

Khuyến nghị **OUTPERFORM**Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **51.200**

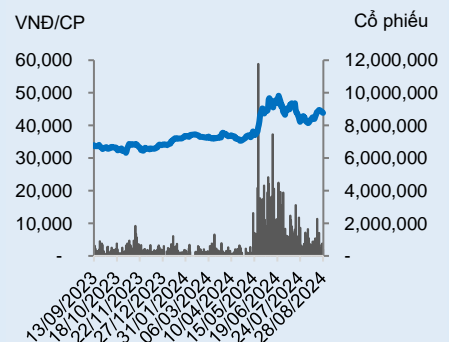
Giá thị trường (28/8/2024) 43.890

Lợi nhuận kỳ vọng +16,7%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

| | |
|------------------------|---------------|
| Sàn giao dịch | UPCOM |
| Khoảng giá 52 tuần | 31.608-49.117 |
| Vốn hóa | 58.321 |
| SL cổ phiếu lưu hành | 1.328.800.000 |
| KLGD bình quân 10 ngày | 955.851 |
| % sở hữu nước ngoài | 1,77% |
| Room nước ngoài | 49% |
| Giá trị cổ tức/cổ phần | 5.035,18 |
| Tỷ lệ cổ tức/thị giá | 11,5% |
| Beta | 0,67 |

BIẾN ĐỘNG GIÁ



| | YTD | 1T | 3T | 6T |
|------------|-------|------|-------|-------|
| VEA | 28,8% | 5,5% | -8,6% | 21,3% |
| UpcomIndex | 7,5% | 0,7% | -4,3% | 3,2% |

Chuyên viên phân tích

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA

(84 24) 3928.8080 ext.209

dunglnt@bvsc.com.vn

Tổng Công ty Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam - CTCP

Mã giao dịch: VEA

Reuters: VEA.HNO

Bloomberg: VEA VN

Tỷ suất cổ tức hấp dẫn

Lợi nhuận từ công ty liên doanh phục hồi sau 2 quý cuối 2023 giảm mạnh.

Lũy kế 6T2024, doanh thu đạt 1.923 tỷ đồng (-3,1% YoY) và LNST đạt 3.258 tỷ đồng (+2,4% YoY). Cụ thể, 1H2024 lợi nhuận từ công ty liên doanh đạt 2.866 tỷ đồng (+4,4% YoY).

Liên doanh với Honda đóng góp chính vào sự phục hồi. Q2/2024, tổng lợi nhuận từ liên doanh của VEA đạt 1.628 tỷ đồng (+3,6% YoY, +31,5% QoQ).

- Trong đó, lợi nhuận từ liên doanh Honda đạt 1.496 tỷ đồng (+16,9% YoY, +28,0% QoQ). Honda đóng góp 91,9% vào tổng lợi nhuận các liên doanh của VEA. Mặc dù sản lượng xe máy (đóng góp chính tới lợi nhuận) của Honda giảm, đạt 957.885 chiếc (-4,6% YoY) nhưng lợi nhuận 1H2024 vẫn đạt 2.666 tỷ đồng (+16,7%). Theo nghiên cứu của BVSC, Honda Việt Nam vẫn duy trì lợi nhuận tăng trưởng tích cực nhờ hoạt động cắt giảm chi phí, cũng như cải thiện cơ cấu danh mục bán hàng.
- Liên doanh Toyota đóng góp 61 tỷ đồng trong Q2/2024 (-39,0% YoY, +1.422% QoQ).
- Liên doanh Ford và khác đóng góp 70 tỷ đồng (-63,3% YoY, +4,8% QoQ).

Thu nhập tài chính ròng giảm so với cùng kỳ. Quý 2/2024, thu nhập tài chính ròng đạt 201 tỷ đồng (-28,7% YoY, -15,6% QoQ). Thu nhập tài chính giảm mạnh do mặt bằng lãi suất thấp hơn so với cùng kỳ 2023. Hết quý 2/2024, khoản đầu tư ngắn hạn của VEA đạt 16.447 tỷ đồng, tăng nhẹ so với cuối quý 1/2024 ở mức 16.275 tỷ đồng.

Giảm 50% lệ phí trước bạ trong vòng 3 tháng cuối năm 2024. Ngày 15/8/2024, Thường trực Chính phủ đã quyết định giảm 50% lệ phí trước bạ đối với ô tô sản xuất và lắp ráp trong nước trong vòng 3 tháng, ít hơn mức 6 tháng như đề xuất ban đầu. BVSC cho rằng quý 3/2024 doanh số có thể sẽ bị ảnh hưởng do tính mùa vụ, cũng như việc người tiêu dùng đợi được giảm lệ phí trước bạ. Do đó, nhu cầu tiêu thụ xe hơi sẽ rõ ràng hơn trong quý 4/2024 khi mức giảm phí trước bạ có hiệu lực.

KQKD trong 2024F-2025F không có nhiều đột biến. Lợi nhuận từ các công ty liên doanh đạt 5.996 tỷ đồng và 6.340 tỷ đồng trong 2024F/2025F, lần lượt tăng trưởng 6,3% YoY và 5,7% YoY. Với LNST-CDTS, BVSC dự phóng lần lượt cho 2024F-2025F ở mức 6.537 tỷ đồng (+5,4%) và 6.821 tỷ đồng (+4,3% YoY).

Khuyến nghị đầu tư: BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với VEA, giá kỳ vọng **51.200 đồng/cp** ở thời điểm giữa năm 2025 dựa trên phương pháp định giá DDM.

KQKD 1H2024 ghi nhận lợi nhuận liên doanh tốt bất chấp sản lượng bán còn yếu

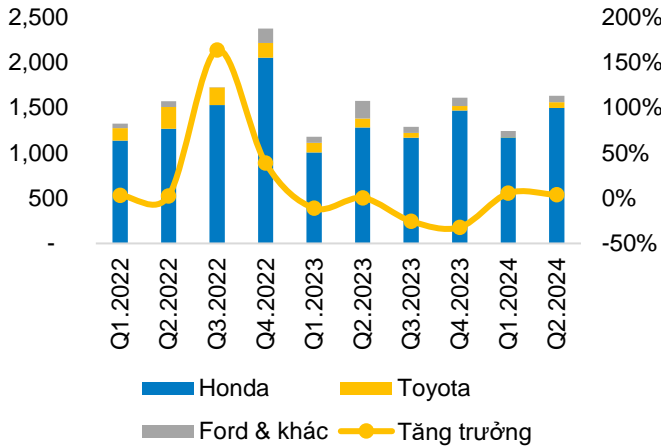
Lũy kế 6T2024, doanh thu đạt 1.923 tỷ đồng (-3,1% YoY) và LNST đạt 3.258 tỷ đồng (+2,4% YoY). Trong đó, lợi nhuận từ các liên doanh đạt 2.866 tỷ đồng, đóng góp 88% vào LNST của VEA. 1H2024 lợi nhuận từ công ty liên doanh đạt 2.866 tỷ đồng (+4,4% YoY). Trong đó, liên doanh với Honda đóng góp chính vào tổng lợi nhuận, chiếm 91,9% theo sau là Ford (4,3%) và Toyota (3,7%).

- Honda: quý 2/2024, sản lượng xe ô tô bán ra đạt 4.362 chiếc (-14,8% YoY, -28,7% QoQ), trong khi đó sản lượng xe máy đạt 475.630 chiếc (-1,8% YoY, -1,4% QoQ). Lũy kế 6T2024, sản lượng ô tô đạt 10.481 chiếc (+10,5% YoY) trong bối cảnh sản lượng cùng kỳ năm ngoái ở mức khá thấp, trong khi xe máy đạt 957.885 chiếc (-4,6% YoY). Mặc dù sản lượng xe máy (đóng góp chính tới lợi nhuận) của Honda giảm nhưng lợi nhuận 1H2024 vẫn đạt 2.666 tỷ đồng (+16,7%). Theo nghiên cứu của BVSC, Honda Việt Nam vẫn duy trì lợi nhuận tăng trưởng tích cực nhờ hoạt động cắt giảm chi phí, cũng như cải thiện cơ cấu danh mục bán hàng.
- Toyota: quý 2/2024, sản lượng xe ô tô bán đạt 15.017 chiếc (+14,9% YoY, +105,1% QoQ). Tuy nhiên, sản lượng lũy kế giảm 16,7% YoY, đạt 22.338 chiếc. Lợi nhuận liên doanh 1H2024 đạt 64 tỷ đồng, giảm 68,8% YoY.
- Ford: quý 2/2024, sản lượng ô tô bán ra đạt 9.630 chiếc (+10,0% YoY, +20,1% QoQ). Sản lượng lũy kế đạt 17.651 chiếc, tăng nhẹ 1,3% YoY. Lợi nhuận liên doanh 1H2024 đạt 137 tỷ đồng, giảm 46,7% YoY.

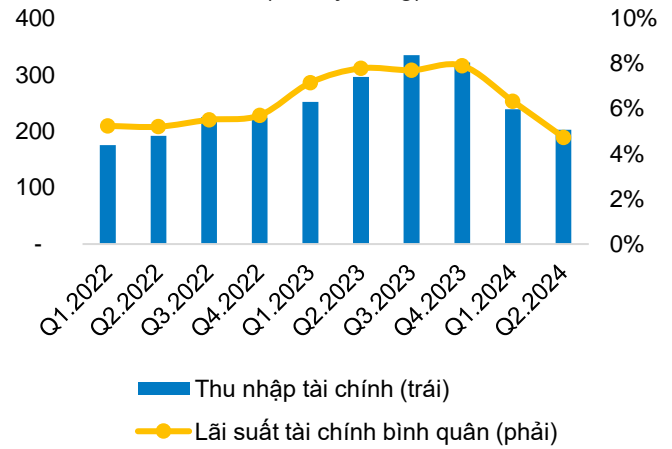
Honda duy trì vai trò trụ cột đóng góp vào tổng lợi nhuận liên doanh của VEA, chiếm tỷ trọng trên 90% trong 2 quý đầu năm 2024. Hiện tại, VEA sở hữu 30% liên doanh Honda Việt Nam, 20% liên doanh Toyota Việt Nam và 25% liên doanh Ford Việt Nam. Tuy nhiên, phần lớn lợi nhuận từ công ty liên doanh của VEA tới từ Honda Việt Nam. Đối với Honda Việt Nam mảng đóng góp chính lên lợi nhuận là từ xe máy (chiếm từ 80-85% lợi nhuận). Ngoài ra, theo tìm hiểu của BVSC, thị trường Việt Nam là thị trường đem lại lợi nhuận mảng xe máy lớn nhất toàn cầu (biên LN hoạt động ~25-26%). Từ báo cáo cổ đông, Honda cũng cho rằng thị trường xe máy tại Việt Nam đã tạo đáy và có thể phục hồi từ 2H2024 và 2025. Hơn nữa, thị trường Việt Nam vẫn có thể cải thiện lợi nhuận nhờ cắt giảm chi phí khi tăng sản lượng bán trong thời gian tới.

Thu nhập tài chính ròng giảm so với cùng kỳ. Quý 2/2024, thu nhập tài chính ròng đạt 201 tỷ đồng (-28,7% YoY, -15,6% QoQ). Thu nhập tài chính giảm mạnh do mặt bằng lãi suất thấp hơn so với cùng kỳ 2023. Hết quý 2/2024, khoản đầu tư ngắn hạn của VEA đạt 16.447 tỷ đồng, tăng nhẹ so với cuối quý 1/2024 ở mức 16.275 tỷ đồng.

Lợi nhuận từ liên doanh và tăng trưởng
(Đvt: tỷ đồng)

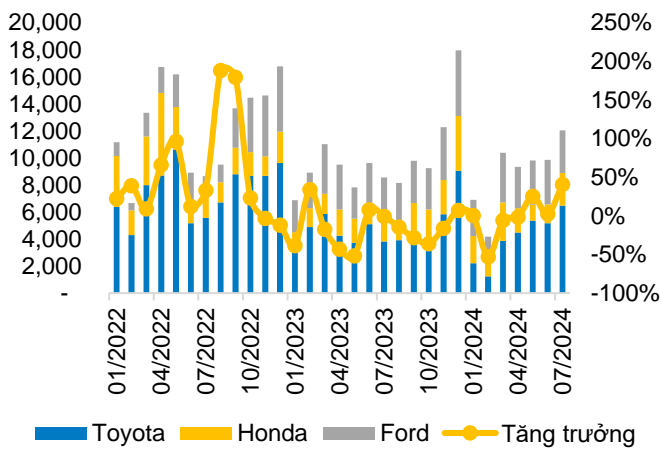


Thu nhập tài chính và lãi suất bình quân
(Đvt: tỷ đồng)

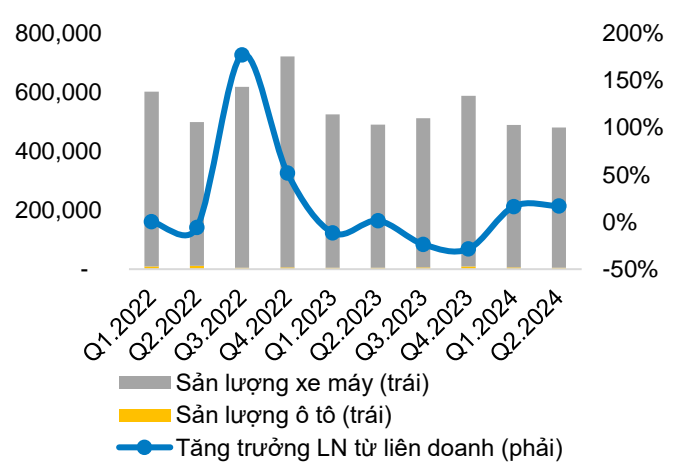


Nguồn: VEA, BVSC ước tính

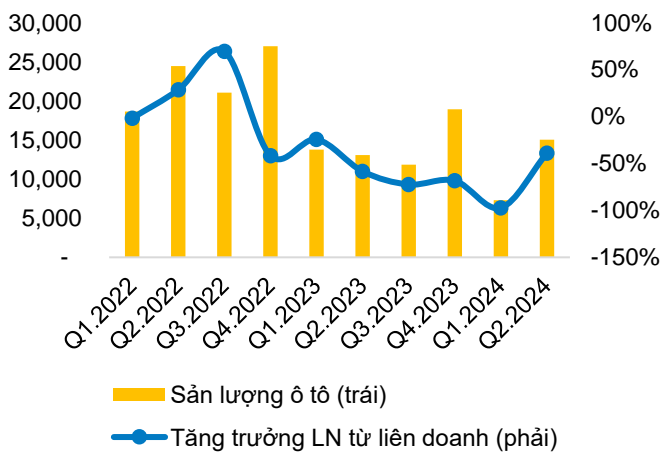
Số lượng xe hơi bán theo hãng
(Đvt: chiếc)



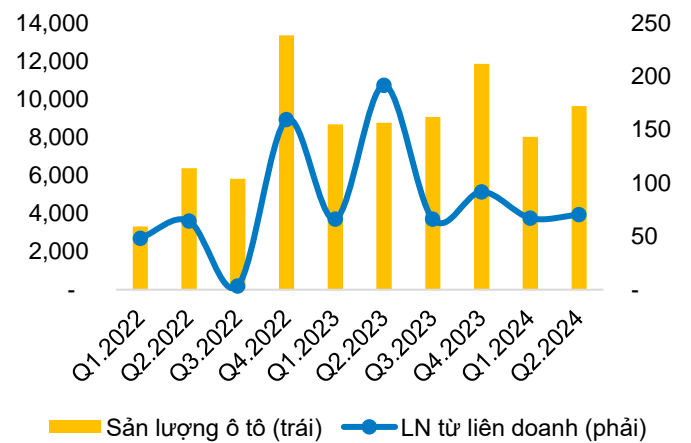
Tăng trưởng LN và sản lượng Honda
(Đvt: chiếc)



Tăng trưởng LN và sản lượng Toyota
(Đvt: chiếc)



LN từ liên doanh và sản lượng Ford
(Đvt: tỷ đồng, chiếc)

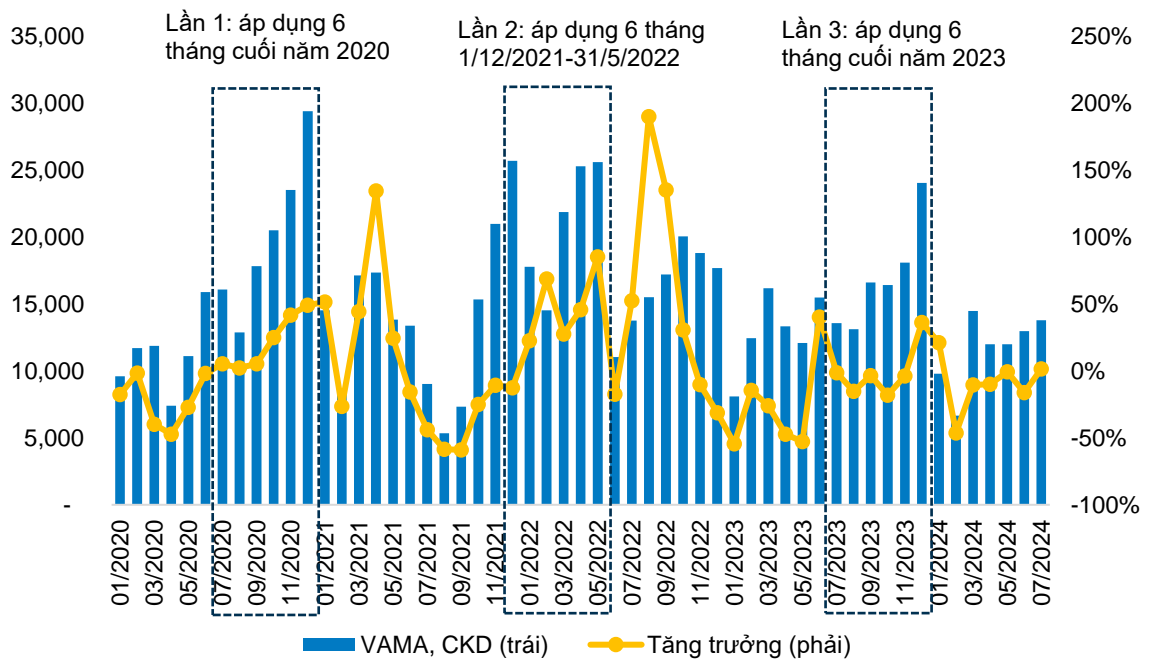


Nguồn: VAMA, VEA, BVSC ước tính

Giảm 50% lệ phí trước bạ trong vòng 3 tháng cuối năm 2024. Ngày 15/8/2024, Thường trực Chính phủ đã quyết định giảm 50% lệ phí trước bạ đối với ô tô sản xuất và lắp ráp trong nước trong vòng 3 tháng, ít hơn so với mức 6 tháng như đề xuất ban đầu. Quyết định này nhằm kích thích tiêu dùng và hỗ trợ ngành ô tô trong nước hiện đang gặp khó khăn, nhưng cũng có nhiều ý kiến trái chiều cho rằng chính sách này có thể ảnh hưởng tới các quan hệ thương mại với các nước đối tác, cũng như có thể gây giảm thu NSNN. Tuy nhiên, quyết định trên nhiều khả năng vẫn được thông qua, và sẽ được Bộ Tài Chính trình Thủ tướng Chính phủ ký ban hành Nghị định. BVSC cho rằng quý 3/2024 doanh số có thể sẽ bị ảnh hưởng do tính mùa vụ, cũng như việc người tiêu dùng đợi được giảm lệ phí trước bạ. Do đó, nhu cầu tiêu thụ xe hơi sẽ khả quan hơn trong quý 4/2024 khi mức giảm phí trước bạ có hiệu lực. BVSC tổng hợp thống kê diễn biến sản lượng bán xe lắp ráp theo VAMA trong 3 lần giảm phí trước bạ như sau:

- Lần 1 trong 6 tháng cuối năm 2020: tổng sản lượng bán của xe lắp ráp đạt 120.172 xe, tăng trưởng 77,9% so với 6 tháng đầu năm 2020 và 23,3% so với cùng kỳ 2019.
- Lần 2 trong 6 tháng từ 1/12/2021 – 31/5/2022: tổng sản lượng bán của xe lắp ráp đạt 130.708 xe, tăng trưởng 83,2% so với 6 tháng liền trước và 29,7% so với cùng kỳ 2021.
- Lần 3 trong 6 tháng cuối năm 2023: tổng sản lượng bán của xe lắp ráp đạt 101.835 xe, tăng trưởng 31,3% so với 6 tháng đầu năm 2023 và giảm nhẹ 1,1% so với cùng kỳ 2022.

Doanh số bán xe hơi lắp ráp theo tháng, VAMA
(Đvt: chiếc)



Nguồn: VAMA

Dự phóng KQKD 2024F-2025F

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần tăng trưởng 0,5% và 3,0% trong 2024F-2025F, lần lượt đạt 3.824 tỷ đồng và 3.939 tỷ đồng. Lợi nhuận từ các công ty liên doanh đạt 5.996 tỷ đồng và 6.340 tỷ đồng trong 2024F/2025F, lần lượt tăng trưởng 6,3% YoY và 5,7% YoY. Với LNST-CĐTTS, BVSC dự phóng lần lượt cho 2024F-2025F ở mức 6.537 tỷ đồng (+5,4%) và 6.821 tỷ đồng (+4,3% YoY).

| (Đvt: tỷ đồng) | 2024F | y/y (%) | 2025F | y/y (%) |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 3.824 | +0,5% | 3.939 | +3,0% |
| Lợi nhuận gộp | 524 | +16,9% | 551 | +5,3% |
| SG&A | 612 | -12,1% | 591 | -3,5% |
| Thu nhập từ HĐ tài chính | 940 | -22,0% | 833 | -11,4% |
| Chi phí từ HĐ tài chính | -14 | -73,9% | -31 | +114,3% |
| Lợi nhuận từ liên doanh | 5.996 | +6,3% | 6.340 | +5,7% |
| Honda | 5.501 | 11,9% | 5.814 | 5,7% |
| Toyota | 181 | -41,3% | 187 | 3,0% |
| Ford | 315 | -24,2% | 339 | 7,5% |
| LNST-CĐTTS | 6.537 | +5,4% | 6.821 | +4,3% |

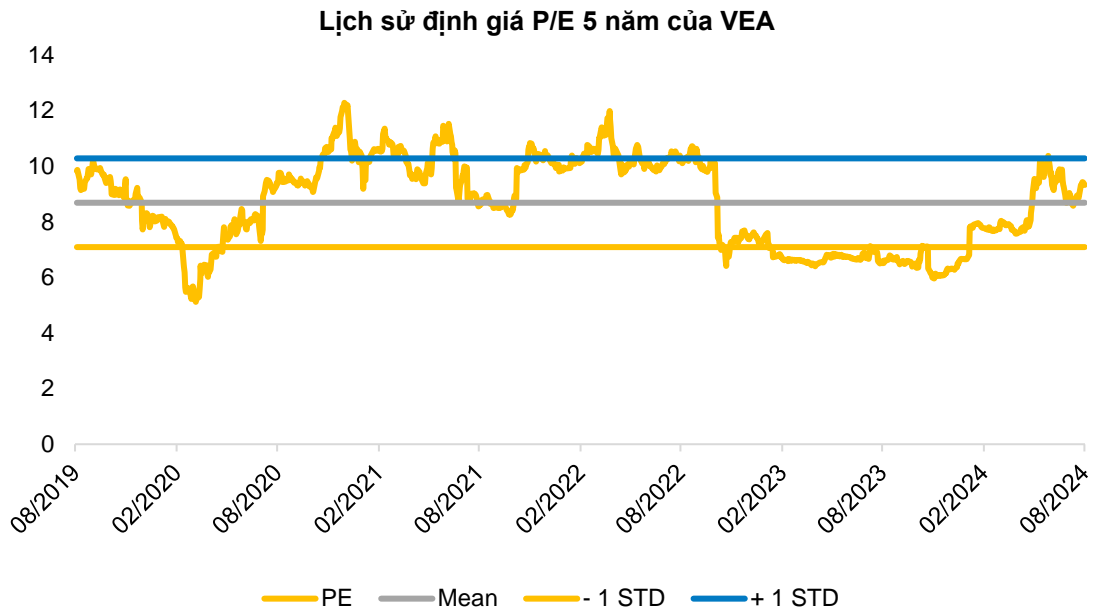
Định giá theo phương pháp DDM

BVSC sử dụng phương pháp định giá chiết khấu cổ tức trong quá khứ và giả định các năm tới, với chính sách trả cổ tức ~100% lợi nhuận phân phối cho cổ đông (sau khi đã điều chỉnh các khoản cho cổ đông thiểu số, cũng như trích quỹ khen thưởng phúc lợi hàng năm) là phù hợp nhất với phương pháp định giá trên.

| Giả định DDM | Giá trị |
|---------------------|---------|
| Lãi suất phi rủi ro | 4,0% |
| Phần bù rủi ro | 8,0% |
| Beta | 1,2 |
| Chi phí VCSH | 13,6% |
| Tăng trưởng dài hạn | 3,0% |

| Kết quả định giá VEA (Đvt: tỷ đồng) | 2024F | 2025F |
|--|---------------|---------------|
| PV cổ tức tương lai | 36.521 | 35.107 |
| Cổ tức của năm định giá | 6.691 | 5.616 |
| Giá trị cuối kỳ | 24.365 | 27.678 |
| Giá trị vốn chủ | 67.576 | 68.402 |
| Số lượng cổ phiếu (CP) | 1.328.800.000 | 1.328.800.000 |
| Giá trị/cổ phiếu thời điểm cuối năm (đồng/cp) | 50.855 | 51.477 |
| P/E tại giá mục tiêu (x) | 10,3 | 10,0 |
| Giá trị/cổ phiếu giữa năm 2025F (đồng/cp) | 51.166 | |

Hiện tại, VEA được giao dịch tại mức định giá P/E là 9,3x, cao hơn 7,4% so với mức bình quân 5 năm là 8,7x. Tại mức giá mục tiêu của BVSC ở cuối năm 2024F/2025F, VEA được định giá lần lượt ở mức 10,3x và 10,0x.



Khuyến nghị

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với VEA, giá kỳ vọng **51.200 đồng/cp** ở thời điểm giữa năm 2025 dựa trên phương pháp định giá DDM.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

| Kết quả kinh doanh | | | | |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| (Đơn vị: tỷ VNĐ) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
| Doanh thu | 4.747 | 3.806 | 3.824 | 3.939 |
| Giá vốn | (4.096) | (3.358) | (3.300) | (3.387) |
| Lợi nhuận gộp | 651 | 448 | 524 | 551 |
| Doanh thu tài chính | 818 | 1.205 | 940 | 839 |
| Chi phí tài chính | 23 | 55 | 14 | 30 |
| LNST-CĐTS | 7.595 | 6.201 | 6.537 | 6.821 |

| Bảng cân đối kế toán | | | | |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (Đơn vị: tỷ VNĐ) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
| Tiền & khoản tương đương tiền | 12.885 | 13.246 | 16.547 | 16.862 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 1.206 | 1.063 | 946 | 1.100 |
| Hàng tồn kho | 1.541 | 1.284 | 897 | 921 |
| Tài sản cố định | 1.659 | 1.519 | 1.425 | 1.432 |
| Các khoản đầu tư tài chính dài hạn | 6.896 | 5.720 | 3.505 | 3.505 |
| Tổng tài sản | 27.445 | 27.136 | 28.566 | 27.184 |
| Nợ ngắn hạn | 2.166 | 1.350 | 3.099 | 1.352 |
| Nợ dài hạn | 55 | 57 | 47 | 59 |
| Vốn chủ sở hữu | 25.223 | 25.729 | 25.419 | 25.773 |
| Tổng nguồn vốn | 27.445 | 27.136 | 28.566 | 27.184 |

| Chỉ số tài chính | | | | |
|----------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Chỉ tiêu | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
| Chỉ tiêu tăng trưởng | | | | |
| Tăng trưởng doanh thu | 18% | -20% | 0% | 3% |
| Tăng trưởng LNST | 32% | -18% | 5% | 4% |
| Chỉ tiêu sinh lời | | | | |
| Lợi nhuận gộp biên | 14% | 12% | 14% | 14% |
| Lợi nhuận thuần biên | 160% | 163% | 171% | 173% |
| ROA | 29% | 23% | 24% | 25% |
| ROE | 31% | 25% | 26% | 27% |
| Chỉ tiêu cơ cấu vốn | | | | |
| Tổng nợ/Tổng tài sản | 4% | 1% | 8% | 1% |
| Tổng nợ/Tổng VCSH | 4% | 1% | 9% | 1% |
| Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần | | | | |
| EPS (đồng/cổ phần) | 5.639 | 4.572 | 4.801 | 5.015 |
| Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần) | 18.804 | 19.189 | 18.955 | 19.168 |

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lương Ngọc Tuấn Dũng** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức $(\text{giá mục tiêu} - \text{giá hiện tại}) / \text{giá hiện tại}$. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

| Các nhận định | Định nghĩa |
|---------------------|---|
| OUTPERFORM | Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15% |
| NEUTRAL | Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15% |
| UNDERPERFORM | Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15% |

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Ngân hàng, Xây dựng, Vật liệu xây dựng
hoangnd@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Vật liệu xây dựng
thaotp@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép
minhtnn@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Viết Dân

Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không
dannv@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng
dunglnt@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chứng Khoán
phuonglh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đăng Thành

Dầu khí, Hàng không
thanhnd@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888