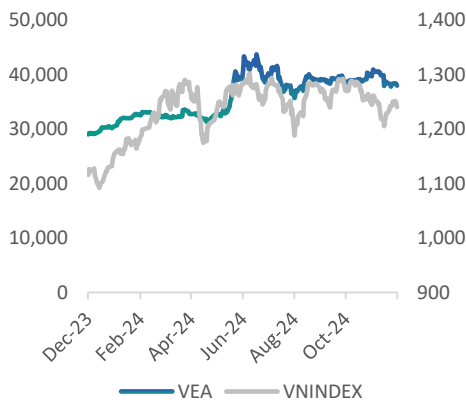


KHUYẾN NGHỊ	MUA	TCT MÁY ĐỘNG LỰC VÀ MÁY NÔNG NGHIỆP VIỆT NAM (UPCOM: VEA) _ THỜI ĐIỂM CHUYỂN MÌNH		
Giá hiện tại:	38,000	Ngày viết báo cáo:	4/12/2024	Cổ <b>đông lớn</b>
Giá mục tiêu trước:	<b>46,600</b>	Cổ phiếu lưu hành (triệu)	1,328.8	Bộ Công Thương 88.47%
Giá mục tiêu mới:	<b>41,500</b>	Vốn hóa (tỷ VND)	50,494	
Lợi suất cổ tức:	<b>13%</b>	KLGD TB 10 phiên (CP):	438,216	
<b>Upside:</b>	<b>22%</b>	% Sở hữu nước ngoài:	1.81%	

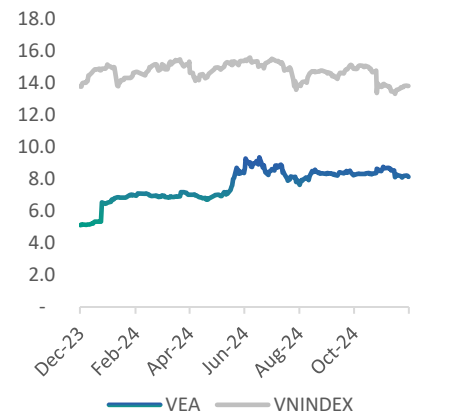
Research Department:

Nguyen Dan Truong  
(Dầu khí – Điện – Hóa chất)  
[truongnd@BSC.com.vn](mailto:truongnd@BSC.com.vn)

Bảng so sánh giá CP và VN-Index



Bảng so sánh P/E CP và VN-Index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu mới giảm -11% so với [báo cáo trước](#) do 1) giảm -3.5% LNST-CĐTS 2025, 2) giảm tỷ lệ tăng trưởng cổ tức từ 3.5% xuống 1.5% trong bối cảnh hoạt động kinh doanh có thể chậm lại. Tuy nhiên, giá cổ phiếu cũng đã điều chỉnh giảm 3% so với báo cáo gần nhất và tỷ suất cổ tức hiện tại đang ở mức 13% (cao hơn so với mức 6-7% lãi suất tiền gửi của ngân hàng). Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** VEA với giá mục tiêu năm 2025 là 41,500 VND/CP, **upside 22% (tỷ suất cổ tức 13%)** so với giá đóng cửa ngày 4/12/2024.

CẬP NHẬT TRIỂN VỌNG KINH DOANH Q4/2024 và 2025

- Tổng doanh số xe máy Honda nội địa và xuất khẩu tăng trưởng 3% YoY trong quý 4 nhờ những mẫu mã sản phẩm mới và thu nhập người dân cải thiện. Trong năm 2025, xuất khẩu xe máy giảm -5% YoY (mức nền cao) bù đắp bằng doanh số nội địa tăng trưởng 1% YoY.
- Doanh số ô tô nhóm liên doanh tăng trưởng 78% YoY trong quý 4 nhờ chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ trong 3 tháng (9-11/2024). Trong năm 2025, doanh số nhóm ô tô có thể giảm nhẹ -6% YoY do không còn chính sách như trên.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

**Dự báo năm 2024:** Lợi nhuận từ công ty liên doanh đạt 6,138 tỷ VND (+8.8% YoY), LNST\_CĐTS đạt mức 6,601 tỷ VND (+6.4% YoY), tương đương PE FW 2024 đạt 7.7x.

**Dự báo năm 2025:** Lợi nhuận từ công ty liên doanh đạt 5,948 tỷ VND (-3% YoY), LNST\_CĐTS đạt mức 6,420 tỷ VND (-2.7% YoY), tương đương PE FW 2024 đạt 7.9x.

**LNST-CĐTS 2024/2025 điều chỉnh tăng 3.8%/giảm -3.5% so với báo cáo trước. Chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận năm 2025 do lo ngại:**

- Doanh số xuất khẩu xe máy Honda có thể giảm -11% YoY sau 2 năm tăng đột biến và thị trường sẽ cần thời gian để hấp thụ.
- Doanh số ô tô có thể giảm -6% YoY do không còn chính sách giảm lệ phí trước bạ và tình hình cạnh tranh giá bán chưa có dấu hiệu hạ nhiệt.

KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2024

Lũy kế 9T2024, lợi nhuận từ công ty liên doanh đạt 4,366 tỷ VND (+8.8% YoY) và LNST\_CĐTS đạt 4,870 tỷ VND (+4.2% YoY), lần lượt đạt 76% và 77% dự báo của BSC.

Doanh số 10T2024 của ô tô và xe máy liên doanh khá tích cực, lần lượt hoàn thành 86% và 85% dự báo cả năm. Chúng tôi điều chỉnh dự báo LNST-CĐTS 2024 tăng 3.8% nhưng LNST-CĐTS 2025 giảm -3.5% so báo cáo trước do mức nền so sánh cao.

	2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	6.8	8.7	7.6	7.9
PB (x)	2.1	2.1	2.0	2.0
P/S (x)	10.9	14.2	12.4	12.4
ROE (%)	31%	25%	26%	25%
ROA (%)	29%	23%	25%	24%

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	4,747	3,806	4,065	4,055
Lợi nhuận gộp	651	448	528	533
LNST_CĐTS	7,595	6,201	6,601	6,420
EPS	5,716	4,667	4,968	4,831
% Tăng trưởng EPS	32%	-18%	6%	-3%

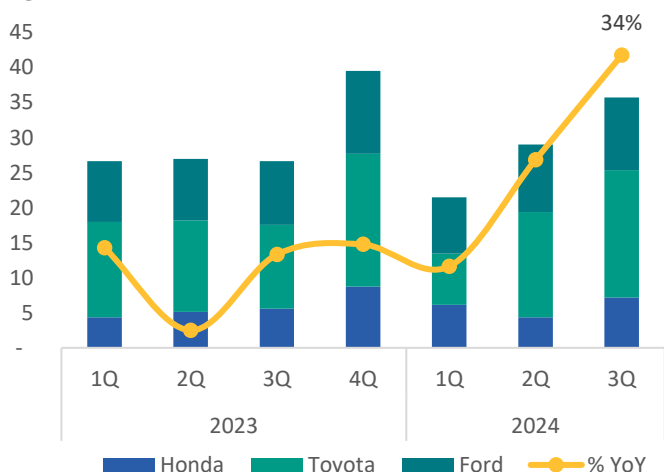
I. Cập nhật KQKD 3Q2024:

(Tỷ VND)	3Q2024	%YoY	9T2024	% YoY	Thực tế/ dự phóng	Nhận xét
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,052</b>	<b>19%</b>	<b>2,982</b>	<b>4%</b>	<b>77%</b>	<b>Trong Q3/2024:</b> <b>LNST_CĐTTS đạt 1,652 tỷ VND (+8.3% YoY),</b> trong đó: - <b>Lợi nhuận từ các công ty liên doanh đạt 1,500 tỷ VND (+17% YoY)</b> nhờ 1) doanh số ô tô và xe máy tăng lần lượt 34% YoY và 12% YoY và 2) chi phí nguyên vật liệu (sắt thép, chip, ...) giảm nhanh hơn giá bán sản phẩm. - <b>Bù đắp doanh thu tài chính giảm 39% YoY,</b> đạt 205 tỷ VND do môi trường lãi suất giảm.  <b>Lũy kế 9T2024, LNST_CĐTTS đạt 4,870 tỷ VND (+4.2% YoY),</b> tương đương hoàn thành 77% dự phóng cả năm 2024 của BSC.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	152	11%	462	7%	92%	
Chi phí bán hàng	23	10%	66	5%	77%	
Chi phí QLDN	112	-3%	314	-4%	74%	
<b>EBIT</b>	<b>17</b>	<b>1600%</b>	<b>82</b>	<b>100%</b>	<b>NA</b>	
Doanh thu TC	205	-39%	647	-27%	80%	
Chi phí TC	4	-69%	7	-84%	163%	
-Lãi vay	-	-100%	1	-98%	23%	
<b>Lãi/(lỗ) từ LDLK</b>	<b>1,500</b>	<b>17%</b>	<b>4,366</b>	<b>8%</b>	<b>76%</b>	
-Honda	1,361	17%	4,027	17%	79%	
-Toyota	89	7317%	152	-26%	56%	
-Ford	48	-52%	181	-26%	51%	
<b>LNTT</b>	<b>1,712</b>	<b>6.5%</b>	<b>5,075</b>	<b>3.5%</b>	<b>78%</b>	
<b>LNST</b>	<b>1,667</b>	<b>8.2%</b>	<b>4,924</b>	<b>4.3%</b>	<b>77%</b>	
<b>LNST-CĐTTS</b>	<b>1,652</b>	<b>8.3%</b>	<b>4,870</b>	<b>4.2%</b>	<b>77%</b>	
		<b>Thay đổi</b>		<b>Thay đổi</b>		
Biên lợi nhuận gộp	14%	-1%	15%	1%		
%SG&A/doanh thu	13%	-3%	13%	-1%		
<b>Hoạt động của liên doanh</b>		<b>% YoY</b>		<b>% YoY</b>		
<b>Doanh số ô tô (chiếc)</b>	<b>35,725</b>	<b>34%</b>	<b>86,195</b>	<b>8%</b>	<b>75%</b>	
-Honda	7,173	29%	17,654	17%	65%	
-Toyota	18,165	52%	40,503	5%	78%	
-Ford	10,387	15%	28,038	6%	80%	
<b>Doanh số xe máy Honda (chiếc)</b>	<b>624,861</b>	<b>12%</b>	<b>1,824,540</b>	<b>7%</b>	<b>77%</b>	
-Nội địa	554,805	10%	1,512,690	0%	78%	
-Xuất khẩu	70,056	40%	311,850	61%	72%	

Nguồn: VEA, Honda Việt Nam, VAMA, BSC Research

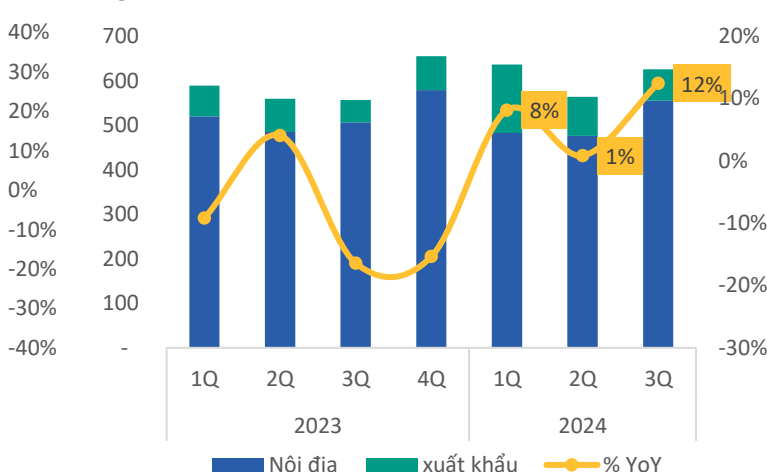
**Trong Q3/2024, doanh số ô tô của liên doanh tăng 34% YoY nhờ Toyota tung ra các mẫu mã mới**

Ngìn chiếc



**Trong Q3/2024, doanh số xe máy tăng 12% YoY, quý tăng mạnh nhất kể từ Q3/2022 đến nay.**

Ngìn chiếc



Nguồn: VAMA, Honda Việt Nam, BSC Research

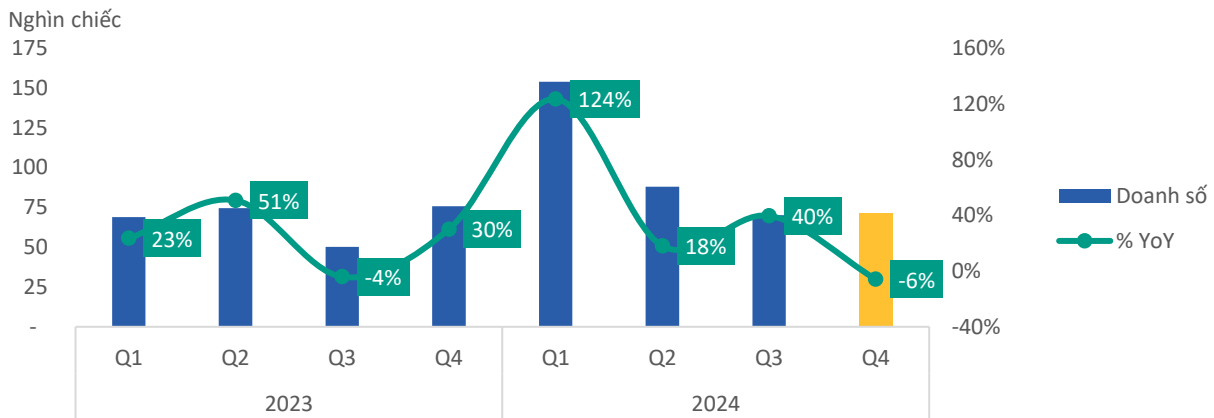
## II. Cập nhật triển vọng kinh doanh Q4/2024 và 2025

1) Tổng doanh số xe máy Honda nội địa và xuất khẩu tăng trưởng 3% YoY trong quý 4 nhờ những mẫu mã sản phẩm mới và thu nhập người dân cải thiện.

a. Xuất khẩu xe máy Honda quý 3 tăng trưởng 40% YoY nhưng có thể giảm tốc trong Q4/2024 và năm 2025.

Trong Q3/2024, doanh số xuất khẩu xe máy Honda đạt 70 nghìn chiếc (+40% YoY) và lũy kế 9T2024 tăng +61% YoY, chủ yếu ở thị trường EU (hoàn thành 72% dự phóng). Tuy nhiên, tình hình xuất khẩu trong tháng 9 và tháng 10 đã giảm -18% YoY (-52% QoQ) và -24% YoY (+5% QoQ), chúng tôi cho rằng nguyên nhân đến từ việc doanh số xuất khẩu trong 7 quý trước đó đã tăng khá nhanh, cần có thời gian để hấp thụ và có thể tiếp tục giảm tốc trong năm 2025. Điều này khiến chúng tôi **điều chỉnh dự báo doanh số xuất khẩu xe máy của Honda Việt Nam năm 2024/2025 giảm về mức 383 nghìn chiếc (+42% YoY)/364 nghìn chiếc (-5% YoY), giảm -11%/-16% so với báo cáo trước**. Tương ứng, doanh số xuất khẩu trong quý 4/2024 có thể giảm nhẹ -6% YoY trên mức nền so sánh cao.

**Trong Q3/2024, doanh số xuất khẩu xe máy tăng 40% YoY nhưng có thể giảm tốc trong Q4/2024**



Nguồn: Honda Việt Nam

b. Doanh số xe máy Honda nội địa cắt đứt chuỗi 6 quý tăng trưởng âm trong trong Q3/2024 và duy trì tăng trưởng nhẹ 1% YoY trong năm 2025.

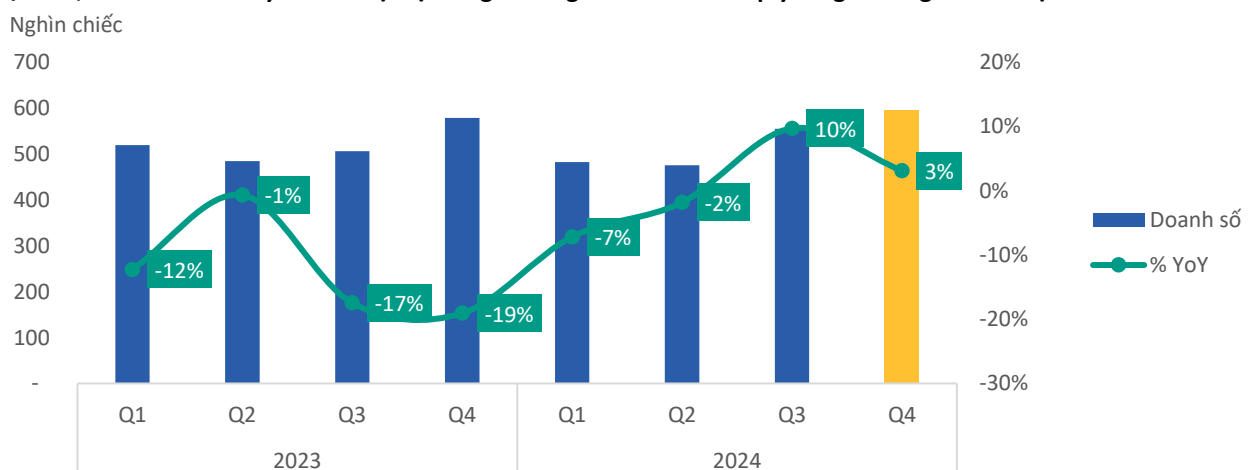
Doanh số xe máy nội địa của Honda trong Q3/2024 tăng trưởng tích cực 10% YoY sau 6 quý tăng trưởng âm liên tục, lũy kế 9T2024 bằng với năm trước, hoàn thành 78% dự phóng. Kết quả quý 3 tích cực đến từ việc:

1) Ra mắt dòng xe Air Blade, SH mode bản 2025 bổ sung cải tiến kỹ thuật và màu sắc so với bản 2024 (tham khảo thông tin khác).

2) Thu nhập của người dân được cải thiện tích cực – tăng trưởng GDP quý 2 và 3 đạt lần lượt 6.9% và 7.4%. BSC dự báo GDP năm 2024 đạt mức 6.2% YoY, tăng 1.1 điểm % so với năm 2023.

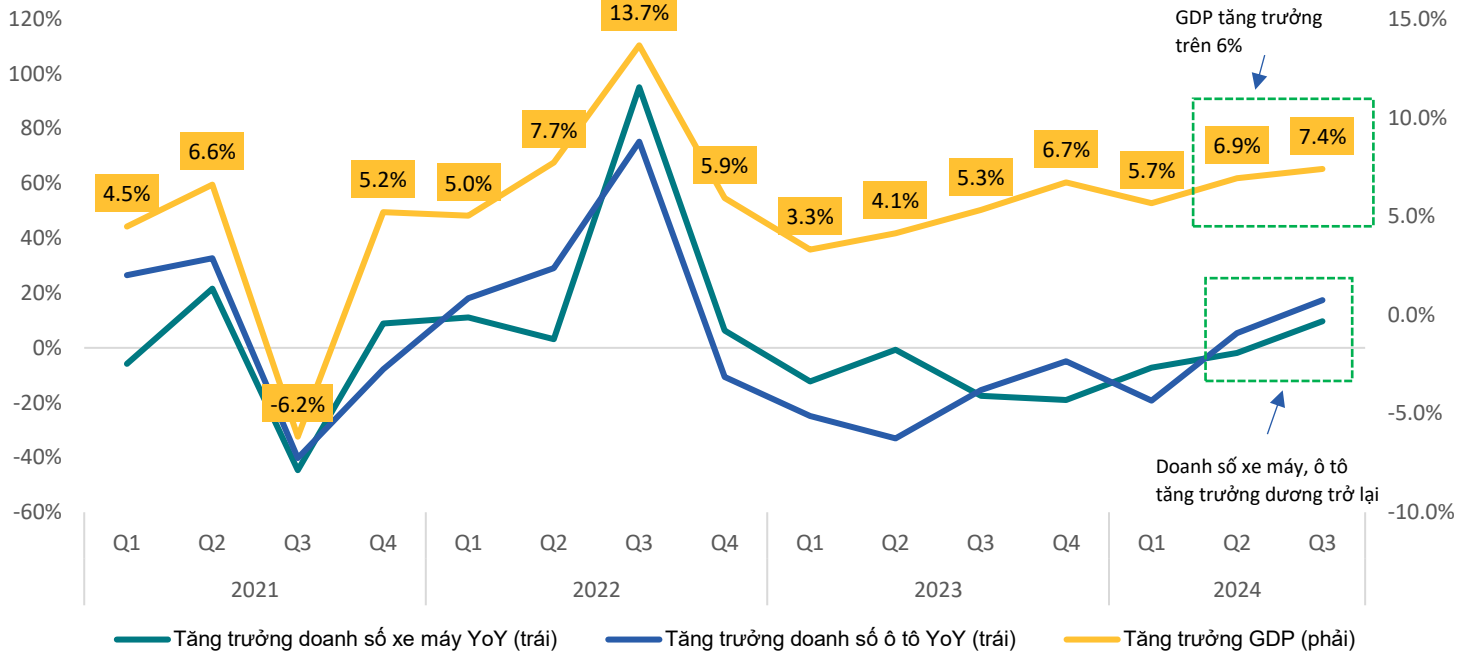
Chúng tôi điều chỉnh **dự báo sản lượng tiêu thụ xe máy Honda ở thị trường nội địa năm 2024/2025 lên mức 2.11 triệu chiếc (+1% YoY)/2.16 triệu chiếc (+2% YoY), tăng 9%/5% so với dự báo cũ**. Tương ứng, doanh số nội địa tăng 3% YoY trong quý 4/2024.

**Trong Q3/2024, doanh số xe máy Honda nội địa tăng trưởng 10% YoY sau 6 quý tăng trưởng âm liên tục**



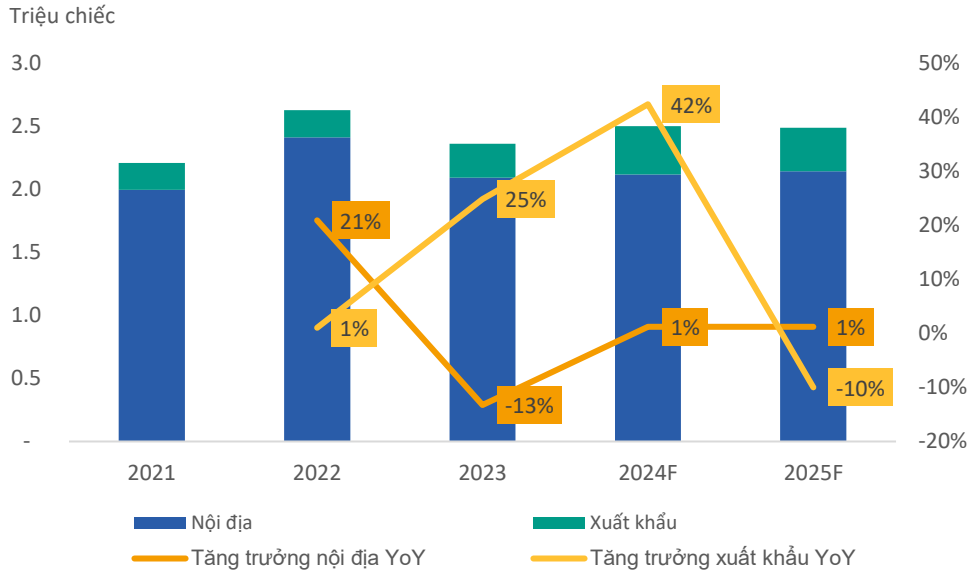
Nguồn: Honda Việt Nam

**Các mặt hàng như xe máy và ô tô có độ trễ trong quá trình phục hồi khi so với toàn nền kinh tế**



Nguồn: GSO, VAMM, Honda Việt Nam (doanh số xe máy nội địa), Hyundai, BSC Research

**Dự báo tốc độ tăng trưởng doanh số xe máy Honda chậm lại trong năm 2025**



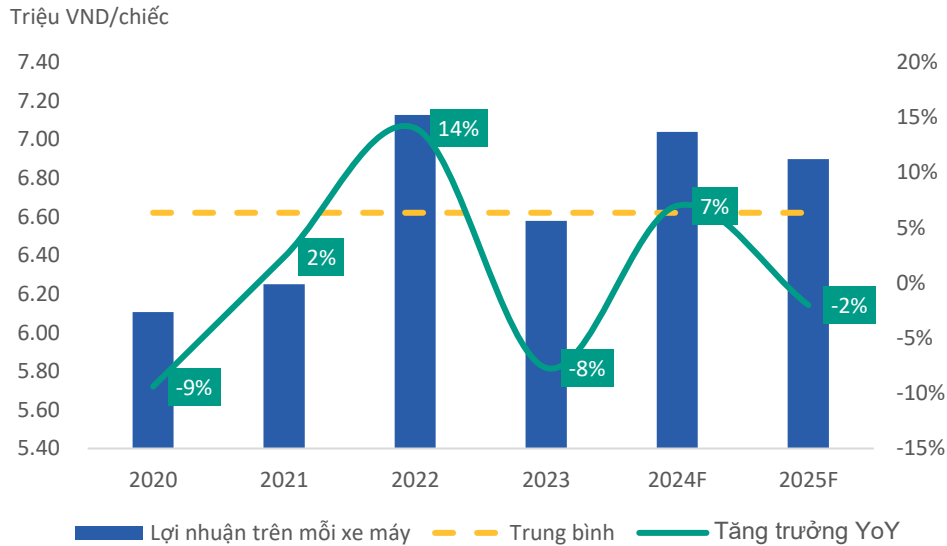
Nguồn: VEA, BSC Research

**Lợi nhuận ròng trên mỗi xe tiếp tục cải thiện trong năm 2024 nhưng có thể giảm tốc trong năm 2025.** Trong Q3/2024, chúng tôi ước tính lợi nhuận trên mỗi xe máy đạt 7.0 triệu VND/xe, tăng 1.4% YoY, trong 9T2024 tăng 11% YoY nhờ 1) chi phí đầu vào quan trọng như sắt thép, chip, nhựa ... giảm trong khi giá bán sản phẩm giữ ổn định trong năm 2024 và 2) ra mắt các phiên bản xe mới với giá cao hơn.

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy các chi phí nguyên vật liệu đầu vào đã tăng tốc trở lại từ Q3/2024 và có thể tiếp tục tăng do 1) Trung Quốc tung các gói kích thích kinh tế làm tăng nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu và 2) một số nguyên liệu như cao su (sản xuất bánh xe) thiếu hụt nguồn cung. Trong khi đó, nhu cầu xe máy trong nước vẫn đang trong quá trình phục hồi và khó có thể tăng giá bán mạnh. Dẫn đến biên lợi nhuận của xe máy sẽ gặp áp lực trong năm 2025.

**Do đó, chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận trên mỗi xe trong năm 2024/2025 lên mức 7.0 triệu VND/xe (+7% YoY)/ 6.9 triệu VND/xe (-2% YoY), tương ứng tăng 4.4%/2.8% so với dự báo gần nhất.**

**Lợi nhuận ròng trên mỗi xe máy Honda cải thiện trong năm 2024 nhưng có thể giảm trở lại trong năm 2025**



Nguồn: Honda Việt Nam, VEA, BSC Research ước tính

**2) Doanh số ô tô nhóm liên doanh tăng trưởng 78% YoY trong Q4/2024 nhờ chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ và có thể giảm -6% YoY trong năm 2025 do không còn chính sách này.**

Doanh số ô tô liên doanh (Ford, Honda, Toyota) trong tháng 9 và 10 tăng lần lượt +48% YoY và +87% YoY, lũy kế 10 tháng tăng 15% YoY, mức tăng này đã vượt qua kỳ vọng nhờ tác động của chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ (LPTB). Tuy nhiên, trong năm 2025 có thể giảm -6% YoY do nền so sánh cao và không có chính sách LPTB. **Chúng tôi dự báo doanh số ô tô của liên doanh (Ford, Honda, Toyota) trong năm 2024/2025 đạt mức 133.7 nghìn chiếc (+12% YoY)/ 125.8 nghìn chiếc (-6% YoY), tương ứng tăng 11%/1% so với báo cáo trước.**

Theo nghị định chính phủ ban hành ngày 29/08, lệ phí trước bạ (LPTB) sẽ được giảm 50% đối với ô tô sản xuất, lắp ráp trong nước, bắt đầu có hiệu lực từ 01/09/2024 – 30/11/2024 (3 tháng). Tham khảo trong 3 lần giảm LPTB trước đều có tác động tích cực trong thời hạn còn hiệu lực.

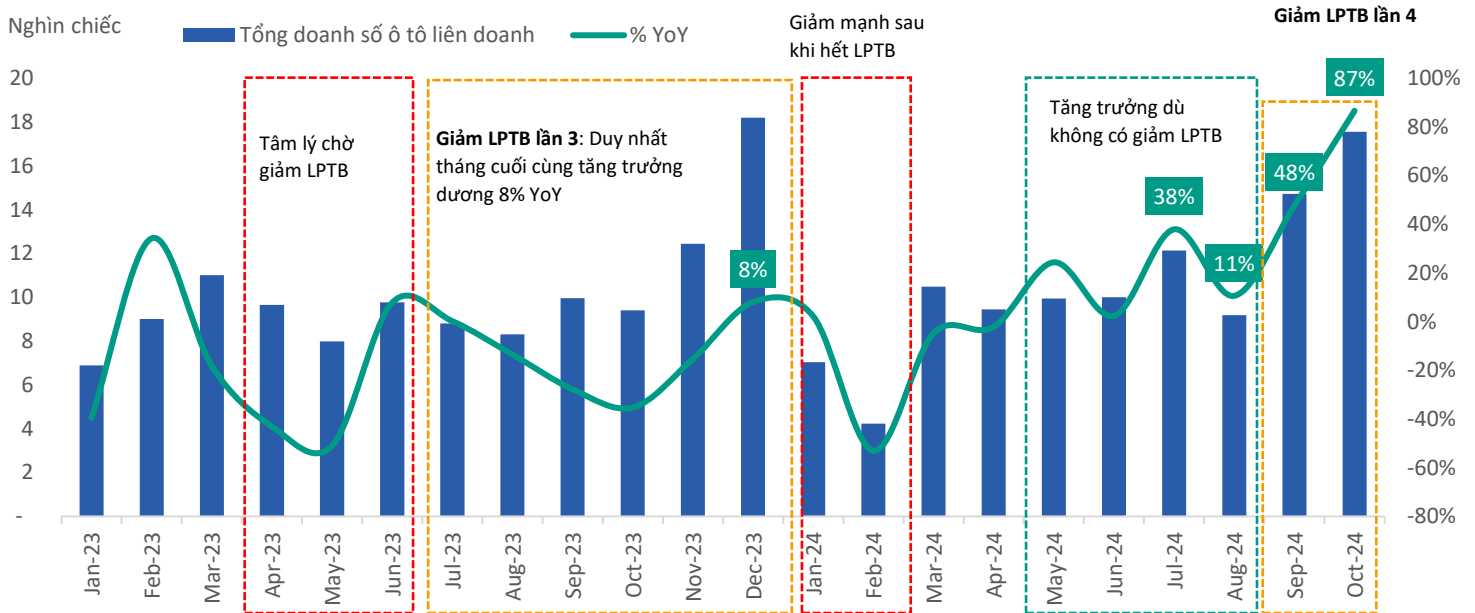
Tuy nhiên, BSC cho rằng sau khi chính sách hết hiệu lực (tháng 11/2024), doanh số có thể giảm nhẹ trong mức từ -15% đến -20% YoY trong 3 tháng kế tiếp và sau đó tăng trưởng lại bình thường.

**Tình hình kinh doanh của liên doanh trong các giai đoạn giảm LPTB**

	1H2022 (giảm LPTB)	2H2022	2022	1H2023	2H2023 (giảm LPTB)	2023
Tổng doanh số ô tô liên doanh (nghìn chiếc)	74	78	152	54	67	121
Tăng trưởng so với cùng kỳ (% YoY)	39%	27%	33%	-26%	-14%	-20%

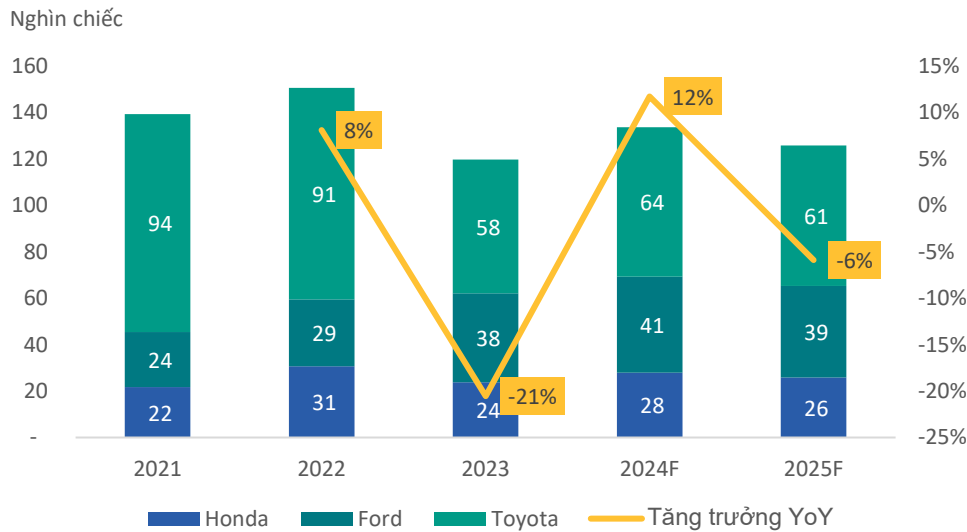
Nguồn: VAMA, BSC Research tổng hợp

**Doanh số ô tô của nhóm Honda, Toyota, Ford đã cải thiện trước khi có chính sách giảm LPTB lần thứ 4**



Nguồn: Toyota, Honda Việt Nam, Ford, BSC Research

**Dự báo doanh số ô tô của liên doanh năm 2024/2025**



Nguồn: VEA, BSC Research

**III. Thông tin khác**

**1. Các mẫu xe máy Honda ra mắt trong Q4/2024**

Nổi tiếp thành công của dòng xe Air Blade, SH mode bản 2025 đã ra mắt trong Q3/2024, 2 dòng xe SH và LEAD ra mắt phiên bản 2025 trong Q4/2024. Cụ thể, SH 350i phiên bản 2025 được giới chuyên gia đánh giá có thiết kế tinh gọn hơn bản trước và động cơ tiết kiệm nhiên liệu hơn. LEAD phiên bản 2025 được thay đổi phần lớn thiết kế bên ngoài với độ hoàn thiện cao hơn, thon gọn và nữ tính hơn và lần đầu tiên có thêm bản được trang bị phanh ABS - phù hợp với tệp khách hàng phụ nữ thích an toàn và tiện lợi.

Ngoài ra, dòng xe chủ lực của hãng là Vision dự kiến sẽ ra mắt phiên bản 2025 trong tháng 12/2024. Theo khảo sát của chúng tôi, Vision 2025 có thể cập nhật màu sắc mới và giữ nguyên các chi tiết thiết kế và thông số kỹ thuật – vốn đã hoàn thiện qua các năm. Do đó, giá bán của Vision 2025 có thể không thay đổi nhiều so với mức giá đề xuất hiện tại của Vision 2024.

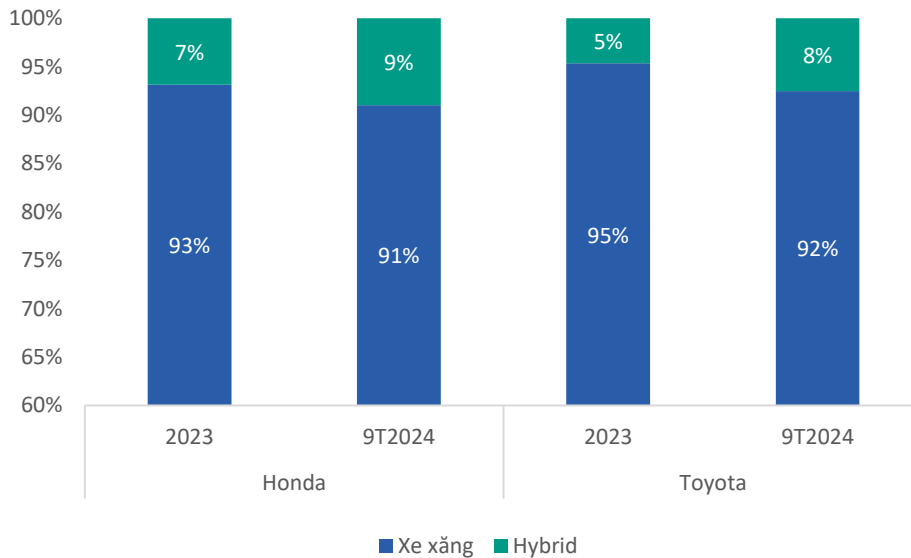
Nhìn chung các mẫu mới trong Q4/2024 được thiết kế lược bỏ các chi tiết mạ Crom giúp tiết giảm chi phí nhưng vẫn được đánh giá đẹp hơn phiên bản tiền nhiệm, bổ sung thêm màu sắc và động cơ tiết kiệm nhiên liệu hơn. Giá bán lẻ đề xuất của SH 350i 2025 chỉ cao hơn 2% so với bản cũ, LEAD 2025 không thay đổi giá bán lẻ đề xuất, riêng bản LEAD có phanh ABS có giá cao hơn 15% so với bản tiêu chuẩn.

**Chúng tôi kỳ vọng những sản phẩm mới sẽ góp phần giúp doanh số Honda nội địa tiếp tục tăng trưởng trong Q4/2024 và 2025.**

**2. Tỷ trọng xe Hybrid ngày càng tăng với xu hướng xanh hóa trong ngành công nghiệp ô tô.**

Toyota và Honda là những hãng xe tiên phong ở thị trường Việt Nam phát triển xe Hybrid. Với Honda đang có một dòng xe CR-V Hybrid, còn với Toyota khởi đầu 3 dòng xe là Corolla Cross, Camry và Altis Hybrid đã mở rộng thêm Innova Cross và Yaris Cross Hybrid. Trong 9T2024, xe Hybrid đang chiếm tỷ trọng 9% trong tổng doanh số của hãng (tăng 2 điểm % so với năm 2023), với Toyota là 8% (tăng 3 điểm % so với năm 2023).

**Toyota và Honda đang ngày càng tăng tỷ trọng xe Hybrid trong cơ cấu bán hàng**



Nguồn: VAMA, BSC Research

Có thể thấy chiến lược của Toyota và Honda đang nhắm đến các mẫu xe Hybrid (không phụ thuộc vào trạm sạc), giúp các hãng ô tô không cần đầu tư xây dựng trạm sạc, hạn chế rủi ro gánh nặng tài chính (chi phí đầu tư ước tính khoảng 1.8 tỷ VND/trạm).

Hiện tại, trên thị trường đã có các đơn vị đầu tư và vận hành trạm sạc xe điện như EverCharge, EV One, Pvpower, ... với đơn giá sạc rơi vào khoảng 3,900 – 4,000 VND/kwh – tương đương với trạm sạc của Vinfast. **Chúng tôi cho rằng việc tập trung phát triển ô tô, không đầu tư vào trạm sạc sẽ giúp các hãng theo đuổi mục tiêu xanh hóa từng bước nhưng vẫn đảm bảo được lợi nhuận.**

**Trạm sạc của EV One ở Việt Nam**



## IV. Dự phóng KQKD 2024 và 2025

### Dự báo năm 2024

Lợi nhuận từ công ty liên doanh đạt **6,138 tỷ VND (+8.8% YoY)**, trong đó:

- Lợi nhuận từ Honda tăng đạt 5,516 tỷ VND, +12% YoY, với doanh số ô tô/ xe máy nội địa/ xuất khẩu xe máy tăng lần lượt 17% YoY/ 1% YoY/ 42% YoY.
- Lợi nhuận từ Toyota và Ford lần lượt đạt 277 tỷ VND (-10% YoY) và 324 tỷ VND (-19% YoY). Mặc dù doanh số tăng 12% YoY và 8% YoY nhưng biên lợi nhuận của các hãng xe này có thể giảm -10% YoY và -19% YoY do áp lực cạnh tranh về giá.

Doanh thu tài chính đạt 778 tỷ VND, giảm -35% YoY (chủ yếu đến từ tiền gửi ngân hàng) với môi trường lãi suất hạ nhiệt.

Dẫn đến LNST\_CĐTTS đạt mức **6,601 tỷ VND (+6.4% YoY)**.

### Dự báo năm 2025

Lợi nhuận từ công ty liên doanh đạt **5,948 tỷ VND (-3.1% YoY)**, trong đó:

- Lợi nhuận từ Honda đạt 5,365 tỷ VND, -2.7% YoY với doanh số ô tô và xuất khẩu xe máy giảm -7% YoY và -10% YoY.
- Lợi nhuận từ Toyota và Ford giảm -7% và -6% tương ứng với doanh số giảm.

Dẫn đến LNST\_CĐTTS đạt mức **6,420 tỷ VND (-2.7% YoY)**.

**LNST-CĐTTS 2024/2025 điều chỉnh tăng 3.8%/giảm -3.5% so với báo cáo trước do chúng tôi thay đổi một số giả định như sau:**

- Doanh số xe máy Honda nội địa tăng 9% và xuất khẩu giảm -11% so với báo cáo cũ.
- Điều chỉnh tăng lợi nhuận trên mỗi xe máy thêm 4%.
- Doanh số ô tô Toyota và Ford lần lượt tăng 18% và 13%, bù đắp ô tô Honda giảm nhẹ -3%.
- Giảm lợi nhuận trên mỗi ô tô -20% do áp lực cạnh tranh về giá.

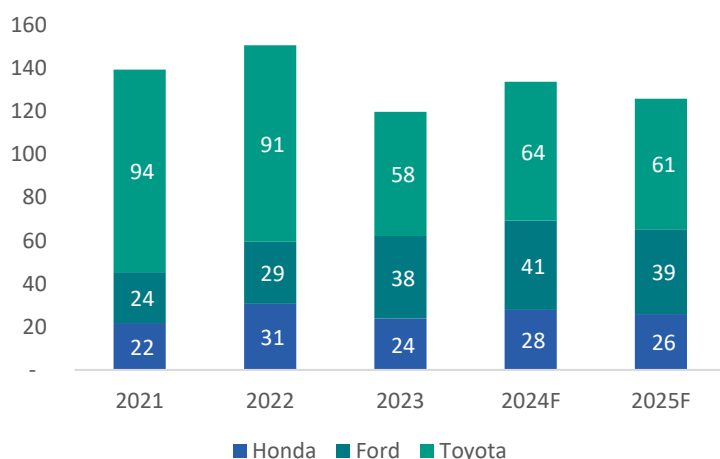


(Tỷ VND)	9T2024	2024F	%YoY 2024	2025F	%YoY 2025	2024 cũ	2025 cũ	2024 mới/cũ	2025 mới/cũ
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,982</b>	<b>4,065</b>	7%	<b>3,979</b>	-2%	<b>3,908</b>	<b>4,025</b>	4%	-1%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>462</b>	<b>528</b>	18%	<b>523</b>	-1%	<b>508</b>	<b>529</b>	4%	-1%
Chi phí bán hàng	66	89	4%	88	-2%	86	89	4%	-1%
Chi phí QLDN	314	569	1%	557	-2%	529	443	8%	26%
<b>EBIT</b>	<b>82</b>	<b>(130)</b>	<b>NA</b>	<b>(122)</b>	<b>NA</b>	<b>(107)</b>	<b>(3)</b>	22%	NA
Doanh thu TC	647	778	-35%	779	0%	777	877	0%	-11%
Chi phí TC	7	4	-92%	4	0%	4	4	7%	0%
-Lãi vay	1	4		4		4	4	0%	0%
<b>Lãi/(lỗ) từ LDLK</b>	<b>4,366</b>	<b>6,138</b>	<b>8.8%</b>	<b>5,948</b>	<b>-3.1%</b>	<b>5,771</b>	<b>6,012</b>	6%	-1%
-Honda	4,027	5,516	12.3%	5,365	-2.7%	5,093	5,301	8%	1%
-Toyota	152	277	-10.4%	258	-6.9%	285	302	-3%	-15%
-Ford	181	324	-19.0%	305	-6.0%	372	387	-13%	-21%
<b>LNTT</b>	<b>5,075</b>	<b>6,782</b>	<b>4.1%</b>	<b>6,601</b>	<b>-2.7%</b>	<b>6,570</b>	<b>6,881</b>	3%	-4%
<b>LNST</b>	<b>4,924</b>	<b>6,647</b>	<b>6.1%</b>	<b>6,464</b>	<b>-2.7%</b>	<b>6,402</b>	<b>6,700</b>	4%	-4%
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>4,870</b>	<b>6,601</b>	<b>6.4%</b>	<b>6,420</b>	<b>-2.7%</b>	<b>6,358</b>	<b>6,654</b>	3.8%	-3.5%
			<b>Thay đổi</b>		<b>Thay đổi</b>				
Biên lợi nhuận gộp	15.5%	13.0%	1%	13.1%	0%	13.0%	13.1%		
%SG&A/doanh thu	13%	16%	-1%	16%	0%	13%	13%		
<b>Hoạt động của liên doanh</b>			<b>% YoY</b>		<b>% YoY</b>				
<b>Doanh số ô tô (chiếc)</b>	<b>86,195</b>	<b>133,679</b>	<b>11.7%</b>	<b>125,793</b>	<b>-6%</b>	<b>120,013</b>	<b>124,706</b>	11%	1%
-Honda	17,654	27,848	17%	25,899	-7%	28,562	29,419	-3%	-12%
-Toyota	40,503	64,440	12%	60,574	-6%	54,659	57,392	18%	6%
-Ford	28,038	41,390	8%	39,320	-5%	36,791	37,895	13%	4%
<b>Doanh số xe máy</b>									
<b>Honda (chiếc)</b>	<b>1,824,540</b>	<b>2,496,689</b>	<b>6%</b>	<b>2,483,746</b>	<b>-1%</b>	<b>2,373,076</b>	<b>2,470,194</b>	5%	1%
-Nội địa	1,512,690	2,113,620	1%	2,138,983	1%	1,942,358	2,039,476	9%	5%
-Xuất khẩu	311,850	383,070	42%	344,763	-10%	430,718	430,718	-11%	-20%

Nguồn: VEA, BSC Research

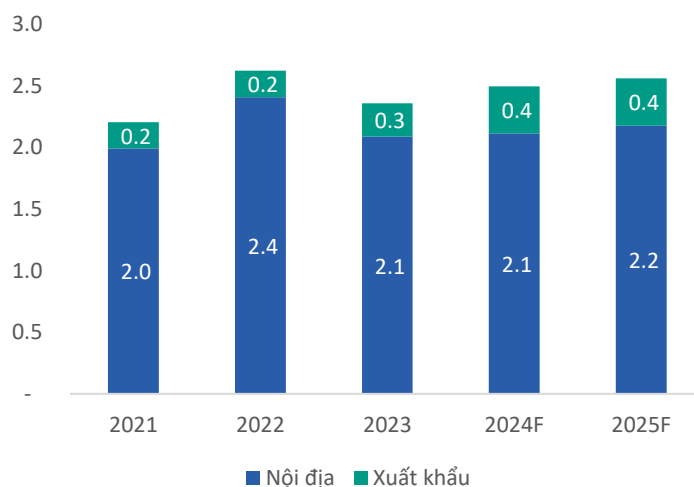
**Trong năm 2024, doanh số ô tô của cả 3 liên doanh đều tăng trưởng so với năm 2023**

Nghìn chiếc



**Doanh số xe máy Honda xuất khẩu tăng trưởng trong năm 2024 và doanh số nội địa tăng trưởng trong năm 2025**

Triệu chiếc



Nguồn: VAMA, Honda Việt Nam, BSC Research

## V. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VEA với giá mục tiêu năm 2025 là **41,500 VND/CP**, (tiềm năng tăng giá **22%** so với giá ngày 4/12/2024, đã bao gồm tỷ suất cổ tức 13%).

Định giá mới giảm -11% so với báo cáo trước do điều chỉnh một số giả định sau:

- 1) Giảm -3.5% LNST-CĐTS năm 2025 (chủ yếu do mảng ô tô và xuất khẩu xe máy).
- 2) Giảm giả định tăng trưởng cổ tức dài hạn từ 3.5% xuống 1.5% do lo ngại về sự biến động của KQKD trong năm 2025.

### Giả định

Lãi suất phi rủi ro	4.00%
Beta	1
Phần bù rủi ro	9.0%
Chi phí vốn chủ	13%
Tăng trưởng cổ tức dài hạn	1.5%

Giá trị cuối của cổ tức (tỷ VND)	63,126
Giá trị hiện tại của giá trị cuối (tỷ VND)	18,596
Giá trị VCSH (tỷ VND)	55,174
Số lượng cổ phiếu (triệu CP)	1,329
<b>Giá cổ phiếu mục tiêu (vnd/cp)</b>	<b>41,500</b>
Giá cổ phiếu hiện tại (vnd/cp)	38,000
Tiềm năng tăng giá	9%
Lợi suất cổ tức	13%
<b>Upside</b>	<b>22%</b>

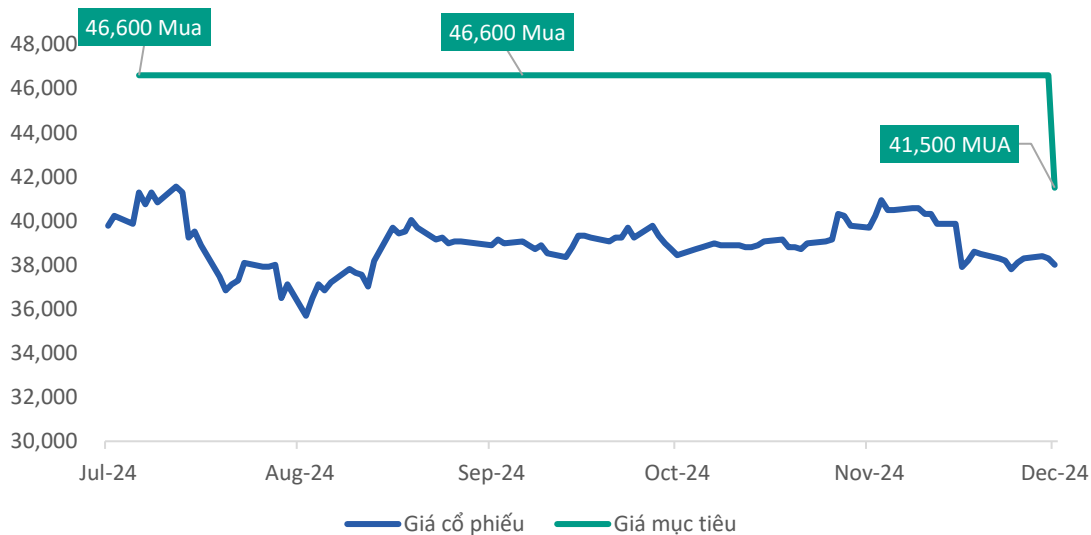
### Chiết khấu dòng tiền cổ tức

	2025F	2026F	2027F	...	2033F	2034F
EBITDA	6,863	6,865	6,948	...	7,270	7,269
Capex	(139)	(141)	(143)	...	(149)	(149)
Cổ tức tiền mặt	6,420	6,447	6,529	...	7,154	7,152
Giá trị hiện tại của cổ tức	5,681	5,049	4,525	...	2,381	2,107

Nguồn: BSC Research

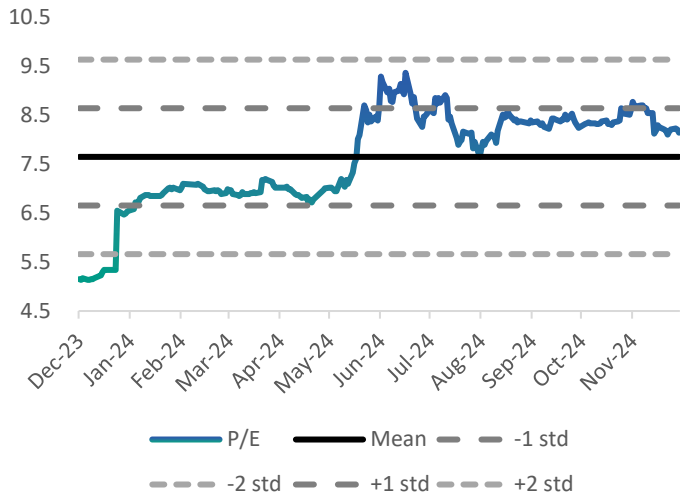
### Tổng hợp khuyến nghị cổ phiếu VEA

VND/CP

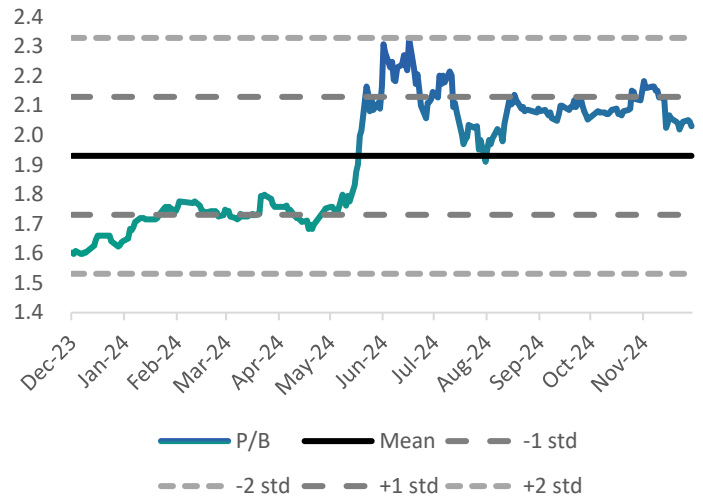


Nguồn: BSC Research

### Stock PE



### Stock P/B



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

## PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	4,019	4,747	3,806	4,065	3,979
Giá vốn hàng bán	3,453	4,096	3,358	3,537	3,457
<b>Lợi nhuận gộp</b>	566	651	448	528	523
Chi phí bán hàng	(74)	(105)	(86)	(89)	(88)
Chi phí QLDN	(419)	(562)	(611)	(569)	(557)
<b>Lãi/lỗ HDKD</b>	73	(16)	(249)	(130)	(122)
Doanh thu tài chính	713	818	1,205	778	779
Chi phí tài chính	(7)	(23)	(55)	(4)	(4)
Chi phí lãi vay	(3)	(14)	(50)	(4)	(4)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	5,177	6,985	5,640	6,138	5,948
Lãi/lỗ khác	(17)	79	(24)	-	-
<b>LN trước thuế</b>	5,939	7,843	6,517	6,782	6,601
Thuế thu nhập DN	147	178	252	135	136
<b>LN sau thuế</b>	5,792	7,665	6,265	6,647	6,464
CĐTS	42	70	64	46	45
<b>LNST-CĐTS</b>	5,750	7,595	6,201	6,601	6,420
EBITDA	6,246	8,141	6,825	7,043	6,863
EPS	4,327	5,716	4,667	4,968	4,831

LCTT (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
(lỗ)/LNST	5,792	7,665	6,265	6,679	6,823
Khấu hao và phân bổ	304	284	258	257	258
Thay đổi vốn lưu động	(133)	(42)	224	(143)	(13)
Điều chỉnh khác	(6,150)	(7,814)	(6,716)	(6,916)	(6,992)
<b>LCTT từ HĐ KD</b>	(187)	93	31	(123)	78
Tiền chi mua TSCĐ	(80)	(123)	(102)	(142)	(143)
Đầu tư khác	6,755	6,070	6,909	6,916	6,992
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	8,148	5,154	6,500	6,774	6,848
Tiền chi trả cổ tức	(8,069)	(5,997)	(5,600)	(6,691)	(6,776)
Tiền từ vay ròng	84	767	(871)	-	-
Tiền thu khác	-	-	-	-	-
<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	(7,985)	(5,230)	(6,471)	(6,691)	(6,776)
Dòng tiền đầu kỳ	306	280	297	358	318
Tiền trong kỳ	(24)	17	60	(40)	149
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	280	297	358	318	467

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	17,287	18,195	19,151	19,270	19,434
Tiền & Tương đương tiền	280	297	333	318	467
Đầu tư ngắn hạn	11,799	12,588	12,913	12,913	12,913
Phải thu ngắn hạn	3,598	3,622	4,463	4,536	4,538
Hàng tồn kho	1,477	1,541	1,291	1,379	1,392
TS ngắn hạn khác	133	147	151	124	124
<b>Tài sản dài hạn</b>	7,719	9,250	7,987	7,874	7,759
Tài sản hữu hình	1,904	1,733	1,591	1,476	1,361
Tài sản dở dang dài hạn	86	99	103	103	103
Đầu tư dài hạn	5,245	6,896	5,718	5,720	5,720
Tài sản dài hạn khác	484	522	575	575	575
<b>Tổng Tài sản</b>	25,006	27,445	27,138	27,144	27,193
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	1,263	2,166	1,321	1,339	1,341
Nợ phải trả	331	386	333	351	353
Vay ngắn hạn	248	1,014	143	143	143
Nợ ngắn hạn khác	684	766	845	845	845
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	60	55	56	56	56
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	60	55	56	56	56
Nợ dài hạn khác	-	-	-	-	-
<b>Tổng nợ phải trả</b>	1,323	2,221	1,377	1,395	1,397
Vốn góp	13,288	13,288	13,288	13,288	13,288
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	-
LN chưa phân phối	10,185	11,707	12,251	12,193	12,193
Vốn chủ khác	(5)	(8)	(8)	(8)	(8)
Cổ đông thiểu số	215	236	230	276	323
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	23,683	25,223	25,761	25,749	25,796
<b>Tổng nguồn vốn</b>	25,006	27,444	27,138	27,144	27,193
SLCP lưu hành (triệu)	1,328.8	1,328.8	1,328.8	1,328.8	1,328.8

Chỉ số (%)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Hệ số TT ngắn hạn	13.7	8.4	14.5	14.4	14.5
Hệ số TT nhanh	12.4	7.6	13.4	13.3	13.4
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Hệ số Nợ/TTT	0.01	0.04	0.01	0.01	0.01
Hệ số Nợ/Nguồn vốn	0.01	0.04	0.01	0.01	0.01
<b>Năng lực hoạt động</b>					
Số ngày HTK	0	0	0	0	0
Số ngày phải thu	0	0	0	0	0
Số ngày phải trả	0	0	0	0	0
CCC	0	0	0	0	0
<b>Tỉ suất lợi nhuận</b>					
Biên Lợi nhuận gộp	14%	14%	12%	13%	13%
Biên Lợi nhuận ròng	144%	161%	165%	164%	166%
ROE	24%	31%	25%	26%	26%
ROA	22%	29%	23%	25%	25%
<b>Định giá</b>					
PE	10.2	6.8	8.7	9.1	8.9
PB	2.5	2.1	2.1	2.3	2.3
<b>Tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng DTT	10%	18%	-20%	7%	1%
Tăng trưởng EBIT	2%	32%	-16%	4%	2%
Tăng trưởng LNNT	3%	32%	-17%	5%	2%
Tăng trưởng EPS	4%	32%	-18%	7%	2%

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định NẮM GIỮ bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings  
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4&9 Tòa nhà President Place  
Số 93, Nguyễn Du, Bến Nghé,  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

<https://www.BSC.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

