

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

Mã giao dịch: VEA

Reuters: VEA.HNO

Bloomberg: VEA VN

KQKD quý 4/2024 tốt hơn kỳ vọng, duy trì khuyến nghị

Năm 2024, LNST-CĐTTS hợp nhất đạt 7.357 tỷ đồng (+18,6% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 6.256 tỷ đồng (-7,5% YoY). Trong đó, lợi nhuận từ các liên doanh đạt 6.730 tỷ đồng, đóng góp 88,4% vào LNTT của VEA và lợi nhuận tài chính đóng góp 11,2% (giảm so với mức đóng góp 17,6% trong 2023).

Liên doanh với Honda đóng góp chính vào sự phục hồi. Q4/2024, tổng lợi nhuận từ liên doanh của VEA đạt 2.364 tỷ đồng (+47,1% YoY). KQKD và sản lượng xe hơi bán được trong quý của các liên doanh đều cải thiện nhờ có 2 tháng được hỗ trợ 50% lệ phí trước bạ (tháng 10 và 11).

- Lợi nhuận từ liên doanh Honda đạt 2.074 tỷ đồng (+41,6% YoY) trong quý 4/2024. Sản lượng xe máy (đóng góp chính tới lợi nhuận) của Honda đạt 634.335 chiếc, tiếp tục đà tăng trưởng trong Q4/2024 đạt 9,6% YoY. Sản lượng ô tô trong quý 4/2024 đạt 10.613 xe, tăng trưởng 21,5% YoY.
- Liên doanh Toyota đóng góp 89 tỷ đồng lợi nhuận trong Q4/2024 (+76,5% YoY), sản lượng xe đạt 26.073 xe, tăng trưởng 37,8% YoY.
- Liên doanh Ford và các liên doanh khác ước tính đạt 200 tỷ lợi nhuận (+118,4% YoY), sản lượng xe Ford 14.137 xe, tăng trưởng 19,4% YoY.

Thu nhập tài chính ròng giảm so với cùng kỳ. Quý 4/2024, thu nhập tài chính ròng đạt 210 tỷ đồng (-32,3% YoY, +4,9% QoQ). Lũy kế cả năm, thu nhập tài chính đạt 858 tỷ đồng (-28% YoY), giảm mạnh do mặt bằng lãi suất thấp hơn so với cùng kỳ 2023.

Theo tài liệu báo cáo cổ đông Honda tại Nhật Bản tháng 2/2025, Ban lãnh đạo vẫn kỳ vọng năm 2025F duy trì đà phục hồi mảng xe máy tại Việt Nam. BVSC ước tính tốc độ tăng trưởng doanh số xe máy tăng trưởng 2,2% YoY.

KQKD trong 2025F có LNST giảm nhẹ so với cùng kỳ. BVSC dự phóng doanh thu thuần giảm 5%, đạt 3.901 tỷ đồng. Lợi nhuận từ các công ty liên doanh đạt 6.841 tỷ (+1,7% YoY) trong 2025F và thu nhập tài chính tăng 3,3% YoY do mặt bằng lãi suất trong 2025 có thể được cải thiện. LNST-CĐTTS, BVSC dự phóng năm 2025F đạt 7.322 tỷ đồng (-0,5% YoY).

Khuyến nghị đầu tư. BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với VEA, giá kỳ vọng **50.200 đồng/cp** ở thời điểm cuối năm 2025 dựa trên phương pháp định giá DDM.

Khuyến nghị **OUTPERFORM**Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **50.200**

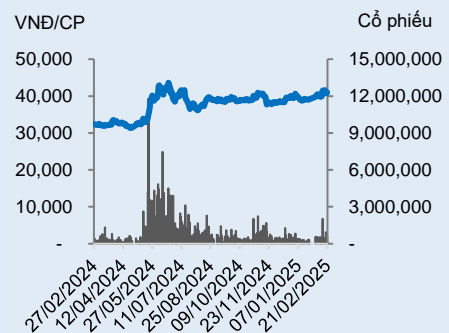
Giá thị trường (21/02/2025) 40.979

Lợi nhuận kỳ vọng +22,5%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	31.356-43.606
Vốn hóa	54.453 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	1.328.800.000
KLGD bình quân 10 ngày	615.196
% sở hữu nước ngoài	1,90%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	5.035
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	12,3%
Beta	1,52

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VEA	3,5%	4,8%	6,8%	5,2%
UPCOMIndex	5,8%	8,4%	9,7%	6,9%

Chuyên viên phân tích

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA

(84 24) 3928.8080 ext.209

dunglnt@bvsc.com.vn

KQKD 2024 ghi nhận lợi nhuận liên doanh tốt hơn kỳ vọng

Năm 2024, LNST-CĐTS hợp nhất đạt 7.357 tỷ đồng (+18,6% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 6.256 tỷ đồng (-7,5% YoY). Trong đó, lợi nhuận từ các liên doanh đạt 6.730 tỷ đồng, đóng góp 88,4% vào LNTT của VEA và lợi nhuận tài chính đóng góp 11,2% (giảm so với mức đóng góp 17,6% trong 2023). **Honda là trụ cột cho tăng trưởng lợi nhuận từ liên doanh, với 6.101 tỷ đồng lợi nhuận (+24,1% YoY).**

	2023	2024	y/y (%)
Sản lượng xe máy (chiếc)			
Honda	2.088.557	2.147.025	2,8%
Sản lượng ô tô (chiếc)			
Honda	23.802	28.267	18,8%
Toyota	57.606	66.576	15,6%
Ford	38.281	43.537	13,7%
Lợi nhuận từ liên doanh (tỷ đồng)			
Honda	4.915	6.101	24,1%
Toyota	309	242	-21,7%
Ford	416	377	-9,3%

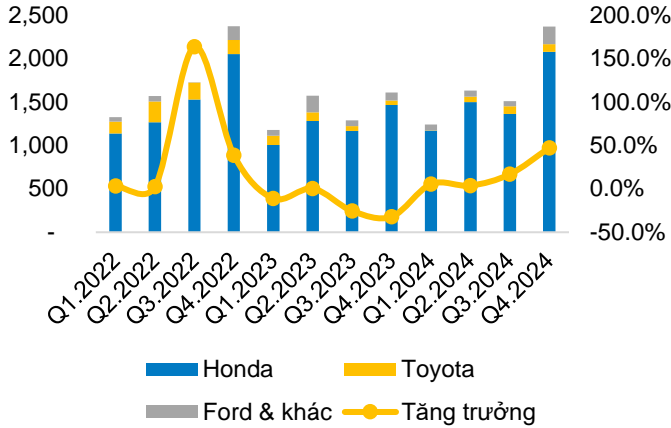
Nguồn: VAMA, BVSC ước tính

Thu nhập tài chính ròng giảm so với cùng kỳ. Quý 4/2024, thu nhập tài chính ròng đạt 210 tỷ đồng (-32,3% YoY, +4,9% QoQ). Lũy kế cả năm, thu nhập tài chính đạt 851 tỷ đồng (-26% YoY), giảm mạnh do mặt bằng lãi suất thấp hơn so với cùng kỳ 2023. Q4/2024, khoản đầu tư ngắn hạn của VEA đạt 13.130 tỷ đồng, tăng nhẹ so với cuối quý 4/2023 ở mức 12.913 tỷ đồng.

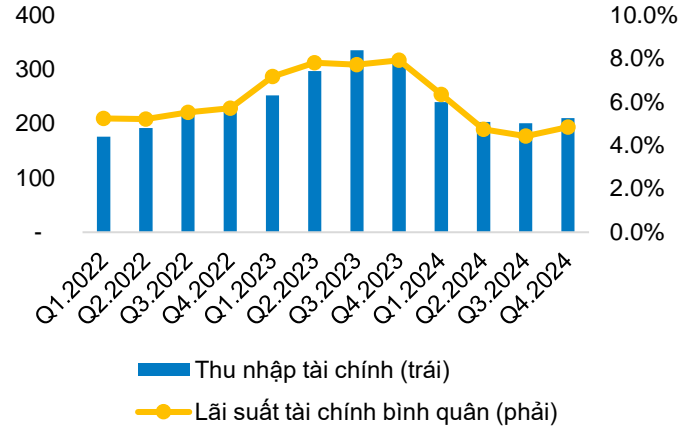
Theo tài liệu báo cáo cổ đông Honda tại Nhật Bản, Ban lãnh đạo vẫn kỳ vọng năm 2025F duy trì đà phục hồi mảng xe máy ở thị trường Việt Nam. Đối với riêng liên doanh Honda, phần lớn lợi nhuận nằm ở mảng kinh doanh xe máy. Theo các tài liệu AM Honda các quý gần đây, BVSC nhận thấy năm 2024 vừa qua mảng xe máy của Honda Việt Nam phục hồi nhanh về doanh số, sản lượng kể từ 2H2024 và biên lợi nhuận đã được cải thiện nhờ cắt giảm chi phí. Cho triển vọng 2025, tài liệu cho thấy Honda vẫn kỳ vọng thị trường Việt Nam có thể tiếp tục tốc độ phục hồi trong năm 2024.

Dự phóng 2025F	2024	2025F	y/y (%)
Sản lượng xe máy (chiếc)			
Honda	2.147.025	2.195.019	2,2%
Sản lượng ô tô (chiếc)			
Honda	28.267	28.881	2,2%
Toyota	66.576	69.856	4,9%
Ford	43.537	46.393	6,6%

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

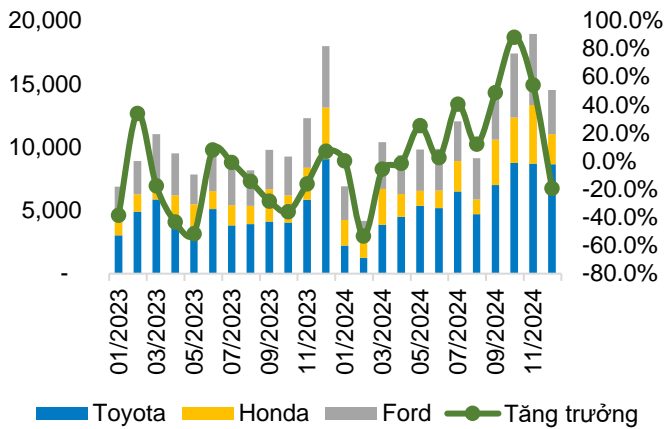


Thu nhập tài chính và lãi suất bình quân
(Đvt: tỷ đồng)

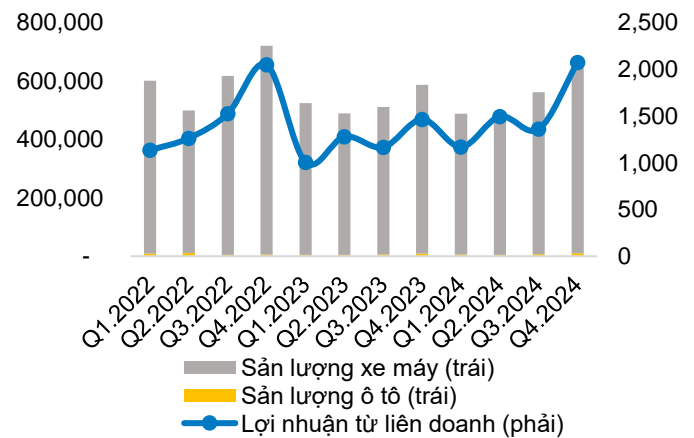


Nguồn: VEA, BVSC ước tính

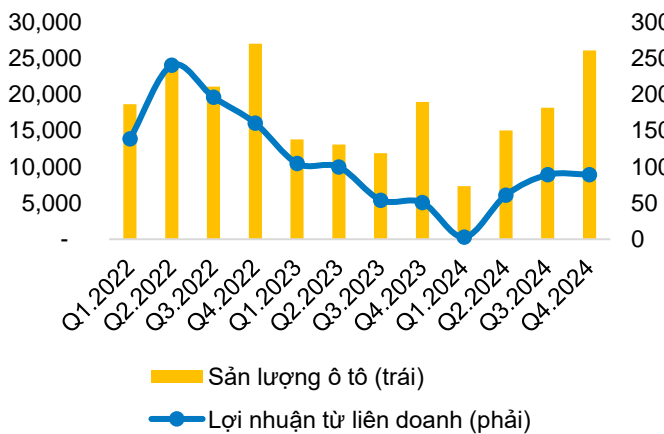
Số lượng xe hơi bán theo hãng
(Đvt: chiếc)



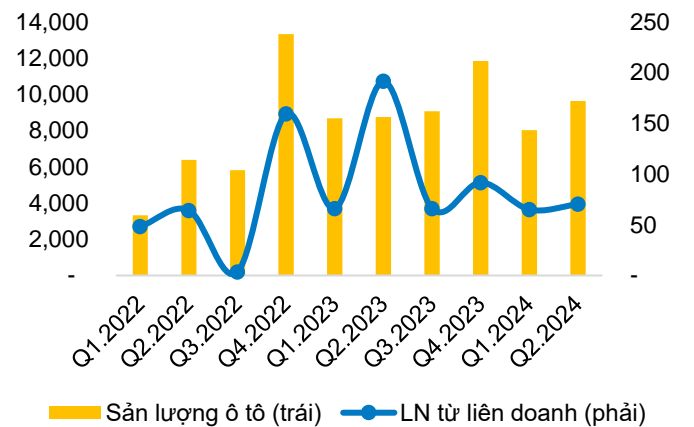
Lợi nhuận và sản lượng Honda
(Đvt: tỷ đồng, chiếc)



Lợi nhuận và sản lượng Toyota
(Đvt: tỷ đồng, chiếc)



Lợi nhuận và sản lượng Ford
(Đvt: tỷ đồng, chiếc)



Nguồn: VAMA, VEA, BVSC ước tính

Dự phóng KQKD 2025F

BVSC dự phóng doanh thu thuần giảm 5% 2025F, đạt 3.901 tỷ đồng. Lợi nhuận từ các công ty liên doanh đạt 6.841 tỷ (+1,7% YoY) trong 2025F. LNST-CĐTTS, BVSC dự phóng năm 2025F đạt 7.322 tỷ đồng (-0,5% YoY).

(Đvt: tỷ đồng)	2024	y/y (%)	2025F	y/y (%)
Doanh thu thuần	4.119	8,2%	3.901	-5,3%
Lợi nhuận gộp	619	38,2%	517	-16,5%
SG&A	(580)	4,2%	(639)	-3,3%
Thu nhập từ HĐ tài chính	858	-28,8%	879	+3,3%
Lợi nhuận từ liên doanh	6.730	19,3%	6.841	1,7%
Honda	6.101	24,1%	6.182	1,3%
Toyota	242	-21,7%	247	2,1%
Ford	386	-7,2%	413	6,9%
LNST-CĐTTS	7.357	18,6%	7.322	-0,5%

Định giá theo phương pháp DDM

BVSC sử dụng phương pháp định giá chiết khấu cổ tức do trong quá khứ và giả định các năm tới, với chính sách trả cổ tức ~100% lợi nhuận phân phối cho cổ đông của công ty mẹ là phù hợp với VEA. Năm 2025F, BVSC dự phóng VEA có thể trả cổ tức ở mức 4.700 đồng/cp.

Kết quả định giá VEA (Đvt: Tỷ đồng)	2025F
PV cổ tức tương lai	35.734
Cổ tức của năm định giá	6.245
Giá trị cuối kỳ	24.792
Giá trị vốn chủ	66.772
Số lượng cổ phiếu	1.328.800.000
Giá trị/cổ phiếu thời điểm cuối năm 2025F (đồng/cp)	50.250
P/E tại giá mục tiêu (x)	9,1

Hiện tại, VEA được giao dịch tại mức định giá P/E là 7,4x, thấp hơn 14,9% so với mức bình quân 5 năm là 8,7x. Tại mức giá mục tiêu của BVSC ở cuối năm 2025F, VEA được định giá ở mức 9,1x.

Khuyến nghị

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với VEA, giá kỳ vọng **50.200 đồng/cp** ở thời điểm cuối 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	2024	2025F
Doanh thu	4.747	3.806	4.119	3.901
Giá vốn	(4.096)	(3.358)	(3.500)	(3.384)
Lợi nhuận gộp	651	448	619	517
Doanh thu tài chính	818	1.205	858	879
Chi phí tài chính	23	55	7	7
LNST-CĐTS	7.595	6.201	7.357	7.322

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Tiền & khoản tương đương tiền	12.885	13.246	13.509	16.629
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.206	1.063	1.148	1.117
Hàng tồn kho	1.541	1.284	1.247	1.298
Tài sản cố định	1.659	1.519	1.347	1.347
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	6.896	5.720	6.705	6.705
Tổng tài sản	27.445	27.136	27.562	30.610
Nợ ngắn hạn	2.166	1.350	1.272	3.346
Nợ dài hạn	55	57	51	50
Vốn chủ sở hữu	25.223	25.729	26.238	27.214
Tổng nguồn vốn	27.445	27.136	27.562	30.610

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2022	2023	2024	2025F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	18%	-20%	8%	-5%
Tăng trưởng LNST	32%	-18%	19%	0%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	14%	12%	15%	13%
Lợi nhuận thuần biên	160%	163%	179%	188%
ROA	29%	23%	27%	25%
ROE	31%	25%	29%	28%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản	4%	1%	0%	7%
Tổng nợ/Tổng VCSH	4%	1%	0%	8%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	5.639	4.572	5.431	5.409
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.804	19.189	19.584	20.293

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 (giá mục tiêu - giá hiện tại)/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

Nguyễn Đức Hoàng, CFA

Ngân hàng, Bảo hiểm

hoangnd@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Khu công nghiệp

thaotp@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng

anhnhm@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương, CFA

Năng lượng, Chứng khoán, Cao su, VLXD

duongtt@bvsc.com.vn

Nguyễn Minh Khôi

Vật liệu xây dựng

khoim@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luonglv@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú, CFA

Hàng tiêu dùng, CNTT

phuts@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép

minhtnn@bvsc.com.vn

Nguyễn Viết Dân

Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không

dannv@bvsc.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

dunglnt@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối

ngocnch@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

bachtx@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên ví mô

huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường

hoanh@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