao (FY20F 38% và FY21F 39%). Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng (LNR) của VEA năm FY20 đạt VND5,229bn (-28% YoY) dưới tác động dịch bệnh, và kỳ vọng LNR hồi phục hoàn toàn vào năm FY23, đạt VND7,490bn (+6% YoY). Chúng tôi ước tính VEA vẫn có khả năng chia cổ tức năm FY20 và FY21 đạt VND5,000/cp và VND5,200/cp, tương ứng với tỷ suất cổ tức 9.4% cho FY20 và 9.7% cho FY21.

Dự phóng

Dự phóng thị phần mảng oto của Toyota và Honda ổn định ở mức 26% và 10%. Chúng tôi đánh giá cao khả năng tăng trưởng lại thị phần của Toyota và Honda khi các công ty này thực hiện thay đổi thiết kế với giá bán cạnh tranh, đặc biệt trong FY19. Thị phần FY19 của Toyota đạt 26% (FY16 ~ 21%) và Honda đạt 10.8% (FY16 ~ 4%), bắt đầu phục hồi sau giai đoạn cạnh tranh mạnh trước đó với các dòng xe có giá bán cạnh tranh và nhiều tiện ích hơn như Kia, Hyundai và Mazda.

Thị trường xe máy dẫn tới điểm bão hòa, trong đó, Honda tiếp tục dẫn đầu thị phần mảng xe máy và là liên doanh đóng góp lợi nhuận lớn nhất cho VEA. Chúng tôi ước tính tổng số lượng xe máy tại Việt Nam đạt 52.1 triệu chiếc (+4.2% YoY) trong năm FY20, tương ứng với tỷ lệ xe máy/tổng dân số là 52%. So với tỷ lệ người dân trong độ tuổi lao động hiện nay ở mức 55.4 triệu người (56% dân số FY20), chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng cho thị trường xe máy không còn quá lớn. Chúng tôi kỳ vọng Honda duy trì thị phần 75% trên thị trường xe máy Việt Nam. Kết hợp với đóng góp từ mảng oto, chúng tôi dự phóng cổ tức VEA ghi nhận từ Honda giai đoạn FY20-22 lần lượt đạt VND4,239bn (-27% YoY), VND5,172bn (+22% YoY) và VND5,948bn (+15% YoY).

Cổ tức dự phóng tối thiểu VND5,000/cp. Chúng tôi cho rằng VEA có khả năng duy trì mức cổ tức tối thiểu đạt VND5,000/cp (tỷ suất cổ tức 9.4%) trong giai đoạn dự phóng FY20-25. Mặc dù LNST FY20 dự phóng giảm 28% YoY, việc VEA không chia cổ tức năm FY18 đã giúp lượng tiền mặt và lợi nhuận giữ lại đến 1H20 tăng mạnh, lần lượt đạt VND14,353bn (47.7% tổng tài sản) và VND15,571bn (51.7% tổng tài sản).

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **Mua cổ phiếu VEA với giá mục tiêu VND53,200 (Upside: +22.7%)** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng cổ tức DDM (g ~ 1%), tương ứng với FY20 P/E 13.4x.

Dữ liệu



OP (20F, VND bn)	-664	Market cap (VND bn)	58,334
Consensus OP (20F, VND bn)	na	Shares outstanding (mn)	1,329
EPS Growth (20F, %)	-28%	Free float (%)	11.5
Market EPS growth (20F, %)	3%	Foreign ownership (%)	5.7
P/E (20F, x)	15	Beta (12M)	1.0
Market P/E (20F, x)	14.9	52-Week Low	27,500
VN-Index	931	52-Week High	55,700

Thay đổi giá CP

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-0.5	23.0	-19.4
Tương đối	-5.2	3.1	-13.3

Earnings and valuation metrics

	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22
FY (VND bn)					
Doanh thu (VNDbn)	7,070	4,488	3,445	4,026	4,418
Lợi nhuận HDKD (VNDbn)	(63)	(592)	(664)	(702)	(739)
Biên Lợi nhuận HDKD (%)	-0.9%	-13.2%	-19.3%	-17.4%	-16.7%
LNST (VNDbn)	7,010	7,280	5,229	6,179	7,057
EPS (VND)	4,315	4,491	3,247	3,835	4,381
ROE (%)	28.4%	27.3%	20.7%	25.1%	28.6%
P/E (x)	8.6x	9.2x	13.4x	10.8x	9.5x
P/B (x)	2.4x	2.3x	2.4x	2.5x	2.5x
Tỷ suất cổ tức (%)	1.0%	0.0%	9.4%	9.8%	9.9%

Ghi chú: Kết quả kinh doanh ghi nhận theo chuẩn mực kế toán VAS; LNST thể hiện LNST của cổ đông công ty mẹ

Nguồn: VEA, Mirae Asset VN Research dự phóng

CERTIFICATIONS AND VEARTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VEA với mức giá mục tiêu **VND 53,300 (Upside: +22.7%)**, sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng cổ tức (g 1%, Re 11.7%). Mặc dù mảng kinh doanh chính của VEA (sản xuất, phân phối xe tải và máy nông nghiệp) vẫn ghi nhận kết quả lỗ giai đoạn FY13-20, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng công ty vẫn có khả năng duy trì tỷ suất cổ tức 9-10%/năm nhờ lợi nhuận và cổ tức kết chuyển từ các công ty liên doanh liên kết. VEA hiện đang sở hữu cổ phần trong ba liên doanh, bao gồm Honda (75% thị phần xe máy và 10% thị phần oto tại Việt Nam), Toyota (26% thị phần oto) và Ford (8% thị phần oto).

Mô hình định giá trong giai đoạn FY20-FY25 dựa trên các luận điểm chính: (1) Tỷ suất cổ tức hàng năm duy trì ở mức 9-10%; (2) Ưu đãi thuế nghị định 70/2020/ND-CP hỗ trợ doanh số oto nội địa trong năm FY20; (3) Cơ cấu dân số có thu nhập trung bình tăng nhanh, thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ oto; (4) Dự phóng thị trường xe máy phục hồi trong giai đoạn FY20 – FY22 và từ năm FY23 sẽ theo xu hướng đi ngang khi thị trường dần tiến đến điểm bão hòa.

VEA hiện đang giao dịch tại mức P/E FY20F 13.4x, thấp hơn 52.2% so với P/E thị trường 15.3x. Chúng tôi cho rằng khoảng cách này sẽ thu hẹp trong thời gian tới nhờ cổ tức và mức định giá thấp.

Bảng 1: Định giá theo phương pháp chiết khấu cổ tức

VND	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Cổ tức	4,997	5,197	5,249	5,301	5,354	5,408
Thời gian chiết khấu	0.3	1.3	2.3	3.3	4.3	5.3
Giá trị cổ tức sau chiết khấu	4,838	4,516	4,095	3,712	3,366	3,052
Tổng giá trị các dòng cổ tức sau chiết khấu	23,579				Re	11.7%
Mức tăng trưởng cổ tức vĩnh viễn	1%				Rd	8.5%
Giá cổ phiếu năm cuối	29,843					
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)	VND 53,263					

Nguồn: MAS Vietnam Research

Bảng 2: Chỉ số so sánh các công ty oto lớn trên toàn cầu

Tên công ty	Mã cổ phiếu	Vốn hóa (USDmn)	EV/EBITDA	P/E	EV/EBIT	P/B
Toyota Motor Corp	7203JP	219,579	17.5	14.3	28.8	1.0
Honda Motor Co Ltd	7267JP	46,691	12.1	13.6	34.7	0.6
Suzuki Motor Corp	7269JP	19,752	7.4	22.0	26.1	1.4
Hyundai Motor Co	005380KS	30,092	11.6	10.9	21.7	0.5
SAIC Motor Corp Ltd	600104CH	31,764	7.6	8.8	11.1	0.9
Geely Automobile Holdings Ltd	175 HK	19,803	9.1	13.9	13.2	2.4
Volkswagen AG	VOW GR	86,913	2.2	9.4	6.7	0.7
Ford Motor Co	F US	28,008	4.0	44.8	14.4	0.2
Bayerische Motoren Werke AG	BMW GR	44,654	8.1	10.4	18.5	0.7
General Motors Co	GMUS	39,870	3.7	7.8	7.3	1.0
Trung Bình			10.2	22.8	22.2	1.4

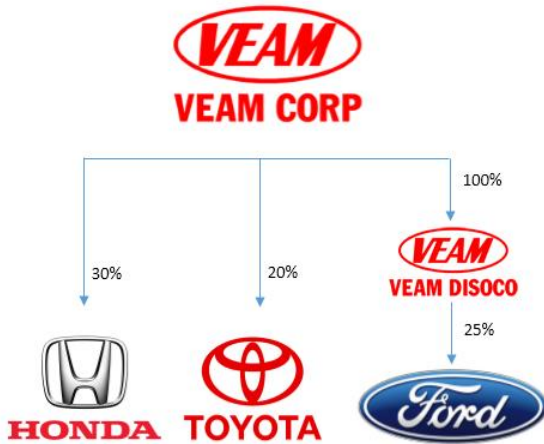
Nguồn: Bloomberg, MAS Vietnam Research

Tổng quan công ty

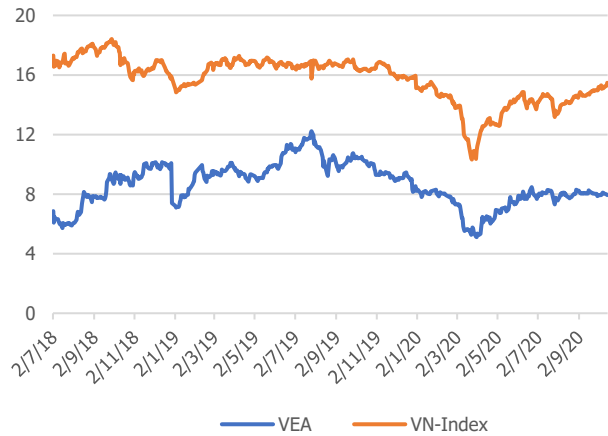
Tổng công ty máy động lực và máy nông nghiệp Việt Nam (VEAM Corp – Upcom: VEA VN) là công ty chuyên sản xuất lắp ráp và phân phối máy nông nghiệp, xe tải hạng nhẹ và xe cơ giới nông nghiệp. Bộ Công Thương là cổ đông lớn nhất của VEAM hiện tại, chiếm 88.5% cổ phần. Trong giai đoạn FY21-22, Bộ Công Thương có kế hoạch thoái vốn 36% cho cổ đông chiến lược và hạ tỷ lệ sở hữu nhà nước xuống 51%.

VEAM hiện tại sở hữu cổ phần ở ba liên doanh lớn, bao gồm Honda Việt Nam (30% cổ phần), Ford Việt Nam (25% cổ phần) và Toyota Việt Nam (20% cổ phần). Trong đó, Honda là liên doanh đóng góp lợi nhuận lớn nhất cho VEA (81% tổng lợi nhuận liên doanh và 79% lợi nhuận trước thuế năm FY20).

Hình 1a. Tỷ lệ sở hữu của VEA ở Honda, Ford và Toyota



Hình 1b. So sánh P/E giao dịch của VEA và VN-Index



Nguồn: Bloomberg, MAS Vietnam Research

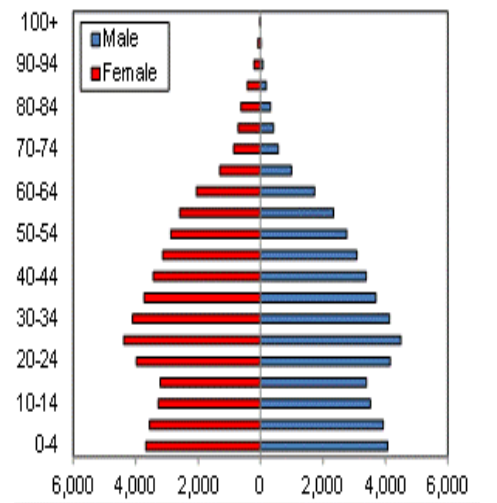
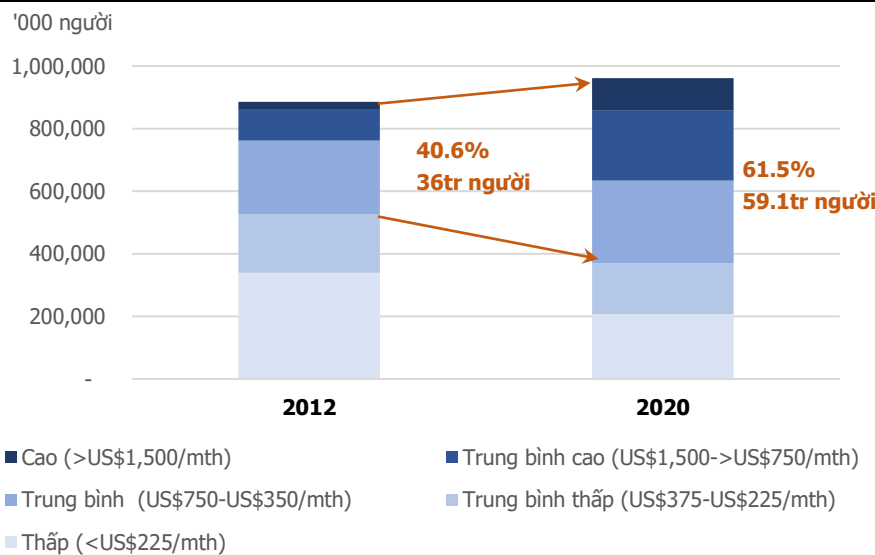
Luận điểm đầu tư

1. Sự tăng trưởng tầng lớp trung lưu thúc đẩy tăng trưởng thị trường oto

Sự gia tăng tầng lớp trung lưu với độ tuổi trung bình từ 35-40 tuổi giúp thị trường xe tăng trưởng nhanh chóng giai đoạn FY12-19. Tỷ lệ dân số có mức thu nhập trên trung bình ước tính tăng từ 40.6% tổng dân số (36 triệu người) trong FY12 lên mức 61.5% (59.1 triệu người) trong FY20. Chúng tôi cho rằng động lực cho sự tăng trưởng tầng lớp trung lưu đến từ (1) Cơ cấu dân số vàng với 60% dân số trong độ tuổi lao động (từ 18-60 tuổi), (2) GDP duy trì tăng trưởng ổn định trên 5%/năm, (3) Chính trị và kinh tế vĩ mô ổn định. Chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) của GDP/người giai đoạn FY12-19 đạt 8.9%, qua đó thúc đẩy tốc độ tăng trưởng của cả thị trường oto và duy trì tăng trưởng của thị trường xe máy. Giai đoạn FY14-19, thị trường xe máy vẫn duy trì được CAGR ở mức 3.2%/năm. Cùng giai đoạn, thị trường oto bùng nổ mạnh mẽ với mức CAGR đạt 12.6%, tương ứng với tổng sản lượng xe oto tiêu thụ năm FY19 đạt 322,322 (+27% YoY).

Hình 2a. Ước tính cơ cấu dân số có thu nhập trung bình ở Việt Nam giai đoạn FY12-20

Hình 2b. Phân bố dân số theo độ tuổi và giới tính của Việt Nam năm FY19



Nguồn: AsiaMed, VNExpress, MAS Vietnam Research

2. Toyota và Honda bắt kịp xu hướng lựa chọn các dòng xe hiện đại hơn

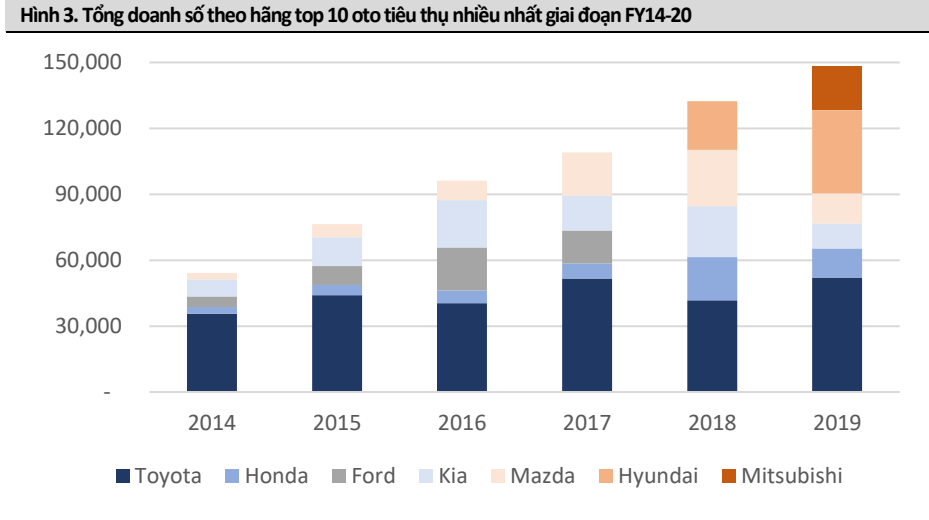
Thế hệ trẻ ngày càng ưa chuộng sự đổi mới về hình thức và công nghệ. Trước năm FY15, thị trường oto Việt Nam rất ưa chuộng dòng xe Toyota nhờ đặc tính bền bỉ. Việc tăng mạnh tầng lớp trung lưu, trong đó những người mua xe ngày càng trẻ hơn khiến xu hướng tiêu thụ xe oto thay đổi. Chúng tôi cho rằng xu hướng của người tiêu dùng ngày càng ưa chuộng các dòng xe hiện đại, với nhiều tùy chọn tiện ích kèm theo.

Năm FY14, 5/10 dòng xe oto bán chạy nhất đều thuộc Toyota với tổng doanh số đạt 35,679 chiếc, chiếm 66% doanh số xe oto trong top 10 dòng xe bán chạy nhất. Tuy nhiên, năm FY18, doanh số của Toyota trong top 10 xe bán chạy nhất chỉ đạt 41,769 chiếc (-19.1% YoY), tương ứng với thị phần 31.6% thị phần top 10 xe bán chạy nhất. Giai đoạn FY14-18, chúng tôi nhận thấy hầu như các mẫu xe Toyota đều không đổi kiểu dáng ở các dòng xe bán chạy như Innova, Fortuner, đặc biệt ở ba mẫu là Vios, Corolla Attilis và Camry, vốn đã từng chiếm lĩnh toàn bộ cả ba phân khúc sedan hạng B, C và D vào năm FY14.

Chúng tôi cho rằng sự thay đổi thị hiếu của người mua đã khiến Toyota mất mạnh thị phần vào Mazda, Kia từ năm FY15, khi các dòng xe này mang lại sự trải nghiệm tốt hơn cho khách hàng về nội thất cũng như thiết kế về hình thức bắt mắt. Năm FY18, chúng tôi thống kê doanh số của Mazda và Kia lần lượt đạt 25,689 và 23,136, tương ứng với thị phần trong top 10 xe có doanh số bán chạy nhất là 19.4% và 17.5%.

Từ FY18, sự thay đổi trong mẫu mã thiết kế giúp Honda và Toyota chiếm lại thị phần. Chúng tôi nhận thấy các mẫu xe mới của Ford, Toyota hay Honda có nhiều sự thay đổi, cả về thiết kế lẫn công nghệ, đặc biệt là Toyota và Honda. Năm FY18, Honda lần lượt tung ra ba mẫu xe nâng cấp mới toàn diện là Honda Civic, Honda CRV và Honda City. Thị phần của Honda năm FY18 đã tăng trưởng mạnh từ 4.8% trong FY17 lên mức

9.8%, tương ứng với doanh số xe oto Honda năm FY18 đạt 27,146 chiếc (+126% YoY). Chúng tôi nhận thấy sự tương tự với Toyota khi năm FY19, lần đầu tiên trong vòng 10 năm Toyota nâng cấp toàn bộ các dòng xe, bao gồm Innova, Vios, Corolla Atlas và Camry. Ngoài ra, Toyota cũng ra mắt dòng xe SUV 5+2 là Toyota Crush nhằm cạnh tranh với đối thủ chính là Mitsubishi Xpander. Doanh số của Toyota ghi nhận mức tăng trưởng trở lại đạt 79,328 chiếc (+20.5% YoY) và thị phần 26% (so với thị phần 21.6% năm FY16) trong năm FY19.



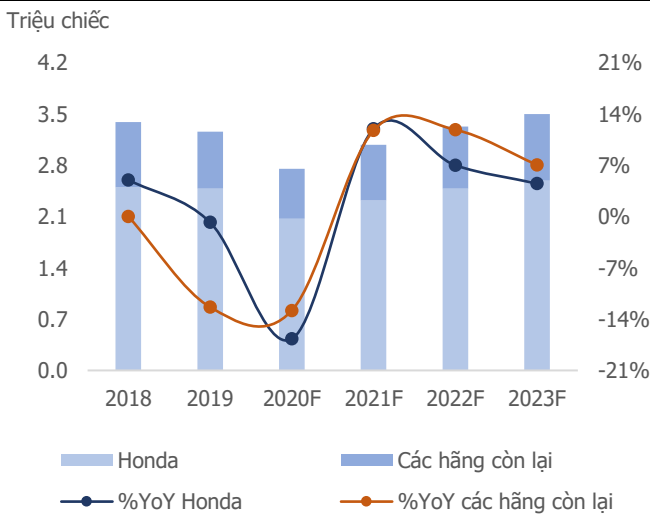
Nguồn: FiinPro, company data, MAS Vietnam Research

3. Sản lượng tiêu thụ oto và xe máy kỳ vọng phục hồi từ năm FY21

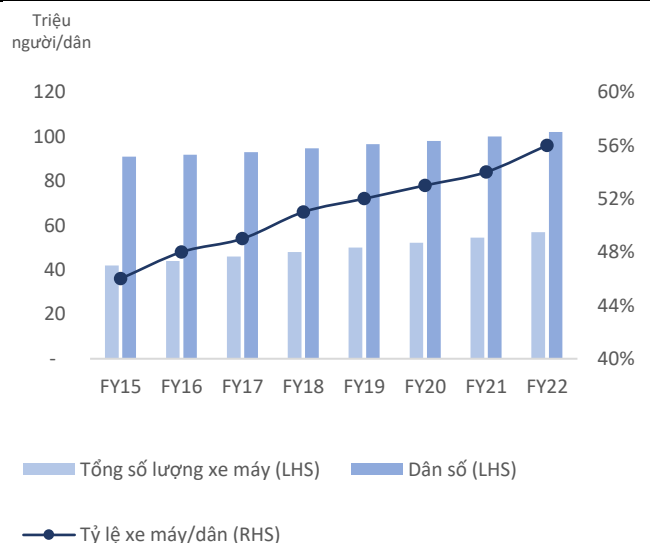
Dự phóng doanh số xe máy tiêu thụ khôi phục hoàn toàn từ năm FY23. Tốc độ tăng trưởng kép của doanh số xe máy giai đoạn FY14-19 ước đạt 3.2%, tương ứng với tỷ lệ người dân có xe máy tăng từ 42% năm FY14 lên 52% năm FY19. Chúng tôi dự phóng tổng số lượng xe máy tại Việt Nam năm FY20 tăng lên 52.1 triệu chiếc (+4.2% YoY). So với tỷ lệ người dân trong độ tuổi lao động hiện nay ở mức 55.4 triệu người (56% dân số năm FY20), chúng tôi cho rằng dư địa cho thị trường xe máy không còn quá lớn.

Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ xe máy trong ba năm FY20, FY21 và FY22 lần lượt đạt 2.75 triệu chiếc (-15.6% YoY), 3.08 triệu chiếc (+12% YoY) và 3.33 triệu chiếc (+8% YoY), tương ứng lần lượt với tỷ lệ xe máy/dân số đạt 53%, 54% và 56%. Trong đó, Honda sẽ tiếp tục duy trì thị phần trên 75% nhờ chất lượng sản phẩm phù hợp với nhu cầu thị trường.

Hình 5a. Dự phóng doanh số và thị phần thị trường xe máy (% triệu chiếc)



Hình 5b. Dự phóng doanh số và tăng trưởng xe CKD và CBU giai đoạn FY20-FY23 (% triệu người/dân)



Nguồn: VAMM, VAMA, MAS Vietnam Research

Dự phóng sản lượng tiêu thụ xe oto FY20 sẽ thấp nhất trong giai đoạn FY14-20 do ảnh hưởng của dịch Covid-19. Theo thống kê của VAMA, sản lượng 8M20 chỉ đạt 145,689 chiếc (-24% YoY), trong đó doanh số xe hơi cá nhân giảm mạnh về mức 106,689 chiếc (-25% YoY). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng Nghị định 70/2020/ND-CP (giảm 50% lệ phí trước bạ cho các dòng xe lắp ráp trong nước đến hết FY20) sẽ tác động tích cực trong ngắn hạn đến các hãng xe có nhà máy lắp ráp trong nước, bao gồm Thaco (bao gồm Mazda, Kia và Peugeot), Toyota, Hyundai Thành Công và Mitsubishi. Với mức thuế trước bạ hiện nay ở mức từ 10-12% theo tùy địa phương, chúng tôi ước tính miễn giảm 50% thuế trước bạ cho xe CKD sẽ giúp giá bán xe CKD rẻ hơn xe CBU từ 5-6%. Do đó, chúng tôi dự phóng mức giảm doanh số nhẹ hơn đối với dòng xe CKD. FY20, doanh số xe CKD và xe CBU ước đạt lần lượt 170,505 chiếc (-10% YoY) và 99,654 chiếc (-25% YoY). Tổng lượng xe tiêu thụ trong VAMA năm FY20 ước đạt 255,356 chiếc (-16.6% YoY), với sản lượng xe hơi cá nhân đạt 190,656 chiếc (-17% YoY).

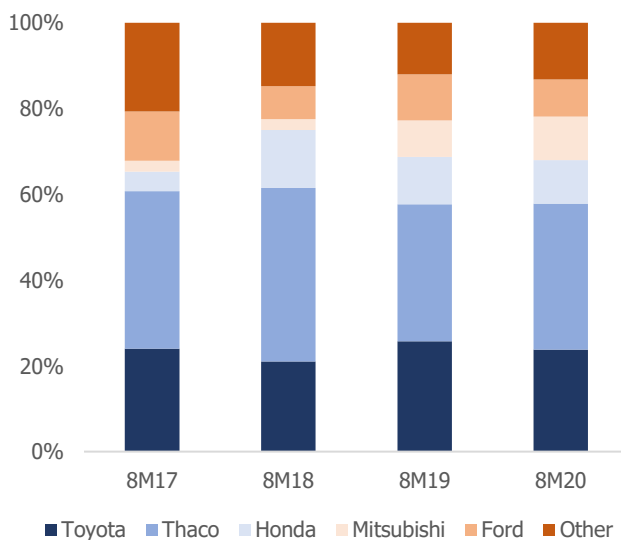
Giai đoạn FY21-22, chúng tôi cho rằng thị trường xe oto sẽ phục hồi hoàn toàn khi dịch bệnh đã được kiểm soát. Dự phóng sản lượng xe CKD năm FY21 và FY22 lần lượt đạt 187,556 chiếc (+10% YoY) và 195,058 chiếc (+4% YoY). Đối với dòng xe CBU, dự phóng doanh số năm FY21 và FY22 lần lượt đạt 117,592 chiếc (+18% YoY) và 129,351 chiếc (+10% YoY).

Honda tiếp tục đóng góp lớn nhất cho lợi nhuận của VEA. Với 75% thị phần mảng xe máy, Honda trở thành công ty đóng góp lợi nhuận nhiều nhất cho VEA. Chúng tôi đánh giá dù thị trường xe máy đã có dấu hiệu bão hòa nhưng nhu cầu thay thế xe hàng năm khá cao. Chúng tôi dự phóng cổ tức từ Honda năm FY20-22 lần lượt đạt VND4,239bn (-27% YoY), VND5,172bn (+22% YoY) và VND5,948bn (+15% YoY).

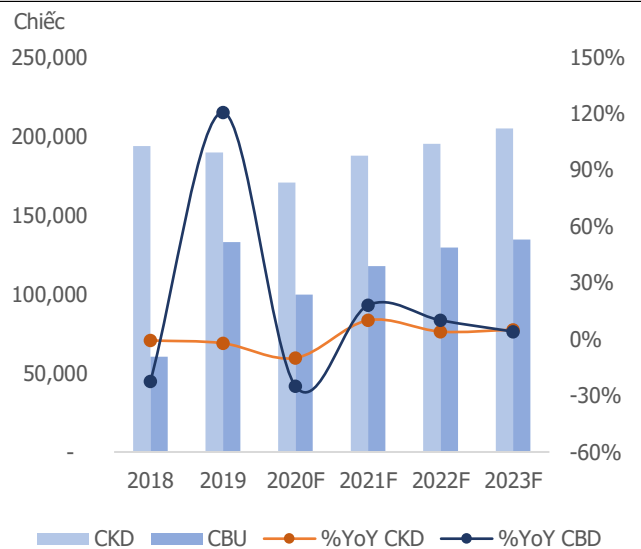
Đối với Toyota, chúng tôi dự phóng doanh số xe Toyota các năm FY20, FY21 và FY22 lần lượt đạt 64,256 chiếc (-19% YoY), 75,180 chiếc (+17% YoY) và 83,450 chiếc (+11% YoY), tương ứng với thị phần đạt 25.2% cho năm FY20, 25.9% cho FY21 và 26.6% cho FY22. Cổ tức chia về VEA dự kiến cho năm FY21 và FY22 lần lượt đạt VND829bn (+18% YoY) và VND945bn (+14% YoY).

Đối với Ford, chúng tôi cho rằng doanh số sẽ không khả quan như Toyota khi Ford có ít mẫu xe bán ở thị trường Việt Nam, chỉ tập trung cho phân khúc bán tải (Ford Ranger) và SUV 7 chỗ (Ford Explorer và Everest). Chúng tôi mức cổ tức chia về VEA qua các năm lần lượt đạt VND232bn (-36% YoY), VND295(+27% YoY) và VND324bn (+10% YoY).

Hình 4a. Thị phần oto Việt Nam giai đoạn 8M17-8M20

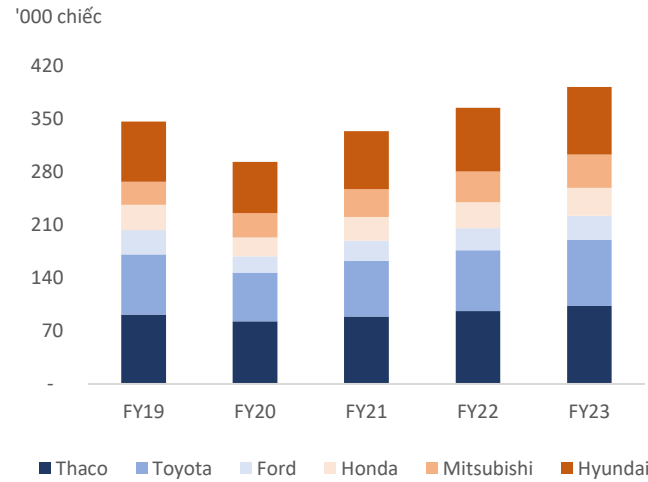


Hình 4b. Doanh số xe CKD vs CBU giai đoạn 8M16-8M20

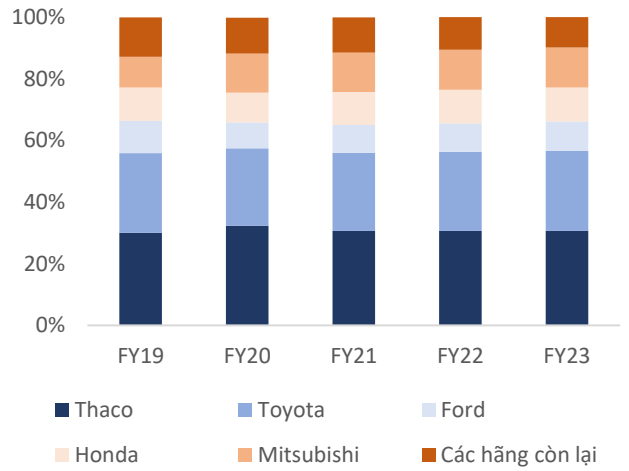


Nguồn: VAMA, MAS Vietnam Research

Hình 5a. Dự phóng doanh số oto theo hãng (% , triệu chiếc)



Hình 5b. Dự phóng thị phần xe VAMA giai đoạn FY20-FY23 (%)



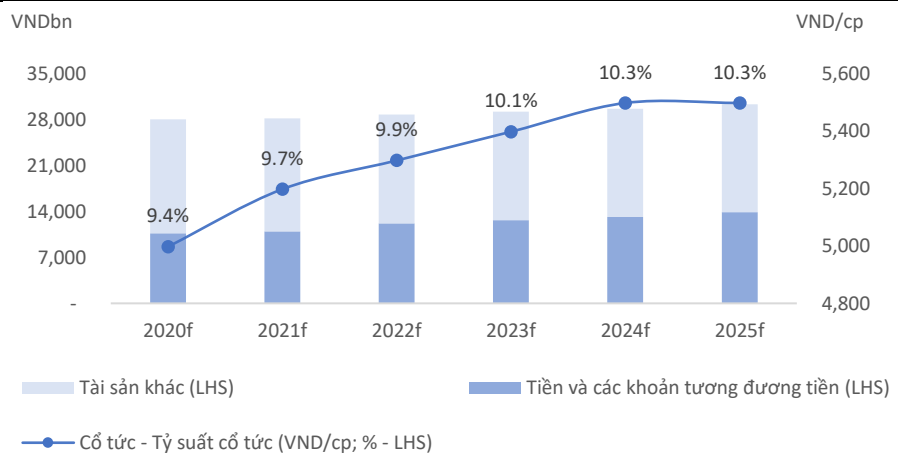
Nguồn: VAMM, VAMA, MAS Vietnam Research

4. Tỷ suất cổ tức dự phóng duy trì trên 9%/năm

Dự phóng LNR của VEA phục hồi hoàn toàn từ năm FY22. Chúng tôi cho rằng LNST của các liên doanh của VEA cần ít nhất ba năm để phục hồi, khi chi tiêu cho phương tiện cá nhân hiện nay không còn là ưu tiên hàng đầu trong bối cảnh kinh tế bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. Chúng tôi dự phóng LNR năm FY20 của VEA đạt VND5,229bn (-28% YoY), trong đó lãi từ liên doanh đạt VND5,181bn (99% LNR FY20) và lãi tiền gửi đạt VND842bn (16% LNR FY20). Chúng tôi dự phóng LNR từ năm FY21-23 hồi phục theo doanh số thị trường xe oto và xe máy, đạt VND6,179bn (+18% YoY) cho năm FY21, VND7,057bn (+14% YoY) trong FY22 và VND7,490bn (+6% YoY) trong FY23.

Cổ tức chia lại từ các công ty liên doanh và lợi nhuận giữ lại có khả năng duy trì tỷ suất cổ tức trên 9%/năm giai đoạn FY20-25. Hiện nay, VEA đã thống nhất kế hoạch chia cổ tức năm FY19 ở mức VND5,200/cp, tương ứng với tỷ suất cổ tức/giá mục tiêu VND53,400/cp là 9.4%/năm. Chúng tôi dự phóng EPS FY20F đạt VND3,962/cp. Tuy nhiên, việc VEA không chia cổ tức năm FY18 đã giúp lượng tiền mặt và lợi nhuận giữ lại đến 1H20 tăng mạnh, lần lượt đạt VND14,353bn (47.7% tổng tài sản) và VND15,571bn (51.7% tổng tài sản). Vì vậy, chúng tôi dự phóng mức cổ tức năm FY20 và FY21 lần lượt đạt VND5,000/cp (tỷ suất cổ tức FY20 9.4%) và VND5,200/cp (tỷ suất cổ tức FY21 9.7%).

Hình 6. Dự phóng cơ cấu tài sản của VEA giai đoạn FY14-20



Nguồn: FiinPro, MAS Vietnam Research

Tổng Công ty Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam (VEA VN Equity)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(VNDbn)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	4,488	3,445	4,026	4,418
Giá vốn hàng bán	(4,422)	(3,405)	(3,975)	(4,351)
Lợi nhuận gộp	66	40	51	67
Chi phí bán hàng và QLDN	(658)	(703)	(753)	(806)
Lợi nhuận hoạt động	(592)	(664)	(702)	(739)
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	(592)	(664)	(702)	(739)
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	7,108	5,171	6,296	7,218
Lãi/Lỗ từ hoạt động tài chính	(18)	(10)	(10)	(10)
Lãi/Lỗ từ liên kết liên doanh	7,126	5,181	6,306	7,228
Lợi nhuận trước thuế	7,415	5,348	6,325	7,233
Thuế TNDN	(96)	(80)	(108)	(137)
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	7,319	5,268	6,217	7,096
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	7,319	5,268	6,218	7,096
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	7,280	5,229	6,179	7,057
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	39	39	39	39
Lợi nhuận sau thuế	7,319	5,268	6,218	7,096
Cổ đông công ty mẹ	7,280	5,229	6,179	7,057
Cổ đông thiểu số	39	39	39	39
EBITDA	(263)	(464)	(487)	(509)
FCF (Dòng tiền tự do)	(197)	(137)	314	(2)
EBITDA Margin (%)	-6%	-14%	-12%	-12%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	-13%	-19%	-17%	-17%
Biên lợi nhuận ròng (%)	163%	153%	154%	161%

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(VNDbn)	2019	2020F	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	22,987	17,237	17,703	18,586
Tiền và tương đương tiền	16,841	10,642	10,964	12,155
Phải thu ngắn hạn	4,186	4,149	4,405	4,659
Tồn kho	2,045	2,566	2,434	1,853
Khác	(85)	(120)	(100)	(81)
Tài sản dài hạn	10,302	10,753	10,449	10,134
Đầu tư liên kết liên doanh	2,473	2,160	1,835	1,497
Tài sản cố định hữu hình	7,432	8,175	8,175	8,175
Tài sản dài hạn khác	397	418	439	462
Tổng tài sản	33,289	27,990	28,152	28,720
Nợ ngắn hạn	6,300	2,379	3,223	3,748
Phải trả ngắn hạn	410	272	587	585
Vay nợ ngắn hạn	180	225	274	328
Nợ ngắn hạn khác	5,710	1,882	2,362	2,835
Nợ dài hạn	151	149	159	150
Nợ vay dài hạn	78	75	81	68
Nợ dài hạn khác	73	74	78	82
Tổng nợ	6,451	2,528	3,382	3,898
Vốn chủ sở hữu	26,838	25,462	24,770	24,823
Vốn góp chủ sở hữu	13,288	13,288	13,288	13,288
Thặng dư cổ phần	195	199	204	208
Lợi nhuận giữ lại	13,355	11,975	11,278	11,327
Lợi nhuận cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	33,289	27,990	28,152	28,721

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

LCTT từ hoạt động kinh doanh	508	(3,317)	1,481	1,601
LNNT	7,415	5,348	6,325	7,233
Chi phí/Doanh thu không thành tiền	189	-	-	-
Chi phí không bằng tiền	330	200	215	230
Khấu hao	-	-	-	-
Khấu trừ	-	-	-	-
Khác	(8,027)	(4,351)	(5,584)	(6,485)
Thay đổi vốn lưu động	691	(4,434)	633	761
Tăng giảm phải thu	702	36	(257)	(256)
Tăng giảm tồn kho	302	(521)	132	582
Tăng giảm phải trả	1,002	(485)	(125)	327
LCTT từ hoạt động đầu tư	4,991	3,721	6,258	7,128
Thay đổi tài sản cố định	(185)	113	110	108
Thay đổi tài sản vô hình	3	-	-	-
Mua/Bán nợ	6,789	-	-	-
Khác	(1,616)	3,608	6,148	7,020
LCTT từ hoạt động tài chính	(263)	(6,603)	(6,854)	(7,002)
Tăng/Giảm nợ vay	160	(219)	(16)	(282)
Thay đổi VCSH	-	-	-	-
Cổ tức	(22)	(6,644)	(6,910)	(7,043)
Khác	(401)	260	72	323
Tăng/(Giảm) tiền	5,236	(6,199)	885	1,727
Số dư tiền đầu kỳ	3,799	2,488	342	5,576
Số dư tiền cuối kỳ	9,035	(3,711)	1,227	7,303

Các chỉ số chính

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	9.2x	13.5x	10.8x	9.5x
P/CF (x)	-432.4x	-14.5x	486.1x	281.9x
P/B (x)	2.3x	2.4x	2.5x	2.5x
EV/EBITDA (x)	-275.2x	-156.1x	-147.5x	-140.3x
EPS (VND)	5,504	3,962	4,676	5,337
CFPS (VND)	382	(2,495)	1,114	1,204
BPS (VND)	20,128	19,097	18,581	18,627
DPS (VND)	NA	5,000	5,200	5,300
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	0.0%	126.0%	111.0%	99.0%
Lợi suất cổ tức (%)	0.0%	9.4%	9.7%	9.9%
Tăng trưởng doanh thu	-36.5%	-23.2%	16.9%	9.7%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-214.8%	76.4%	5.1%	4.4%
Tăng trưởng EBIT (%)	844.6%	12.0%	5.8%	5.3%
Tăng trưởng EPS (%)	3.8%	-28.0%	18.0%	14.1%
Vòng quay phải thu (x)	81.0x	98.0x	94.0x	95.0x
Vòng quay tồn kho (x)	169.0x	172.0x	172.0x	160.0x
Vòng quay phải trả (x)	34.0x	29.0x	30.0x	31.0x
ROA (%)	22.0%	18.8%	22.1%	24.7%
ROE (%)	27.3%	20.7%	25.1%	28.6%
ROIC (%)	-2.2%	-2.6%	-2.8%	-2.9%
Nợ/Vốn chủ sở hữu (%)	24.0%	9.9%	13.7%	15.7%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	360.0%	720.0%	550.0%	500.0%
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	20.0%	0.0%	0.0%	10.0%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	400.8x	528.0x	643.0x	704.7x

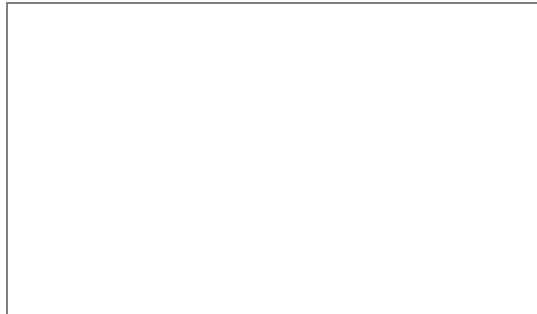
Nguồn: VEA, Mirae Asset VN Research

APPENDIX 1

VEAortant Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
----------------	------	--------	--------------



Stock Ratings

Buy : Relative performance of 20% or greater
 Trading Buy : Relative performance of 10% or greater, but with volatility
 Hold : Relative performance of -10% and 10%
 Sell : Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight : Fundamentals are favorable or VEArising
 Neutral : Fundamentals are steady without any material changes
 Underweight : Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (—), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be VEAered by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from Nguồn believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or VEAled, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations. No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the

Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the “Order”), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as “Relevant Persons”). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset Daewoo is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to “major U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Daewoo or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Daewoo. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All other jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Daewoo or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Daewoo International Network**Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)**

Global Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong
Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing
100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila OIVEAia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brasil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing
100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)