

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ39,500 (từ VNĐ39,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 18.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/3/2026) **33,400**

Mã Bloomberg VEA VN

Giá cao/thấp 52 tuần (đ) 31,535-40,500

GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ) 33,200

Vốn hóa thị trường (tỷ đ) 44,382

Vốn hóa trị trường (tr.USD) 1,685

Slg CP lưu hành (tr.đv) 1,329

Slg CP NN được sở hữu (tr.đv) 651

Slg CP NN được mua (tr.đv) 632

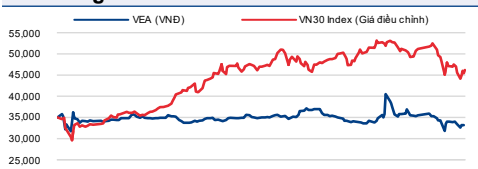
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN 49.0%

Tỷ lệ sở hữu của NN 1.43%

Tỷ lệ freefloat 11.5%

Cổ đông lớn Bộ Công Thương (88.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá**Giá cổ phiếu (%)**

Cổ phiếu thường (5.38) (0.60) (4.57)

So với chỉ số 7.10 7.29 (27.7)

So với ngành - - -

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng) HSC Thị trường % ch.lệch

2026F 4,797 4,995 (4.0)

2027F 4,333 4,717 (8.1)

2028F 4,282 4,718 (9.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VEAM nắm cổ phần tại các liên doanh hàng đầu về sản xuất ô tô và xe máy tại Việt Nam (Honda, Toyota và Ford) và sản xuất máy nông nghiệp

Chuyên viên phân tích**Mai Đoàn Ngọc Hân**

Chuyên viên cao cấp, Ngành Công

han.mdn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

Cơ hội đầu tư hấp dẫn dù triển vọng kém tích cực

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và dự báo cho các năm 2026-2027 sau khi xem xét KQKD gần đây và triển vọng. Chúng tôi tăng nhẹ giá mục tiêu lên 39.500đ (tiềm năng tăng giá 19%).
- Dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 (không đổi) và dự báo lần đầu cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận giảm 13% trong năm nay và giảm 10% mỗi năm 2027, 2028, trong bối cảnh cạnh tranh giá dự kiến sẽ tăng đáng kể giữa các thương hiệu xe xăng và xe điện (chịu áp lực gia tăng từ khủng hoảng năng lượng tại Trung Đông).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua, VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,9 lần, thấp hơn bình quân 5 năm là 7,8 lần, cùng với lợi suất cổ tức (tại thị giá hiện tại) trong 3 năm tới đạt 12-15%. Mức giá hiện tại là cơ hội hấp dẫn để nhà đầu tư tích lũy cổ phiếu.

Sự kiện: Cập nhật và đánh giá triển vọng năm 2026

Mặc dù lợi nhuận thuần năm 2025 của VEA đạt 7.325 tỷ đồng, cao hơn 3% so với dự báo của năm của HSC, nhưng mức tăng trưởng đi ngang là kém tích cực trong bối cảnh doanh thu toàn thị trường ô tô tăng trưởng 27%. Xét sang năm 2026, chúng tôi tiếp tục nhận thấy các yếu tố bất lợi mang tính cấu trúc đối với các liên doanh của VEA trong bối cảnh chính sách điện hóa giao thông tại Việt Nam và khủng hoảng năng lượng xuất phát từ Trung Đông. Ngoài ra, việc Honda Global ghi nhận giảm giá trị dự án xe điện trị giá 15.7 tỷ USD cho thấy triển vọng xe điện của hãng tại Việt Nam còn hạn chế – đây là yếu tố đáng lo ngại khi Honda đóng góp khoảng 79% tổng lợi nhuận của VEA. Chúng tôi lưu ý rằng việc Toyota Việt Nam chuyển hướng nội địa hóa dòng xe hybrid có thể bù đắp phần nào tác động tiêu cực từ Honda nhưng khó có thể bù đắp hoàn toàn.

HSC điều chỉnh nâng dự báo với sản lượng tiêu thụ ô tô mới toàn thị trường Việt Nam năm nay tăng trưởng 18% (trước đó: 9%) đạt 721.668 xe, dẫn dắt bởi VinFast (tăng trưởng 50% theo kế hoạch HKKD của công ty). Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm đáng kể dự báo đối với các liên doanh ô tô của VEA: (1) sản lượng của Honda chỉ tăng trưởng 1%/năm trong giai đoạn dự báo (so với 7-8% trong dự báo trước đó); (2) tăng trưởng sản lượng của Toyota hiện ở mức 8-10%/năm (dự báo trước đó: 12%/năm); và (3) sản lượng của Ford tăng trưởng 6%/năm, cao hơn nhẹ so với dự báo trước đó. Trong khi đó, chúng tôi dự báo sản lượng xe máy Honda giảm lần lượt 11% và 10% trong các năm 2026-2027 (trước đó: giảm 11% và 4%) xuống 2 triệu và 1,8 triệu xe, trước khi tăng trưởng 1% trong năm 2028.

Tác động: Duy trì dự báo các năm 2026-2027; đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

HSC duy trì dự báo cho các năm 2026-2027 với lợi nhuận thuần giảm lần lượt 13% và 10% xuống 6,4 nghìn tỷ đồng và 5,8 nghìn tỷ đồng. Đồng thời, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần đạt 5.718 tỷ đồng, tiếp tục giảm 10%. Các dự báo mới của chúng tôi – thấp hơn nhẹ so với bình quân dự báo thị trường trong tất cả các năm – cho thấy lợi nhuận thuần có tốc độ CAGR 3 năm ở mức -7,9%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua, VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,9 lần, thấp hơn bình quân 5 năm ở mức 7,8 lần, cùng với lợi suất cổ tức 12-15% trong 3 năm tới (tại thị giá hiện tại, dựa trên giả định tỷ lệ chi trả 95%). HSC điều chỉnh tăng nhẹ giá mục tiêu lên 39.500đ (tiềm năng tăng giá 19%) và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. Định giá hấp dẫn là yếu tố giúp bù đắp cho triển vọng tăng trưởng kém tích cực

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 30/3.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	7,026	6,908	6,041	5,457	5,492
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	7,362	7,325	6,406	5,786	5,718
EPS ĐC (đồng)	5,513	5,485	4,797	4,333	4,282
DPS (đồng)	4,658	5,354	5,070	4,498	4,019
BVPS (đồng)	19,753	20,482	19,971	19,276	19,101
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.1	15.3	17.5	19.4	19.3
P/E ĐC (lần)	6.06	6.09	6.96	7.71	7.80
Lợi suất cổ tức (%)	13.9	16.0	15.2	13.5	12.0
P/B (lần)	1.69	1.63	1.67	1.73	1.75
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	18.3	(0.51)	(12.5)	(9.67)	(1.18)
ROAE (%)	28.3	27.4	23.8	22.2	22.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Định giá hấp dẫn dù triển vọng dài hạn kém tích cực

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và tăng nhẹ giá mục tiêu lên 39.500đ (tiềm năng tăng giá 19%), đồng thời giữ nguyên dự báo các năm 2026-2027 với lợi nhuận thuần giảm lần lượt 13% và 10%. Đáng chú ý, chúng tôi nhận thấy lợi nhuận thuần tiếp tục giảm 10% trong dự báo lần đầu cho năm 2028. Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng do cạnh tranh dự báo sẽ gia tăng giữa các hãng xe xăng và xe điện, qua đó gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của các liên doanh của VEA, trong khi khủng hoảng năng lượng đang hình thành càng làm trầm trọng thêm tình hình, có thể làm suy yếu sức mua của người tiêu dùng và kìm hãm nhu cầu ô tô. Mặc dù chúng tôi dự báo tốc độ CAGR của lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 ở mức rất thấp (-7,9%) nhưng định giá hiện tại của VEA vẫn ở mức hấp dẫn, với lợi suất cổ tức 12-15% trong giai đoạn 2026-2028 (tại thị giá hiện tại) và P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,9 lần (thấp hơn bình quân 5 năm ở mức 7,8 lần).

Đánh giá KQKD năm 2025

VEA ghi nhận lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 7.325 tỷ đồng, đi ngang so với năm trước, trong đó lợi nhuận từ các liên doanh (chiếm 91% lợi nhuận thuần) cũng đi ngang ở mức 7.325 tỷ đồng. Trong khi đó, lợi nhuận tài chính – chủ yếu là thu nhập lãi từ lượng tiền mặt lớn của VEA – tăng trưởng 8% đạt 923 tỷ đồng trong năm 2025. KQKD cao hơn nhẹ 3% so với dự báo cả năm của HSC nhờ Toyota và Ford ghi nhận lợi nhuận cao hơn kỳ vọng, trong khi lợi nhuận tài chính sát với dự báo. Vui lòng tham khảo chi tiết trong báo cáo [“Q4/2025: Lợi nhuận thuần giảm 13% so với cùng kỳ, vượt dự báo 17%”](#).

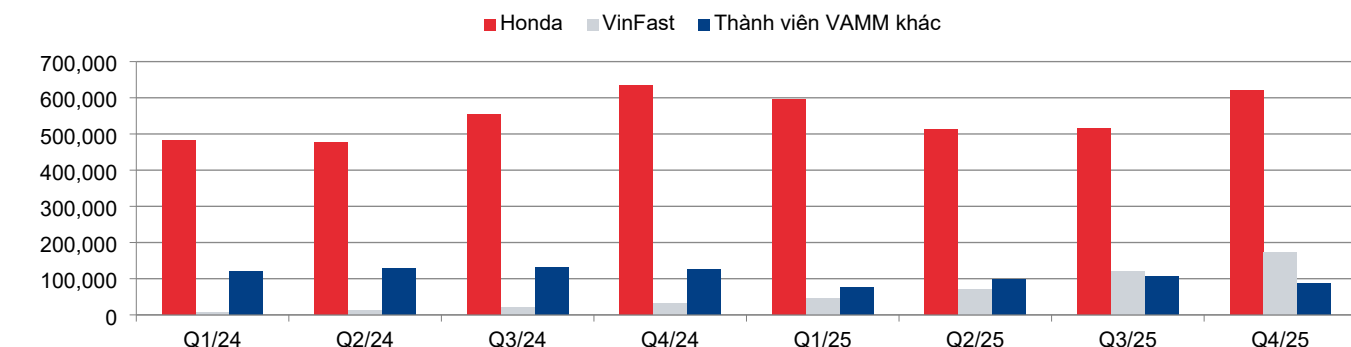
Tuy nhiên, mức vượt dự báo là không đáng kể và chất lượng lợi nhuận vẫn ở mức yếu. Trong bối cảnh thị trường ô tô Việt Nam tăng trưởng mạnh với tổng sản lượng tiêu thụ tăng 27,3% đạt mức kỷ lục 612.260 xe trong năm 2025, việc lợi nhuận từ các liên doanh đi ngang cho thấy mức giảm đáng kể của tỷ suất lợi nhuận và sự dịch chuyển cơ cấu sản phẩm theo hướng kém thuận lợi tại cấp độ liên doanh. Điều này thể hiện rõ tại Honda Việt Nam, khi sản lượng tiêu thụ ô tô chỉ tăng 2%, thấp hơn so với mức tăng 9% của Toyota và 20% của Ford. Lợi nhuận từ Honda đóng góp cho VEA cũng giảm 5% trong năm 2025 do người tiêu dùng trì hoãn mua xe tay ga trong bối cảnh còn nhiều bất định liên quan đến việc triển khai các chính sách loại bỏ xe sử dụng xăng.

Năm 2025, Chỉ thị số 20/CT-TTg đánh dấu bước chuyển mang tính cấu trúc trong khung pháp lý ngành ô tô tại Việt Nam khi đưa ra lộ trình triển khai các khu vực phát thải thấp tại Hà Nội và TP.HCM. Theo đó, xe máy sử dụng xăng và các phương tiện không đạt tiêu chuẩn khí thải sẽ bị hạn chế tại khu vực Vành đai 1 của Hà Nội từ tháng 7/2026, sau đó mở rộng dần sang ô tô cá nhân sử dụng nhiên liệu hóa thạch trong phạm vi Vành đai 1-2 từ tháng 1/2028 và tiến tới bao phủ toàn bộ khu vực Vành đai 3 vào năm 2030. Trong khi đó, TP.HCM áp dụng lộ trình thận trọng hơn, theo đó các nền tảng gọi xe sẽ ngừng tiếp nhận xe máy chạy xăng từ đầu năm 2026, với mục tiêu điện hóa toàn bộ đội xe vào cuối năm 2028.

Trước những thay đổi mang tính cấu trúc này, xe máy Honda cũng mất thị phần vào tay xe máy điện VinFast. Sản lượng xe máy Honda tăng trưởng 4,6% đạt 2,2 triệu xe trong năm 2025, với thị phần (tính theo sản lượng) tại Việt Nam giảm xuống mức 66% so với 73% trong năm 2024, trong khi sản lượng xe máy VinFast tăng trưởng 5,5 lần đạt 406.453 xe, qua đó nâng thị phần lên mức 12% so với 2% trong năm 2024.

Biểu đồ 1: Doanh số bán xe máy theo quý, Việt Nam

Honda và các nhà sản xuất xe máy chạy xăng khác đang dần mất thị phần trước sự phát triển mạnh mẽ của VinFast.



Nguồn: VAMM, Honda, VinFast, HSC

Cập nhật triển vọng năm 2026

Tốc độ chuyển đổi sang xe điện dự báo sẽ tăng nhanh trong bối cảnh khủng hoảng năng lượng năm 2026

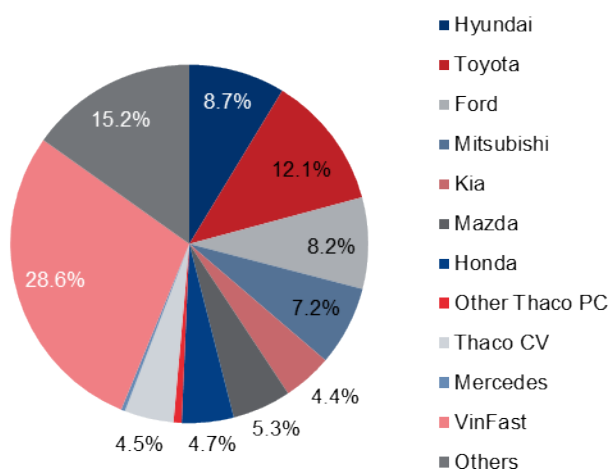
Trong năm 2026, xung đột leo thang tại Trung Đông đã làm gia tăng mức độ quyết liệt trong định hướng chính sách phát triển xe điện. Trong bối cảnh giá dầu Brent vượt 100 USD/thùng và giá xăng trong nước tăng từ cuối tháng 2/2026, an ninh năng lượng đã trở thành ưu tiên hàng đầu của Chính phủ. Ngày 19/3, Thủ tướng Phạm Minh Chính đã ký ban hành Chỉ thị 09/CT-TTg, qua đó tăng cường thúc đẩy tiết kiệm năng lượng và phát triển giao thông điện hóa. Chỉ thị đặt mục tiêu ít nhất 50% phương tiện giao thông công cộng tại khu vực đô thị sẽ là phương tiện điện hoặc sử dụng năng lượng xanh vào năm 2030, đồng thời giao các bộ ngành xây dựng cơ chế khuyến khích liên quan đến xe điện trước tháng 6/2026, quy định về tái chế pin trong Q3/2026 và khung chính sách cấp tỉnh nhằm thúc đẩy đầu tư trạm sạc trước tháng 9/2026. Đáng chú ý, trong Chỉ thị này, rủi ro gián đoạn nguồn cung năng lượng do yếu tố địa chính trị được xác định là một động lực chính, qua đó gắn trực tiếp quá trình chuyển đổi sang xe điện với mục tiêu đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia.

HSC cho rằng Chỉ thị này nhìn chung mang lại tác động hỗ trợ đối với các nhà sản xuất thuần xe điện và các doanh nghiệp trong hệ sinh thái, đặc biệt là những đơn vị đã sẵn sàng về sản phẩm và hạ tầng trạm sạc tại Việt Nam. VinFast là bên hưởng lợi rõ ràng nhất trong nước với thị phần theo sản lượng đạt 29% và 150.000 cổng sạc trong năm 2025. Trong khi đó, các thương hiệu tập trung vào xe điện khác như BYD và Wuling cũng có thể hưởng lợi nếu các cơ chế ưu đãi trở nên cụ thể hơn và phạm vi triển khai được mở rộng ra ngoài lĩnh vực giao thông công cộng. Tuy nhiên, không nên đánh giá quá cao tác động trong ngắn hạn. Ở giai đoạn hiện tại, Chỉ thị chủ yếu mang tính định hướng chính sách và vẫn cần được cụ thể hóa thông qua các cơ chế ưu đãi chi tiết, phát triển hạ tầng và triển khai ở cấp địa phương. Chúng tôi cho rằng các mốc thời gian từ tháng 6 đến tháng 9/2026 của các bộ ngành sẽ là những điểm cần theo dõi để đánh giá mức độ cụ thể của chính sách.

Trong nhóm các hãng OEM truyền thống, Toyota có vị thế thuận lợi hơn so với các doanh nghiệp tập trung vào xe xăng nhờ danh mục xe hybrid ngày càng mở rộng và khoản đầu tư 360 triệu USD để xây dựng dây chuyền lắp ráp xe hybrid tại Việt Nam vào năm 2027. Thuế Tiêu thụ Đặc biệt sửa đổi – có hiệu lực từ tháng 1/2026, áp dụng mức ưu đãi 30% cho xe hybrid so với các dòng xe xăng tương đương – đang tạo động lực đáng kể cho chiến lược nội địa hóa xe hybrid của Toyota. Ngược lại, các hãng có mức độ tham gia hạn chế vào mảng hybrid hoặc xe điện, đặc biệt là Honda – vốn vẫn tập trung vào dòng xe sedan tại Việt Nam – sẽ đối mặt với việc năng lực cạnh tranh suy giảm dần khi chính sách và hành vi tiêu dùng ngày càng chuyển dịch rõ rệt sang phương tiện điện hóa.

Biểu đồ 2: Thị phần tiêu thụ ô tô năm 2025, Việt Nam

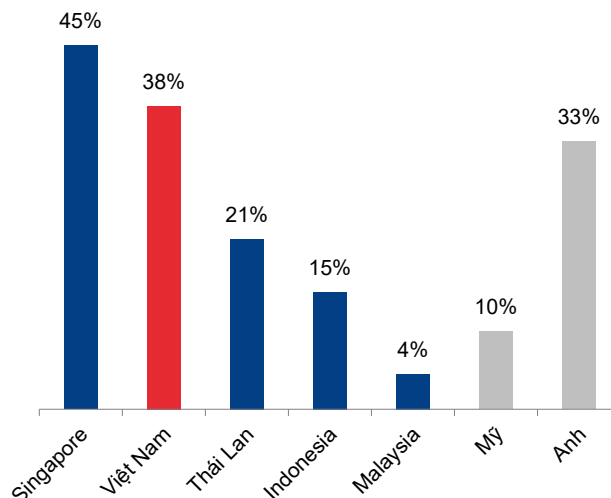
VinFast duy trì thị phần số 1 thị trường với 28,6%



Nguồn: VAMA, Hyundai Thanh Cong, Cục Đăng kiểm Việt Nam, VinFast, HSC

Biểu đồ 3: Tỷ trọng xe điện (EV) trong tổng doanh số bán xe ô tô mới (năm 2025).

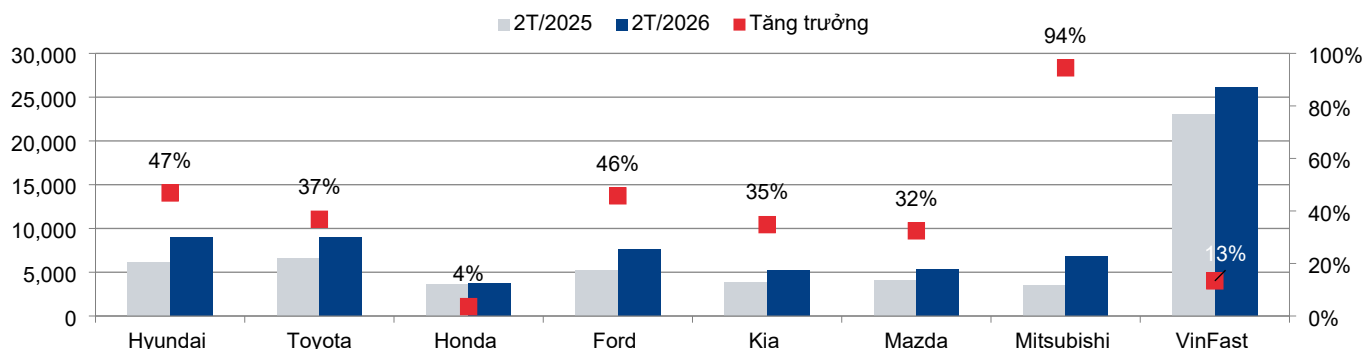
Việt Nam đạt tỷ trọng 38%



Nguồn: IEA, HSC

Biểu đồ 4: Doanh số xe ô tô 2 tháng đầu năm 2026 của các hãng lớn (xe), Việt Nam

Trong 2 tháng đầu năm 2026, Mitsubishi dẫn đầu tăng trưởng 94% so với cùng kỳ từ mức nền thấp, trong khi Vinfast duy trì vị trí số 1



Nguồn: VAMA, Hyundai Thành Công, Cục Đăng kiểm Việt Nam, VinFast, HSC

Honda Global đang hụt hơi trong cuộc cạnh tranh về xe điện với các hãng Trung Quốc

Ở cấp độ toàn cầu, Honda đã ghi nhận khoản chi phí và thua lỗ lên tới 15,7 tỷ USD liên quan đến các dự án xe điện trong tháng 3/2026 và hủy kế hoạch sản xuất các mẫu xe điện trong năm 2026. Việc Honda Global thu hẹp mức độ hiện diện trong cuộc cạnh tranh về xe điện cho thấy Honda Việt Nam nhiều khả năng sẽ chưa đẩy mạnh phát triển xe điện trong ngắn hạn. Đồng thời, việc Honda Global tập trung vào tái cơ cấu chi phí cũng cho thấy phân bổ vốn cho sản xuất xe điện tại Việt Nam không phải là ưu tiên. Điều này khiến Honda Việt Nam tiếp tục phụ thuộc vào các dòng xe sedan truyền thống và danh mục xe hybrid còn hạn chế. Xu hướng tương tự cũng đang xuất hiện ở mảng xe máy – động lực lợi nhuận chính của VEA. Trong 2 tháng đầu năm 2026, sản lượng tiêu thụ xe máy Honda giảm 6% xuống 371.671 xe và xu hướng giảm có thể tiếp diễn trong các tháng tới trong bối cảnh nhu cầu suy yếu do tác động từ chính sách và khủng hoảng năng lượng.

Đối với VEA, khi lợi nhuận từ liên doanh phụ thuộc lớn vào Honda Việt Nam (chiếm 88% trong năm 2025), những khó khăn của Honda ở cấp độ toàn cầu có thể là yếu tố

bất lợi đáng kể, và chiến lược chuyển dịch sang xe hybrid của Toyota Việt Nam khó có thể bù đắp hoàn toàn cho tác động tiêu cực này.

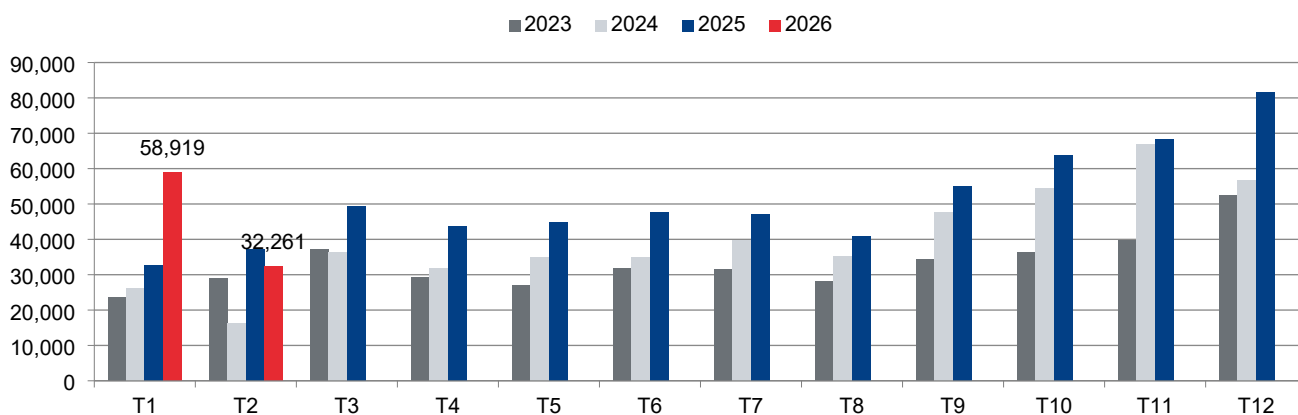
Dự báo sản lượng tiêu thụ ô tô tại Việt Nam tăng trưởng 18% trong năm 2026

Trong 2 tháng đầu năm 2026, toàn thị trường tăng trưởng 30%, đạt 91.180 xe, nhờ các chương trình khuyến mãi mạnh từ các hãng, đặc biệt đối với các dòng xe hybrid trong bối cảnh ngành đang chuyển dịch sang xe điện. HSC dự báo đà tăng trưởng của thị trường sẽ tiếp tục duy trì trong năm 2026 nhờ các hãng xe thích ứng với những thay đổi mang tính cấu trúc và nhu cầu tiêu dùng dần phục hồi.

Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ toàn ngành năm 2026 đạt 721.668 xe, tăng trưởng 18% (so với dự báo trước đó là 668.747 xe, tăng trưởng 9%), trong đó VinFast đóng góp 262.649 xe (theo kế hoạch HĐKD của công ty), tăng trưởng 50% (dự báo trước đó: 225.000 xe, tăng trưởng 29%), và các hãng khác đạt tổng cộng 459.019 xe, tăng trưởng 5% (dự báo trước đó: 443.747 xe, tăng trưởng 2%).

Biểu đồ 5: Doanh số bán ô tô hàng tháng, Việt Nam

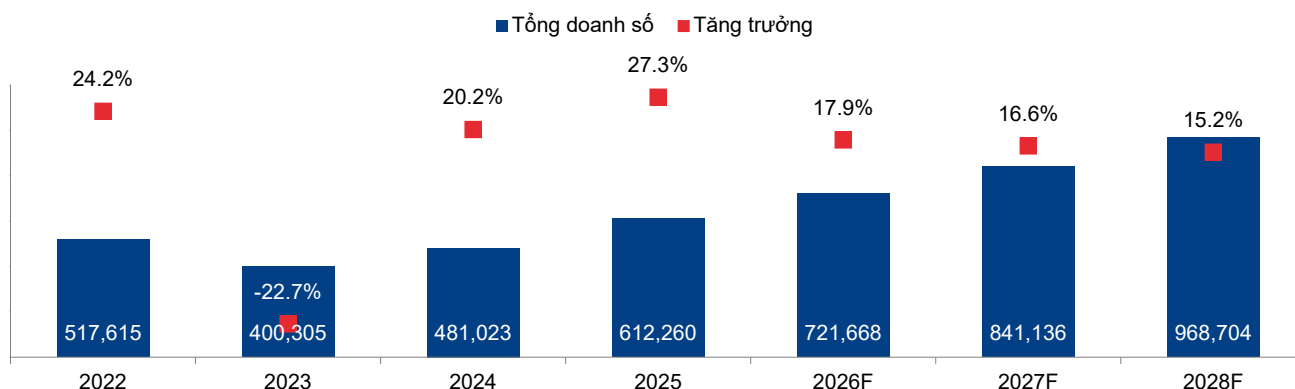
Tổng thị trường tăng trưởng 30% so với cùng kỳ lên 91.180 xe trong 2 tháng đầu năm 2026



Nguồn: VAMA, Hyundai Thanh Cong, Cục Đăng kiểm Việt Nam, VinFast, HSC

Biểu đồ 6: Tổng doanh số ô tô thực tế và dự báo, Việt Nam

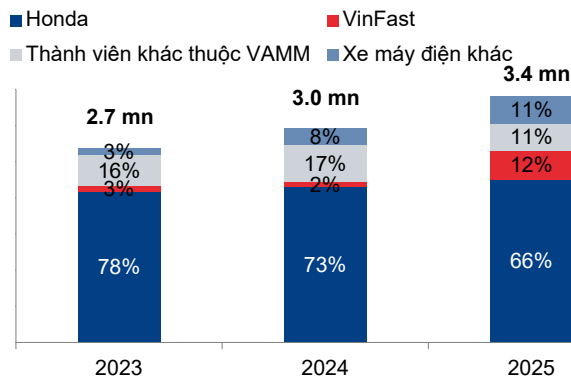
HSC dự báo tăng trưởng ngành trong năm 2026 đạt 18% với 721.668 xe được bán ra



Nguồn: VAMA, Hyundai Thanh Cong, Cục Đăng kiểm Việt Nam, VinFast, HSC

Biểu đồ 7: Thị phần xe máy, Việt Nam

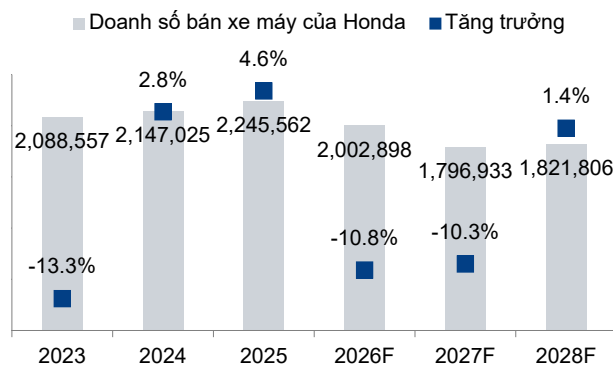
Xe máy điện nhanh chóng gia tăng thị phần trong năm 2025, nhờ hưởng lợi từ các chính sách hỗ trợ thuận lợi



Note: e-2W includes electric bicycles.
Nguồn: Motorcycledata, Honda, VAMA, VinFast, HSC

Biểu đồ 8: Doanh số bán xe của Honda thực tế và dự báo, VN

Chúng tôi dự báo doanh số bán xe máy của Honda sẽ giảm 11% trong năm 2026



Nguồn: Honda, HSC

Bảng 9: Điều chỉnh dự báo doanh số tiêu thụ, các liên doanh VEA

HSC hạ 2-6% ước tính doanh số bán ô tô trong giai đoạn 2026-2027, trong khi gần như giữ nguyên dự báo doanh số xe máy

Xe	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2025A	2025F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2025F	2026F	2027F
Xe máy Honda	2,246	2,173	1,943	1,867	2,003	1,797	1,822	3.3%	3.1%	-3.7%
Ô tô	151,123	149,412	164,344	179,517	160,194	171,463	182,851	1.1%	-2.5%	-6.3%
Toyota	71,954	74,460	83,395	93,403	77,710	85,481	93,175	-3.4%	-6.8%	-8.5%
Honda	28,719	28,560	30,845	33,004	29,006	29,296	29,589	0.6%	-6.0%	-11.2%
Ford	50,450	46,393	50,104	53,110	53,477	56,686	60,087	8.7%	6.7%	6.7%
Tăng trưởng										
Xe máy Honda	4.6%	1.2%	-10.6%	-3.9%	-10.8%	-10.3%	1.4%			
Ô tô	9.4%	8.2%	10.0%	9.2%	6.0%	7.0%	6.6%			
Toyota	6.3%	10.0%	12.0%	12.0%	8.0%	10.0%	9.0%			
Honda	1.6%	1.0%	8.0%	7.0%	1.0%	1.0%	1.0%			
Ford	19.6%	10.0%	8.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%			

Nguồn: HSC

HSC điều chỉnh giảm lần lượt 3% và 6% dự báo đối với các liên doanh ô tô của VEA trong các năm 2026-2027. Đối với Honda, chúng tôi hiện dự báo sản lượng chỉ tăng trưởng khiêm tốn 1%/năm trong giai đoạn 2026-2028, đạt lần lượt 29.006, 29.296 và 29.589 xe (thấp hơn so với dự báo trước đó cho các năm 2026-2027 là 30.845-33.004 xe, tương ứng tăng trưởng 7-8%). Đối với Toyota, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tăng trưởng lần lượt 8%, 10% và 9%, đạt 77.710, 85.481 và 93.175 xe trong cùng giai đoạn (thấp hơn so với mức tăng trưởng 12%/năm trong dự báo trước đó, tương ứng 83.395-93.403 xe trong các năm 2026-2027). Trong khi đó, Ford được dự báo tăng trưởng 6%/năm đạt lần lượt 53.477, 56.685 và 60.086 xe trong giai đoạn 2026-2028 (tăng so với mức 50.104-53.110 xe trong các năm 2026-2027 theo dự báo trước đó).

Dự báo sản lượng tiêu thụ xe máy Honda giảm 11% trong năm 2026

Trong bối cảnh triển vọng kém tích cực đối với xe máy chạy xăng và thiếu vắng danh mục xe điện đủ sức cạnh tranh trong ngắn hạn, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ xe máy Honda sẽ giảm lần lượt 11% và 10% trong các năm 2026-2027 (dự báo trước đó: giảm 11% và 4%) xuống 2 triệu và 1,8 triệu xe, trước khi tăng nhẹ 1% trong năm 2028.

Mặc dù đã bắt đầu thương mại hóa xe máy điện trong năm 2025 với hai mẫu xe (ICON e: và CUV e:), danh mục sản phẩm của Honda vẫn còn hạn chế. Với việc chỉ ra mắt thêm một mẫu e-2W mới (UC3) vào đầu tháng 1/2026, tổng số mẫu xe điện của hãng trong năm chỉ ở mức ba mẫu. Điều này trái ngược với chiến lược mở rộng thị phần mạnh mẽ của VinFast – doanh nghiệp trong nước hiện sở hữu danh mục 10 mẫu xe máy điện đa dạng và có kế hoạch ra mắt thêm 7 mẫu mới trong năm 2026.

Duy trì dự báo các năm 2026–2027; đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

Mặc dù KQKD năm 2025 cao hơn nhẹ so với dự báo nhưng HSC nhận thấy triển vọng kém tích cực đối với các liên doanh của VEA trong các năm 2026-2027; theo đó chúng tôi duy trì dự báo thận trọng cho các năm này với lợi nhuận thuần giảm lần lượt 13% và 10% xuống 6.406 tỷ đồng và 5.786 tỷ đồng. Đồng thời, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần đạt 5.718 tỷ đồng (giảm 10%), tương ứng tốc độ CAGR giai đoạn 2025-2028 ở mức -7,9%.

Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng do cạnh tranh ngày càng gia tăng giữa các hãng xe xăng truyền thống và xe điện, gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của các liên doanh, đồng thời tác động tiêu cực từ khủng hoảng năng lượng đang hình thành cũng góp phần làm suy yếu sức mua của người tiêu dùng và kìm hãm nhu cầu ô tô trong ngắn và trung hạn tại Việt Nam.

HSC dự báo cổ tức tiền mặt trong 3 năm tới đạt 4.498-5.354đ/cp, dựa trên giả định tỷ lệ chi trả 95% mỗi năm (thấp hơn mức bình quân 99% trước đây của VEA), tương ứng lợi suất cổ tức 12-15%/năm (tại thị giá hiện tại).

Bảng 10: Điều chỉnh dự báo 2026-2027, VEA

HSC duy trì quan điểm thận trọng và hầu như giữ nguyên ước tính cho giai đoạn 2026-2027

Tỷ đồng	2025A	2025F	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh		
			2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận từ các liên doanh	6,625	6,423	5,832	5,479	5,864	5,276	5,308	3.1%	0.6%	-3.7%
Lợi nhuận tài chính	925	917	814	763	805	750	648	0.8%	-1.1%	-1.7%
Lợi nhuận thuần	7,325	7,008	6,314	5,899	6,406	5,786	5,718	4.5%	1.5%	-1.9%
Tăng trưởng										
Lợi nhuận từ các liên doanh	-1.6%	-4.6%	-9.2%	-6.1%	-11.5%	-10.0%	-10.0%			
Lợi nhuận tài chính	8.8%	7.9%	-11.3%	-6.3%	-13.0%	-6.8%	-6.8%			
Lợi nhuận thuần	-0.5%	-4.8%	-9.9%	-6.6%	-12.5%	-9.7%	-9.7%			

Nguồn: HSC

Tăng giá mục tiêu lên 39.500đ; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng (tiềm năng tăng giá 19%)

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng nhẹ giá mục tiêu của VEA lên 39.500đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. Giá mục tiêu mới tương ứng tiềm năng tăng giá 19% và P/E các năm 2026-2027 lần lượt 8,2 lần và 9,1 lần.

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp chiết khấu cổ tức (DDM) để định giá VEA, dựa trên dòng cổ tức tiền mặt ổn định. Các giả định chính trong mô hình định giá bao gồm:

- Lãi suất phi rủi ro 4,0% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (không đổi) và hệ số beta 1,0 (không đổi). Theo đó, chi phí vốn CSH giữ nguyên ở mức 12,8%.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn 1,0% (không đổi).
- Thời điểm định giá tại cuối năm 2026.

Bảng 11: Tính toán chi phí vốn CSH, VEA

Chi phí vốn CSH không đổi ở mức 12.8%

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	1.0
Chi phí vốn CSH	12.8%

Nguồn: HSC

Bảng 12: Định giá DDM, VEA

Giá mục tiêu dựa theo tính toán của chúng tôi là 39.500đ

	Năm	Cổ tức (đồng/CP)	Giá trị dài hạn (đồng)	Giá trị hiện tại (đồng)
0	2026	5,354		5,354
1	2027	5,070		4,496
2	2028	4,498		3,538
3	2029	4,019	34,545	26,905
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		1.0%		
Chi phí vốn CSH		12.8%		
Giá trị nội tại				40,293
Chiết khấu				-753
Giá mục tiêu				39,500

Nguồn: HSC

Bảng 13: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, VEA

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1%

Đồng	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro					
		0.0%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	0.0%	40,100	38,700	37,400	36,200	35,100	
	0.5%	41,300	39,800	38,400	37,200	36,000	
	1.0%	42,700	41,000	39,500	38,200	36,900	
	1.5%	44,100	42,400	40,700	39,300	37,900	
	2.0%	45,700	43,800	42,000	40,400	39,000	

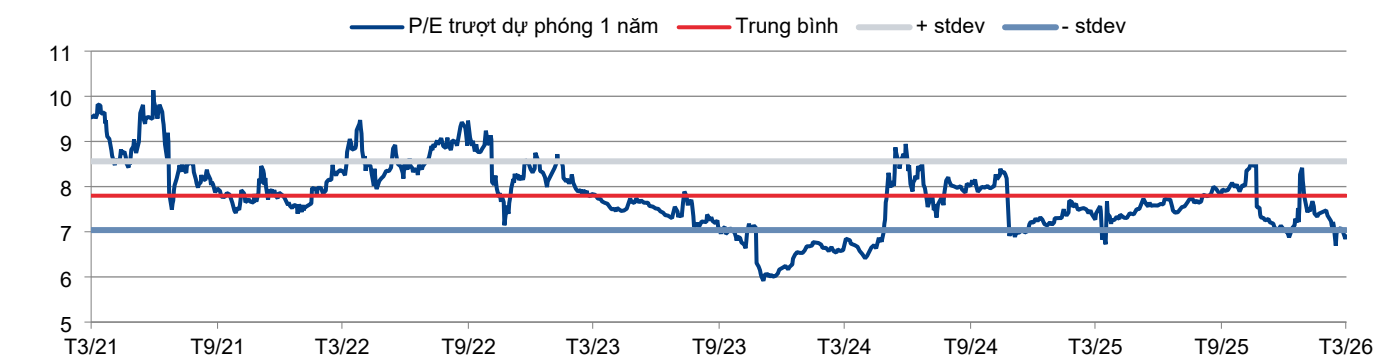
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua, VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,9 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm ở mức 7,8 lần, đồng thời duy trì lợi suất cổ tức cao 12-15% trong 3 năm tới như đã đề cập. Với mức định giá hấp dẫn hiện tại, VEA vẫn là cơ hội đầu tư an toàn trong bối cảnh thị trường biến động, nhờ đặc tính phòng thủ của cổ phiếu.

Biểu đồ 14: P/E trượt dự phóng 1 năm, VEA

VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,9 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm ở mức 7,8 lần



Nguồn: Fiinpro, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	4,103	4,466	4,600	4,738	4,880
Lợi nhuận gộp	626	684	667	687	708
Chi phí BH&QL	(575)	(638)	(688)	(708)	(730)
Thu nhập khác	6,730	6,625	5,864	5,276	5,308
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	6,780	6,670	5,843	5,255	5,286
Lãi vay thuần	850	925	805	750	648
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(4.28)	3.68	0	0	0
LNTT	7,626	7,599	6,648	6,005	5,934
Chi phí thuế TNDN	(193)	(204)	(181)	(163)	(161)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(70.5)	(70.5)	(61.7)	(55.7)	(55.0)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	7,362	7,325	6,406	5,786	5,718
Lợi nhuận thuần ĐC	7,326	7,288	6,374	5,757	5,689
EBITDA ĐC	7,026	6,908	6,041	5,457	5,492
EPS (đồng)	5,541	5,512	4,821	4,355	4,303
EPS ĐC (đồng)	5,513	5,485	4,797	4,333	4,282
DPS (đồng)	4,658	5,354	5,070	4,498	4,019
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,329	1,329	1,329	1,329	1,329
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,329	1,329	1,329	1,329	1,329
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,329	1,329	1,329	1,329	1,329

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	412	400	405	166	185
Đầu tư ngắn hạn	13,098	13,766	12,879	13,028	12,687
Phải thu khách hàng	3,832	4,300	4,370	3,553	3,660
Hàng tồn kho	1,251	1,151	1,376	1,418	1,460
Các tài sản ngắn hạn khác	129	137	141	145	149
Tổng tài sản ngắn hạn	18,722	19,754	19,171	18,311	18,142
TSCĐ hữu hình	1,347	1,211	1,127	1,042	955
TSCĐ vô hình	76.4	75.7	85.6	96.4	108
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	600	648	690	711	732
Đầu tư vào Cty LD,LK	6,703	6,757	6,758	6,758	6,758
Tài sản dài hạn khác	95.7	97.4	105	109	115
Tổng tài sản dài hạn	8,821	8,788	8,765	8,717	8,668
Tổng cộng tài sản	27,543	28,542	27,936	27,027	26,810
Nợ ngắn hạn	127	108	112	116	119
Phải trả người bán	340	299	368	379	390
Nợ ngắn hạn khác	682	773	773	773	773
Tổng nợ ngắn hạn	1,244	1,274	1,348	1,362	1,377
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	40.9	38.2	38.2	38.2	38.2
Nợ dài hạn khác	9.95	12.8	12.8	12.8	12.8
Tổng nợ dài hạn	50.8	51.1	51.1	51.1	51.1
Tổng nợ phải trả	1,295	1,325	1,399	1,413	1,428
Vốn chủ sở hữu	26,248	27,217	26,538	25,614	25,382
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	26,248	27,217	26,538	25,614	25,382
Tổng nợ phải trả và VCSH	27,543	28,542	27,936	27,027	26,810
BVPS (đ)	19,753	20,482	19,971	19,276	19,101
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(285)	(292)	(293)	(50.4)	(65.6)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	6,780	6,670	5,843	5,255	5,286
Khấu hao	(246)	(237)	(197)	(202)	(206)
Lãi vay thuần	850	925	805	750	648
Thuế TNDN đã nộp	(278)	(203)	(181)	(163)	(161)
Thay đổi vốn lưu động	(50.5)	108	654	632	199
Khác	(146)	(177)	0	0	0
LCT thuần từ HKKD	(190)	(81.5)	1,423	1,370	841
Đầu tư TS dài hạn	-	-	-	-	-
Góp vốn & đầu tư	(81.1)	(107)	(128)	(132)	(136)
Thanh lý	0.21	3.72	0	0	0
Khác	7,076	6,400	5,820	5,256	5,287
LCT thuần từ HĐĐT	6,996	6,297	5,692	5,124	5,151
Cổ tức trả cho CSH	(6,738)	(6,208)	(7,115)	(6,737)	(5,977)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(15.7)	(70.7)	4.30	3.37	3.47
Khác	0	51.5	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(6,753)	(6,227)	(7,110)	(6,733)	(5,973)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	358	412	400	405	166
LCT thuần trong kỳ	52.2	(11.4)	4.75	(239)	18.7
Ảnh hưởng của tỷ giá	1.14	(0.02)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	412	400	405	166	185
Dòng tiền tự do	(190)	(81.5)	1,423	1,370	841

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	15.2	15.3	14.5	14.5	14.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	171	155	131	115	113
Tỷ suất LNT (%)	179	164	139	122	117
Thuế TNDN hiện hành (%)	2.53	2.69	2.72	2.72	2.72
Tăng trưởng doanh thu (%)	7.80	8.83	3.00	3.00	3.00
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	24.4	(1.68)	(12.6)	(9.67)	0.65
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	18.3	(0.51)	(12.5)	(9.67)	(1.18)
Tăng trưởng EPS (%)	18.7	(0.51)	(12.5)	(9.67)	(1.18)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	18.3	(0.51)	(12.5)	(9.67)	(1.18)
Tăng trưởng DPS (%)	(7.49)	14.9	(5.31)	(11.3)	(10.6)
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	84.1	97.1	105	103	93.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	28.3	27.4	23.8	22.2	22.4
ROACE (%)	26.0	24.9	21.7	20.1	20.7
Vòng quay tài sản (lần)	0.15	0.16	0.16	0.17	0.18
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(0.03)	(0.01)	0.24	0.26	0.16
Số ngày tồn kho	131	111	128	128	128
Số ngày phải thu	402	415	406	320	320
Số ngày phải trả	35.7	28.8	34.2	34.2	34.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(1.01)	(1.02)	(1.05)	(0.14)	(0.20)
Nợ/tài sản (%)	0.53	0.43	0.46	0.48	0.50
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
Chỉ số TT hiện thời (lần)	15.0	15.5	14.2	13.4	13.2
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	25.8	23.7	23.0	22.4	21.7
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.1	15.3	17.5	19.4	19.3
P/E (lần)	6.03	6.06	6.93	7.67	7.76
P/E ĐC (lần)	6.06	6.09	6.96	7.71	7.80
P/B (lần)	1.69	1.63	1.67	1.73	1.75
Lợi suất cổ tức (%)	13.9	16.0	15.2	13.5	12.0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
 Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
 76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
 T: (+84 28) 3823 3299
 F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
 16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
 T: (+84 24) 3933 4693
 F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn