

CTCP DỊCH VỤ Ô TÔ HÀNG XANH (HSX: HAX)

Trên đà củng cố thị phần

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY22	Q3-FY22	+/- (qoq)	Q4-FY21	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	1.598	1.971	-18,9%	2.156	-25,9%
Lợi nhuận sau thuế	47	57	-18,1%	126	-62,6%
EBIT	60	61	+2,9%	151	-58,9%
Tỷ suất EBIT	3,8%	3,1%	+69 bps	7,0%	-322 bps

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Q4 2022- Doanh số thấp hơn so với năm trước do hiệu ứng mức nền cơ sở cao và thiếu hàng tồn kho

- Doanh số Q4 2021 đạt đỉnh khiến doanh số Q4 2022 tăng trưởng âm.
- Chúng tôi cho rằng tình trạng thiếu hàng tồn kho là một nguyên nhân chính khác dẫn đến doanh thu thấp hơn trong Q4 2022. Tồn kho của HAX giảm liên tục theo quý kể từ Q3 2021 và duy trì ở mức thấp trong ba quý đầu năm 2022. Số ngày tồn kho của HAX (DOH) cũng có xu hướng giảm từ Q3 2021 đến Q3 2022 trước khi bật tăng trong Q4 2022.
- Trong Q4 2022, HAX ghi nhận lợi nhuận ròng thấp nhất trong năm quý gần đây nhất do 1) tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu cao hơn do khai trương phòng trưng bày mới và 2) chi phí tài chính cao hơn.

Triển vọng 2023 - Động lực tăng trưởng phụ thuộc vào hoa hồng từ Tập đoàn Mercedes

- Mức tăng trưởng khiêm tốn ở cả sản lượng bán (+1,9% YoY) và giá bán bình quân (+2,6% YoY) sẽ tạo ra mức tăng trưởng nhẹ trong doanh thu và lợi nhuận năm 2023. Đặc biệt, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần và LNST sẽ lần lượt đạt 7.025 tỷ đồng (+3,7% YoY) và 250 tỷ đồng (+4,6% YoY). EPS 2023 sẽ là 3.498 đồng.
- Nếu không được hỗ trợ giảm lệ phí trước bạ, biên lợi nhuận gộp của HAX sẽ không mạnh như năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng rằng tác động sẽ thấp hơn nhờ (1) Giá bán trung bình tăng và (2) Hàng tồn kho với chi phí thấp.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu sẽ ổn định đến từ lợi thế kinh tế nhờ quy mô.
- Chúng tôi kỳ vọng HAX sẽ ghi nhận hoa hồng từ Tập đoàn Mercedes-Benz vào năm 2023. Phần chiết khấu này thường tương đương 1-3% doanh thu, và do đó, hỗ trợ tăng trưởng LNST của công ty năm 2023.

Định giá và khuyến nghị:

Với kế hoạch củng cố và mở rộng thị phần, chúng tôi tin rằng HAX sẽ giữ vững vị trí dẫn đầu thị trường và duy trì tăng trưởng trong dài hạn. Ngoài ra, PE của HAX đã về mức thấp nhất kể từ ngày niêm yết đầu tiên (Hình 17). Do đó, chúng tôi cho rằng triển vọng tiêu cực của HAX đã được phản ánh hoàn toàn vào thị giá cổ phiếu.

Tuy nhiên, rủi ro giảm giá là khoản hoa hồng khó dự đoán của công ty từ Tập đoàn Mercedes-Benz, khiến dự phóng của chúng tôi về KQKD quý khác với số liệu thực tế.

Chúng tôi kết hợp FCFE (50%) và so sánh bội số (50%) để đưa ra **giá mục tiêu là 20.700 đồng**, thấp hơn 1% so với giá mục tiêu gần nhất (20.900 đồng) vào tháng 1/2023. Kết hợp mức cổ tức tiền mặt dự kiến là 500 đồng, **lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng là 30%** so với giá đóng cửa ngày 27/03/2023. Do đó, chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu này với chiến lược nắm giữ dài hạn.

MUA +30%

Giá thị trường (VND)	16.300
Giá mục tiêu (VND)	20.700

Cổ tức tiền mặt (VND)*	500
------------------------	-----

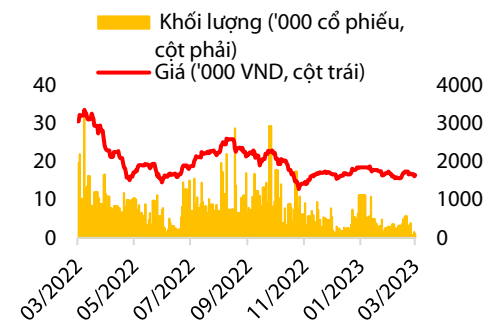
*dự kiến nhận được trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Tiêu dùng không thiết yếu
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.183
SLCPDLH (triệu cp)	71,9
KLGD bình quân 20 phiên (triệu cp)	0.425
Free Float (%)	55,7
Giá cao nhất 52 tuần	35.040
Giá thấp nhất 52 tuần	11.950
Beta	1,5

	FY2021	Hiện tại
EPS	4.204	4.202
Tăng trưởng EPS (%)	18,5%	53,3%
EPS điều chỉnh	3.327	3.843
P/E	3,9	3,9
P/B	1,0	1,0
EV/EBITDA	5,2	7,2
Tỷ suất cổ tức	2,7%	2,6%
ROE (%)	25,6%	29,4%

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Đỗ Tiến Dũng	17,2
Vũ Ngọc Diệp Linh	15,0
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	36,3

An Nguyễn

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1541

an.ntn@vdsc.com.vn

Bảng 1: KQKD Q4/2022

(Tỷ đồng)	Q4-FY22	Q3-FY22	+/- (qoq)	Q4-FY21	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	1.598	1.970	-18,9%	2.156	-25,9%
Lợi nhuận gộp	117	117	0,1%	203	-42,3%
Chi phí bán hàng và quản lý	56	56	1,0%	52	9,2%
Thu nhập HĐKD	60	61	-0,7%	151	-57,1%
EBITDA	72	70	2,9%	167	-60,0%
EBIT	60	61	-0,7%	151	-52,4%
Chi phí tài chính	18	6	209%	5	302%
- Chi phí lãi vay	18	6	210%	5	301%
Khấu hao	11	9	27,6%	16	-30,3%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	59	72	-18,5%	158	-62,7%
Lợi nhuận sau thuế	47	57	-18,1%	126	-62,6%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	47	57	-18,1%	126	-62,6%

Nguồn: HAX, CTCK Rông Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q4/2022

Chỉ tiêu	Q4-FY22	Q3-FY22	+/- (qoq)	Q4-FY21	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	7,3%	5,9%	139 bps	9,4%	-209 bps
EBITDA/Doanh thu	4,5%	3,5%	95 bps	7,7%	-326 bps
EBIT/Doanh thu	3,8%	3,1%	69 bps	7,0%	-322 bps
TS lợi nhuận ròng	2,9%	2,9%	3 bps	5,8%	-289 bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	2,9%	2,9%	3 bps	5,8%	-289 bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	9	28	-19	12	-3
-Khoản phải thu	17	23	-6	49	-32
-Khoản phải trả	24	33	-9	24	-0
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	147%	106%	4.114 bps	79%	6.772 bps

Nguồn: CTCK Rông Việt (*) thường niên hóa

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q1/2023

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY23	+/- qoq	+/- yoy	Các giả định Q1/2023:
Doanh thu	1.535	-3,3%	-7,6%	<ul style="list-style-type: none"> Doanh thu của HAX sẽ chứng kiến sự sụt giảm theo cả QoQ và YoY nhưng với tốc độ chậm hơn Q4 2022 trong bối cảnh nhu cầu yếu (do lãi suất cho vay cao) nhờ được bù đắp một phần bởi (1) doanh thu từ các hợp đồng đã đặt hàng nhưng chưa giao được ký kết trong các quý trước và (2) giá bán bình quân (ASP) cao hơn. Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu là 3,0%, cao hơn 24 điểm cơ bản so với Q1 2022 do chi phí nhân viên cao hơn nhằm tăng cường thị phần thông qua các cửa hàng trưng bày mới. Chúng tôi giả định rằng công ty sẽ ghi nhận một phần hoa hồng chưa thực hiện từ Tập đoàn Mercedes trong Q1 2023.
Lợi nhuận gộp	107	-6,2%	1,1%	
LN trước thuế và lãi vay	61	-1,6%	1,7%	
LNST	69	48,3%	27,7%	

Nguồn: CTCK Rông Việt

(*) Trong kịch bản xấu nhất, HAX không ghi nhận hoa hồng từ Tập đoàn Mercedes trong Q1 2023, LNST sẽ ở mức 49 tỷ đồng (+4,8 % QoQ; -9,7% YoY).

Q4 2022- Doanh số bán hàng thấp hơn so với năm trước do hiệu ứng mức nền cơ sở cao và thiếu hàng tồn kho

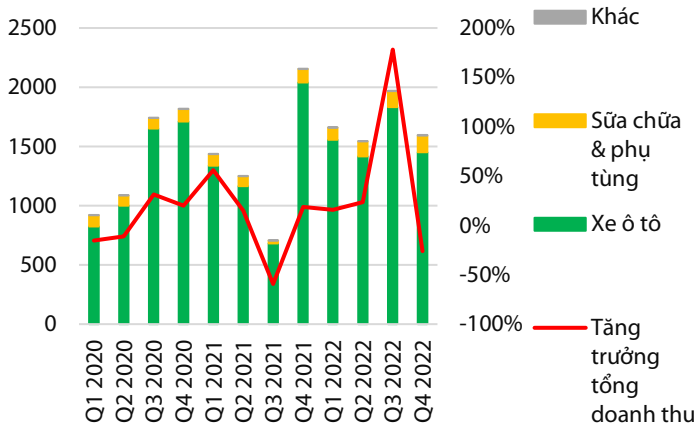
Doanh số Q4 2021 của HAX đạt đỉnh khiến doanh số Q4 2022 tăng trưởng âm

Theo hình 1, Q4 2021 là quý chứng kiến doanh số cao nhất từ trước đến nay của HAX nhờ nhu cầu bị dồn nén sau giai đoạn phong tỏa, nhưng đồng thời cũng tạo mức nền cơ sở cao cho KQKD Q4 năm 2022. Mặc dù doanh số Q4 2022 tăng trưởng âm theo cả năm và quý, kết quả này tương đương với Q1 và Q2 2022. Do đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu xe Mercedes khá ổn định nhờ các khách hàng chủ lực của hãng ít bị ảnh hưởng bởi lạm phát gia tăng.

Thiếu hụt hàng tồn kho là một nguyên nhân khác khiến doanh số Q4 2022 giảm so với Q3 2022

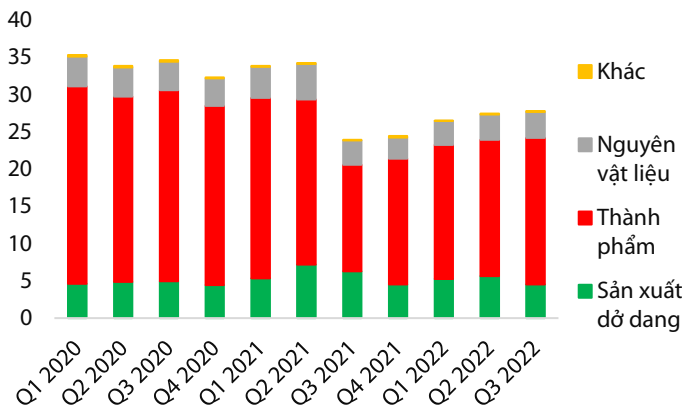
Mặc dù lãi suất tăng nhìn chung làm giảm nhu cầu ô tô, chúng tôi cho rằng thiếu hàng tồn kho cũng là một nguyên nhân chính khác khiến doanh số bán hàng sụt giảm trong Q4 2022. Tồn kho của HAX (Hình 2) liên tục giảm kể từ Q3 2021 và duy trì ở mức thấp trong ba quý đầu năm 2022. Ngoài ra, số ngày tồn kho của HAX (DOH) có xu hướng giảm trong khoảng thời gian từ Q3 2021 đến Q3 2022 trước khi tăng lên vào Q4 2022. Chúng tôi cho rằng xu hướng này không chỉ do doanh số bán hàng mạnh mà còn đến từ sự thiếu hụt nguồn cung trong những quý đầu năm 2022. Sự thiếu hụt đã được giải tỏa một phần trong Q4 2022 bởi (1) Tồn kho thành phẩm của Tập đoàn Mercedes trong Q3 2022 cao hơn (Hình 3) và (2) Ô tô nhập khẩu trong Q4 2022 là 58.944 chiếc, cao hơn 15,7% so với Q3 2022 (Hình 4).

Hình 1: Doanh thu thuần của HAX (tỷ đồng, cột trái) và tăng trưởng (% YoY, cột phải)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Tồn kho của tập đoàn Mercedes-Benz (tỷ USD)

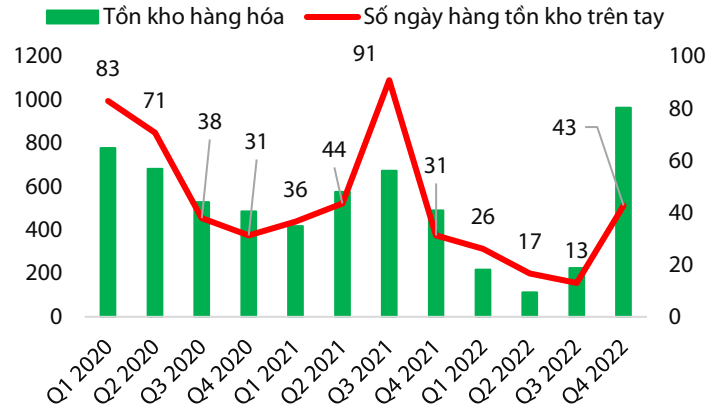


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Chi phí tài chính tăng dẫn đến biên lợi nhuận ròng Q4 2022 giảm

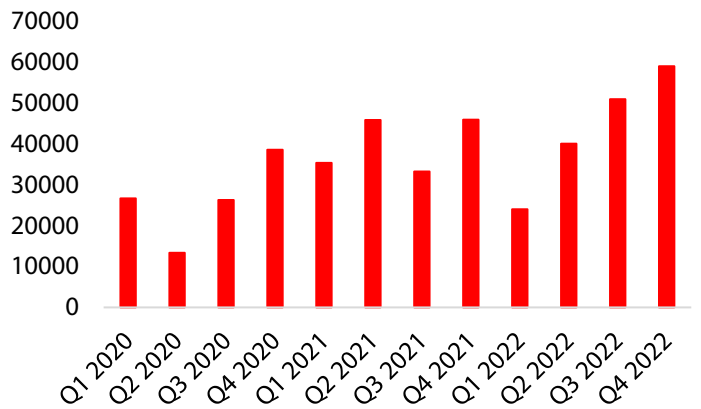
Quý 4/2022, HAX đạt mức lãi ròng thấp nhất trong năm quý gần nhất (Hình 5) bất chấp biên lợi nhuận gộp cải thiện. Tỷ lệ “chi phí bán hàng/doanh thu” và chi phí tài chính tăng là hai nguyên nhân chính.

Hình 2: Tồn kho của HAX (tỷ đồng, cột trái) và số ngày tồn kho (DOH) (ngày, cột phải)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

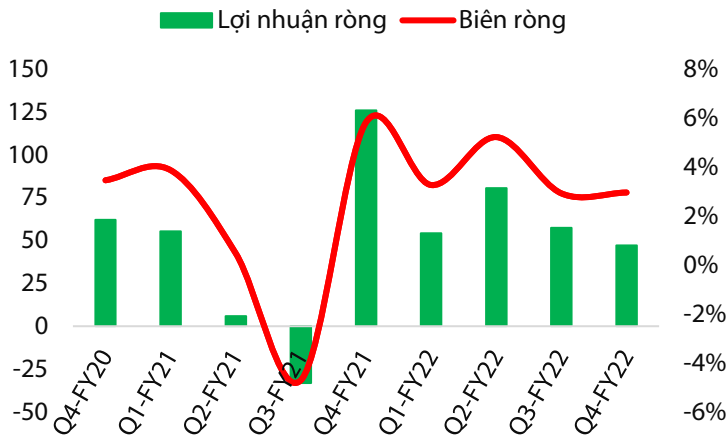
Hình 4: Số lượng ô tô nhập khẩu tại Việt Nam (chiếc)



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

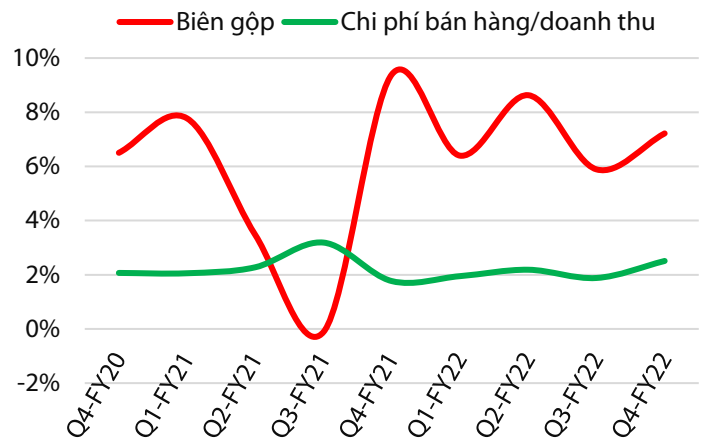
- Cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp: tín hiệu tích cực từ KQKD Q4 2022 là biên lợi nhuận gộp phục hồi theo quý, dao động ở mức cao mặc dù mất đi ưu thế lệ phí trước bạ thấp hơn (Hình 6). Chúng tôi cho rằng giá bán bình quân (ASP) cao hơn cùng với hàng tồn kho chi phí thấp đã giúp biên lợi nhuận gộp được cải thiện. Chúng tôi dự kiến chỉ số này sẽ ổn định trong năm 2023.
- Chi phí tài chính tăng: Trong Q4 2022, HAX ghi nhận mức chi phí lãi vay cao nhất từ trước đến nay, 18 tỷ đồng (+210% QoQ, +301% YoY) do các khoản nợ ngắn hạn tăng đáng kể (Hình 7 và 16) để tài trợ cho vốn lưu động và các dự án. Riêng chi phí tài chính chiếm gần 30% lợi nhuận hoạt động, do đó ảnh hưởng đáng kể đến biên lợi nhuận ròng của công ty.

Hình 5: LNST của HAX (tỷ đồng) và biên ròng (%), cột phải



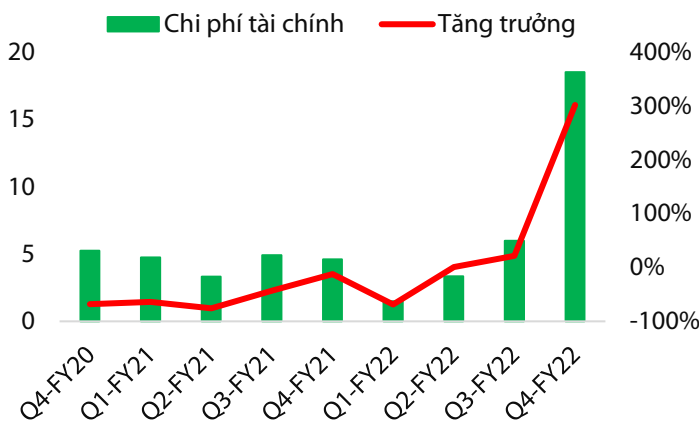
Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Biên gộp của HAX và chi phí bán hàng/doanh thu (%)



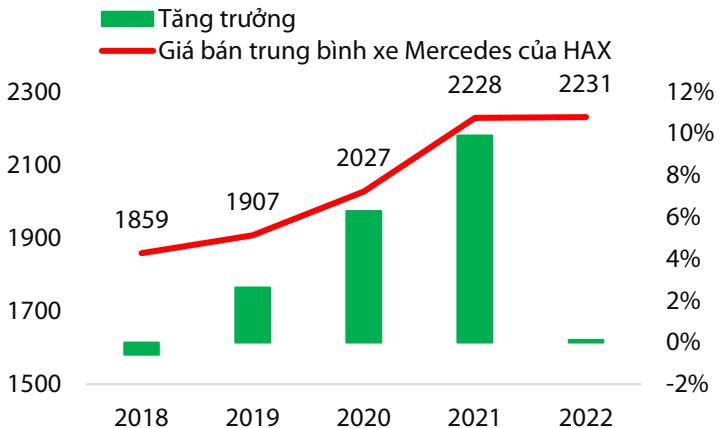
Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Chi phí tài chính của HAX (tỷ đồng, cột trái) và tăng trưởng (%YoY, cột phải)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Giá bán trung bình của HAX (triệu đồng/chiếc, cột trái) và tăng trưởng (%YoY, cột phải)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Tóm lại, doanh thu và lợi nhuận ròng trong năm 2022 lần lượt là 6.775 tỷ đồng (+22% YoY) và 239 tỷ đồng (+50% YoY). Đáng chú ý, HAX chưa ghi nhận hết khoản hoa hồng từ Tập đoàn Mercedes-Benz trong giai đoạn 2020 – 2022 (Hình 12). Tăng trưởng lợi nhuận cao hai chữ số trong năm 2022 đến từ lệ phí trước bạ giảm và nhu cầu mạnh mẽ sau đại dịch Covid-19.

Triển vọng 2023 – Tăng trưởng lợi nhuận sẽ phụ thuộc vào hoa hồng từ Tập đoàn Mercedes-Benz

Doanh thu thuần và LNST năm 2023 dự kiến lần lượt đạt 7.025 tỷ đồng (+3,7% YoY) và 252 tỷ đồng (+5,1% YoY), đến từ:

- Mức tăng khiêm tốn của cả sản lượng bán (+1,9% YoY) và giá bán bình quân (+2,6% YoY).
- Chi phí hoạt động ổn định nhờ lợi thế kinh tế nhờ quy mô kinh doanh.
- Khoản hoa hồng từ Tập đoàn Mercedes-Benz được cho là sẽ bù đắp hoàn toàn chi phí lãi vay tăng mạnh.

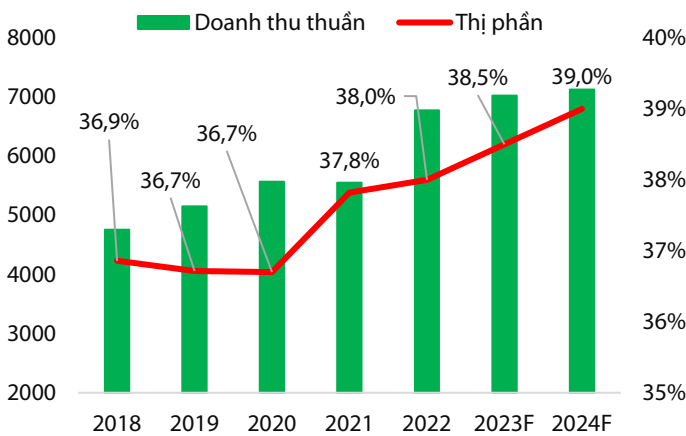
Mức tăng khiêm tốn về sản lượng bán và giá bán bình quân do áp lực tăng lãi suất.

Lượng bán: Một số lo ngại rằng nhu cầu xe Mercedes sẽ yếu đi trong môi trường lãi suất cho vay cao trong năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng HAX với lợi thế quy mô lớn và chiến lược rõ ràng về tăng thị phần sẽ cho thấy một sự tăng trưởng doanh số. Cụ thể, với phân khúc xe cao cấp, chúng tôi cho rằng khách hàng mục tiêu của Mercedes sẽ ít bị ảnh hưởng bởi lạm phát gia tăng. Nhóm khách hàng này sẽ dễ dàng lựa chọn đổi xe mới nếu có một mẫu xe mới ra mắt. Với thị phần năm 2022 là 38%, HAX có khả năng tiếp cận được đối tượng khách hàng này.

Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng HAX có thể gia tăng thị phần vào năm 2023 nhờ sự đóng góp của showroom mới “Mercedes-Benz Haxaco Cần Thơ” được khai trương vào tháng 7/2022. Bên cạnh đó, như đã đề cập trong phần phân tích doanh số Q4 2022 ở trên, chúng tôi cho rằng sẽ có một số đơn đặt hàng ô tô đang chờ xử lý chưa được giao cho người mua, do đó phần doanh số này sẽ được ghi nhận trong năm 2023.

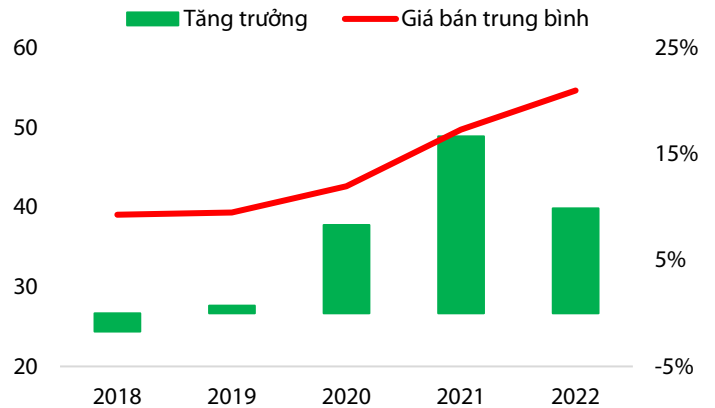
Giá bán trung bình: Năm 2022, Tập đoàn Mercedes-Benz công bố chiến lược xe sang giai đoạn 2022-2026. Đặc biệt, hãng này đặt mục tiêu mở rộng tỷ trọng xe giá cao bằng cách khai thác hết tiềm năng của nhóm khách hàng cao cấp và loại bỏ các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận thấp. Chúng tôi tin rằng chiến lược này sẽ thúc đẩy giá bán trung bình của dòng xe Mercedes tăng trong ba năm tới. Bên cạnh đó, từ KQKD năm 2022 của HAX, công ty vẫn chưa hưởng hết tác động của việc tăng giá bán trung bình, chủ yếu do giá xe cũ ở mức thấp trong 6T2022 (Hình 8). Do đó, chúng tôi tin rằng công ty sẽ tiếp tục ghi nhận giá bán trung bình cao hơn vào năm 2023. Nhờ hàng tồn kho chi phí thấp trong Q4 2022, chúng tôi kỳ vọng rằng chất xúc tác tích cực này sẽ mang lại biên lợi nhuận gộp ổn định cho HAX mà không cần đến sự hỗ trợ của việc giảm lệ phí trước bạ.

Hình 9: Doanh thu thuần của HAX (tỷ đồng, cột trái) và thị phần (% , cột phải)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Giá bán trung bình xe Mercedes (USD '000, cột trái) và tăng trưởng (% YoY, cột phải)



Nguồn: Tập đoàn Mercedes-Benz, CTCK Rồng Việt

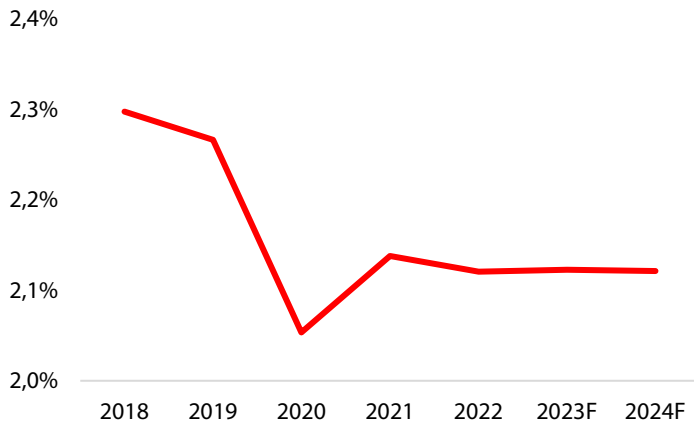
Khoản hoa hồng từ Tập đoàn Mercedes-Benz được cho là sẽ bù đắp hoàn toàn chi phí lãi vay tăng mạnh

Đến cuối năm 2022, HAX báo cáo tổng nợ đáng kể là 1.336 tỷ đồng (+568% YTD). Mặc dù công ty đã chuyển đổi trái phiếu chuyển đổi (180 tỷ đồng) trong tổng số nợ thành cổ phiếu vào tháng 2/2023, nhưng các khoản nợ ngắn hạn còn lại với tổng giá trị 1.156 tỷ đồng sẽ gây áp lực tăng chi phí lãi vay lên lợi nhuận năm 2023.

Tuy nhiên, như đã đề cập ở trên, chúng tôi dự báo HAX sẽ ghi nhận hoa hồng từ Tập đoàn Mercedes-Benz vào năm 2023. Các khoản hoa hồng này thường chiếm 1-3% doanh thu (Hình 12) trong khi tỷ suất lợi nhuận ròng của HAX mỏng như đặc điểm của ngành (Hình 13). Với tốc độ tăng trưởng doanh thu khiêm tốn và tỷ suất lợi nhuận ổn định, chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận ròng sẽ phụ thuộc rất nhiều vào các khoản hoa hồng này.

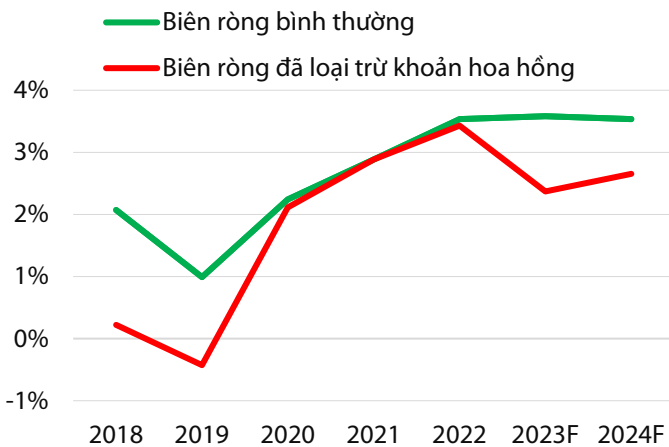
Mặt khác, rủi ro giảm giá đối với dự báo của chúng tôi là các khoản hoa hồng khó đoán từ tập đoàn Mercedes-Benz. Bởi vì chúng tôi không nhận thấy có quy tắc nào về cách công ty sẽ ghi nhận các khoản hoa hồng này, do đó, dự phóng có khả năng sẽ khác so với con số công bố của công ty, đặc biệt là trên cơ sở hàng quý.

Hình 11: Chi phí bán hàng/doanh thu (%) của HAX



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Tỷ suất lợi nhuận ròng có hoa hồng (%) và không có hoa hồng (%) của HAX

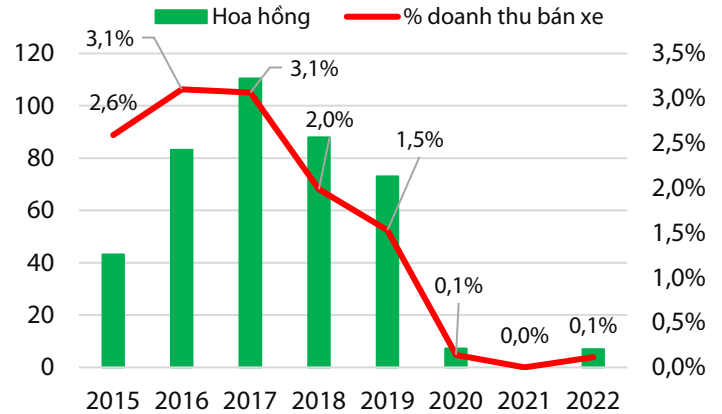


Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

HAX có đủ khả năng để chi trả cho các khoản nợ

Mặc dù HAX có các khoản vay lớn trong giai đoạn 2022-2023, chúng tôi tin rằng công ty có mức độ rủi ro tài chính thấp và có đủ khả năng đáp ứng các nghĩa vụ nợ. Bằng chứng là tỷ lệ thanh toán lãi vay cao và tỷ lệ đòn bẩy dự kiến thấp. Mặc dù cho thấy xu hướng giảm trong giai đoạn 2021-2023F, tỷ lệ thanh toán lãi vay của HAX vẫn ở mức cao hơn mức trước đại dịch (Hình 15). Do HAX sở hữu nợ ngắn hạn cao trong năm 2022 nên khả năng thanh toán lãi vay tiếp tục giảm trong năm 2023, tuy nhiên, sau đó tỷ lệ này dự kiến sẽ cải thiện nhờ giá trị các khoản nợ dự kiến sẽ giảm kể từ năm 2024. HAX đã tăng cường vay nợ để tài trợ cho vốn lưu động, chủ yếu mua ô tô để dự trữ hàng tồn kho giá thấp trong 2H2022. Cùng với miếng đất mới mua vào quý 3 năm 2022, tỷ lệ đòn bẩy năm 2022 của công ty đạt 51,6%, vẫn thấp hơn mức trước đại dịch (Hình 16). Trong trường hợp nợ vay giảm, chúng tôi ước tính rằng tỷ lệ đòn bẩy của HAX sẽ giảm xuống mức 10%-20% trong ba năm tới, đây được coi là tỷ lệ đòn bẩy lành mạnh.

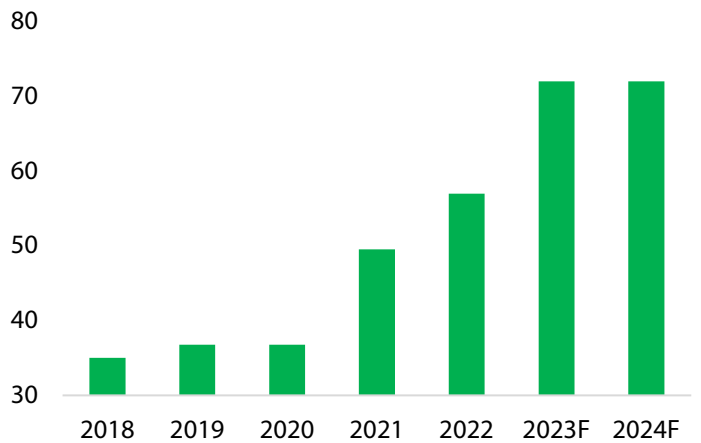
Hình 12: Khoản hoa hồng từ Tập đoàn Mercedes-Benz (Tỷ đồng, cột trái) và % doanh thu bán xe (% , cột phải)



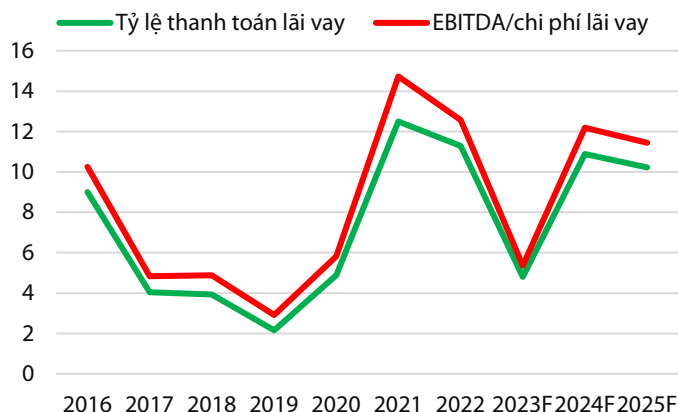
*HAX chưa ghi nhận hoàn toàn khoản hoa hồng từ Tập đoàn Mercedes-Benz trong giai đoạn 2020-2022.

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

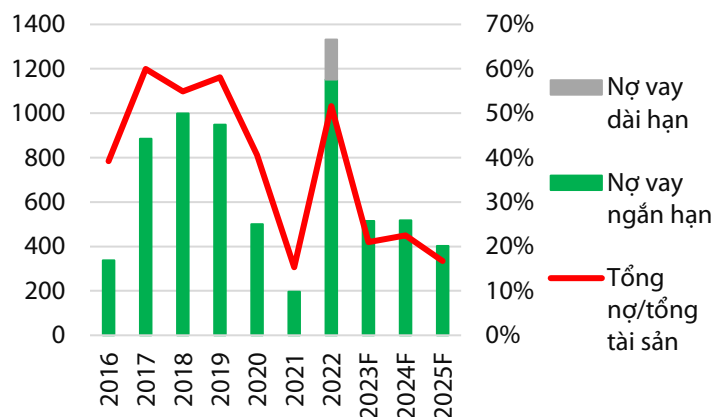
Hình 14: Số lượng cổ phiếu của HAX (Triệu cổ phiếu)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Tỷ lệ thanh toán lãi vay (x) và tỷ lệ EBITDA/chi phí lãi vay (x) của HAX


Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Cơ cấu tổng nợ (tỷ đồng, cột trái) và tổng nợ/tổng tài sản (% , cột phải) của HAX.


Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Dự phóng 2022-23F
Bảng 1: Dự phóng KQKD 2023

Đơn vị: Tỷ đồng	2022A	2023F	% YoY thay đổi	Ghi chú
Doanh thu thuần	6.775	7.025	+3,7%	
+ Doanh thu Mercedes-Benz/ tổng doanh thu	92,3%	93,1%	+380 bps	Chúng tôi dự báo tỷ trọng đóng góp của doanh thu bán ô tô cao hơn trong năm 2023 nhờ chiến lược mở rộng thị phần.
Lợi nhuận gộp	473	483	+2,2%	
Chi phí BH&QLDN	(208)	(215)	+3,4%	
EBIT	265	268	1,1%	
Thu nhập khác	35	48	+37,1%	Chúng tôi dự báo: + Chi phí tài chính tăng mạnh +93% YoY do nợ vay tăng cao vào cuối năm 2022. + Thu nhập khác tăng +158% YoY nhờ khoản hoa hồng dự kiến lớn từ tập đoàn Mercedes-Benz.
LNST	239	252	+5,1%	
Biên lợi nhuận gộp	7,0%	6,9%	-10 bps	Biên lợi nhuận gộp dự kiến giảm nhẹ do giá bán trung bình cao hơn và chiết khấu cao hơn để thúc đẩy doanh số.
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu	3,0%	3,0%	0 bps	
Biên EBIT	3,9%	3,8%	-10 bps	
Biên LNST	3,5%	3,6%	+10 bps	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Mặc dù doanh thu năm 2022 của HAX phù hợp với dự báo của chúng tôi và lợi nhuận ròng thấp hơn dự phóng, chúng tôi vẫn điều chỉnh giảm dự phóng số lượng xe bán ra năm 2023 xuống khoảng -2% và tăng thu nhập khác lên khoảng +8%. Doanh số kỳ vọng thấp hơn do chúng tôi dự báo thận trọng hơn trong điều kiện lãi suất cho vay tăng cao, cụ thể thị phần của HAX được kỳ vọng tăng nhẹ lên 38,5% thay vì 39,0% như dự báo trước đó. Mặt khác, nguyên nhân khiến lợi nhuận kỳ vọng cao hơn do chúng tôi giả định HAX sẽ ghi nhận hoa hồng từ tập đoàn Mercedes-Benz vào năm 2023. Những điều chỉnh này khiến doanh thu thuần và LNST năm 2023 lần lượt thấp hơn 2,0% và cao hơn 6,7% so với dự báo mới nhất của chúng tôi vào tháng 01/2023. Tương ứng, EPS năm 2023 được điều chỉnh xuống 3.498 đồng/cổ phiếu thay vì 4.063 đồng/cổ phiếu trong dự báo trước đó.

Bảng 2: Những thay đổi dự báo IS năm 2023

Đơn vị: Tỷ đồng	Cũ	Mới	% Thay đổi	Ghi chú
Doanh thu thuần	7.172	7.025	-2,0%	Chúng tôi đã điều chỉnh giảm tỷ lệ tăng thị phần dự kiến của HAX xuống từ 100 điểm cơ bản còn 50 điểm cơ bản.
Lợi nhuận gộp	481	483	+0,4%	
Biên lợi nhuận gộp	6,7%	6,9%	+20 bps	Chúng tôi đã hạ tỷ lệ giảm biên lợi nhuận gộp dự kiến xuống 10 điểm cơ bản so với 30 điểm cơ bản trước đó do tỷ suất lợi nhuận gộp quý 4 năm 2022 cao hơn dự kiến.
Chi phí BH&QLDN	224	215	-4,0%	
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu	3,2%	3,1%	-20 bps	Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu Q4 2022 thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi do HAX đã tối ưu hóa chi phí lương.

EBIT	256	268	+4,6%	
Chi phí tài chính	65	56	-13,9%	Chúng tôi giảm chi phí lãi vay dự kiến vì HAX đã chuyển đổi trái phiếu chuyển đổi vào tháng 02/2023, dẫn đến tổng nợ thấp hơn. Chúng tôi đã nâng mức hoa hồng dự kiến từ Tập đoàn Mercedes-Benz vào năm 2023 vì HAX chưa ghi nhận hết khoản này trong năm 2022.
Thu nhập khác/chi phí khác	95	103	+9,1%	
LNST	236	252	+6,7%	
EPS (Đồng)	4.063	3.498	-13,9%	Tháng 2/2022, HAX phát hành 15 triệu cổ phiếu để chuyển đổi thành trái phiếu trị giá 180 tỷ đồng. Sau khi phát hành, tổng số cổ phiếu lưu hành của HAX tăng từ 56.943.434 cổ phiếu lên 71.943.434 cổ phiếu.

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Định giá & Khuyến nghị

Với kế hoạch củng cố và mở rộng thị phần, chúng tôi tin rằng HAX sẽ giữ vững vị thế dẫn đầu thị trường và duy trì được tăng trưởng trong dài hạn. Ngoài ra, chỉ số PER trượt của HAX đã giảm xuống mức thấp nhất kể từ ngày niêm yết đầu tiên (Hình 17). Do đó, chúng tôi cho rằng triển vọng tiêu cực của HAX đã được phản ánh hoàn toàn vào biến động giá cổ phiếu, và HAX đang được giao dịch ở mức định giá hấp dẫn.

Tuy nhiên, rủi ro giảm giá là các khoản hoa hồng khó dự đoán từ Tập đoàn Mercedes-Benz, như đã thảo luận ở trên, khiến dự báo của chúng tôi về kết quả kinh doanh hàng quý của công ty khác với số liệu thực tế.

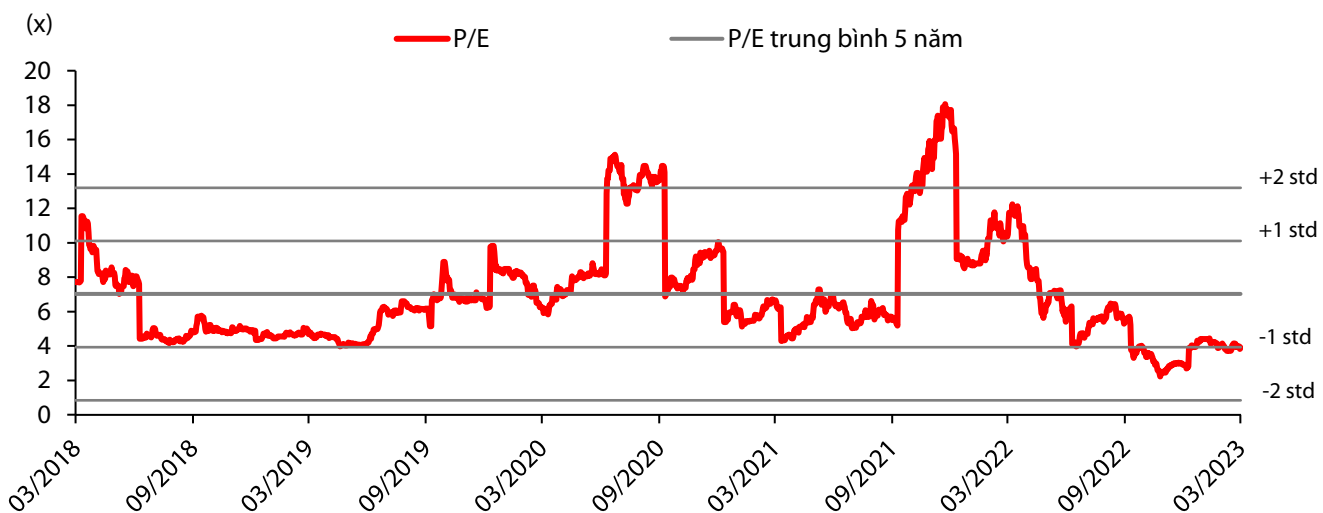
Chúng tôi kết hợp phương pháp định giá dòng tiền FCFF (50%) và so sánh bội số PER (50%) để có được **giá mục tiêu là 20.700 VND**, thấp hơn 1% so với giá mục tiêu gần nhất (20.900 VND) vào tháng 01/2023. Giá mục tiêu thấp hơn do dự phóng năm 2023 thấp hơn như đã đề cập ở trên. Cộng thêm khoản cổ tức tiền mặt 500 đồng, **lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng là 30%** so với giá đóng cửa ngày 27/03/2023. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này với chiến lược nắm giữ dài hạn.

Bảng 3: Tóm tắt định giá của HAX

Phương pháp	Tỷ trọng	Định giá (Đồng/Cổ phiếu)
FCFF (WACC: 19,5%, g: 4,7%, EV/EBITDA: 5,6x)	50%	22.000
Bội số P/E (5,5x)	50%	19.300
Tổng	100%	20.700

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 17: Lịch sử P/E của HAX



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 4: So sánh các công ty trong ngành

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	ROE (%)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EPS (% YoY)	Biên lợi nhuận gộp (%)	Biên lợi nhuận ròng (%)	Tỷ lệ PB hiện tại (x)	Tỷ lệ PER hiện tại (x)	Tỷ lệ EV/EBITDA hiện tại (x)	P/E trung bình 5 năm (x)
HAX	VN	51	29,4	22,0	53,3	7,0	3,5	1,0	3,9	7,1	7,1
Nội địa											
HTL	VN	9,4	18,1	15,7	46,3	8,4	3,8	0,9	5,4	5,4	13,3
CTF	VN	111	13,0	39,7	109,3	8,6	1,7	2,9	24,7	24,2	239,0
Nước ngoài											
KRUNGTHAI CAR RENT & LEASE SONIC	TB	60,3	9,0	-18,1	17,4	19,3	8,3	0,9	10,9	3,7	10,8
AUTOMOTIVE INC-CLASS A COMPETENT	US	2.059	9,0	15,2	-77,8	16,5	0,6	2,1	5,3	6,4	8,7
AUTO INTL CONGLOMER AT	IN	16,7	7,0	6,6	12,3	N/A	1,6	0,4	6,3	3,9	4,1
CENTENARY UNITED HOLDINGS LT	JP	40,7	13,5	9,8	24,1	20,1	3,4	0,7	5,5	3,0	5,9
	HK	24,1	1,3	-15,4	-39,9	5,8	0,1	0,4	34,4	10,5	N/A
Trung bình		297	12,5	9,4	18,1	12,3	2,8	1,2	12,1	8,0	41,3
Trung vị		46	11,0	12,5	20,8	8,6	2,6	0,9	5,9	5,9	8,7

Nguồn: Bloomberg, dữ liệu được lấy vào ngày 21/03/2023

	Tỷ đồng			
Kết quả kinh doanh	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024F
Doanh thu	5.551	6.775	7.025	7.125
Giá vốn hàng bán	5.195	6.302	6.542	6.651
Lợi nhuận gộp	357	473	483	474
Chi phí bán hàng	119	144	149	151
Chi phí QLDN	48	64	66	64
Thu nhập tài chính	1	24	0	0
Chi phí tài chính	18	29	56	24
Lợi nhuận khác	29	40	103	81
Lợi nhuận trước thuế	202	300	315	316
Thuế TNDN	42	60	63	64
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	160	239	252	252
EBIT	190	265	268	258
EBITDA	259	366	299	289

Chỉ số tài chính	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	-0,3%	22,0%	3,7%	1,4%
Lợi nhuận HKKD	9,3%	41,7%	-18,5%	-3,2%
EBITDA	23,9%	39,3%	1,1%	-3,5%
Lợi nhuận sau thuế	28,2%	49,5%	5,1%	0,1%
Tổng tài sản	3,6%	101,9%	-4,8%	-6,2%
Vốn chủ sở hữu	33,3%	30,3%	72,1%	-5,3%
Khả năng sinh lợi (%)				
Biên lợi nhuận gộp	6,4%	7,0%	6,9%	6,6%
Biên EBITDA	4,7%	5,4%	4,2%	4,1%
Biên EBIT	3,4%	3,9%	3,8%	3,6%
Biên lợi nhuận ròng	2,9%	3,5%	3,6%	3,5%
ROA	12,5%	9,3%	10,2%	10,9%
ROE	22,6%	26,0%	15,9%	16,8%
Hiệu quả				
Vòng quay kh. phải thu	22,3	26,1	18,9	22,0
Vòng quay HTK	8,9	5,9	8,1	9,3
Vòng quay kh. phải trả	14,1	23,1	18,7	23,9
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,7	1,1	1,6	1,6
Nhanh	0,6	0,4	0,7	0,7
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	27,6%	124,8%	32,4%	34,5%
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	27,6%	124,8%	32,4%	34,5%
Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

	Tỷ đồng			
Bảng cân đối kế toán	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024F
Tiền và các khoản tương đương tiền	88	160	138	103
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	249	260	372	324
Hàng tồn kho	581	1.065	810	717
Tài sản ngắn hạn khác	18	101	96	91
Tài sản, nhà máy & thiết bị	282	881	934	963
Tài sản vô hình	42	82	76	76
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	17	29	29	29
Tổng tài sản	1.277	2.579	2.456	2.304
Các khoản phải trả	368	273	349	278
Vay và nợ ngắn hạn	196	1.152	515	518
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Các khoản nợ dài hạn khác	4	185	5	5
Quỹ khen thưởng phúc lợi	0	0	0	0
Quỹ công nghệ-khoa học, phát triển	0	0	0	0
Tổng nợ	567	1.609	869	801
Cổ phiếu phổ thông và APIC	496	570	1.019	719
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	212	352	568	784
Thu nhập ngoại bảng	0	0	0	0
Quỹ đầu tư và phát triển	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	708	922	1.588	1.504
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	0	0	0

Chỉ số định giá	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024F
EPS (Đồng)	3.233	4.204	3.498	3.503
P/E (x)	10,4	3,9	5,5	5,5
BV (Đồng)	14.294	16.199	22.067	20.899
P/B (x)	2,0	1,0	0,8	0,8
DPS (Đồng/cổ phiếu)	0	435	500	500
Tỷ suất cổ tức (%)	0	2,5	2,9	2,9

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	22.000	50%	11.000
P/E	19.300	50%	9.700
Giá mục tiêu (Đồng)			20.700

Lịch sử định giá	Giá	Khuyến nghị	Thời gian
08/2022	26.500	TÍCH LŨY	Dài hạn
01/2023	20.900	MUA	Dài hạn
03/2023	20.700	MUA	Dài hạn

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH
Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm
Manager

tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Vật liệu xây dựng

Đỗ Thanh Tùng
Manager

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An
Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

Lê Tự Quốc Hưng
Analyst

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

Nguyễn Hồng Loan
Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Ngọc Thảo
Analyst

thao.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Ngân hàng

Cao Ngọc Quân
Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

Trịnh Thị Thu Hoài
Analyst

hoai.ttt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1545)

- Dệt may
- Tiện ích công cộng

Bernard Lapointe
Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Hà My
Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Hà Trinh
Senior Consultant

trinh.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Bùi Đặng Cát Khánh
Assistant

khanh.bdc@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Lầu 1-2-3-4, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn

F (+84) 28 6291 7986 W www.vdsc.com.vn

MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006

F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006

F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578

F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

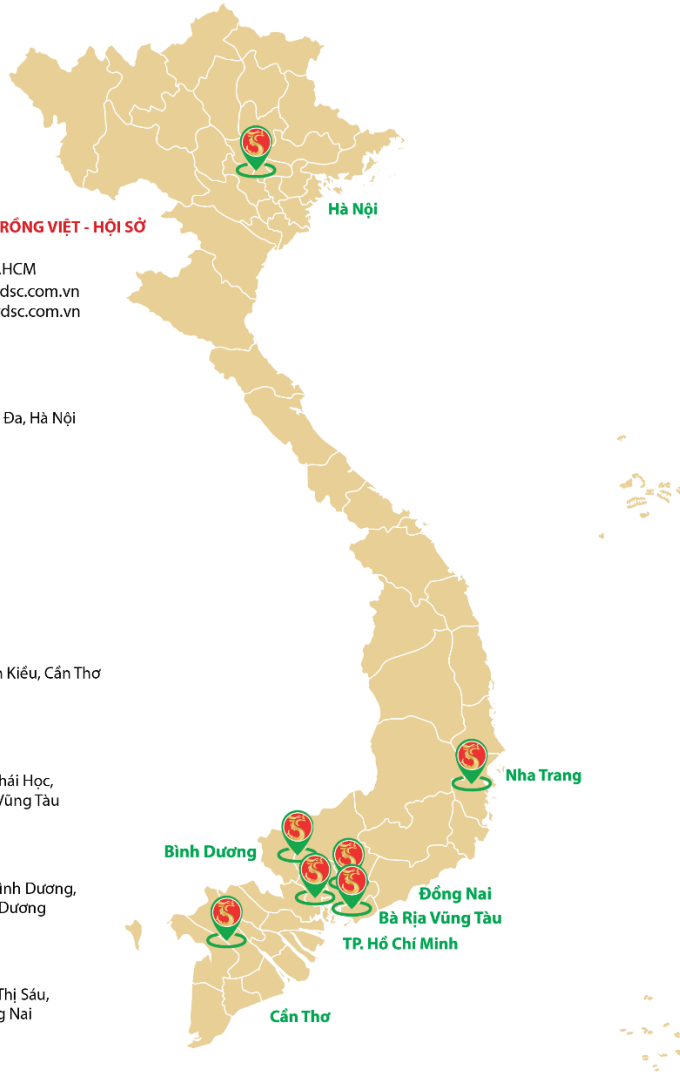
Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Toà nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2023.**