

Trần Thị Thu Nga, CFA
Chuyên Viên, Ngành Công Nghiệp
nga.ttthu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Võ Thị Ngọc Hân, CFA
Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Ngành ô tô: Năm 2024 có vẻ lại là một năm ảm đạm

- Doanh số bán ô tô khởi đầu kém tích cực trong Q1/2024, giảm 20% so với cùng kỳ xuống 68.968 xe. Chúng tôi lưu ý rằng nhu cầu ô tô là một chỉ báo trễ của nền kinh tế (mới chỉ đang trong giai đoạn đầu hồi phục).
- Việc miễn 50% phí trước bạ đối với xe lắp ráp trong nước một lần nữa đang được Bộ Tài chính xem xét (trước khi trình Thủ tướng Chính phủ phê duyệt lần cuối) để hỗ trợ các nhà sản xuất trong nước.
- Mặc dù triển vọng của ngành trong năm nay ảm đạm, HSC vẫn nhận thấy các cơ hội đầu tư từ các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị. HSC khuyến nghị Tăng tỷ trọng (hạ khuyến nghị từ Mua vào do định giá) đối với doanh nghiệp có lợi suất cổ tức cao VEA (giá mục tiêu 44.400đ, tiềm năng tăng giá 19%) cho NĐT tìm kiếm giá trị và cả doanh nghiệp phân phối ô tô HAX (giá mục tiêu 16.400đ, tiềm năng tăng giá 15%) cho NĐT theo đuổi tăng trưởng.

Doanh số bán xe ảm đạm trong Q1/2024

Doanh số bán xe Q1/2024 giảm 20% so với cùng kỳ xuống 68.968 xe (dữ liệu từ VAMA, Hyundai và Mercedes). Chúng tôi lưu ý rằng nhu cầu ô tô là một chỉ báo trễ của nền kinh tế (mới chỉ đang trong giai đoạn đầu hồi phục). Nhu cầu cũng có xu hướng giảm sau một thời gian áp dụng chính sách hỗ trợ (giảm 50% lệ phí trước bạ trong nửa cuối năm 2023).

Doanh số bán xe phân khúc cao cấp có mức giảm nhỏ hơn, giảm 10% so với cùng kỳ xuống 1.908 xe. Tuy nhiên, điều này chủ yếu là do so với mức nền thấp của năm ngoái. Lưu ý, năm ngoái, doanh số bán xe phân khúc cao cấp đã giảm mạnh 42% so với cùng kỳ (so với mức giảm 25% của toàn ngành).

Dự báo doanh số bán xe giảm 10% so với năm ngoái

Với tình hình ảm đạm trong Q1/2024 và nền kinh tế phục hồi thấp hơn dự kiến (tăng trưởng tín dụng Q1/2024 chỉ đạt 0,9% so với đầu năm, cho thấy tỷ lệ hấp thụ tín dụng của nền kinh tế yếu). HSC dự báo, nếu không có chính sách hỗ trợ, doanh số bán xe toàn ngành sẽ giảm 10% so với năm ngoái xuống 335.435 xe.

Tuy nhiên, việc miễn 50% phí trước bạ đối với xe lắp ráp trong nước một lần nữa đang được Bộ Tài chính xem xét (trước khi trình Thủ tướng Chính phủ phê duyệt lần cuối) để hỗ trợ các nhà sản xuất trong nước. Nếu chính sách này có hiệu lực trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh số bán xe của ngành sẽ có đi ngang so với năm ngoái (và tăng trưởng trở lại trong năm 2025).

Khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VEA và HAX

Mặc dù triển vọng của ngành trong năm nay ảm đạm, HSC vẫn nhận thấy cơ hội đầu tư từ các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị. Chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng (hạ khuyến nghị từ Mua vào do định giá) đối với doanh nghiệp có lợi suất cổ tức cao VEA (giá mục tiêu 44.400đ), có lợi nhuận được thúc đẩy phần lớn nhờ mảng xe máy ổn định, và đối với doanh nghiệp phân phối xe Mercedes HAX (giá mục tiêu 16.400đ), với lợi nhuận dự kiến phục hồi mạnh mẽ trong năm nay (nhờ mảng phân phối xe MG đang được mở rộng). VEA đang có định giá rẻ cho NĐT tìm kiếm giá trị, với lợi suất cổ tức ổn định, cao hơn gấp đôi lãi suất tiền gửi, trong khi HAX được xem là phù hợp hơn cho những NĐT theo đuổi tăng trưởng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 17/5.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
HAX	14,250	Tăng tỷ trọng	-	16,400	-	15.1	12.3	8.53	9.39	7.38	3.51	7.02
VEA	37,300	Tăng tỷ trọng	-	44,400	-	19.0	8.30	7.64	19.3	17.5	11.8	11.6

Giá cổ phiếu tại ngày 14/5/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Vẫn còn giá trị đầu tư trong ngành ô tô bất chấp kinh tế phục hồi chậm chạp 3

Doanh số bán xe Q1/2024 giảm 20% so với cùng kỳ 3

Thêm một năm ảm đạm: Doanh số bán xe dự báo giảm 10% so với năm ngoái 4

Tập trung vào phân khúc cao cấp: Doanh số bán xe Q1/2024 giảm 10% 5

Định giá và khuyến nghị 5

Báo cáo thành phần

Tổng CTCP Máy động lực và máy nông nghiệp Việt Nam (VEA) 6

CTCP Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh (HAX) 12

Vẫn còn giá trị đầu tư trong ngành ô tô bất chấp kinh tế phục hồi chậm chạp

Ngành ô tô có thể sẽ phải đối mặt với một năm yếu kém nữa, với doanh số bán xe dự báo giảm 10% so với năm ngoái (kịch bản cơ sở, không có bất kỳ hỗ trợ nào của chính phủ). Tuy nhiên, trong bối cảnh triển vọng ảm đạm này, HSC vẫn nhận thấy những cơ hội đầu tư tốt vào VEA (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 44.400đ, tiềm năng tăng giá 19%) và HAX (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 16.400đ, tiềm năng tăng giá 15%) vì cả hai đều có những câu chuyện riêng khiến hai doanh nghiệp này nổi bật hơn so với các doanh nghiệp khác cùng ngành.

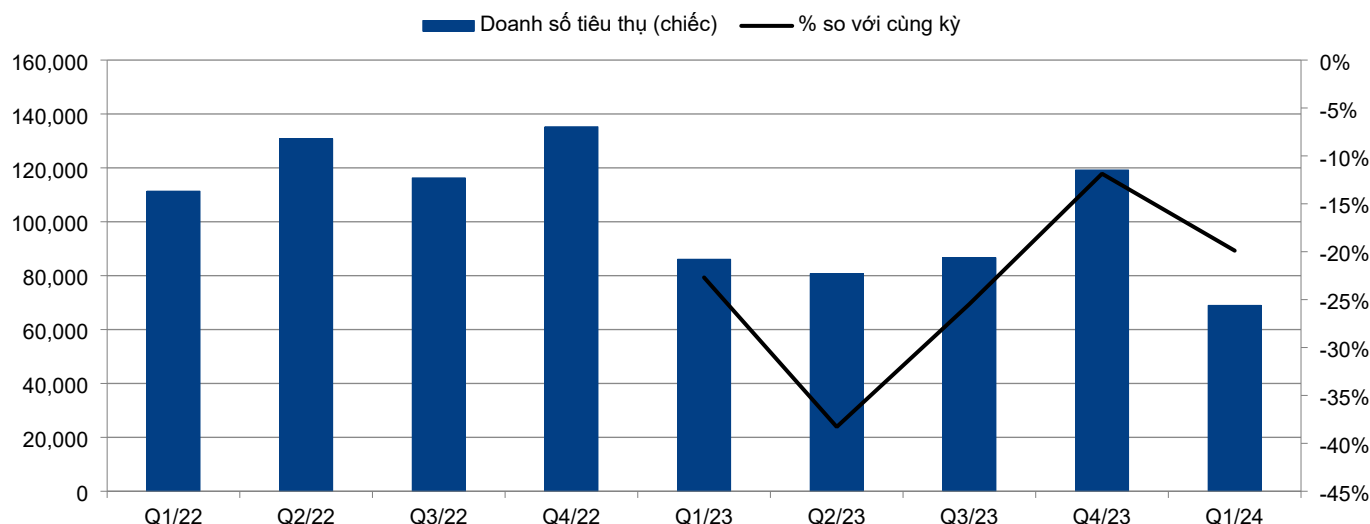
Doanh số bán xe Q1/2024 giảm 20% so với cùng kỳ

Doanh số bán xe Q1/2024 giảm 20% so với cùng kỳ xuống 68.968 xe (dữ liệu từ Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA), Hyundai và Mercedes). Chúng tôi lưu ý rằng nhu cầu ô tô là một chỉ báo trễ của nền kinh tế đang trong giai đoạn đầu hồi phục. Như vậy, các chương trình khuyến mãi và lãi suất thấp dường như không giúp ích được gì.

Lưu ý rằng trong nửa cuối năm 2023, chính phủ đã miễn giảm 50% phí trước bạ đối với xe lắp ráp trong nước. Điều này đã giúp doanh số bán xe trong kỳ tăng nhưng có khả năng dẫn đến sự sụt giảm trong kỳ tiếp theo, như đã thấy trong các lần giảm phí trước đó.

Biểu đồ 1: Doanh số tiêu thụ ô tô theo quý (chiếc), Việt Nam

Doanh số tiêu thụ ô tô trong Q1/2024 giảm 20% so với cùng kỳ, đánh dấu tháng thứ 5 liên tiếp ghi nhận doanh số tiêu thụ giảm so với cùng kỳ



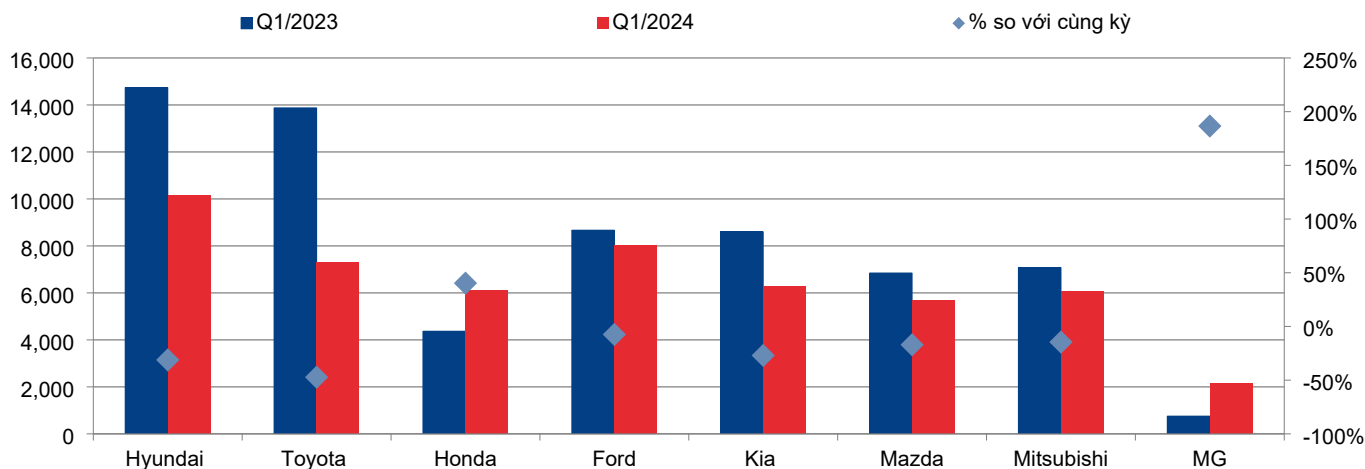
Nguồn: VAMA, Hyundai, Mercedes

Doanh số bán xe của hầu hết các thương hiệu đều suy yếu, với Toyota ghi nhận mức giảm lớn nhất là 47% so với cùng kỳ. Đây cũng là mức doanh số hằng quý thấp kỷ lục của Toyota (thực tế là chúng tôi chưa từng thấy doanh số hằng quý của Toyota giảm xuống dưới 10.000 chiếc trong vòng 5 năm qua). Trái lại, Honda là trường hợp hiếm hoi có doanh số tăng 40% so với cùng kỳ, nhưng đó là do so với mức nền thấp.

MG là một trường hợp đặc biệt với doanh số bán xe Q1/2024 tăng gần gấp 3 lần so với cùng kỳ đạt 2.161 xe, nhờ giá bán cạnh tranh (thấp hơn 15-20% so với các mẫu xe tương đương) và nhờ tích cực mở rộng mạng lưới phân phối. Doanh số của MG đã tăng lên kể từ khi công ty mẹ, SAIC (có trụ sở tại Trung Quốc), tiếp quản việc phân phối từ Tanhong vào tháng 7/2023.

Biểu đồ 2: Doanh số tiêu thụ Q1/2024 theo thương hiệu (chiếc), Việt Nam

Phần lớn các thương hiệu xe đều ghi nhận doanh số tiêu thụ giảm so với cùng kỳ trong Q1/2024; nhưng MG là một trường hợp ngoại lệ với doanh số tiêu thụ tăng gần gấp 3 lần so với cùng kỳ



Nguồn: VAMA, Hyundai, HSC

Thêm một năm ảm đạm: Doanh số bán xe dự báo giảm 10% so với năm ngoái

Mặc dù đã có chính sách tiền tệ nới lỏng để hỗ trợ nền kinh tế kể từ nửa cuối năm 2023 (với lãi suất hiện ở mức thấp kỷ lục, thậm chí thấp hơn trong thời kỳ COVID-19), nhưng khả năng hấp thụ tín dụng của nền kinh tế có vẻ yếu. Trong Q1/2024, tăng trưởng tín dụng từ đầu năm đến nay chỉ đạt 0,9%.

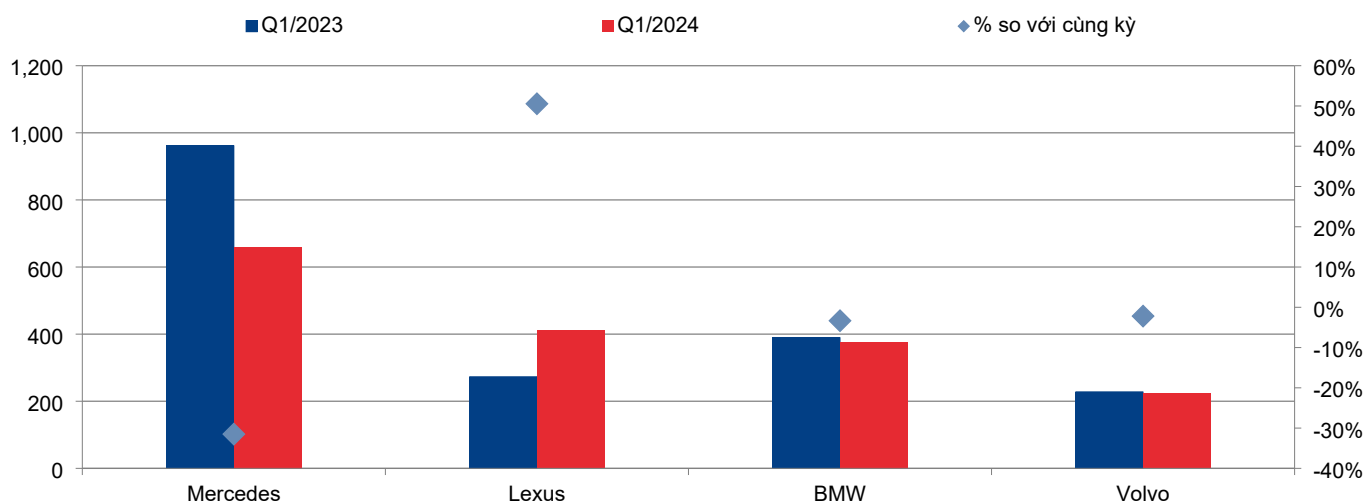
Với kinh tế phục hồi chậm chạp và doanh số toàn ngành suy yếu trong Q1/2024, nếu không có chính sách hỗ trợ (kịch bản cơ sở), HSC dự báo doanh số bán xe toàn ngành sẽ giảm 10% so với năm ngoái xuống 335.435 xe.

Tuy nhiên, việc miễn 50% phí trước bạ đối với xe lắp ráp trong nước đang được Bộ Tài chính xem xét (trước khi trình Thủ tướng Chính phủ phê duyệt lần cuối) để hỗ trợ các nhà sản xuất trong nước. Nếu chính sách này có hiệu lực trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi dự báo doanh số bán xe của ngành sẽ đi ngang so với cùng kỳ (kịch bản lạc quan) và tăng trưởng trở lại trong năm tiếp theo (dự báo tăng trưởng 15%).

Trong dài hạn, HSC duy trì quan điểm lạc quan với doanh số bán xe dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2025-2030 đạt 15%.

Biểu đồ 3: Doanh số tiêu thụ Q1/2024 theo các thương hiệu cao cấp (chiếc), Việt Nam

Doanh số của Mercedes giảm 31% so với cùng kỳ nhưng vẫn chiếm 40% thị phần trong phân khúc



Nguồn: HSC

Tập trung vào phân khúc cao cấp: Doanh số bán xe Q1/2024 giảm 10%

Trong Q1/2024, doanh số bán xe phân khúc cao cấp giảm nhẹ 10% so với cùng kỳ xuống 1.908 xe. Tuy nhiên, điều này chủ yếu là do so với mức nền thấp của năm ngoái. Lưu ý, năm ngoái, doanh số bán xe phân khúc cao cấp đã giảm mạnh 42% (so với mức giảm 25% của toàn ngành).

HSC nhận thấy ngành đang có sự cạnh tranh gay gắt để giải phóng hàng tồn kho. Trong số 4 hãng xe lớn (Mercedes, Lexus, BMW và Volvo) chiếm tổng cộng 85-90% doanh số của toàn phân khúc, doanh số hãng lớn nhất Mercedes giảm 31% so với cùng kỳ xuống 659 xe, trong khi doanh số hãng lớn thứ hai Lexus tăng 50% so với cùng kỳ lên 411 xe. BMW và Volvo, xếp thứ ba và thứ tư, có doanh số ổn định so với cùng kỳ (lần lượt 377 xe và 233 xe). Lexus đã giành được sự ưu ái trong phân khúc này nhờ sự công nhận liên tục về đẳng cấp cao của hãng. Chúng tôi lưu ý rằng doanh số bán xe của Mercedes sụt giảm có thể là do các đại lý không quan tâm đến việc bán thương hiệu xe này trong bối cảnh thị trường yếu kém (có khả năng thua lỗ).

Theo thảo luận của chúng tôi với các bên liên quan trong ngành, hàng tồn kho (những sản phẩm được sản xuất trong năm 2023) dự kiến sẽ được giải phóng vào nửa đầu năm 2024. Doanh số bán hàng không nhất thiết phải tốt hơn, nhưng các đại lý sau đó có thể kiếm được lợi nhuận từ việc bán xe (từ việc ngừng các chương trình khuyến mãi).

Định giá và khuyến nghị

Mặc dù triển vọng của ngành trong năm nay ảm đạm, HSC vẫn nhận thấy các cơ hội đầu tư từ các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị, bao gồm VEA và HAX. HSC hiện hạ khuyến nghị đối với 2 cổ phiếu này xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) do định giá.

- Đối với VEA, chúng tôi tăng nhẹ 1% giá mục tiêu lên 44.400đ (tiềm năng tăng giá 19%). Lợi nhuận của VEA, chủ yếu là lợi nhuận đóng góp từ các liên doanh (Honda, Toyota và Ford, trong đó mảng xe máy Honda đóng góp chính), dường như khá ổn định nhờ cơ cấu sản phẩm tốt hơn ở mảng xe máy Honda và tăng trưởng doanh số (so với mức nền thấp) ở mảng ô tô Honda. HSC dự báo lợi nhuận thuần củ VEA trong năm 2024 sẽ giảm 4%, sau đó tăng trưởng lần lượt 9% và 6% trong năm 2025-2026.

VEA sẽ chi trả cổ tức tiền mặt cho năm 2023 là 5.032đ trong năm nay (lợi suất cổ tức 13%), trong khi lợi suất cổ tức cho giai đoạn 2024-2026 dự báo cũng sẽ đạt 12-13%. Chúng tôi nhận thấy mức giá hiện tại rất hấp dẫn đối với NGĐT tìm kiếm giá trị, nhất là trong bối cảnh mặt bằng lãi suất thấp hiện nay.

Định giá hiện tại của VEA đang rẻ. Sau khi giá cổ phiếu nói chung đi ngang trong 1 tháng và 3 tháng qua, VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,2 lần, rẻ hơn khoảng 0,9 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân tính từ năm 2019 là 9,2 lần.

- Đối với HAX, chúng tôi cũng tăng nhẹ 3% giá mục tiêu lên 16.400đ, tiềm năng tăng giá 15%. Lợi nhuận thuần của HAX dự báo sẽ hồi phục mạnh mẽ trong năm nay (dự báo tăng trưởng 311%) nhờ sự mở rộng mạnh mẽ của mảng phân phối xe MG mới mẻ. Trong dài hạn, sự phục hồi của ngành ô tô sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng của HAX (tăng trưởng trong năm 2025-2026 dự báo đạt lần lượt 42% và 16%). Chúng tôi khuyến nghị cổ phiếu này cho những NGĐT theo đuổi tăng trưởng.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 3 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần, hơi cao hơn bình quân từ năm 2019 ở mức 10 lần. HSC cho rằng HAX xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn do Công ty đang trong giai đoạn đầu phục hồi.

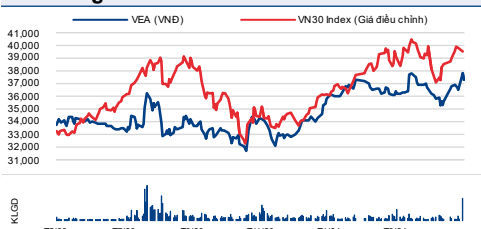
Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ44,400 (từ VNĐ44,100)

Tiềm năng tăng/giảm: 19.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/5/2024)	37,300
Mã Bloomberg	VEA VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	31,702-37,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	37,200
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	49,564
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,947
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,329
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	651
Slg CP NN được mua (tr.đv)	582
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	5.20%
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 (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	1.63	0	12.6
So với chỉ số	2.23	(5.06)	(5.99)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	4,470	5,075	(11.9)
2025F	4,857	5,368	(9.5)
2026F	5,164	-	N/a

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**Trần Thị Thu Nga, CFA**

Chuyên Viên, Ngành Công Nghiệp

nga.ttthu@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá; cơ hội hấp dẫn cho NĐT tìm kiếm giá trị

- HSC hạ khuyến nghị đối với VEA xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) mặc dù nâng 1% giá mục tiêu lên 44.400đ (tiềm năng tăng giá 19%), chủ yếu do chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025.
- Chúng tôi giảm bình quân 5% dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 do giảm dự báo doanh số bán xe, theo những xu hướng quan sát được trong Q1/2024. Theo dự báo mới, bao gồm cả dự báo lần đầu cho năm 2026, lợi nhuận thuần sẽ giảm 4% trong năm 2024, sau đó tăng trưởng lần lượt 9% và 6% trong năm 2025-2026.
- Sau khi giá cổ phiếu nói chung đi ngang trong 1 & 3 tháng qua, VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,2 lần, thấp hơn khoảng 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 là 9,2 lần.

Sự kiện: Doanh số bán xe Q1/2024 thấp hơn kỳ vọng

Trong Q1/2024, doanh số bán xe máy Honda giảm 7% so với cùng kỳ, trong khi doanh số bán ô tô của các liên doanh giảm 20% so với cùng kỳ (do sự sụt giảm 47% của Toyota và được bù đắp phần nào bởi mức tăng trưởng 40% của Honda).

Tuy nhiên, lợi nhuận của Honda, trong đó khoảng 90% được đóng góp bởi mảng xe máy và được hỗ trợ nhờ cơ cấu sản phẩm cải thiện trong kỳ, đã tăng 13% so với cùng kỳ. Theo đó, lợi nhuận thuần Q1/2024 của VEA tăng 5% so với cùng kỳ đạt 1.420 tỷ đồng, nhờ đóng góp lợi nhuận từ các liên doanh tăng 5% so với cùng kỳ mặc dù doanh số bán xe sụt giảm.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2024-2025; đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026

HSC giảm bình quân 5% dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 do doanh số bán xe thấp hơn dự kiến. Theo đó, lợi nhuận thuần sẽ giảm 4% trong năm 2024 (xuống 5.969 tỷ đồng), sau đó tăng trưởng 9% trong năm 2025 (đạt 6.487 tỷ đồng). Trong dự báo lần đầu cho năm 2026, lợi nhuận thuần đạt 6,9 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 6%).

Cho năm 2023, cổ tức tiền mặt dự kiến ở mức 5.032đ (dựa trên lợi nhuận thuần của công ty mẹ năm 2023 và tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức giả định là 99%), tương đương lợi suất cổ tức 13%. Chúng tôi dự báo cổ tức tiền mặt sẽ dao động trong khoảng 4.342-4.761đ trong giai đoạn 2024-2026, tương đương lợi suất cổ tức 12-13%.

Định giá và khuyến nghị

VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,2 lần, thấp hơn khoảng 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 là 9,2 lần. HSC tăng 1% giá mục tiêu theo phương pháp DDM lên 44.400đ sau khi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025, bù đắp cho việc hạ dự báo lợi nhuận. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 19% và P/E dự phóng 2024 và 2025 lần lượt là 9,9 lần và 9,1 lần. HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng trên cơ sở định giá.

Việc VEA không ghi nhận tăng trưởng, BCTC kiểm toán có ý kiến ngoại trừ và tình trạng niêm yết trên UPCoM đã ngăn cản Công ty nhận được sự quan tâm tích cực từ NĐT. Tuy nhiên, định giá rẻ và lợi suất hấp dẫn hiện tại vẫn mang lại giá trị cho những NĐT ưa thích mức độ rủi ro thấp, đặc biệt là trong bối cảnh mặt bằng lãi suất thấp hiện nay.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	7,254	5,649	5,759 ▼	6,332 ▼	6,763
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	7,595	6,201	5,969 ▼	6,487 ▼	6,896
EPS ĐC (đồng)	5,709	4,659	4,470 ▼	4,857 ▼	5,164
DPS (đồng)	4,187	5,032	4,415	4,342 ▼	0
BVPS (đồng)	18,982	19,363	18,847	19,340	20,215
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.4	19.7	19.3	17.5	16.2
P/E ĐC (lần)	6.53	8.01	8.35	7.68	7.22
Lợi suất cổ tức (%)	11.2	13.5	11.8	11.6	0
P/B (lần)	1.97	1.93	1.98	1.93	1.85
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	32.1	(18.4)	(4.07)	8.67	6.31
ROAE (%)	31.1	24.3	23.5	25.6	26.2

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

Giá trị bền vững; khuyến nghị Tăng tỷ trọng

HSC hạ khuyến nghị đối với VEA xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) mặc dù tăng nhẹ 1% giá mục tiêu lên 44.400đ (tiềm năng tăng giá 18%). Chúng tôi cũng giảm bình quân 5% dự báo cho năm 2024-2025; theo đó lợi nhuận giảm 4% trong năm 2024, sau đó tăng trưởng lần lượt 9% và 6% trong năm 2025-2026. Lợi suất cổ tức vững chắc, với mức 13% cho năm 2023 (sẽ được chi trả trong năm nay) và 12-13% cho giai đoạn 2024-2026.

KQKD Q1/2024: Doanh số bán xe yếu nhưng vẫn cho thấy khả năng phục hồi

Lợi nhuận thuần Q1/2023 tăng 5% so với cùng kỳ đạt 1.420 tỷ đồng, nhờ đóng góp lợi nhuận từ các liên doanh tăng 5% so với cùng kỳ mặc dù doanh số bán xe (cả xe máy và ô tô) sụt giảm. Doanh số bán xe máy của Honda giảm 7% so với cùng kỳ, trong khi doanh số bán ô tô của các liên doanh giảm 20% so với cùng kỳ (trong đó doanh số của Toyota giảm 47% và được bù đắp phần nào bởi mức tăng 40% của Honda). Doanh số bán xe thấp hơn chúng tôi dự báo. Tuy nhiên, lợi nhuận của Honda được hỗ trợ nhờ cơ cấu sản phẩm cải thiện trong kỳ.

Bảng 4: KQKD Q1/2024, VEA

Lợi nhuận thuần Q1/2024 tăng 5% so với cùng kỳ nhờ lợi nhuận đóng góp của Honda tăng 13%

Tỷ đồng	Q1/2023	Q1/2024	% sv cùng kỳ	2024F HSC dự báo	% dự báo HSC
Lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết	1,175	1,238	5.3%	5,573	22.2%
Lãi thuần HĐ tài chính	268	240	-10.4%		
Lợi nhuận thuần	1,359	1,420	4.5%	5,983	23.7%

Nguồn: VEA, HSC

Bảng 5: Doanh số tiêu thụ Q1/2024 của các công ty liên doanh, liên kết, VEA

Trong Q1/2024, doanh số tiêu thụ xe máy giảm 7% so với cùng kỳ trong khi doanh số tiêu thụ xe ô tô giảm 20% so với cùng kỳ

Chiếc	Q1/2023	Q1/2024	% so với cùng kỳ
Xe máy	519,618	482,255	-7.2%
Honda	519,618	482,255	-7.2%
Ô tô	26,911	21,471	-20.2%
Toyota	13,875	7,321	-47.2%
Honda	4,368	6,129	40.3%
Ford	8,668	8,021	-7.5%

Nguồn: Honda, VAMA

Bảng 6: Điều chỉnh dự báo, VEA

HSC hạ 6%/4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh	
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F
Lợi nhuận từ cty LD, LK	5,640	6,211	6,585	5,558	6,127	6,553	6,553	-10.5%	-7.0%
Lợi nhuận thuần	6,201	6,378	6,743	5,969	6,487	6,896	6,896	-6.4%	-3.8%
Tăng trưởng									
Lợi nhuận từ cty LD, LK		10.1%	6.0%	-1.5%	10.2%	7.0%			
Lợi nhuận thuần		2.8%	5.7%	-3.7%	8.7%	6.3%			

Nguồn: HSC

Giảm nhẹ dự báo năm 2024-2025; đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026

Dự báo lợi nhuận

HSC giảm lần lượt 6% và 4% dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 do doanh số bán xe thấp hơn dự kiến. Theo đó, lợi nhuận thuần sẽ giảm 4% trong năm 2024 (xuống 5.969 tỷ đồng), sau đó tăng trưởng 9% trong năm 2025 (đạt 6.487 tỷ đồng). Cho năm 2026, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu với lợi nhuận thuần đạt 6.896 tỷ đồng (tăng trưởng 6%).

Đối với mảng xe máy, doanh số bán xe dự báo đi ngang trong năm nay, sau đó tăng trưởng lần lượt 6% và 4% trong năm 2025 và 2026. Đối với mảng ô tô, tổng doanh số

bán xe của các liên doanh dự báo giảm 7% trong năm nay, sau đó tăng trưởng lần lượt 16% và 12% trong năm 2025 và 2026.

Bảng 7: Dự báo doanh số tiêu thụ giai đoạn 2024-2026, các công ty liên doanh liên kết của VEA

HSC giảm dự báo doanh số bán xe của các công ty liên doanh, liên kết của VEA do doanh số Q1/2024 thấp hơn dự kiến

Chiếc	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh	
	2023	2024F	2025F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F
Xe máy của Honda	2,088,557	2,340,486	2,457,510	2,088,557	2,213,870	2,302,425	-10.8%	-9.9%
Ô tô	121,333	131,376	143,735	112,916	131,061	146,610	-14.1%	-8.8%
Toyota	59,207	66,691	73,360	50,326	60,391	69,450	-24.5%	-17.7%
Honda	23,802	25,742	28,316	26,182	28,800	31,104	1.7%	1.7%
Ford	38,324	38,943	42,059	36,408	41,869	46,056	-6.5%	-0.5%
Tăng trưởng								
Xe máy của Honda		12.1%	5.0%	0.0%	6.0%	4.0%		
Ô tô		8.3%	9.4%	-6.9%	16.1%	11.9%		
Toyota		12.6%	10.0%	-15.0%	20.0%	15.0%		
Honda		8.1%	10.0%	10.0%	10.0%	8.0%		
Ford		1.6%	8.0%	-5.0%	15.0%	10.0%		

Nguồn: HSC dự báo

Bảng 8: Dự báo lợi nhuận thuần, Công ty mẹ

HSC dự báo lợi nhuận thuần của Công ty mẹ sẽ đạt 5.834-6.397 tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu HĐ tài chính	7,940	6,340	6,238	6,803
Thu nhập từ cổ tức	6,803	5,527	5,447	6,004
Thu nhập từ lãi tiền gửi	1,134	812	791	798
Chi phí tài chính	(52)	(14)	(14)	(14)
Lợi nhuận HĐ tài chính	7,888	6,326	6,224	6,788
LNTT	6,958	6,076	5,974	6,538
Lợi nhuận thuần	6,761	5,932	5,834	6,397

Nguồn: HSC

Bảng 9: Dự báo cổ tức giai đoạn 2024-2026, VEA

HSC ước tính cổ tức tiền mặt là 4.342đ-4.761đ trong giai đoạn 2024-2026, tương đương với lợi suất 12-13%

	2023	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận thuần của Công ty mẹ (tỷ đồng)	6,761	5,932	5,834	6,397
EPS của Công ty mẹ (đồng)	5,088	4,464	4,390	4,814
Tỷ lệ chi trả cổ tức	98.9%	98.9%	98.9%	98.9%
Cổ tức tiền mặt/cp (đồng)	5,032	4,415	4,342	4,761

Nguồn: HSC

Dự báo cổ tức

Cho năm 2023, lợi nhuận thuần của công ty mẹ VEA (không bao gồm lợi nhuận liên doanh được hạch toán theo phương pháp vốn CSH, nhưng bao gồm cổ tức được trả từ liên doanh) đạt 6.761 tỷ đồng (tăng trưởng 20%). Dựa trên kết quả này và tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức giả định là 99%, HSC dự báo cổ tức tiền mặt cho năm 2023 sẽ là 5.032đ, tương đương lợi suất cổ tức 13,3%.

Cho giai đoạn 2024-2026, HSC dự báo lợi nhuận thuần của Công ty mẹ đạt 5.834-6.397 tỷ đồng, tương đương cổ tức tiền mặt từ 4.342-4.761đ và lợi suất cổ tức từ 11,5-12,6%.

Tăng nhẹ giá mục tiêu lên 44.400đ nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 1% giá mục tiêu lên 44.400đ, tiềm năng tăng giá 19% so với thị giá hiện tại và P/E dự phóng 2024 và 2025 lần lượt là 9,9 lần và 9,1 lần. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng nhưng tiếp tục khuyến nghị cổ phiếu có lợi suất cổ tức cao này cho NĐT tìm kiếm giá trị, đặc biệt là trong bối cảnh mặt bằng lãi suất thấp hiện nay.

Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp định giá DDM để phản ánh mức cổ tức tiền mặt vững chắc và nhất quán của VEA, nhưng chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025. Các giả định của chúng tôi như sau:

- Duy trì giả định lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,5% và beta là 1,1. Theo đó, giả định WACC giữ nguyên 13,4%.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn cũng giữ nguyên ở mức 0,5% trong khi chúng tôi áp dụng các điều chỉnh dự báo.
- Chúng tôi ước tính VEA cuối cùng sẽ phải thực hiện trích lập dự phòng khoảng 1 nghìn tỷ đồng cho (i) hàng tồn kho xe tải cũ (số dư 418 tỷ đồng, với giá vốn ban đầu là 848 tỷ đồng và đã trích lập dự phòng 430 tỷ đồng vào cuối năm 2023), (ii) hàng tồn kho cũ tại trụ sở chính (số dư 72 tỷ đồng), (iii) giá trị các khoản đầu tư vào các công ty con giảm (tổng 324 tỷ đồng) và (iv) các khoản có thể phát sinh khác. Chúng tôi đã đưa giá trị hiện tại của những khoản này vào mô hình định giá (mặc dù chưa rõ thông tin về thời điểm cụ thể).

Lưu ý, tính đến cuối năm 2023, VEA đã trích lập dự phòng 599 tỷ đồng cho 100% các khoản phải thu quá hạn từ các công ty con; khoản này hiện đã được bỏ ra khỏi ý kiến ngoại trừ của kiểm toán.

Bảng 10: Định giá DDM, VEA

HSC đưa ra giả mục tiêu mới là 44.400đ

STT	Năm	Cổ tức (đồng/cp)	Giá trị dài hạn (đồng)	Giá trị hiện tại (đồng)
0	2024	5,032		5,032
0.5	2025	4,415		4,147
1.5	2026	4,342		3,598
2.5	2027	4,761		3,481
3.5	2028	5,087	39,783	28,939
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		0.5%		
Chi phí vốn CSH		13.4%		
Giá trị nội tại				45,196
Trích lập				(753)
Giá mục tiêu				44,400

Nguồn: HSC

Bảng 11: Chi phí vốn CSH, VEA

Chi phí vốn CSH là 13,4%

	Mới
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta	1.1
Chi phí vốn CSH	13.4%

Nguồn: HSC

Bảng 12: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, VEA

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 0,5%

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	-0.5%	45,600	44,100	42,700	41,400	40,200
	0.0%	46,800	45,200	43,700	42,300	41,000
	0.5%	48,100	46,400	44,800	43,300	42,000
	1.0%	49,500	47,700	46,000	44,400	43,000
	1.5%	51,100	49,100	47,300	45,600	44,000

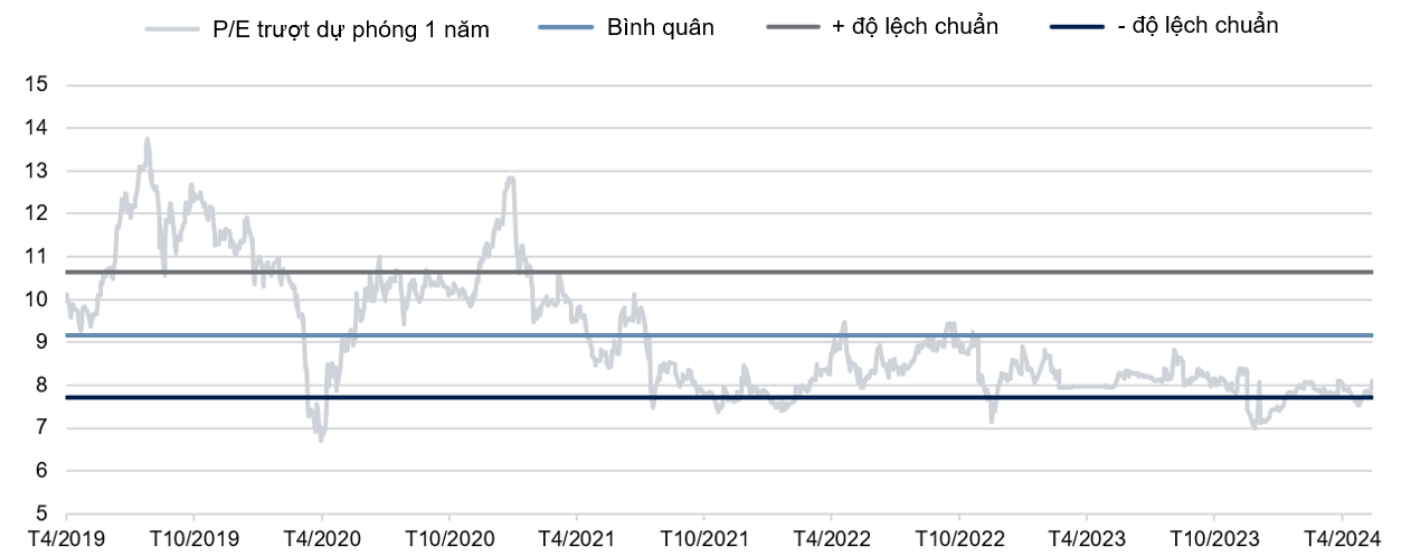
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

VEA đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 và 2025 lần lượt là 8,5 lần và 7,8 lần, tương đương P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,2 lần, thấp hơn khoảng 0,9 độ lệch chuẩn so hơn bình quân từ năm 2019 ở mức 9,2 lần.

Biểu đồ 13: P/E trượt dự phóng 1 năm, VEA

VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,2 lần, thấp hơn khoảng 0,9 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ từ năm 2019 là 9,2 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	4,747	3,806	3,997	4,077	4,199
Lợi nhuận gộp	651	448	520	530	546
Chi phí BH&QL	(667)	(697)	(580)	(591)	(609)
Thu nhập khác	6,985	5,640	5,558	6,127	6,553
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	6,969	5,391	5,498	6,066	6,490
Lãi vay thuần	795	1,150	798	777	784
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	79.3	(23.8)	(22.9)	(24.9)	(26.5)
LNTT	7,844	6,517	6,273	6,818	7,248
Chi phí thuế TNDN	(179)	(252)	(243)	(264)	(280)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(70.1)	(64.1)	(61.7)	(67.0)	(71.3)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	7,595	6,201	5,969	6,487	6,896
Lợi nhuận thuần ĐC	7,586	6,191	5,939	6,454	6,862
EBITDA ĐC	7,254	5,649	5,759	6,332	6,763
EPS (đồng)	5,716	4,667	4,492	4,882	5,190
EPS ĐC (đồng)	5,709	4,659	4,470	4,857	5,164
DPS (đồng)	4,187	5,032	4,415	4,342	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,329	1,329	1,329	1,329	1,329
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,329	1,329	1,329	1,329	1,329
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,329	1,329	1,329	1,329	1,329

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	297	358	535	965	1,712
Đầu tư ngắn hạn	12,588	12,888	11,990	12,230	12,597
Phải thu khách hàng	3,622	4,466	4,689	4,783	4,926
Hàng tồn kho	1,541	1,284	1,329	1,356	1,397
Các tài sản ngắn hạn khác	146	154	161	165	170
Tổng tài sản ngắn hạn	18,195	19,150	18,705	19,498	20,801
TSCĐ hữu hình	1,659	1,519	1,369	1,215	1,058
TSCĐ vô hình	73.6	71.9	81.9	92.8	105
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	510	564	480	489	504
Đầu tư vào Cty LD,LK	6,896	5,720	5,719	5,719	5,719
Tài sản dài hạn khác	111	112	118	123	129
Tổng tài sản dài hạn	9,250	7,987	7,767	7,639	7,515
Tổng cộng tài sản	27,445	27,136	26,473	27,137	28,316
Nợ ngắn hạn	1,014	143	148	151	155
Phải trả người bán	386	334	351	358	369
Nợ ngắn hạn khác	663	692	692	692	692
Tổng nợ ngắn hạn	2,166	1,350	1,372	1,382	1,397
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	43.7	43.6	43.6	43.6	43.6
Nợ dài hạn khác	11.7	13.6	13.6	13.6	13.6
Tổng nợ dài hạn	55.4	57.2	57.2	57.2	57.2
Tổng nợ phải trả	2,222	1,407	1,429	1,439	1,454
Vốn chủ sở hữu	25,223	25,729	25,044	25,698	26,862
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	25,223	25,729	25,044	25,698	26,862
Tổng nợ phải trả và VCSH	27,445	27,136	26,473	27,137	28,316
BVPS (đ)	18,982	19,363	18,847	19,340	20,215
Nợ thuần*/(tiền mặt)	717	(216)	(388)	(814)	(1,556)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	6,969	5,391	5,498	6,066	6,490
Khấu hao	(284)	(258)	(261)	(267)	(272)
Lãi vay thuần	795	1,150	798	777	784
Thuế TNDN đã nộp	(152)	(183)	(243)	(264)	(280)
Thay đổi vốn lưu động	(77.3)	168	637	(357)	(546)
Khác	(108)	(138)	0	0	0
LCT thuần từ HĐKD	93.1	31.4	1,342	305	106
Đầu tư TS dài hạn	-	-	-	-	-
Góp vốn & đầu tư	(123)	(102)	(125)	(129)	(133)
Thanh lý	0.62	0	0	0	0
Khác	5,277	6,602	5,642	6,117	6,539
LCT thuần từ HĐĐT	5,154	6,500	5,517	5,988	6,406
Cổ tức trả cho CSH	(5,997)	(5,600)	(6,686)	(5,867)	(5,770)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	767	(871)	5.05	2.96	4.52
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(5,230)	(6,471)	(6,681)	(5,864)	(5,765)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	280	297	358	535	965
LCT thuần trong kỳ	17.2	60.6	177	429	747
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.98	0.36	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	298	358	535	965	1,712
Dòng tiền tự do	93.1	31.4	1,342	305	106

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	13.7	11.8	13.0	13.0	13.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	153	148	144	155	161
Tỷ suất LNT (%)	160	163	149	159	164
Thuế TNDN hiện hành (%)	2.28	3.87	3.87	3.87	3.87
Tăng trưởng doanh thu (%)	18.1	(19.8)	5.00	2.00	3.00
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	30.7	(22.1)	1.96	9.95	6.80
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	32.1	(18.4)	(4.07)	8.67	6.31
Tăng trưởng EPS (%)	32.1	(18.4)	(3.74)	8.67	6.31
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	32.1	(18.4)	(4.07)	8.67	6.31
Tăng trưởng DPS (%)	(6.83)	20.2	(12.3)	(1.66)	(100)
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	73.3	108	98.3	88.9	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	31.1	24.3	23.5	25.6	26.2
ROACE (%)	28.4	21.1	21.6	23.9	24.6
Vòng quay tài sản (lần)	0.18	0.14	0.15	0.15	0.15
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.01	0.01	0.24	0.05	0.02
Số ngày tồn kho	137	140	140	140	140
Số ngày phải thu	323	485	492	492	492
Số ngày phải trả	34.4	36.3	36.9	36.9	36.9
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	2.94	(0.77)	(1.47)	(3.10)	(5.73)
Nợ/tài sản (%)	3.78	0.59	0.63	0.62	0.61
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.14	0.03	0.03	0.03	0.03
Chỉ số TT hiện thời (lần)	8.40	14.2	13.6	14.1	14.9
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	23.6	29.2	27.8	27.1	26.1
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.4	19.7	19.3	17.5	16.2
P/E (lần)	6.53	7.99	8.30	7.64	7.19
P/E ĐC (lần)	6.53	8.01	8.35	7.68	7.22
P/B (lần)	1.97	1.93	1.98	1.93	1.85
Lợi suất cổ tức (%)	11.2	13.5	11.8	11.6	0

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

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ16,400 (từ VNĐ16,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 15.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/5/2024)	14,250
Mã Bloomberg	HAX VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,099-14,643
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	14,250
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	1,331
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	52.3
Slg CP lưu hành (tr.đv)	93.4
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	46.7
Slg CP NN được mua (tr.đv)	33.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	14.7%
Tỷ lệ freefloat	61.8%
Cổ đông lớn	Đền Dừng và gia đình (33.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	9.09	15.9	17.7
So với chỉ số	9.72	10.0	(1.73)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,161	1,127	3.0
2025F	1,670	1,619	3.2
2026F	2,083	2,326	(10.5)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

HAX là nhà phân phối của Mercedes-Benz Việt Nam (MBV) và gần đây đã mở rộng phân phối cho một số thương hiệu khác như Nissan và MG.

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Thu Nga, CFA

Chuyên Viên, Ngành Công Nghiệp

nga.ttthu@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

Nền tảng cơ bản vững chắc, nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá

- HSC hạ khuyến nghị đối với HAX xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 3 tháng qua, mặc dù đã tăng 2,5% giá mục tiêu lên 16.400đ (tiềm năng tăng giá 15%).
- Chúng tôi giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 do HAX gần đây đã giảm tỷ lệ sở hữu tại công ty con PTM, công ty điều hành phần lớn mảng phân phối xe MG. Tuy nhiên, dự báo mảng phân phối xe MG thực tế được nâng lên.
- Mặc dù điều chỉnh giảm nhưng các dự báo mới cho thấy lợi nhuận phục hồi mạnh mẽ 311% trong năm nay, sau đó tăng trưởng lần lượt 42% và 16% trong năm 2025-2026.
- HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần, hơi cao hơn bình quân từ năm 2019 ở mức 10 lần.

Sự kiện: KQKD mảng phân phối xe MG khả quan nhưng tỷ lệ sở hữu HAX giảm

Mảng phân phối xe MG của HAX ghi nhận KQKD tích cực trong Q1/2024 với doanh thu tăng 6 lần so với cùng kỳ đạt 386 tỷ đồng và LNST đạt 19 tỷ đồng so với lỗ thuần 5 tỷ đồng trong Q1/2023. Theo đó, mảng MG đóng góp 61% LNST của HAX trong Q1/2024 (tăng 8 lần so với cùng kỳ đạt 32 tỷ đồng).

Tuy nhiên, HAX gần đây đã giảm đáng kể tỷ lệ sở hữu tại công ty con PTM (công ty tư nhân/chưa niêm yết), đơn vị điều hành phần lớn mảng phân phối xe MG, xuống 51,6% (từ 98,3% tại thời điểm cuối năm 2023) thông qua phát hành riêng lẻ để huy động vốn CSH nhằm tài trợ cho việc mở rộng mảng phân phối xe MG. Do đó, lợi nhuận thuần Q1/2024 của HAX tăng 6,4 lần so với cùng kỳ (thấp hơn mức tăng của LNST).

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giảm 8-11% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 do giảm mức đóng góp từ mảng phân phối xe MG. Theo dự báo mới, lợi nhuận trong năm nay sẽ phục hồi mạnh mẽ 311% (đạt 108 tỷ đồng), sau đó tăng trưởng lần lượt 42% và 16% trong năm 2025-2026. Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi của doanh số bán xe Mercedes từ năm sau sẽ hỗ trợ tăng trưởng, giúp tiếp tục thúc đẩy việc mở rộng mảng phân phối xe MG.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 3 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 và 2025 lần lượt là 12,7 lần và 8,9 lần, tương đương P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần, hơi cao hơn bình quân từ năm 2019 ở mức 10 lần.

HSC tăng nhẹ 2,5% giá mục tiêu lên 16.400đ, chủ yếu vì tác động tích cực của việc chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025 đã bù đắp cho việc giảm dự báo lợi nhuận. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 15% và P/E dự phóng 2024 và 2025 lần lượt là 14,1 lần và 9,8 lần. HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) trên cơ sở định giá.

HAX là doanh nghiệp hưởng lợi từ sự phục hồi của ngành ô tô Việt Nam với vị thế dẫn đầu trong cả mảng kinh phân phối xe Mercedes lẫn xe MG. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ hồi phục mạnh mẽ trong năm nay nhờ sự tăng trưởng vượt trội của mảng MG, trong khi sự phục hồi mảng Mercedes nói riêng và ngành ô tô nói chung sẽ hỗ trợ tăng trưởng trong những năm tới.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	343	108	247 ▲	363 ▲	421 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	240	34.6	108 ▼	156 ▼	195 ▼
EPS ĐC (đồng)	2,562	370	1,161 ▲	1,670	2,083
DPS (đồng)	500	300	500 ▼	1,000 ▼	1,500 ▼
BVPS (đồng)	17,016	12,459	11,344	11,796	12,107
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.26	17.6	9.39	7.38	6.63
P/E ĐC (lần)	5.56	38.5	12.3	8.53	6.84
Lợi suất cổ tức (%)	3.51	2.11	3.51	7.02	10.5
P/B (lần)	0.84	1.14	1.26	1.21	1.18
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	49.5	(85.6)	214	43.9	24.7
ROAE (%)	29.5	3.40	9.50	13.1	15.8

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

Lợi nhuận dự báo hồi phục, dẫn đầu bởi mảng MG

HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) mặc dù tăng nhẹ 2,5% giá mục tiêu lên 16.400đ (tiềm năng tăng giá 15%) sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 3 tháng qua. Chúng tôi giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 sau khi giảm mức đóng góp lợi nhuận của mảng MG cho HAX sau đợt phát hành tăng vốn gần đây (mặc dù trên thực tế chúng tôi đã nâng các số liệu cơ bản của mảng MG).

Doanh số mảng phân phối xe MG tăng mạnh nhưng tỷ lệ sở hữu HAX giảm

Trong Q1/2024, doanh số bán xe MG tăng gần gấp 3 lần so với cùng kỳ đạt 2.161 chiếc. HAX hiện là nhà phân phối lớn nhất của MG với thị phần chiếm 40% doanh số MG tại Việt Nam. Doanh thu từ mảng phân phối xe MG của HAX tăng 6 lần so với cùng kỳ đạt 386 tỷ đồng và LNST ở mức cao 19 tỷ đồng so với lỗ thuần 5 tỷ đồng trong Q1/2023. Theo đó, mảng MG đóng góp 61% LNST của HAX trong Q1/2024 (tăng 8 lần so với cùng kỳ đạt 32 tỷ đồng).

Tuy nhiên, do trong kỳ HAX đã giảm đáng kể tỷ lệ sở hữu tại PTM (công ty nắm giữ phần lớn mảng phân phối xe MG) xuống 51,6% từ 98,3% tại thời điểm cuối năm 2023 thông qua phát hành riêng lẻ để huy động vốn CSH nhằm tài trợ cho việc mở rộng mảng MG, nên tổng lợi nhuận thuần Q1/2024 của HAX chỉ đạt 22 tỷ đồng (tăng 6,4% so với cùng kỳ, thấp hơn mức tăng của LNST).

Bảng 14: KQKD Q1/2024, HAX

Lợi nhuận thuần sau thuế Q1/2024 tăng 807% so với cùng kỳ trong khi lợi nhuận thuần tăng 540% so với cùng kỳ do lợi ích cổ đông không kiểm soát cao

Tỷ đồng	Q1/2023	Q1/2024	% so với cùng kỳ	2024 HSC dự báo	% đạt dự báo HSC
Doanh thu thuần	993	1,038	4.5%	5,966	17.4%
Lợi nhuận gộp	77	95	24.4%		
LNTT	6	41	628.4%	190	45.6%
Lợi nhuận thuần sau thuế	4	32	806.7%	152	20.8%
Lợi nhuận thuần	3	22	540.0%	108	20.5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7.7%	9.2%			
Tỷ suất LNTT	0.6%	3.9%			

Nguồn: HAX, HSC

Bảng 15: KQKD Q1/2024, mảng kinh doanh xe Mercedes của HAX

Lợi nhuận thuần sau thuế từ mảng xe Mercedes tăng 48% so với cùng kỳ, đạt 12 tỷ

Tỷ đồng	Q1/2023	Q1/2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	933	652	-30.1%
Lợi nhuận gộp	68	39	-43.0%
LNTT	10	15	48.1%
Lợi nhuận thuần sau thuế	8	12	48.1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7.3%	6.0%	
Tỷ suất LNTT	1.1%	2.4%	

Nguồn: HAX

Bảng 16: KQKD Q1/2024, mảng kinh doanh xe MG của HAX

Mảng xe MG ghi nhận KQKD đảo chiều trong Q1/2024 với lợi nhuận thuần sau thuế đạt 19 tỷ đồng so với khoản lỗ trong Q1/2023

Tỷ đồng	Q1/2023	Q1/2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	60	386	542.1%
Lợi nhuận gộp	8	57	574.0%
LNTT	(5)	25	N/m
Lợi nhuận thuần sau thuế	(5)	19	N/m
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13.9%	14.6%	
Tỷ suất LNTT	-8.0%	6.6%	

Nguồn: HAX, HSC

Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giảm 8-11% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 do giảm mức đóng góp từ mảng phân phối xe MG sau khi HAX phát hành tăng vốn cho MG (mặc dù tăng các dự báo cơ bản cho mảng MG). Theo dự báo mới, lợi nhuận trong năm nay sẽ phục hồi mạnh mẽ 311% (đạt 108 tỷ đồng), sau đó tăng trưởng mạnh lần lượt 42% và 16% trong năm 2025-2026.

Bảng 17: Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2024-2026, HAX

HSC giảm 8-11% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 do lợi ích cổ đông không kiểm soát tăng, bù đắp cho việc HSC nâng dự báo cho mảng kinh doanh xe MG

Đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3,982	6,254	8,815	10,391	5,966	8,707	10,193	-4.6%	-1.2%	-1.9%
Mercedes	3,480	4,854	6,315	7,391	3,698	5,107	6,233	-23.8%	-19.1%	-15.7%
MG	502	1,400	2,500	3,000	2,268	3,600	3,960	62.0%	44.0%	32.0%
Lợi nhuận thuần sau thuế	37	121	179	223	152	217	252	26.4%	21.3%	12.9%
Mercedes	33	65	91	133	62	91	133	-4.5%	-0.5%	0.0%
MG	4	56	88	90	91	126	119	62.0%	44.0%	32.0%
Lợi nhuận thuần	35	118	175	219	108	156	195	-8.1%	-11.0%	-11.0%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần		57.1%	40.9%	17.9%	49.8%	45.9%	17.1%			
Mercedes		39.5%	30.1%	17.0%	6.3%	38.1%	22.1%			
MG		178.9%	78.6%	20.0%	351.8%	58.7%	10.0%			
Lợi nhuận thuần sau thuế		225.3%	48.4%	24.8%	311.2%	42.4%	16.1%			
Mercedes		96.0%	41.7%	45.7%	87.2%	47.6%	46.4%			
MG		1259.4%	56.3%	2.9%	2102.2%	38.9%	-5.7%			
Lợi nhuận thuần		241.4%	48.4%	24.8%	213.6%	43.9%	24.7%			

Nguồn: HSC

Bảng 18: Định giá SOTP, HAX

HSC đưa ra giá mục tiêu mới dựa trên phương pháp SOTP là 16.400đ

	Giá trị (tỷ đồng)	Đồng/cổ phiếu
HĐKD phân phối xe cốt lõi	1,633	15,200
Lãi từ bán đất	134	1,200
Tổng giá trị của HAX	1,767	16,400

Nguồn: HSC

Tăng 2,5% giá mục tiêu lên 16.400đ nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá

Kết luận và phương pháp định giá

Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi là 16.400đ (tăng nhẹ 2,5% so với trước đó), tiềm năng tăng giá là 15% và P/E dự phóng 2024 và 2025 lần lượt là 14,1 lần và 9,8 lần. Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn tiếp tục ưa thích HAX, vì đây là doanh nghiệp hưởng lợi từ sự phục hồi của ngành ô tô Việt Nam với vị thế dẫn đầu trong cả mảng phân phối xe Mercedes lẫn xe MG. Trong dài hạn, HSC duy trì quan điểm lạc quan về ngành ô tô. Chúng tôi kỳ vọng ngành sẽ có nhiều năm tăng trưởng mạnh mẽ sắp tới và HAX sẽ là một trong những doanh nghiệp được hưởng lợi từ điều này.

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp SOTP để định giá HAX, với định giá riêng cho mảng phân phối xe cốt lõi và lãi vốn từ bán đất. Thời điểm định giá của chúng tôi được chuyển tiếp 6 tháng sang giữa năm 2025.

Đối với **mảng phân phối xe cốt lõi**, chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp DCF. Những giả định chính như sau:

- Lãi suất phi rủi ro 4% (giữ nguyên), phần bù rủi ro vốn CSH 8,5% (giữ nguyên); và beta 1,2 (giữ nguyên); trên cơ sở đó, giả định WACC vẫn ở mức 12,1%.
- Tiếp tục giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% (giữ nguyên) nhưng đã cập nhật các điều chỉnh trong dự báo lợi nhuận.

Giá trị mảng phân phối xe cốt lõi của HAX theo đó đạt 15.200đ/cp, chiếm 93% tổng ước tính RNAVPS, tương đương mảng cốt lõi này có P/E dự phóng năm 2024 và 2025 lần lượt là 13,1 lần và 9,1 lần.

Đối với **lãi vốn từ bán đất**, HSC lưu ý những điều sau:

- Tháng 8/2022, HAX đã mua một khu đất rộng 5.798m2 trên đường Võ Văn Kiệt, Phường An Lạc, Quận Bình Tân, TP.HCM với giá 470 tỷ đồng. Khu đất này được ghi nhận trên BCTC của HAX là tài sản đầu tư với giá trị sổ sách là 469 tỷ đồng (chỉ phí thực tế, sau khi trừ phí môi giới và các chi phí khác). Khu đất này ban đầu được HAX mua lại bằng khoản vay ngắn hạn. Tuy nhiên, với KQKD tích cực trong năm 2022, chúng tôi tin rằng khoản vay ngắn hạn này đã được HAX trả hết. Hiện tại, HSC cho rằng khoản vay ngắn hạn này của HAX chỉ nhằm mục đích tài trợ cho vốn lưu động.
- BLĐ có kế hoạch hoặc bán lại khu đất này với giá cao hơn để có lãi vốn hoặc phát triển dự án thương mại trên khu đất này. Tuy nhiên, HAX hiện đang tập trung mở rộng mảng phân phối xe MG nên các kế hoạch khác tạm thời bị hoãn lại. Như vậy, HAX đang hướng đến mục tiêu thu lợi nhuận từ việc bán lại khu đất này.
- HSC hiện giả định giả định HAX có thể bán khu đất này với giá 110 triệu đồng/m2, tương đương 168 tỷ đồng LNTT và 134 tỷ đồng cho LNST (không bao gồm trong mô hình dự báo KQKD của chúng tôi). Tuy nhiên, nếu HAX bán khu đất này với giá cao hơn/thấp hơn 110 triệu đồng/m2, điều này có thể tạo ra tiềm năng tăng giá hoặc rủi ro giảm giá đối với giá mục tiêu mà HSC đưa ra.

Bảng 19: Giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ, HAX

Chi phí vốn CSH là 14,2% (CAPM) & chi phí nợ là 8%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta	1.2
Chi phí vốn CSH	14.2%
Phần bù chi phí vốn vay	6.0%
Chi phí nợ	10.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	8.0%

Nguồn: HSC

Bảng 20: Tính toán WACC, HAX

Cấu trúc nguồn vốn dẫn đến WACC là 12,1%

	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	65.9%
Nợ / Tổng nguồn vốn	34.1%
WACC	12.1%

Nguồn: HSC

Bảng 21: Tính toán FCFF của mảng kinh doanh cốt lõi, HAX

Dòng tiền sẽ cải thiện ổn định từ năm 2026

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	35	108	156	195	230	260	290	317
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	29	26	35	43	48	52	55	58
+ Khấu hao	62	26	50	53	57	61	65	68
- Thay đổi vốn lưu động	323	(175)	(278)	(63)	(109)	(70)	(34)	(7)
- Chi phí đầu tư TSCĐ	0	(60)	(88)	(92)	(93)	(91)	(85)	(77)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	448	(75)	(126)	137	134	213	290	359

Nguồn: HSC dự báo

Bảng 22: Định giá mảng kinh doanh cốt lõi, HAX

Giá mục tiêu 'cốt lõi' là 15.200đ

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(75)	(126)	137	134	213	290	359
Tốc độ tăng trưởng dài hạn							2.0%
Giá trị dài hạn							3,630
Dòng tiền tương lai	(75)	(126)	137	134	213	290	3,989
Hệ số chiết khấu	1.00	1.06	1.19	1.33	1.49	1.67	1.87
Giá trị hiện tại	(75)	(119)	115	100	143	173	2,130
Giá trị mảng kinh doanh cốt lõi	2,602						
- Tổng nợ	(1,079)						
+ Tiền & các khoản tương đương tiền	109						
Giá trị cốt lõi vốn CSH	1,633						
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	107.4						
Giá trị của cổ phiếu (mảng kinh doanh cốt lõi)	15,200						

Nguồn: HSC

Bảng 23: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, HAX

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	17,200	15,900	14,700	13,500	12,500
	1.5%	18,300	16,800	15,500	14,300	13,200
	2.0%	19,400	17,900	16,400	15,200	14,000
	2.5%	20,700	19,000	17,500	16,100	14,800
	3.0%	22,200	20,300	18,600	17,100	15,700
	3.5%	23,700	21,700	19,800	18,100	16,700

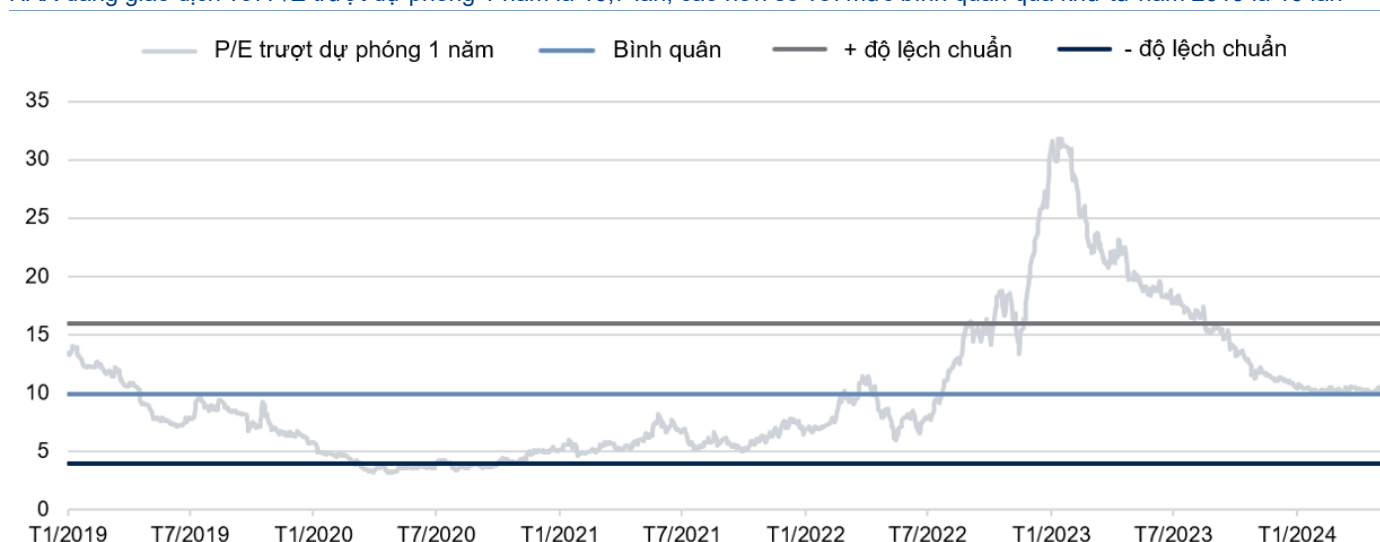
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 3 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 và 2025 lần lượt là 12,7 lần và 8,9 lần, tương đương P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần, hơi cao hơn bình quân từ năm 2019 ở mức 10 lần.

Biểu đồ 24: P/E trượt dự phóng 1 năm, HAX

HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần, cao hơn so với mức bình quân quá khứ từ năm 2019 là 10 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	6,775	3,982	5,966	8,707	10,193
Lợi nhuận gộp	473	277	426	611	716
Chi phí BH&QL	(208)	(221)	(239)	(348)	(408)
Thu nhập khác	40.4	30.0	35.8	52.2	61.2
Chi phí khác	(0.03)	(0.80)	(1.20)	(1.74)	(2.04)
EBIT	305	84.9	221	313	367
Lãi vay thuần	(5.39)	(36.7)	(31.0)	(41.9)	(52.3)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	300	48.1	190	271	315
Chi phí thuế TNDN	(60.4)	(11.1)	(38.1)	(54.3)	(63.0)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.35	(2.47)	(43.9)	(61.0)	(57.5)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	240	34.6	108	156	195
Lợi nhuận thuần ĐC	240	34.6	108	156	195
EBITDA ĐC	343	108	247	363	421
EPS (đồng)	2,562	370	1,161	1,670	2,083
EPS ĐC (đồng)	2,562	370	1,161	1,670	2,083
DPS (đồng)	500	300	500	1,000	1,500
Sig CP bình quân (triệu đv)	56.9	93.4	107	107	107
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	56.9	93.4	107	107	107
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	56.9	93.4	93.4	107	107

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	160	120	101	116	167
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải thu khách hàng	265	213	239	261	255
Hàng tồn kho	1,065	696	895	1,219	1,325
Các tài sản ngắn hạn khác	101	42.6	59.7	87.1	102
Tổng tài sản ngắn hạn	1,591	1,072	1,295	1,684	1,849
TSCĐ hữu hình	411	370	404	912	951
TSCĐ vô hình	11.2	10.9	10.7	10.5	10.3
Bất động sản đầu tư	469	469	469	0	0
Đầu tư dài hạn	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	94.9	82.8	125	183	214
Tổng tài sản dài hạn	987	935	1,011	1,107	1,176
Tổng cộng tài sản	2,578	2,006	2,306	2,790	3,025
Nợ ngắn hạn	1,152	700	895	1,262	1,427
Phải trả người bán	76.9	44.7	67.0	97.7	114
Nợ ngắn hạn khác	44.4	29.3	29.3	29.3	29.3
Tổng nợ ngắn hạn	1,424	839	1,084	1,520	1,722
Nợ dài hạn	0	0	0.11	0.11	0.11
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	3.63	2.53	2.53	2.53	2.53
Nợ dài hạn khác	181	0.32	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	184	2.85	2.64	2.64	2.64
Tổng nợ phải trả	1,609	842	1,087	1,523	1,725
Vốn chủ sở hữu	922	1,115	1,170	1,218	1,252
Lợi ích cổ đông thiểu số	46.6	49.0	49.0	49.0	49.0
Tổng vốn chủ sở hữu	969	1,164	1,219	1,267	1,301
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,578	2,006	2,306	2,790	3,025
BVPS (đ)	17,016	12,459	11,344	11,796	12,107
Nợ thuần*/(tiền mặt)	991	579	794	1,146	1,260

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	305	84.9	221	313	367
Khấu hao	(37.2)	(23.4)	(26.0)	(49.5)	(53.4)
Lãi vay thuần	(5.39)	(36.7)	(31.0)	(41.9)	(52.3)
Thuế TNDN đã nộp	(61.0)	(35.7)	(38.1)	(54.3)	(63.0)
Thay đổi vốn lưu động	(868)	367	(175)	(278)	(62.6)
Khác	32.2	39.2	(60.4)	(87.1)	(70.9)
LCT thuần từ HKKD	(633)	433	(58.0)	(99.8)	170
Đầu tư TS dài hạn	(705)	(401)	(59.7)	(87.9)	(91.7)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	309	402	0	0	0
Khác	22.8	0.58	(42.5)	(57.5)	(31.2)
LCT thuần từ HĐĐT	(373)	0.77	(102)	(145)	(123)
Cổ tức trả cho CSH	(24.8)	(36.0)	(53.7)	(107)	(161)
Thu từ phát hành CP	0	14.0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,104	(452)	196	367	165
Khác	0	0	(0.32)	0	0
LCT thuần từ HĐTC	1,080	(474)	141	260	3.42
Tiền & tương đương tiền đầu kì	87.6	160	120	101	116
LCT thuần trong kỳ	72.9	(40.3)	(18.7)	14.9	51.0
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	160	120	101	116	167
Dòng tiền tự do	(1,339)	31.5	(118)	(188)	78.7

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	6.98	6.96	7.13	7.02	7.02
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	5.06	2.72	4.15	4.17	4.13
Tỷ suất LNT (%)	3.54	0.87	1.82	1.79	1.91
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.1	23.0	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	22.0	(41.2)	49.8	45.9	17.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	32.7	(68.4)	128	46.6	16.0
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	50.4	(85.6)	214	43.9	24.7
Tăng trưởng EPS (%)	49.5	(85.6)	214	43.9	24.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	49.5	(85.6)	214	43.9	24.7
Tăng trưởng DPS (%)	0	(40.0)	66.7	100	50.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	19.5	81.0	43.1	59.9	72.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	29.5	3.40	9.50	13.1	15.8
ROACE (%)	32.7	7.31	18.5	25.1	28.6
Vòng quay tài sản (lần)	3.51	1.74	2.77	3.42	3.51
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(2.07)	5.10	(0.26)	(0.32)	0.46
Số ngày tồn kho	61.7	68.6	59.0	55.0	51.0
Số ngày phải thu	15.3	21.0	15.7	11.8	9.81
Số ngày phải trả	4.46	4.40	4.41	4.41	4.41
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	121	56.9	74.9	104	112
Nợ/tài sản (%)	49.3	37.6	42.4	49.6	51.8
EBIT/lãi vay (lần)	56.6	2.31	7.14	7.48	7.02
Nợ/EBITDA (lần)	3.71	6.97	3.95	3.81	3.73
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.12	1.28	1.19	1.11	1.07
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.27	0.48	0.39	0.31	0.27
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.26	17.6	9.39	7.38	6.63
P/E (lần)	5.56	38.5	12.3	8.53	6.84
P/E ĐC (lần)	5.56	38.5	12.3	8.53	6.84
P/B (lần)	0.84	1.14	1.26	1.21	1.18
Lợi suất cổ tức (%)	3.51	2.11	3.51	7.02	10.5

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) 2021.

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.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC 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 đến 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 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
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