

Ngành Ô tô

Báo cáo cập nhật

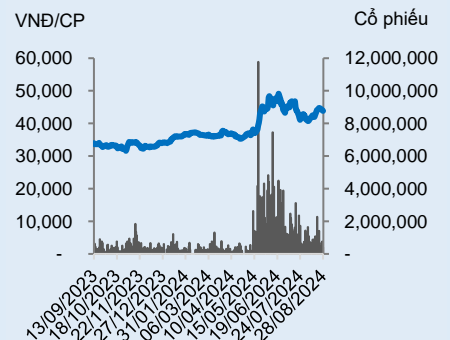
Tháng 8, 2024

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.

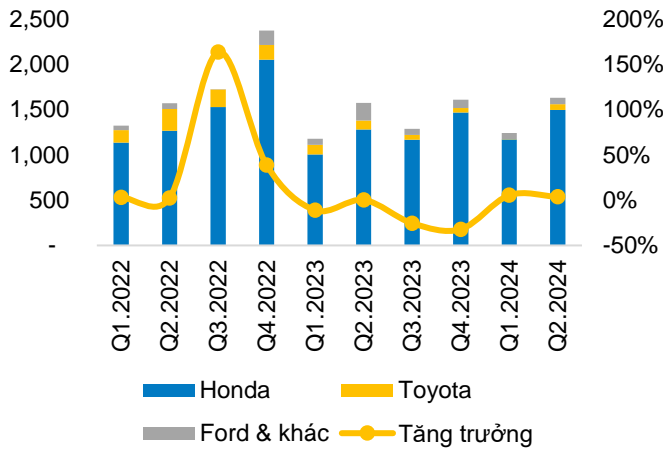
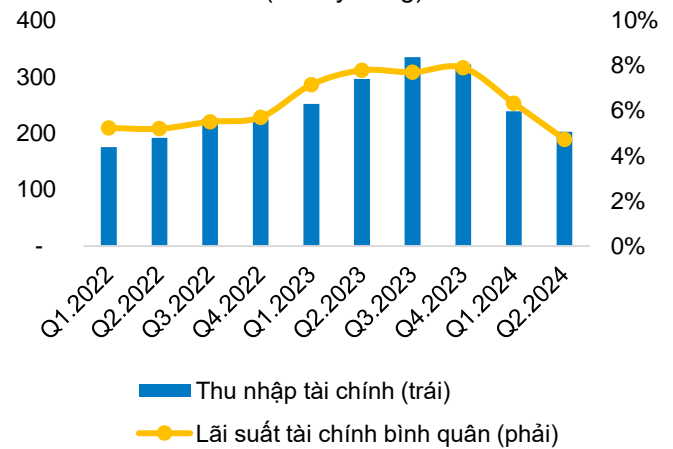
KQKD 1H2024 ghi nhận lợi nhuận liên doanh tốt bất chấp sản lượng bán còn yếu

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%).

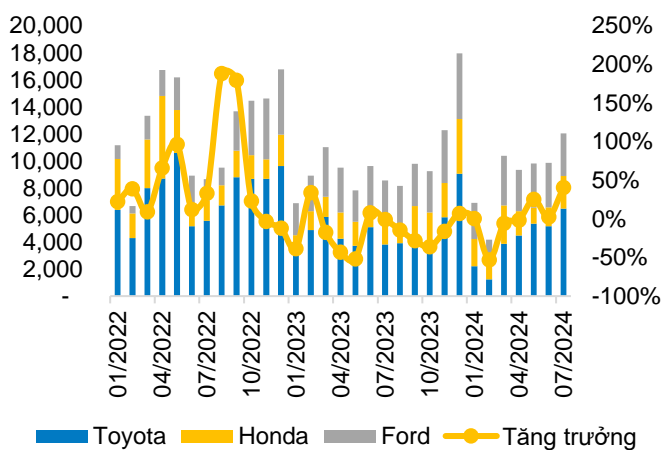
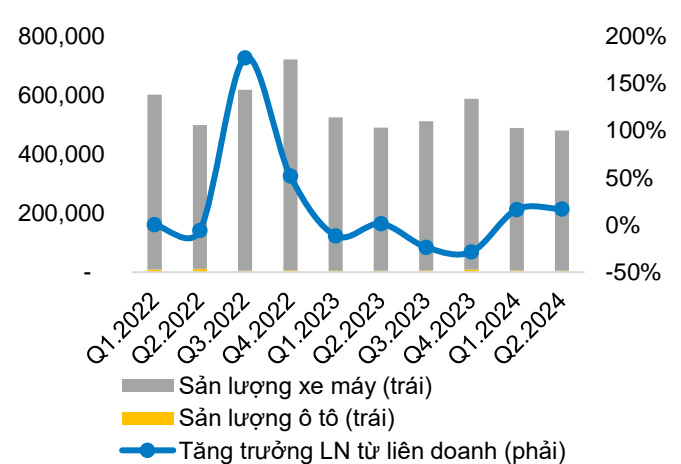
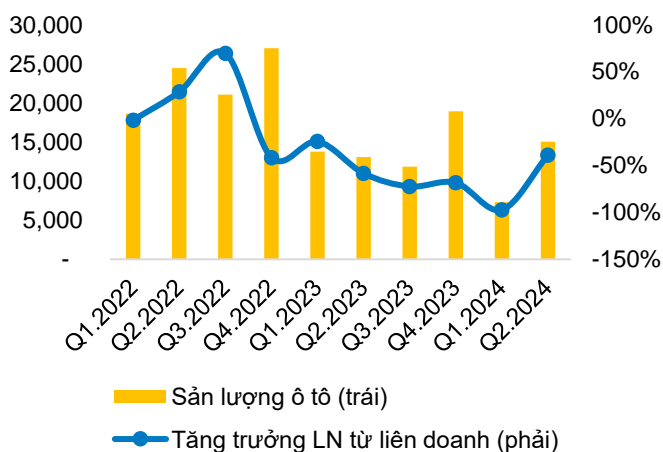
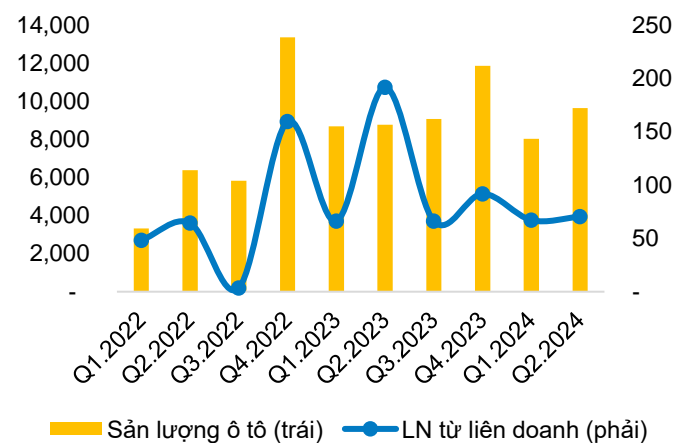
- Honda: quý 2/2024, sản lượng xe ô tô bán ra đạt 4.362 chiếc (-14,8% YoY, -28,7% QoQ), trong khi đó sản lượng xe máy đạt 475.630 chiếc (-1,8% YoY, -1,4% QoQ). Lũy kế 6T2024, sản lượng ô tô đạt 10.481 chiếc (+10,5% YoY) trong bối cảnh sản lượng cùng kỳ năm ngoái ở mức khá thấp, trong khi xe máy đạt 957.885 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.

Báo cáo cập nhật VEA
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

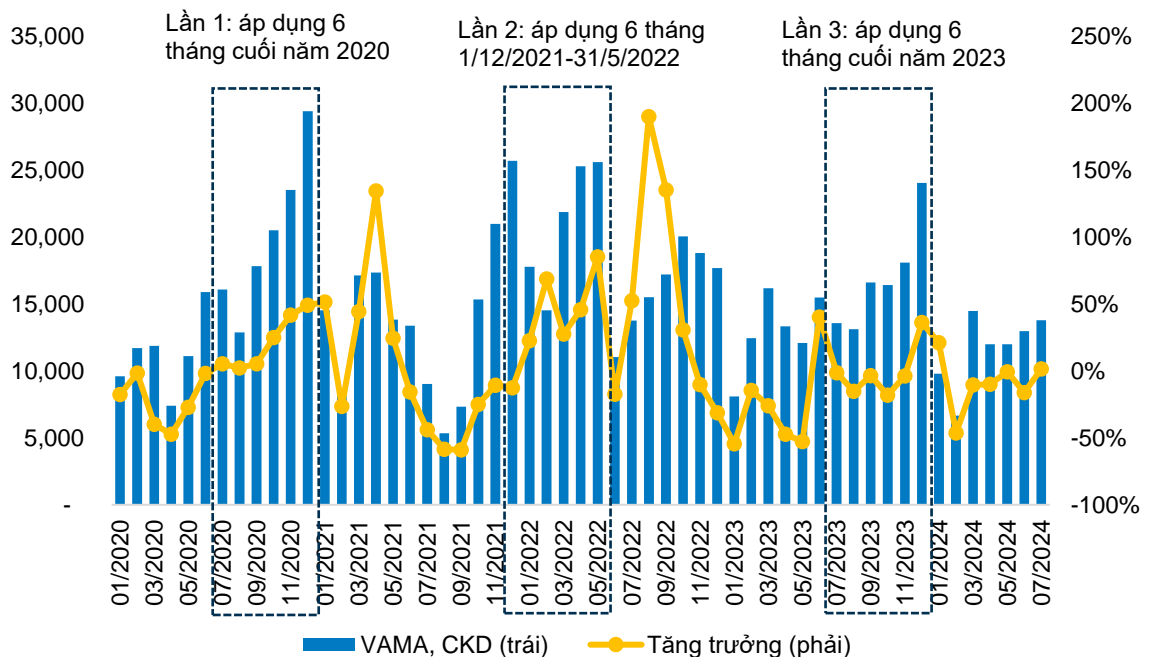
Số lượng xe hơi bán theo hãng
(Đvt: chiếc)

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

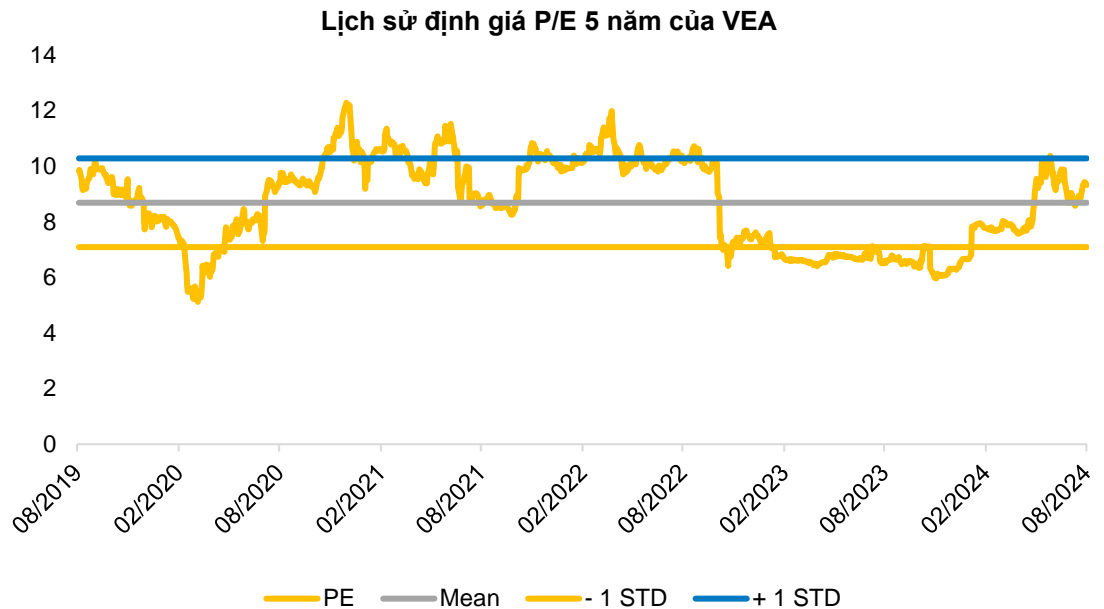
BVSC sử dụng phương pháp định giá chiết khấu cổ tức do trong quá khứ và giả định các năm tới, với chính sách trả cổ tức ~100% lợi nhuận phân phối cho cổ đông (sau khi đã điều chỉnh các khoản cho cổ đông thiểu số, cũng như trích quỹ khen thưởng phúc lợi hàng năm) là phù hợp nhất với phương pháp định giá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

Báo cáo cập nhật VEA

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 (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	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