

Ngành ô tô: Tăng trưởng trở lại, khuyến nghị Mua vào VEA & HAX

Trần Thị Thu Nga, CFA

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp & Cơ khí
nga.tttthu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

- Ngành ô tô Việt Nam nhận được động lực tăng trưởng từ tháng 9/2024 nhờ tái áp dụng chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ cho ô tô lắp ráp trong nước (có hiệu lực đến tháng 11/2024), với sản lượng tiêu thụ tăng mạnh 39% và 50% trong tháng 9 và tháng 10 (8 tháng đầu năm 2024 tăng 7%).
- Do đó, sản lượng tiêu thụ ô tô trong Q4/2024 và cả năm 2024 dự báo tăng lần lượt 14% và 12%. Cho năm 2025-2026, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ tăng lần lượt 8% và 14%, trong khi giữ nguyên quan điểm tích cực cho ngành trong dài hạn.
- Chúng tôi khuyến nghị Mua vào đối với VEA (không đổi) và HAX (nâng khuyến nghị từ Tăng tỷ trọng), đơn vị hưởng lợi từ chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ. Đối với nhà sản xuất lắp xe DRC, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và giữ nguyên giá mục tiêu.

Việc tái áp dụng chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ cho ô tô lắp ráp trong nước thúc đẩy tăng trưởng sản lượng tiêu thụ

Sau khi sản lượng tiêu thụ tăng rất chậm trong nửa đầu năm 2024 (180.796 chiếc, tăng 2% so với cùng kỳ) và sau nhiều vòng thảo luận, chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ cho ô tô lắp ráp trong nước đã được thông qua (lần thứ tư), với thời hạn áp dụng là 3 tháng từ tháng 9/2024 đến tháng 11/2024 (so với thời hạn 6 tháng trong ba lần trước đó).

Nhờ có chính sách này, sản lượng tiêu thụ ô tô của Việt Nam tăng mạnh trong tháng 9 và tháng 10, lần lượt ở mức 39% và 50%. Trong 10 tháng đầu năm 2024, tổng sản lượng tiêu thụ tăng 17% so với cùng kỳ lên 357.485 chiếc, nhờ sản lượng tiêu thụ xe lắp ráp trong nước tăng 12% và xe nhập khẩu nguyên chiếc tăng 28%. Sản lượng tiêu thụ xe nhập khẩu nguyên chiếc tăng mạnh trong năm nay là do xe nhập khẩu từ Trung Quốc tăng vọt, khi các thương hiệu xe của nước này đang tiến vào thị trường Việt Nam.

Phục hồi tăng trưởng

Nhờ chính sách giảm lệ phí trước bạ, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ tăng 14% trong Q4/2024 và tăng 12% trong cả năm 2024, sau khi giảm 19% trong năm 2023.

Theo kịch bản cơ sở, HSC giả định sẽ không có thêm chính sách hỗ trợ trong thời gian tới. Do đó, sản lượng tiêu thụ trong năm 2025/2026 được dự báo tăng lần lượt 8% và 14%. Mức tăng trưởng dự kiến cho năm sau khá khiêm tốn do sản lượng tiêu thụ có xu hướng tăng chậm lại khi thời gian áp dụng chính sách hỗ trợ lệ phí trước bạ kết thúc, trong khi sản lượng tiêu thụ ô tô là chỉ báo trễ của nền kinh tế vốn mới đang trên đà hồi phục.

Trong dài hạn, HSC vẫn giữ quan điểm tích cực với ngành này. Ngành ô tô của Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn tăng trưởng, được thúc đẩy bởi nhu cầu ngày càng tăng, cơ sở hạ tầng được nâng cấp và tỷ lệ sở hữu ô tô hiện tại còn thấp.

Khuyến nghị Mua vào VEA và HAX

HSC khuyến nghị Mua vào đối với cả 2 cổ phiếu VEA (có cổ tức hấp dẫn; giữ nguyên khuyến nghị Mua vào; giá mục tiêu mới là 51.500đ) và nhà phân phối ô tô HAX (nâng khuyến nghị từ Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu mới là 20.000đ). VEA được dự báo có lợi suất cổ tức hấp dẫn ở mức 12-13% trong giai đoạn 2024-2026, cùng với mức định giá thấp. Trong khi đó, lợi nhuận của HAX được dự báo tăng mạnh trong 2 năm tới, sau khi phục hồi mạnh trong năm nay, nhờ sự phục hồi tăng trưởng của ngành.

Đối với nhà sản xuất lắp xe DRC, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và giữ nguyên giá mục tiêu 33.400đ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 2/12.

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	15,900	Mua vào	Tăng tỷ trọng	20,000	4.17	25.8	13.2	9.50	8.63	7.16	7.55	7.55
VEA	38,300	Mua vào	-	51,500	(4.28)	34.5	7.73	7.37	17.6	16.3	11.5	12.1

Giá cổ phiếu tại ngày 29/11/2024.

Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Triển vọng ngành cải thiện; Mua vào VEA và HAX	3
--	---

Báo cáo thành phần

CTCP Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh (HAX)	9
Tổng CTCP Máy động lực và máy nông nghiệp Việt Nam (VEA)	17

Triển vọng ngành cải thiện; Mua vào VEA và HAX

Ngành ô tô Việt Nam dự kiến tăng trưởng trở lại trong năm nay, sau khi sụt giảm trong năm 2023. HSC dự báo sản lượng tiêu thụ tăng lần lượt 8% và 14% trong năm 2025 và 2026 (dựa trên kịch bản cơ sở không có thêm chính sách hỗ trợ), sau mức tăng trưởng 12% được dự báo cho năm nay. Chúng tôi khuyến nghị Mua vào đối với VEA dựa trên cơ sở định giá thấp và lợi suất cổ tức cao và khuyến nghị Mua vào đối với HAX nhờ lợi nhuận dự kiến tăng mạnh khi ngành hồi phục.

Việc tái áp dụng chính sách hỗ trợ thúc đẩy nhu cầu

Lưu ý, sau khi sản lượng tiêu thụ tăng lên mức cao nhất trong năm 2022, ngành ô tô Việt Nam ghi nhận sự sụt giảm 19% trong năm 2023 do những bất lợi về mặt kinh tế vĩ mô. Nhu cầu vẫn ở mức thấp trong nửa đầu năm 2024, với mức tăng trưởng chỉ 2% so với cùng kỳ (ô tô nhập khẩu nguyên chiếc tăng 6%, ô tô lắp ráp trong nước giảm 1%).

Sau nhiều vòng thảo luận, ngày 29/8/2024, Chính phủ đã phê duyệt chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ cho xe lắp ráp trong nước. Đây là lần thứ tư chính sách này được áp dụng (chỉ dành cho ô tô lắp ráp trong nước) kể từ sau đại dịch COVID-19. Tuy nhiên, lần này chính sách hỗ trợ chỉ được áp dụng trong 3 tháng (từ tháng 9/2024 đến tháng 11/2024) thay vì 6 tháng như 3 lần trước đó.

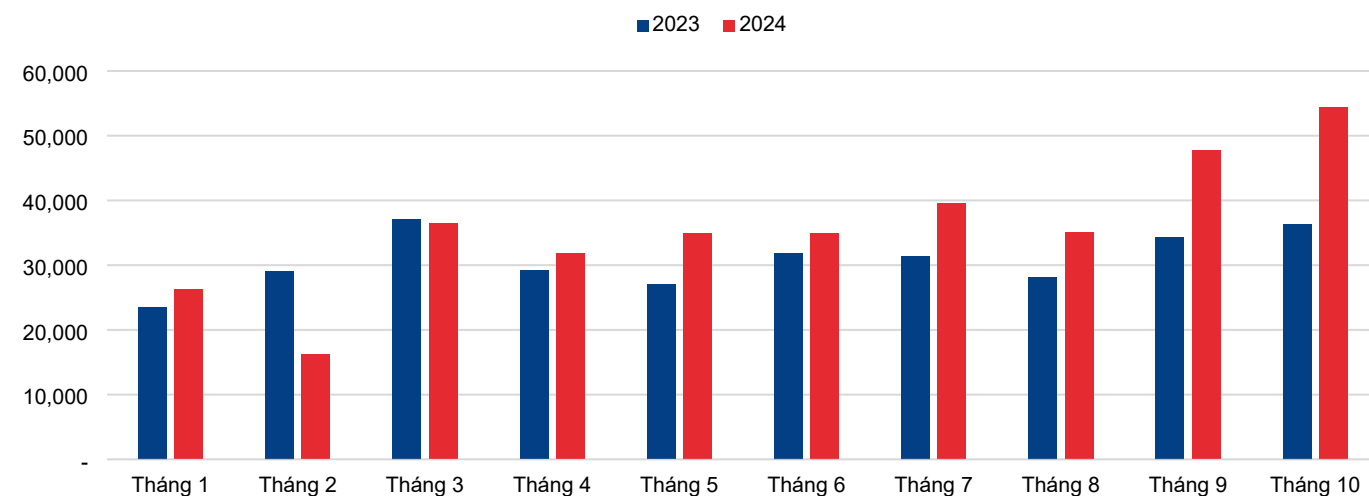
Sau khi chính sách hỗ trợ có hiệu lực, nhu cầu tăng mạnh, với sản lượng tiêu thụ tăng vọt 39% trong tháng 9 và 50% trong tháng 10 (8 tháng đầu năm 2024 tăng 7%). Sản lượng tiêu thụ ô tô lắp ráp trong nước tăng lần lượt 20% và 35% trong 2 tháng này (8 tháng đầu năm 2024 tăng 4%), trong khi sản lượng tiêu thụ ô tô nhập khẩu nguyên chiếc tăng mạnh 91% trong mỗi tháng (8 tháng đầu năm 2024 tăng 14%).

Trong 10 tháng đầu năm 2024, tổng sản lượng tiêu thụ tăng 16% so với cùng kỳ lên 357.485 chiếc, trong đó sản lượng tiêu thụ ô tô lắp ráp trong nước tăng 10% lên 224.445 chiếc (đóng góp 63% tổng sản lượng tiêu thụ), trong khi sản lượng tiêu thụ ô tô nhập khẩu nguyên chiếc tăng mạnh hơn ở mức 28% lên 133.040 chiếc (đóng góp 37% tổng sản lượng tiêu thụ).

Sản lượng tiêu thụ xe nhập khẩu nguyên chiếc tăng mạnh trong năm nay là do xe nhập khẩu từ Trung Quốc tăng vọt (gần gấp đôi so với năm ngoái), khi các thương hiệu xe của nước này đang tiến vào thị trường Việt Nam. Ở giai đoạn đầu, hầu hết các thương hiệu sử dụng chiến lược bán xe nhập khẩu nguyên chiếc, thay vì đầu tư xây dựng nhà máy lắp ráp để thăm dò nhu cầu của thị trường. Khi sản lượng tiêu thụ tăng lên mức nhất định, các thương hiệu ô tô sẽ cân nhắc đến việc chuyển sang kinh doanh ô tô lắp ráp trong nước nhằm tận dụng các chính sách ưu đãi của Chính phủ đối với loại ô tô này. Chiến lược này đang được triển khai bởi MG, thương hiệu xe Trung Quốc có thành tích kinh doanh tốt nhất tại Việt Nam cho đến nay. Hiện tất cả xe MG trên thị trường là xe nhập khẩu nguyên chiếc (từ Trung Quốc hoặc Thái Lan). Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh 2,4 lần so với cùng kỳ lên 9.494 chiếc, trường hợp đặc biệt của ngành ô tô Việt Nam trong năm nay. HSC được biết MG đang có kế hoạch xây nhà máy lắp ráp tại Việt Nam, có thể bằng cách hợp tác với đơn vị phân phối lớn nhất ở thời điểm hiện tại PTM (HAX nắm giữ 51,6% cổ phần, chưa niêm yết). Khi kế hoạch này được triển khai, dòng ô tô lắp ráp trong nước sẽ đóng góp nhiều hơn vào tổng sản lượng tiêu thụ, phù hợp với mục tiêu do Bộ Công Thương đề ra (ô tô lắp ráp trong nước đóng góp 70% vào năm 2030).

Biểu đồ 1: Doanh số bán ô tô theo tháng (xe), Việt Nam

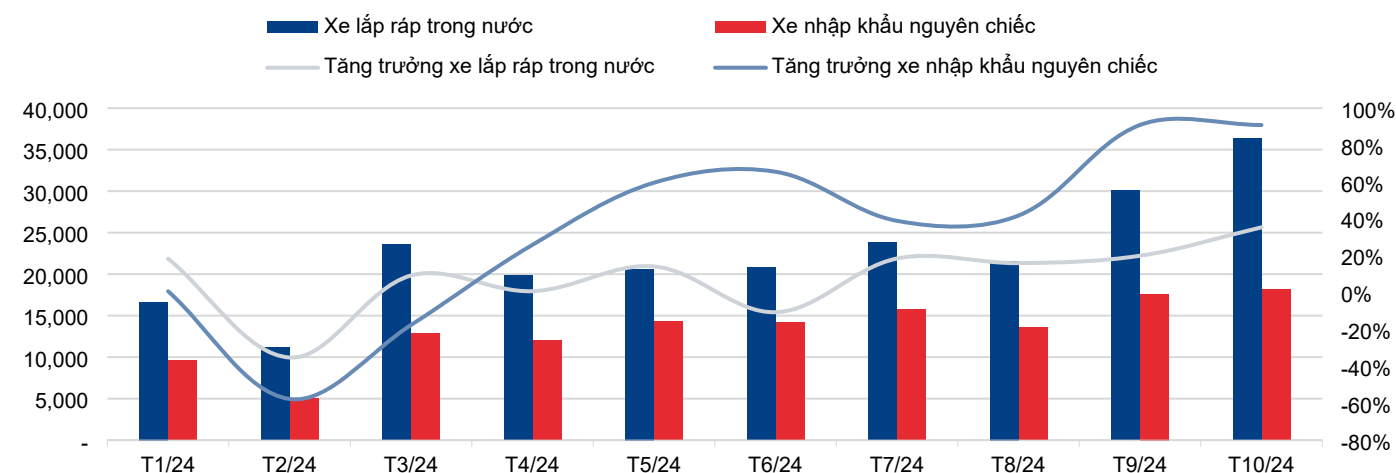
Doanh số bán ô tô của Việt Nam trong tháng 9 và tháng 10 tăng mạnh lần lượt 39% và 50%, nhờ chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ



Nguồn: VAMA, TC Motor, Cục Đăng kiểm Việt Nam

Biểu đồ 2: Doanh số tiêu thụ xe nhập khẩu nguyên chiếc và xe lắp ráp trong nước (xe), Việt Nam

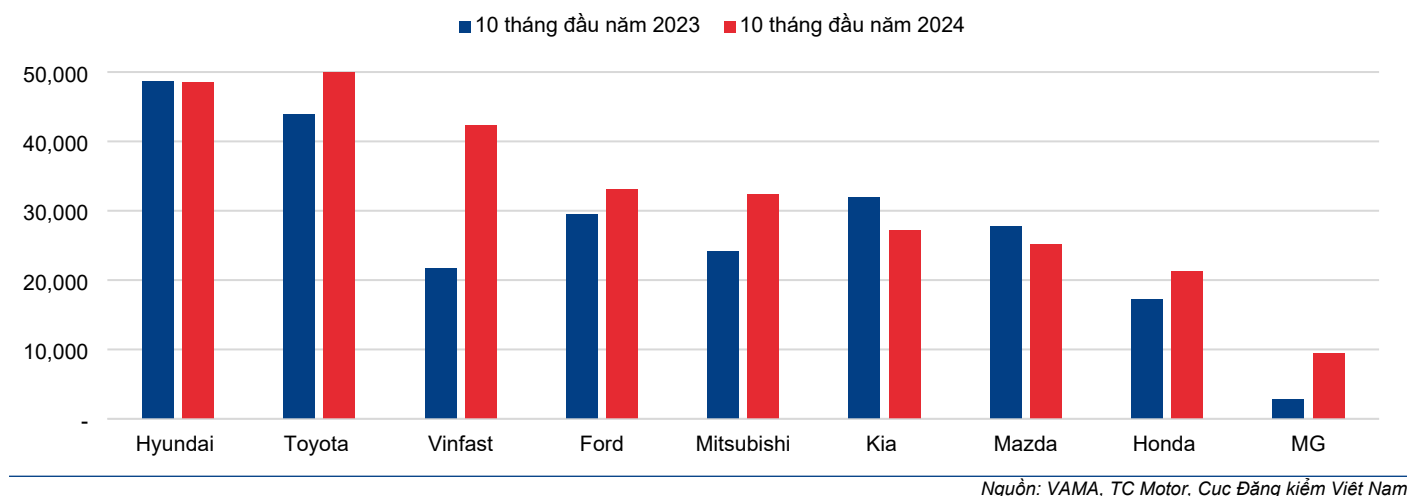
Trong tháng 9 và tháng 10, doanh số xe lắp ráp trong nước tăng lần lượt 20% và 30% (8 tháng đầu năm là 4%), trong khi doanh số xe nhập khẩu nguyên chiếc tăng mạnh 91% mỗi tháng (8 tháng đầu năm là 14%).



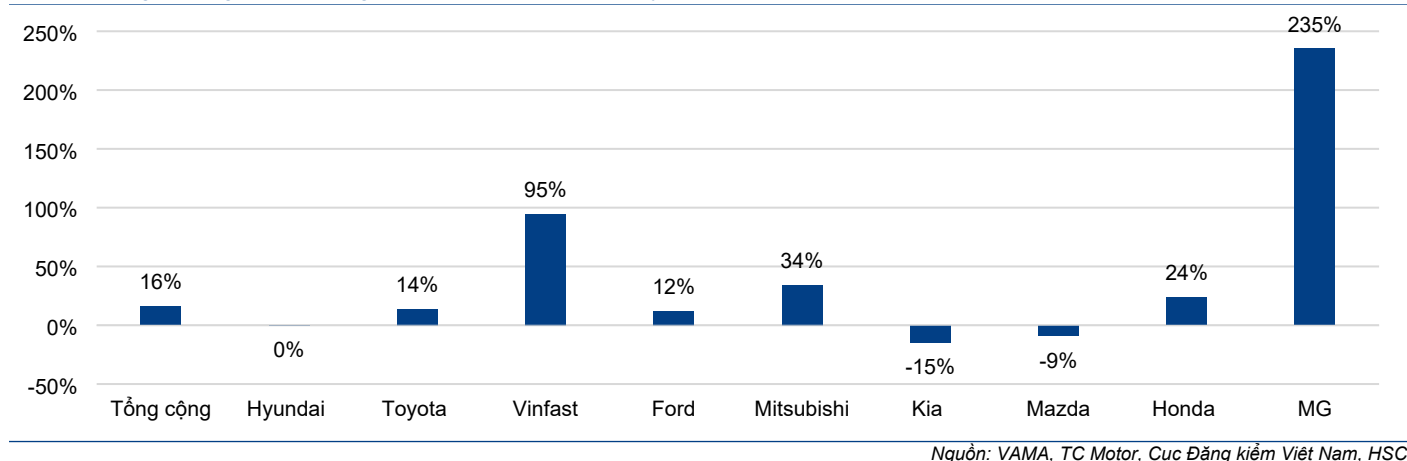
Nguồn: VAMA, TC Motor, Cục Đăng kiểm Việt Nam, HSC

Biểu đồ 3: Doanh số tiêu thụ xe các hãng ô tô lớn trong 10 tháng đầu năm 2024, Việt Nam

Các hãng lớn đều tăng trưởng doanh số bán xe trong 10 tháng đầu năm 2024, ngoại trừ Kia & Mazda

**Biểu đồ 4: Tăng trưởng doanh số của các hãng lớn trong 10 tháng đầu năm 2024, Việt Nam**

MG là trường hợp ngoại lệ của ngành ô tô Việt Nam năm nay

**Phục hồi tăng trưởng sau sụt giảm trong năm 2023**

Cho Q4/2024, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ đạt 157.000 chiếc (tăng 14% so với cùng kỳ). Đà tăng trưởng giảm tốc trong 2 tháng cuối năm chủ yếu do so với mức nền cao của năm ngoái. Chúng tôi lưu ý rằng trong năm 2023, chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ cho xe lắp ráp trong nước được áp dụng trong 6 tháng của nửa cuối năm 2023 – sau đó sản lượng tiêu thụ tăng lên mức cao nhất trong những tháng cuối cùng của năm. Tuy nhiên, do chính sách này chỉ có hiệu lực từ tháng 9 đến tháng 11 trong năm nay, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ sẽ tăng lên mức cao nhất trong tháng 11, sau đó giảm trong tháng 12.

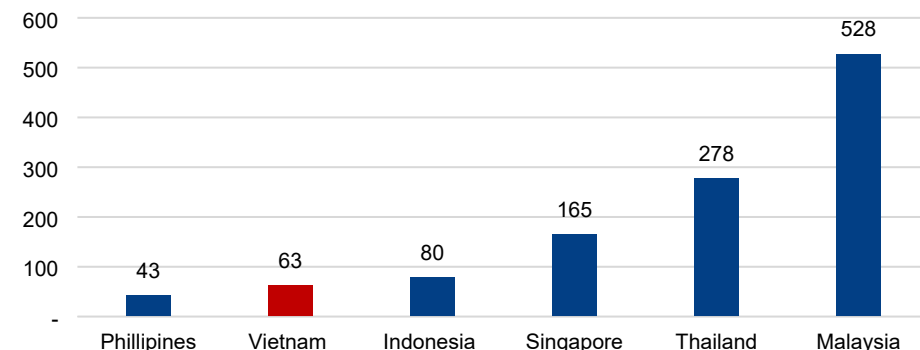
Theo đó, trong năm 2024, tổng sản lượng tiêu thụ sẽ tăng lên 450.068 chiếc (tăng trưởng 14%). Cho năm 2025-2026, sản lượng tiêu thụ dự báo tăng lần lượt 8% và 14%. Mức tăng trưởng dự báo cho năm sau khá khiêm tốn là do sản lượng tiêu thụ có xu hướng tăng chậm lại khi thời gian áp dụng chính sách hỗ trợ lệ phí trước bạ kết thúc, trong khi sản lượng tiêu thụ ô tô là chỉ báo trễ của nền kinh tế vốn đang trên đà hồi phục. Đà tăng trưởng sẽ vững chắc hơn trong năm 2026 khi tình hình kinh tế vĩ mô trở nên ổn định hơn.

Trong dài hạn, HSC có quan điểm tích cực về sự tăng trưởng của ngành. Giá ô tô ngày càng giảm cùng với tốc độ đô thị hóa nhanh chóng/cơ sở hạ tầng được cải thiện sẽ hỗ trợ đà tăng trưởng của ngành. Trong khi đó, ngành ô tô của Việt Nam vẫn trong

giai đoạn tăng trưởng và tỷ lệ sở hữu ô tô hiện tại còn thấp hơn nhiều các nước trong khu vực. Chúng tôi dự báo ngành sẽ tăng trưởng hơn 10% mỗi năm trong giai đoạn 2027-2030.

Biểu đồ 5: Tỷ lệ thâm nhập ngành ô tô theo quốc gia (số xe/1.000 người)

Tỷ lệ thâm nhập ô tô của Việt Nam thấp hơn nhiều so với các nước khác trong khu vực



Nguồn: HSC thu thập

Phân tích KQKD Q3/2024: VEA và HAX ghi nhận KQKD vững chắc

Với sản lượng tiêu thụ tăng mạnh trong Q3/2024, HSC dự báo KQKD trong quý vững chắc đối với cả hai công ty trong danh sách khuyến nghị. Cụ thể:

- **Đối với HAX**, lợi nhuận thuần Q3/2024 tăng mạnh 7,1 lần so với cùng kỳ và tăng 7,2 lần so với quý trước đạt 62 tỷ đồng (cao hơn nhiều so với dự báo) dựa trên KQKD tích cực ở cả hai mảng phân phối xe Mercedes và MG. Trong khi HĐKD của Mercedes phục hồi nhờ việc tái áp dụng chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ cho xe lắp ráp trong nước, HĐKD của MG được hỗ trợ bởi nhu cầu tăng cao đối với thương hiệu xe này và việc HAX tích cực mở rộng hệ thống showroom xe MG. Chúng tôi lưu ý rằng HAX là đơn vị phân phối lớn nhất của thương hiệu xe Mercedes trong khi PTM (công ty con do HAX nắm giữ 51,6% cổ phần; chưa niêm yết) là đơn vị phân phối lớn nhất cho thương hiệu xe MG (với thị phần gần 40% cho mỗi thương hiệu). Trong 9 tháng đầu năm 2024, lợi nhuận thuần tăng mạnh 6,2 lần so với cùng kỳ đạt 91 tỷ đồng, hoàn thành 84,5% dự báo (trước đó) cho cả năm 2024 của HSC.
- **Đối với VEA**, lợi nhuận thuần Q3/2024 tăng 8% so với cùng kỳ (mặc dù giảm 8% so với quý trước) đạt 1.652 tỷ đồng, nhờ lợi nhuận đóng góp từ các công ty liên doanh, sát với dự báo của chúng tôi. Trong 9 tháng đầu năm 2024, lợi nhuận thuần tăng 4% so với cùng kỳ, hoàn thành 78,5% dự báo (trước đó) cho cả năm 2024 của HSC.
- Trong khi đó, **đối với DRC**, KQKD Q3/2024 kém tích cực với lợi nhuận thuần giảm 39% so với cùng kỳ và giảm 41% so với quý trước đạt 46 tỷ đồng, do tỷ suất lợi nhuận thu hẹp (do chi phí nguyên liệu đầu vào tăng) và lỗ tỷ giá. Chúng tôi lưu ý rằng KQKD của DRC dễ bị ảnh hưởng bởi thị trường xuất khẩu (đóng góp 66% tổng doanh thu), trong khi thị trường trong nước (đóng góp 34% tổng doanh thu), kênh OEM (bán trực tiếp cho các đơn vị sản xuất ô tô) chỉ đóng góp khoảng 20% và 80% còn lại đến từ kênh thay thế lớp xe (thông qua mạng lưới phân phối). Do đó, KQKD của DRC không có mối tương quan trực tiếp với KQKD của ngành ô tô Việt Nam.

Bảng 6: KQKD Q3/2024, các công ty ngành ô tô HSC khuyến nghị

VEA và HAX ghi nhận KQKD tích cực, tuy nhiên KQKD của DRC kém tích cực

Tỷ đồng	Q3/23	Q2/24	Q3/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T2023	9T2024	So với cùng kỳ	Dự báo cũ 2024	% kế hoạch Công ty
VEA	1,525	1,798	1,652	8.3%	-8.1%	4,674	4,871	4.2%	6,207	78.5%
HAX	8	8	62	712.6%	720.6%	13	91	616.4%	108	84.5%
DRC	76	77	46	-39.3%	-40.7%	152	173	13.6%	237	72.8%

Nguồn: VEA, HAX, DRC, HSC
Bảng 7: Đánh giá KQKD Q4/2024, các công ty ngành ô tô HSC khuyến nghị

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của VEA và HAX sẽ tăng tốt so với cùng kỳ, tuy nhiên lợi nhuận thuần của DRC lại giảm

Tỷ đồng	Q4/2023	Q3/2024	Q4/2024F	So với cùng kỳ	So với quý trước	2023	Dự báo mới 2024	Tăng trưởng
VEA	1,560	1,652	1,715	10.0%	3.8%	6,201	6,586	6.2%
HAX	22	62	38	72.9%	-38.7%	35	129	273.1%
DRC	96	46	64	-32.8%	40.1%	248	237	-4.3%

Nguồn: VEA, HAX, DRC, HSC

Dự báo KQKD Q4/2024: VEA và HAX dự kiến ghi nhận KQKD vững chắc

Cho Q4/2024, với sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng mạnh, HSC dự báo cả VEA và HAX đều ghi nhận KQKD tích cực.

- Đối với VEA, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q4/2024 đạt 1.715 tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ và tăng 4% so với quý trước), nhờ sản lượng tiêu thụ xe máy và ô tô đều tăng.
- Đối với HAX, lợi nhuận thuần Q4/2024 dự báo đạt 38 tỷ đồng (tăng 73% so với cùng kỳ nhưng giảm 39% so với quý trước). Lợi nhuận giảm so với quý trước chủ yếu do lợi nhuận của mảng phân phối Mercedes thấp hơn so với quý trước, khi chúng tôi dự báo MBV sẽ giảm mức chiết khấu/tỷ suất lợi nhuận dành cho các đại lý khi hàng tồn kho đã được xử lý.
- Đối với DRC, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q4/2024 đạt 64 tỷ đồng (giảm 33% so với cùng kỳ nhưng tăng 40% so với quý trước). Lợi nhuận cao hơn quý trước là nhờ lãi tỷ giá (từ mức lỗ trong Q3/2024) sau khi đồng USD tăng giá trong thời gian gần đây.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận: tăng đối với VEA và HAX, giữ nguyên đối với DRC

- Do KQKD Q3/2024 cao vượt mức kì vọng, HSC tăng 19% dự báo lợi nhuận năm 2024 đối với HAX lên 129 tỷ đồng (tăng trưởng 2,7 lần). Cho năm 2025/2026, chúng tôi tăng lần lượt 8% và 2% dự báo lợi nhuận lên 180 tỷ đồng và 236 tỷ đồng, cho thấy lợi nhuận tăng trưởng lần lượt 39% và 31% trong 2 năm.
- Đối với VEA, chúng tôi tăng 3-6% dự báo lợi nhuận trong giai đoạn 2024-2026 sau khi tăng dự báo sản lượng tiêu thụ ô tô tại các công ty liên doanh. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận tăng trưởng 6% trong năm 2024, sau đó tăng trưởng 5% mỗi năm trong năm 2025-2026. Mặc dù lợi nhuận tăng khiêm tốn, VEA vẫn có thể đưa ra mức lợi suất cổ tức hấp dẫn 12-13% mỗi năm trong giai đoạn 2024-2026.
- Trong khi đó, HSC giữ nguyên dự báo KQKD đối với DRC, với lợi nhuận thuần năm 2024 giảm 4% so với cùng kỳ, sau đó tăng trưởng lần lượt 21% và 16% trong năm 2025 và 2026. Lợi nhuận tăng trong 2 năm tới là nhờ đóng góp của nhà máy lốp xe TBR (lốp radial cho xe tải/xe buýt) giai đoạn 3, với thị trường Mỹ là động lực tăng trưởng chính.

Bảng 8: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, các công ty ngành ô tô HSC khuyến nghị

Nâng dự báo lợi nhuận của VEA và HAX, trong khi giữ nguyên dự báo lợi nhuận của DRC

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
VEA	6,201	6,207	6,625	7,049	6,586	6,906	7,242	6.1%	4.3%	2.7%
HAX	35	108	166	230	129	180	236	19.4%	8.4%	2.4%
DRC	248	237	286	332	237	286	332	0.0%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng										
VEA		0.1%	6.7%	6.4%	6.2%	4.9%	4.9%			
HAX		212.4%	53.5%	38.8%	273.1%	39.3%	31.0%			
DRC		-4.3%	20.6%	16.3%	-4.3%	20.6%	16.3%			

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Với triển vọng ngành cải thiện, HSC khuyến nghị Mua vào đối với VEA và HAX, cả hai công ty đều có HĐKD liên quan trực tiếp với ngành. Trong khi đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với nhà sản xuất lốp xe DRC.

- Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với HAX lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu mới (điều chỉnh tăng 4%) là 20.000đ và tiềm năng tăng giá là 25%. Cổ phiếu đang có P/E dự phóng năm 2025 và năm 2026 lần lượt là 12 lần và 9,1 lần. HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,8 lần, thấp hơn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 10 lần. HSC cho rằng cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ có triển vọng lợi nhuận tích cực trong 2 năm tới.
- Trong khi đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với cổ phiếu có cổ tức hấp dẫn VEA, với giá mục tiêu 51.500đ (được điều chỉnh giảm nhẹ) và tiềm năng tăng giá là 35%. Cổ phiếu đang có P/E dự phóng năm 2025 và năm 2026 lần lượt là 10 lần và 9,5 lần.

VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,4 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 9 lần. Trong khi đó, cho giai đoạn 2024-2026, chúng tôi dự báo lợi suất cổ tức sẽ dao động trong khoảng 12-13%, nhờ lợi nhuận tích cực từ các công ty liên doanh.

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DRC, với giá mục tiêu 33.400đ và tiềm năng tăng giá là 17%. Cổ phiếu đang có P/E dự phóng năm 2025 và năm 2026 lần lượt là 15,4 lần và 13,1 lần. DRC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,4 lần, cao hơn so với bình quân quá khứ ở mức 12,6 lần.

Bảng 9: Định giá, các công ty ngành ô tô HSC khuyến nghị

VEA hiện giao dịch ở mức P/E rẻ, trong khi HAX cần được định giá lại nhờ triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ trong 2 năm tới

	Thị giá	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá (%)	P/E			Độ lệch chuẩn so với bình quân	Lợi suất cổ tức (%)			
				2024	2025	2026		Trượt dự phóng 1 năm	2024	2025	2026
VEA	38,300	51,500	34.5%	7.7	7.3	7.0	7.4	(1.1)	11.5%	12.1%	12.8%
HAX	15,900	20,000	25.8%	13.2	9.5	7.3	9.8	0.0	7.5%	7.5%	9.4%
DRC	28,550	33,400	17.0%	15.9	13.2	11.2	13.4	0.3	5.3%	5.3%	5.3%

Nguồn: HSC

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

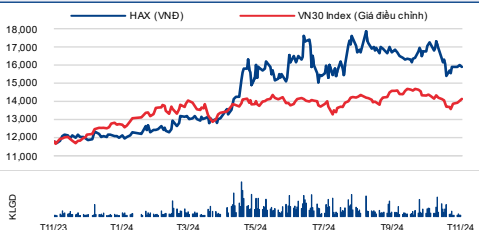
Giá mục tiêu: VNĐ20,000 (từ VNĐ19,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 25.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/11/2024)	15,900
Mã Bloomberg	HAX VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,697-17,850
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,940
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	1,485
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	58.6
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	(6.74)	(5.64)	34.9
So với chỉ số	(5.00)	(4.53)	12.5
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,201	1,127	6.6
2025F	1,674	1,619	3.4
2026F	2,193	2,326	(5.7)

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

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp &
nga.tttthu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Dự báo lợi nhuận tăng mạnh; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với HAX lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 4% giá mục tiêu lên 20.000đ (tiềm năng tăng giá là 26%) nhờ tăng dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá.
- Sau khi HAX công bố KQKD Q3/2024 đáng ngạc nhiên (cao hơn nhiều so với dự báo), chúng tôi tăng 19% dự báo lợi nhuận năm 2024 lên 129 tỷ đồng (tăng trưởng 2,7 lần). Cho năm 2025/2026, dự báo lợi nhuận được điều chỉnh tăng lần lượt 8% và 2%, cho thấy mức tăng trưởng 39% và 31% trong 2 năm.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 1 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,8 lần, sát với bình quân từ năm 2019 ở mức 10 lần. Cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng lợi nhuận tăng trưởng tích cực trong 2 năm tới.

Sự kiện: Triển vọng cải thiện

HAX công bố KQKD Q3/2024 tốt đáng ngạc nhiên với lợi nhuận thuần đạt 62 tỷ đồng (tăng 7,1 lần so với cùng kỳ và tăng 7,2 lần so với quý trước) trên doanh thu thuần 1.536 tỷ đồng (tăng 38% so với cùng kỳ và tăng 37% so với quý trước). Đà tăng trưởng tích cực được nhìn thấy ở cả hai mảng phân phối xe Mercedes và MG, với HĐKD của mảng phân phối xe Mercedes phục hồi sau 1,5 năm sụt giảm nhờ việc tái áp dụng chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ cho xe lắp ráp trong nước (từ tháng 9/2024 đến tháng 11/2024).

Trong tương lai, chúng tôi nhận thấy triển vọng của HAX cải thiện, với việc giải phóng hàng tồn kho xe Mercedes và việc mở rộng hơn nữa HĐKD đối với thương hiệu xe MG.

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

Do KQKD Q3/2024 cao hơn nhiều so với dự báo, HSC điều chỉnh tăng 19% dự báo lợi nhuận năm 2024 (tăng nhiều hơn cho mảng phân phối xe Mercedes) lên 129 tỷ đồng (tăng trưởng 2,7 lần). Theo đó, lợi nhuận thuần Q4/2024 dự báo đạt 38 tỷ đồng (tăng 73% so với cùng kỳ nhưng giảm 39% so với quý trước).

Cho năm 2025/2026, dự báo lợi nhuận được điều chỉnh tăng lần lượt 8% và 2% lên 180 tỷ đồng và 236 tỷ đồng, cho thấy mức tăng trưởng lần lượt 39% và 31% trong 2 năm.

Định giá và khuyến nghị

Dựa trên cơ sở tăng dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá (giảm giả định WACC và lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025), giá mục tiêu mới được điều chỉnh tăng 4% lên 20.000đ, với tiềm năng tăng giá là 26% và định giá HAX ở mức P/E năm 2025 và 2026 lần lượt là 12 lần và 9,1 lần.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 1 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,8 lần, sát với bình quân từ năm 2019 ở mức 10 lần. Cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng lợi nhuận tăng trưởng tích cực trong 2 năm tới.

HSC ưa thích cổ phiếu HAX vì là đơn vị hưởng lợi từ tăng trưởng dài hạn của ngành ô tô với tư cách là nhà phân phối lớn nhất cho cả xe Mercedes và MG (thông qua PTM, công ty con do HAX sở hữu 51,6% cổ phần). Với lợi nhuận được dự báo tăng mạnh trong 2 năm tới và định giá hấp dẫn, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với HAX lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 26%.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	343	108	296 ▲	414 ▲	513
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	240	34.6	129 ▲	180 ▲	236
EPS ĐC (đồng)	2,562	370	1,201	1,674 ▼	2,193 ▼
DPS (đồng)	500	300	1,200 ▲	1,200 ▲	1,500
BVPS (đồng)	17,016	12,459	10,835	11,309	12,001
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.53	19.1	8.63	7.16	6.45
P/E ĐC (lần)	6.21	42.9	13.2	9.50	7.25
Lợi suất cổ tức (%)	3.14	1.89	7.55	7.55	9.43
P/B (lần)	0.93	1.28	1.47	1.41	1.32
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	49.5	(85.6)	224	39.3	31.0
ROAE (%)	29.5	3.40	11.6	15.8	19.6

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

Hưởng lợi từ sự phát triển của ngành ô tô Việt Nam, nâng khuyến nghị lên Mua vào

HSC nâng khuyến nghị đối với HAX lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 4% giá mục tiêu lên 20.000đ (tiềm năng tăng giá 26%). Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 sau khi được điều chỉnh tăng cho thấy lợi nhuận phục hồi 2,7 lần trong năm 2024, sau đó tăng trưởng mạnh 39% và 31% trong năm 2025 và 2026. Là đơn vị hưởng lợi từ sự phát triển của ngành ô tô Việt Nam, HAX có thể sẽ hưởng lợi từ đà tăng trưởng vững chắc dự kiến trong giai đoạn 2025-2030.

Triển vọng cải thiện

Mảng phân phối xe Mercedes phục hồi với lượng xe tồn kho giảm

Sau khi sản lượng tiêu thụ đạt mức cao nhất trong năm 2022, sản lượng tiêu thụ của Mercedes giảm trong năm 2023, với mức giảm mạnh hơn toàn ngành (sản lượng tiêu thụ giảm 56% so với cùng kỳ xuống còn 3.263 xe). Trong 10 tháng đầu năm 2023, sản lượng tiêu thụ giảm 15% so với cùng kỳ xuống còn 2.313 chiếc.

Bên cạnh việc sản lượng tiêu thụ giảm mạnh, Mercedes còn phải đối mặt với việc giải phóng hàng tồn kho (hậu quả của kế hoạch sản xuất đầy tham vọng trong năm 2023 sau KQKD tích cực của năm 2022). Lưu ý rằng kế hoạch sản xuất của các nhà sản xuất ô tô không dễ điều chỉnh vì phải ký hợp đồng với các đơn vị cung cấp phụ tùng một khi có kế hoạch sản xuất hàng năm để có phụ tùng giao cho bộ phận sản xuất – những hợp đồng đó thường không thể hủy hoặc bị hủy với mức phí phạt rất cao. MBV đối mặt với vấn đề tồn kho nghiêm trọng hơn các thương hiệu khác do sản lượng tiêu thụ giảm mạnh. Do hàng tồn kho thường được tài trợ bằng các khoản vay ngắn hạn nên khi hàng tồn kho được giải phóng chậm có thể làm giảm tỷ suất lợi nhuận. Trong năm 2023, MBV ghi nhận lỗ thuần và các đại lý phân phối cho hãng xe này cũng trong tình trạng tương tự.

Về chính sách hỗ trợ lần này, Mercedes là đơn vị được hưởng lợi vì các xe của hãng chủ yếu là xe lắp ráp trong nước (các mẫu xe chính đóng góp khoảng 80% sản lượng tiêu thụ, bao gồm C-Class, E-Class và GLC đều là xe lắp ráp trong nước). MBV tận dụng đợt hỗ trợ này để giải phóng hàng tồn kho trước khi năm 2024 kết thúc. Do đó, hãng đưa ra mức chiết khấu/tỷ suất lợi nhuận cao hơn cho các đại lý nhằm hỗ trợ giải phóng hàng tồn kho.

Kết quả, mảng phân phối xe Mercedes của HAX hồi phục trong Q3/2024, với lợi nhuận thuần tăng mạnh 7,2 lần so với cùng kỳ và tăng 38,6 lần so với quý trước đạt 36 tỷ đồng, trên doanh thu 839 tỷ đồng (giảm 16% so với cùng kỳ nhưng tăng 18% so với quý trước). Tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận thuần tăng mạnh trong giai đoạn này.

Theo đó, lợi nhuận thuần Q4/2024 được dự báo đạt 38 tỷ đồng (tăng 73% so với cùng kỳ nhưng giảm 39% so với quý trước). Cho cả năm 2024, HSC cho rằng KQKD của mảng phân phối xe Mercedes đạt mức cao nhất trong Q3/2024 vì MBV có thể sẽ giảm mức chiết khấu/tỷ suất lợi nhuận cho các đại lý khi hàng tồn kho được giải phóng.

Bảng 10: KQKDQ3/2024, HAX

Lợi nhuận thuần Q3 tăng mạnh 7,1 lần so với cùng kỳ và 7,2 lần so với quý trước lên 62 tỷ đồng, vượt xa dự báo của HSC

Tỷ đồng	Q3/23	Q2/24	Q3/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T23	9T24	So với cùng kỳ	Dự báo cũ 2024	% hoàn thành	Dự báo mới 2024	% hoàn thành
Doanh thu thuần	1,115	1,123	1,536	37.7%	36.8%	2,905	3,696	27.2%	5,678	65.1%	5,810	63.6%
Lợi nhuận gộp	65	96	174	169.4%	81.1%	198	366	85.0%				
LNTT	10	28	133	1226.1%	369.0%	20	203	904.4%	206	98.4%	236	85.7%
LNST	8	22	90	983.7%	310.6%	15	144	889.0%	165	87.4%	189	76.2%
Lợi nhuận thuần	8	8	62	712.6%	720.6%	13	91	616.4%	108	84.5%	129	70.7%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	5.8%	8.6%	11.3%			6.8%	9.9%					
Tỷ suất LNTT	0.9%	2.5%	8.7%			0.7%	5.5%					
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.7%	0.7%	4.0%			0.4%	2.5%					

Nguồn: HAX, HSC

Bảng 11: KQKD Q3/2024 của Công ty mẹ, HAX

Lợi nhuận thuần Q3 của Công ty mẹ tăng vọt 7,2 lần so với cùng kỳ và 38,6 lần so với quý trước lên 36 tỷ đồng

Tỷ đồng	Q3/23	Q2/24	Q3/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T23	9T24	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	995	714	839	-15.6%	17.6%	2,650	2,205	-16.8%
Lợi nhuận gộp	52	30	72	37.9%	141.3%	168	141	-16.1%
LNTT	6	1	45	668.1%	3853.0%	24	61	151.2%
LNST	4	1	36	724.4%	3860.0%	19	49	155.3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	5.2%	4.2%	8.6%			6.3%	6.4%	
Tỷ suất LNTT	0.6%	0.2%	5.3%			0.9%	2.8%	

Nguồn: HAX

Bảng 12: KQKD Q3/2024 của các công ty con, HAX

Trong quý 3, các công ty con của HAX đã công bố LNST đạt 55 tỷ đồng (tăng 12,6 lần so với cùng kỳ và 1,6 lần so với quý trước), dẫn đầu là mảng MG.

Tỷ đồng	Q3/23	Q2/24	Q3/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T23	9T24	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	120	409	696	479.0%	70.4%	255	1,491	483.6%
Lợi nhuận gộp	13	66	102	717.1%	54.1%	30	225	644.8%
LNTT	4	27	89	1987.9%	225.1%	(4)	141	N.a
LNST	4	21	55	1263.3%	159.2%	(5)	95	N.a
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10.4%	16.2%	14.7%			11.8%	15.1%	
Tỷ suất LNTT	3.5%	6.7%	12.7%			-1.6%	9.5%	

Nguồn: HAX, HSC

Mảng phân phối xe MG tiếp tục tăng trưởng với các KHKD đầy hứa hẹn

MG là trường hợp đặc biệt của ngành ô tô Việt Nam trong năm nay. Mặc dù không hưởng lợi từ chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ cho xe lắp ráp trong nước (do MG bán ô tô nhập khẩu nguyên chiếc), sản lượng tiêu thụ xe MG tăng vượt bậc lên 3.309 chiếc trong Q3/2024 (tăng 3,1 lần so với cùng kỳ) và 7.817 chiếc trong 9 tháng đầu năm 2023 (tăng 2,3 lần so với cùng kỳ). Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh được ghi nhận kể từ khi công ty mẹ của MG, hãng xe SAIC của Trung Quốc, tiếp quản hoạt động phân phối MG tại Việt Nam từ nhà phân phối độc quyền trước đây là Tanchong của Malaysia vào tháng 7/2023. Nhờ sự hỗ trợ tích cực của SAIC, MG có thể đưa ra giá bán cạnh tranh và dịch vụ hậu mãi hấp dẫn tại thị trường trong nước. Trong khi đó, các nhà phân phối cũng được hưởng mức chiết khấu/tỷ suất lợi nhuận hấp dẫn.

Với kết quả trên, MG đang trở thành 1 trong 10 thương hiệu lớn nhất trong ngành ô tô của Việt Nam với 3% thị phần trong 9 tháng đầu năm 2024. Do MG có tham vọng lọt vào top 5 thương hiệu lớn nhất tại thị trường này, chúng tôi dự báo hãng sẽ tiếp tục hỗ trợ tích cực các nhà phân phối và người tiêu dùng cuối.

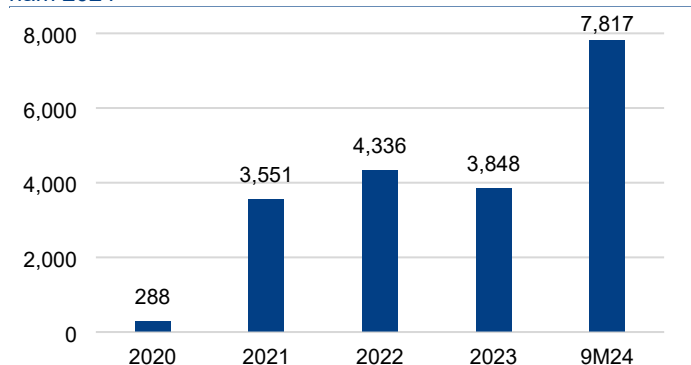
Với tư cách là đơn vị phân phối lớn nhất cho thương hiệu MG, với khoảng 40% thị phần, PTM (HAX nắm giữ 51,6% cổ phần; chưa niêm yết) dự kiến sẽ tiếp tục nhận

được mức chiết khấu/tỷ suất lợi nhuận hấp dẫn, hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận thuần, khi doanh thu thuần đang ở mức cao.

Chúng tôi lưu ý rằng HAX đang có kế hoạch IPO PTM trong năm sau. Ở giai đoạn này, thông tin cụ thể chưa được công bố. Tuy nhiên, HSC được biết PTM có thể sẽ hợp tác với SAIC để đầu tư nhà máy lắp ráp xe MG. Nếu kế hoạch này được triển khai, HAX sẽ dần chuyển mình thành đơn vị lắp ráp xe, từ đơn vị phân phối xe ở thời điểm hiện tại.

Biểu đồ 13: Doanh số bán xe của MG kể từ khi vào Việt Nam

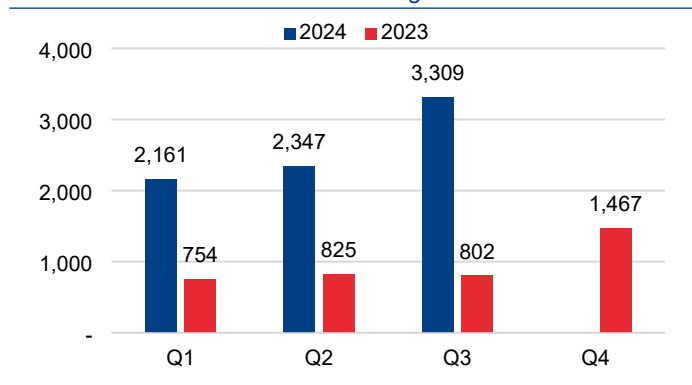
Doanh số bán xe của MG tăng mạnh 2,3 lần trong 9 tháng đầu năm 2024



Nguồn: Cục Đăng kiểm Việt Nam

Biểu đồ 14: Doanh số bán xe của MG theo quý

Doanh số bán xe của MG bắt đầu tăng từ Q4/2023



Nguồn: Cục Đăng kiểm Việt Nam

Tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

Cho năm 2024, HSC điều chỉnh tăng 19% dự báo lợi nhuận (tập trung mảng phân phối xe Mercedes) lên 129 tỷ đồng (tăng trưởng 2,7 lần). Theo đó, lợi nhuận thuần Q4/2024 dự báo đạt 38 tỷ đồng (tăng 73% so với cùng kỳ nhưng giảm 39% so với quý trước).

Cho năm 2025/2026, dự báo lợi nhuận được điều chỉnh tăng lần lượt 8% và 2% lên 180 tỷ đồng và 236 tỷ đồng, cho thấy mức tăng trưởng lần lượt 39% và 31% trong 2 năm. HĐKD của mảng phân phối xe Mercedes được dự báo sẽ phục hồi mạnh mẽ trong hai năm tới (lần lượt là 46% và 48%), trong khi HĐKD của mảng phân phối xe MG sẽ tiếp tục tăng trưởng vững chắc (lần lượt là 27% và 10%).

Bảng 15: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, HAX

HSC nâng bình quân 20% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 nhờ tăng dự báo doanh số cho cả Mercedes và MG

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3,982	5,678	8,145	10,824	5,810	8,226	10,532	2.3%	1.0%	-2.7%
Mercedes	3,480	3,410	4,695	6,204	3,410	4,401	5,590	0.0%	-6.3%	-9.9%
MG	502	2,268	3,450	4,620	2,400	3,825	4,942	5.8%	10.9%	7.0%
LNST	37	165	233	308	189	254	317	14.7%	9.1%	2.8%
Mercedes	33	51	95	147	69	101	149	34.4%	6.6%	1.5%
MG	4	113	138	162	120	153	168	5.8%	10.9%	3.9%
Lợi nhuận thuần	35	108	166	230	129	180	236	19.4%	8.4%	2.4%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần		42.6%	43.4%	32.9%	45.9%	41.6%	28.0%			
Mercedes		-2.0%	37.7%	32.1%	-2.0%	29.1%	27.0%			
MG		351.8%	52.1%	33.9%	378.1%	59.4%	29.2%			
LNST		344.6%	41.2%	32.6%	410.2%	34.3%	24.8%			
Mercedes		55.9%	84.2%	55.1%	109.7%	46.0%	47.6%			
MG		2652.8%	21.7%	17.2%	2813.0%	27.5%	9.8%			
Lợi nhuận thuần		212.4%	53.5%	38.8%	273.1%	39.3%	31.0%			

Nguồn: HSC

Nâng khuyến nghị lên Mua vào với giá mục tiêu 20.000đ (tiềm năng tăng giá 26%)

Phương pháp định giá

- HSC tăng 4% giá mục tiêu đối với HAX lên 20.000đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 25% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 12 lần và 9,1 lần.
- 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.
- Đối với **mảng phân phối xe cốt lõi**, chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp DCF. Bên cạnh việc tăng dự báo lợi nhuận, phương pháp định giá của chúng tôi cũng bao gồm các giả định chính như sau:
- Lãi suất phi rủi ro không đổi ở mức 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 7,5% (so với 8,5% trước đó), được điều chỉnh giảm để phù hợp với những thay đổi theo tiêu chuẩn nội bộ của HSC, và hệ số beta 1,2 lần (không đổi). Theo đó, giả định WACC là 11%, giảm từ mức 11,9% trước đó.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn không đổi ở mức 2%.
- Chúng tôi lùi thời điểm định giá sang cuối năm 2025 từ giữa năm 2025.
- Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, định giá mảng phân phối xe cốt lõi của HAX ở mức 18.800đ, định giá HAX ở mức P/E năm 2025 và 2026 lần lượt là 11,2 lần và 8,6 lần.
- Đối với **lãi vốn từ bán đất**, chúng tôi đưa ra những lưu ý như 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. Công ty không có nợ dài hạn.
- 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 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. HSC đưa ra một số kịch bản cho thấy định giá của HAX thay đổi như thế nào dựa trên các giả định khác nhau về giá đất (Bảng 21).

Bảng 16: Giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ, HAX

Chi phí vốn CSH (CAPM) là 13% & chi phí nợ là 7,2%

CAPM	Dự báo cũ	Dự báo mới
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%	7.5%
Beta	1.20	1.20
Chi phí vốn CSH	14.2%	13.0%
Phần bù rủi ro tín dụng	5.0%	5.0%
Chi phí nợ	9.0%	9.0%
Thuế suất	20.0%	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	7.2%	7.2%

Nguồn: HSC

Bảng 17: Tính toán WACC, HAX

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 11%

Cơ cấu nguồn vốn	Old	New
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	67.4%	65.8%
Nợ / Tổng nguồn vốn	32.6%	34.2%
WACC	11.9%	11.0%

Nguồn: HSC

Bảng 18: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, HAX

Dòng tiền sẽ dần cải thiện từ năm 2027

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	35	129	180	236	276	312	342	363
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	29	27	38	51	61	66	70	72
+ Khấu hao	62	27	50	54	59	63	66	69
- Thay đổi vốn lưu động	323	(154)	(351)	(305)	(172)	(106)	(63)	(19)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	0	(87)	(83)	(95)	(97)	(94)	(87)	(76)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	448	(58)	(166)	(59)	126	241	328	410

Nguồn: HSC forecasts

Bảng 19: Định giá mảng kinh doanh cốt lõi, HAX

Giá mục tiêu 'cốt lõi' là 18.800đ

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	448	(58)	(166)	(59)	126	241	328	410
Tốc độ tăng trưởng dài hạn								2.0%
Giá trị dài hạn								4,642
Dòng tiền tương lai	448	(58)	(166)	(59)	126	241	328	5,052
Hệ số chiết khấu	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5	1.7
Giá trị hiện tại	448	(58)	(166)	(53)	102	176	216	2,996
Giá trị mảng kinh doanh cốt lõi của DN			3,272					
- Tổng nợ			(1,399)					
+ Tiền & các khoản tương đương tiền			142					
Giá trị cốt lõi của vốn CSH			2,016					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)			107.4					
Giá trị của cổ phiếu (mảng kinh doanh cốt lõi)			18,800					

Nguồn: HSC

Bảng 20: Định giá SOTP, HAX

Giá mục tiêu mới theo tính toán của chúng tôi là 20.000đ

Định giá HAX	Tỷ đồng	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	Đồng/cp	Tỷ trọng giá trị
Mảng phân phối xe (Tỷ đồng)	2,016	107.4	18,800	94.0%
Thu nhập từ bán đất (Tỷ đồng)	134	107.4	1,200	6.0%
Tổng giá trị của HAH (Tỷ đồng)	2,150	107.4	20,000	100.0%

Nguồn: HSC

Bảng 21: Phân tích độ nhạy, HAX

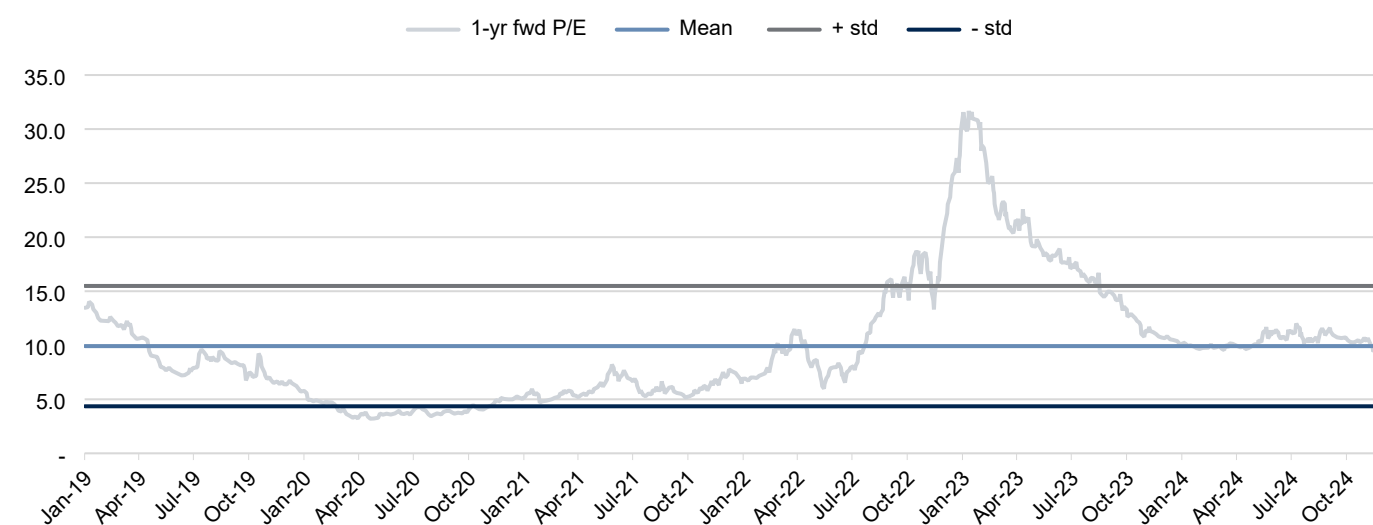
Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định đất của HAH sẽ được bán với giá 110 triệu đồng/m²

Giá bán (triệu đồng/m ²)	Lợi nhuận mỗi m ² (triệu)	LNTT (Tỷ đồng)	LNST (Tỷ đồng)	Giá mục tiêu (đồng/cp)
90	9	52	41	19,100
100	19	110	88	19,600
110	29	168	134	20,000
120	39	226	181	20,400
130	49	284	227	20,900

Nguồn: HSC

Biểu đồ 22: P/E trượt dự phóng 1 năm, HAX

HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,8 lần, sát với bình quân từ năm 2019 ở mức 10 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7% trong 1 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,8 lần, sát với bình quân từ năm 2019 ở mức 10 lần. Cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng lợi nhuận tăng trưởng tích cực trong 2 năm tới. Cùng với kế hoạch đầy hứa hẹn của PTM (IPO, xây nhà máy lắp ráp xe MG), chúng tôi cho rằng HAX đang mang lại cơ hội đầu tư rất tốt.

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	5,810	8,226	10,532
Lợi nhuận gộp	473	277	468	645	819
Chi phí BH&QL	(208)	(221)	(232)	(329)	(421)
Thu nhập khác	40.4	30.0	34.9	49.4	63.2
Chi phí khác	(0.03)	(0.80)	(1.16)	(1.65)	(2.11)
EBIT	305	84.9	269	364	458
Lãi vay thuần	(5.39)	(36.7)	(32.9)	(46.5)	(62.3)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	300	48.1	236	317	396
Chi phí thuế TNDN	(60.4)	(11.1)	(47.3)	(63.5)	(79.2)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.35	(2.47)	(60.0)	(74.0)	(81.3)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	240	34.6	129	180	236
Lợi nhuận thuần ĐC	240	34.6	129	180	236
EBITDA ĐC	343	108	296	414	513
EPS (đồng)	2,562	370	1,201	1,674	2,193
EPS ĐC (đồng)	2,562	370	1,201	1,674	2,193
DPS (đồng)	500	300	1,200	1,200	1,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	56.9	93.4	107	107	107
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	56.9	93.4	107	107	107
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	56.9	93.4	107	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	139	142	192
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải thu khách hàng	265	213	266	368	461
Hàng tồn kho	1,065	696	842	1,152	1,422
Các tài sản ngắn hạn khác	101	42.6	58.1	82.3	105
Tổng tài sản ngắn hạn	1,591	1,072	1,306	1,745	2,180
TSCĐ hữu hình	411	370	431	933	973
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	122	173	221
Tổng tài sản dài hạn	987	935	1,034	1,117	1,206
Tổng cộng tài sản	2,578	2,006	2,340	2,862	3,386
Nợ ngắn hạn	1,152	700	988	1,398	1,790
Phải trả người bán	76.9	44.7	65.2	92.3	118
Nợ ngắn hạn khác	44.4	29.3	29.3	29.3	29.3
Tổng nợ ngắn hạn	1,424	839	1,173	1,644	2,094
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	1,176	1,647	2,096
Vốn chủ sở hữu	922	1,115	1,115	1,166	1,240
Lợi ích cổ đông thiểu số	46.6	49.0	49.0	49.0	49.0
Tổng vốn chủ sở hữu	969	1,164	1,164	1,215	1,289
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,578	2,006	2,340	2,862	3,386
BVPS (đ)	17,016	12,459	10,835	11,309	12,001
Nợ thuần*/(tiền mặt)	991	579	848	1,256	1,599

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	305	84.9	269	364	458
Khấu hao	(37.2)	(23.4)	(27.1)	(50.5)	(54.5)
Lãi vay thuần	(5.39)	(36.7)	(32.9)	(46.5)	(62.3)
Thuế TNDN đã nộp	(61.0)	(35.7)	(47.3)	(63.5)	(79.2)
Thay đổi vốn lưu động	(868)	367	(154)	(351)	(305)
Khác	32.2	39.2	(75.0)	(97.0)	(103)
LCT thuần từ HĐKD	(633)	433	(13.5)	(145)	(38.3)
Đầu tư TS dài hạn	(705)	(401)	(87.2)	(83.1)	(94.8)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	309	402	0	0	0
Khác	22.8	0.58	(39.2)	(50.7)	(48.4)
LCT thuần từ HĐĐT	(373)	0.77	(126)	(134)	(143)
Cổ tức trả cho CSH	(24.8)	(36.0)	(129)	(129)	(161)
Thu từ phát hành CP	0	14.0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,104	(452)	288	411	392
Khác	0	0	(0.32)	0	0
LCT thuần từ HĐTC	1,080	(474)	159	282	231
Tiền & tương đương tiền đầu kì	87.6	160	120	139	142
LCT thuần trong kỳ	72.9	(40.3)	19.1	2.98	49.4
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	160	120	139	142	192
Dòng tiền tự do	(1,339)	31.5	(101)	(228)	(133)

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	8.05	7.84	7.77
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	5.06	2.72	5.10	5.04	4.87
Tỷ suất LNT (%)	3.54	0.87	2.22	2.19	2.24
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.1	23.0	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	22.0	(41.2)	45.9	41.6	28.0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	32.7	(68.4)	174	39.8	23.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	50.4	(85.6)	273	39.3	31.0
Tăng trưởng EPS (%)	49.5	(85.6)	224	39.3	31.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	49.5	(85.6)	224	39.3	31.0
Tăng trưởng DPS (%)	0	(40.0)	300	0	25.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	19.5	81.0	99.9	71.7	68.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	29.5	3.40	11.6	15.8	19.6
ROACE (%)	32.7	7.31	23.1	30.5	36.5
Vòng quay tài sản (lần)	3.51	1.74	2.67	3.16	3.37
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(2.07)	5.10	(0.05)	(0.40)	(0.08)
Số ngày tồn kho	61.7	68.6	57.6	55.4	53.4
Số ngày phải thu	15.3	21.0	18.2	17.7	17.3
Số ngày phải trả	4.46	4.40	4.46	4.45	4.44
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	121	56.9	83.3	117	141
Nợ/tài sản (%)	49.3	37.6	45.6	52.8	57.2
EBIT/lãi vay (lần)	56.6	2.31	8.18	7.82	7.36
Nợ/EBITDA (lần)	3.71	6.97	3.60	3.65	3.77
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.12	1.28	1.11	1.06	1.04
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.28	0.52	0.44	0.36	0.31
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.53	19.1	8.63	7.16	6.45
P/E (lần)	6.21	42.9	13.2	9.50	7.25
P/E ĐC (lần)	6.21	42.9	13.2	9.50	7.25
P/B (lần)	0.93	1.28	1.47	1.41	1.32
Lợi suất cổ tức (%)	3.14	1.89	7.55	7.55	9.43

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

Mua vào (giữ nguyên)

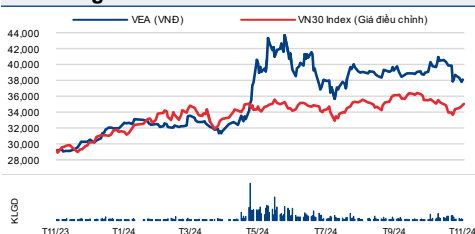
Giá mục tiêu: VNĐ51,500 (từ VNĐ53,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 34.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/11/2024)	38,300
Mã Bloomberg	VEA VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	29,031-43,680
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	38,140
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	50,893
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,008
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	(2.18)	(1.95)	31.1
So với chỉ số	(0.35)	(0.80)	9.32
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	4,932	5,075	(2.8)
2025F	5,171	5,368	(3.7)
2026F	5,417	5,532	(2.1)

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

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp & nga.tttthu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Định giá thấp + lợi suất cổ tức hấp dẫn; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 4% giá mục tiêu xuống 51.500đ (tiềm năng tăng giá 35%) chủ yếu do thay đổi các giả định định giá.
- Chúng tôi tăng 3-6% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 nhờ đóng góp lợi nhuận cao hơn từ các công ty liên doanh. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 6%, 5% và 5% trong năm 2024, 2025 và 2026.
- Mặc dù dự báo lợi nhuận sẽ tăng khiêm tốn, nhưng VEA vẫn còn giá trị đầu tư với lợi suất cổ tức hấp dẫn ở mức 12-13% trong giai đoạn 2024-2026. Cổ phiếu VEA được định giá thấp và đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,4 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 9 lần.

Sự kiện: Sản lượng tiêu thụ ô tô dự báo tăng mạnh trong Q4

Sản lượng tiêu thụ của ngành ô tô Việt Nam bắt đầu tăng trưởng mạnh từ tháng 9/2024 khi chính sách giảm 50% thuế trước bạ cho xe lắp ráp trong nước được tái áp dụng (từ tháng 9/2024 đến tháng 11/2024). Trong tháng 10/2024, sản lượng tiêu thụ của các công ty liên doanh của VEA tăng mạnh 87% so với cùng kỳ lên 17.556 chiếc (so với mức tăng trưởng 50% của toàn ngành). HSC kỳ vọng đà tăng trưởng tích cực sẽ duy trì đến tháng 11/2024 do chính sách hỗ trợ sẽ hết hiệu lực vào cuối tháng này. Chúng tôi nhận thấy sản lượng tiêu thụ thực tế tại các công ty liên doanh sẽ cao hơn dự báo trước đó.

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

HSC tăng 3-6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, chủ yếu nhờ tăng dự báo sản lượng tiêu thụ tại các công ty liên doanh thêm 13-15%. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 6% trong năm 2024, 5% trong năm 2025 và 5% trong năm 2026. Theo đó, lợi nhuận thuần Q4/2024 đạt 1.715 tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ và tăng 4% so với quý trước).

Mặc dù lợi nhuận được dự báo tăng khiêm tốn, cổ tức bằng tiền mặt vẫn ở mức cao 4.390-4.930đ/cp trong giai đoạn 2024-2026, tương đương với lợi suất cổ tức 12-13% mỗi năm, ở thị giá hiện tại.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 4% giá mục tiêu xuống 51.500đ do dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá (giảm giả định WACC và lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025, cổ tức năm 2023, với ngày giao dịch không hưởng quyền sẽ vào 19/11/2024, đã được trừ ra khỏi dòng cổ tức để tính giá mục tiêu mới). Tại giá mục tiêu mới, VEA có P/E dự phóng năm 2024 và 2025 là 10,5 lần và 10 lần.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua, VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,4 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 9 lần. Chúng tôi nhận thấy cổ phiếu đang mang lại cơ hội tốt để đầu tư nhờ có định giá thấp cùng với lợi suất cổ tức hấp dẫn. Điều này cho thấy, VEA là lựa chọn đầu tư an toàn trong bối cảnh thị trường có nhiều biến động nhờ có định giá thấp, lợi suất cổ tức cao và chiến lược kinh doanh tập trung vào thị trường trong nước.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	7,254	5,649	6,355	6,782	7,175
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	7,595	6,201	6,586 ▲	6,906	7,234
EPS ĐC (đồng)	5,709	4,659	4,932 ▲	5,171	5,417
DPS (đồng)	4,187	5,035	4,390	4,639	4,920
BVPS (đồng)	18,982	19,363	19,310	20,145	20,979
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.6	19.9	17.6	16.3	15.3
P/E ĐC (lần)	6.71	8.22	7.77	7.41	7.07
Lợi suất cổ tức (%)	10.9	13.1	11.5	12.1	12.8
P/B (lần)	2.02	1.98	1.98	1.90	1.83
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	32.1	(18.4)	5.84	4.86	4.74
ROAE (%)	31.1	24.3	25.6	26.3	26.5

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

Lựa chọn đầu tư an toàn với lợi suất cổ tức hàng năm là 12-13%

HSC giảm 4% giá mục tiêu xuống 51.500đ do dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá (giảm giả định WACC và lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025, cổ tức năm 2023, với ngày giao dịch không hưởng quyền sẽ vào 19/11/2024, được loại khỏi dòng cổ tức để tính giá mục tiêu mới do giá thị trường được điều chỉnh theo việc chi trả cổ tức). Lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, sau khi được điều chỉnh tăng 3-6%, tăng 6% trong năm 2024, tăng 5% trong năm 2025 và 2026. Mặc dù dự báo lợi nhuận tăng khiêm tốn, nhưng VEA có cổ tức bằng tiền cao với lợi suất cổ tức hấp dẫn ở mức 12-13% trong giai đoạn 2024-2026, giúp cổ phiếu trở thành lựa chọn phòng thủ trong bối cảnh thị trường biến động. Cùng với định giá giá thấp, HSC cho rằng VEA đang mang lại cơ hội tốt để đầu tư.

Cập nhật sản lượng tiêu thụ của các công ty liên doanh

Ô tô: Cao hơn ngành trong Q3/2024 và tháng 10/2024

Trong Q3/2024, các công ty liên doanh của VEA bàn giao 36.052 chiếc (tăng 34% so với cùng kỳ) (so với mức tăng 30% so với cùng kỳ của toàn ngành), dẫn đầu là Toyota (tăng 50% so với cùng kỳ) trong khi Honda và Ford cũng ghi nhận mức tăng vững chắc lần lượt 28% và 15%. Tuy nhiên, trong 9 tháng đầu năm 2024, các công ty liên doanh bán ra tổng cộng 81.530 chiếc (tăng chỉ 7% so với cùng kỳ và thấp hơn mức tăng 12% của toàn ngành), do sản lượng tiêu thụ giảm 7% trong nửa đầu năm 2024 (toàn ngành tăng 2% so với cùng kỳ).

Trong tháng 10/2024, tổng sản lượng tiêu thụ của các công ty liên doanh tăng mạnh 87% so với cùng kỳ lên 17.556 chiếc (cao hơn so với mức tăng 50% của ngành), cũng nhờ Toyota dẫn đầu (tăng 112% so với cùng kỳ). Honda và Ford ghi nhận mức tăng trưởng lần lượt 68% và 65%.

Bảng 23: Doanh số bán xe của các liên doanh VEA

Doanh số bán xe của các liên doanh VEA tăng vọt 87% trong T10-2024

	Doanh số bán ô tô (xe)					Tăng trưởng				
	Q1/24	Q2/24	Q3/24	9T24	T10-24	Q1/24	Q2/24	Q3/24	9T24	T10-24
Tổng toàn ngành	78,931	101,865	122,370	303,166	54,488	-12.2%	15.7%	30.3%	11.5%	49.9%
Liên doanh VEA	21,471	29,259	36,052	86,782	17,556	-20.2%	6.7%	33.7%	6.8%	86.6%
Toyota	7,321	15,267	18,492	41,080	8,898	-47.2%	12.7%	50.2%	3.4%	112.1%
Honda	6,129	4,362	7,173	17,664	3,606	40.3%	-14.8%	28.5%	17.2%	67.9%
Ford	8,021	9,630	10,387	28,038	5,052	-7.5%	10.0%	14.6%	5.9%	65.0%
Thị phần										
Liên doanh VEA	27.2%	28.7%	29.5%	28.6%	32.2%					
Toyota	9.3%	15.0%	15.1%	13.6%	16.3%					
Honda	7.8%	4.3%	5.9%	5.8%	6.6%					
Ford	10.2%	9.5%	8.5%	9.2%	9.3%					

Nguồn: VAMA, TC Motor, Cục Đăng kiểm Việt Nam

Bảng 24: Doanh số bán xe máy của các liên doanh VEA

Honda vẫn thống lĩnh thị trường xe máy với thị phần không đối thủ nào có thể vượt qua 80%

	Doanh số bán xe máy (xe)					Growth y/y				
	Q1/24	Q2/24	Q3/24	9T24	T10-24	Q1/24	Q2/24	Q3/24	9T24	T10-24
Tổng toàn ngành	603,745	603,127	686,001	1,892,873	N.a	-4.9%	2.4%	12.3%	3.2%	N.a
Honda	482,255	475,630	554,805	1,512,690	182,881	-7.2%	-1.8%	9.7%	0.2%	1.1%
Thị phần										
Honda	79.9%	78.9%	80.9%	79.9%	N.a					

Nguồn: Honda, VAMM

Xe máy: Honda vẫn giữ vị thế áp đảo

Trong Q3/2024, sản lượng tiêu thụ xe máy của Honda tăng 10% so với cùng kỳ lên 554.805 chiếc (toàn ngành tăng 12% đạt 686.001 chiếc).

Trong 9 tháng đầu năm 2024, sản lượng tiêu thụ xe máy của Honda đi ngang ở mức 1.512.690 chiếc, so với mức tăng 3% so với cùng kỳ của toàn ngành. Thị phần của Honda giảm xuống 80,9% trong Q3/2024 và 79,9% trong 9 tháng đầu năm 2024 từ mức 82,8% trong Q3/2024 và 82,3% trong 9 tháng đầu năm 2023. Tuy nhiên, vị thế dẫn đầu trong ngành của Honda vẫn không thể thay thế được.

Tăng dự báo cho giai đoạn 2024-2026 nhờ tăng dự báo sản lượng ô tô

Dự báo lợi nhuận

HSC tăng 3-6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 sau khi tăng dự báo sản lượng tiêu thụ ô tô trong khi giữ nguyên dự báo sản lượng tiêu thụ xe máy. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 6% trong năm 2024 đạt 6.586 tỷ đồng, cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2024 đạt 1.715 tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ và tăng 4% so với quý trước).

Cho năm 2025/2026, lợi nhuận thuần được dự báo tăng 5% mỗi năm, đạt lần lượt 6.906 tỷ đồng và 7.234 tỷ đồng.

Bảng 25: Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2024-2026, VEA

HSC nâng 3-6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận từ liên doanh	5,640	5,892	6,356	6,802	6,154	6,576	6,987	4.5%	3.5%	2.7%
Lợi nhuận HĐ tài chính	1,150	756	734	739	819	734	690	8.3%	0.1%	-6.7%
Lợi nhuận thuần	6,201	6,207	6,625	7,049	6,586	6,906	7,234	6.1%	4.3%	2.6%
Tăng trưởng										
Lợi nhuận từ liên doanh		4.5%	7.9%	7.0%	9.1%	6.9%	6.2%			
Lãi HĐ tài chính		-34.3%	-3.0%	0.8%	-28.8%	-10.3%	-6.0%			
Lợi nhuận thuần		0.1%	6.7%	6.4%	6.2%	4.9%	4.7%			

Nguồn: HSC

Bảng 26: Điều chỉnh dự báo doanh số của liên doanh VEA

Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo doanh số xe máy Honda, nhưng nâng 10-14% dự báo doanh số ô tô của các công ty liên doanh trong giai đoạn 2024-2026

Xe	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Xe máy Honda	2,088,557	2,130,328	2,236,845	2,326,318	2,109,443	2,214,915	2,303,511	-1.0%	-1.0%	-1.0%
Ô tô	121,333	115,051	124,933	139,642	131,040	141,523	152,845	13.9%	13.3%	9.5%
Toyota	59,207	53,286	63,944	73,535	63,944	69,059	74,584	20.0%	8.0%	1.4%
Honda	23,802	25,706	28,277	31,104	25,706	27,763	29,984	0.0%	-1.8%	-3.6%
Ford	38,324	36,408	41,869	46,056	41,390	44,701	48,277	13.7%	6.8%	4.8%
Tăng trưởng										
Xe máy Honda		2.0%	5.0%	4.0%	1.0%	5.0%	4.0%			
Ô tô		-5.2%	8.6%	11.8%	8.0%	8.0%	8.0%			
Toyota		-10.0%	20.0%	15.0%	8.0%	8.0%	8.0%			
Honda		8.0%	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%	8.0%			
Ford		-5.0%	15.0%	10.0%	8.0%	8.0%	8.0%			

Nguồn: HSC

Bảng 27: Dự báo lợi nhuận thuần và cổ tức của Công ty mẹ giai đoạn 2024-2026, VEA

HSC dự báo VEA sẽ chi trả cổ tức là 390-4.930đ/cp trong giai đoạn 2024-2026, tương đương lợi suất cổ tức là 12-13%

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
Thu nhập tài chính	7,940	6,402	6,822	7,193
Thu nhập từ cổ tức	6,803	5,527	6,031	6,445
Thu nhập từ lãi tiền gửi	1,134	875	791	749
Chi phí tài chính	(52)	(56)	(57)	(59)
Lợi nhuận HĐ tài chính	7,888	6,346	6,765	7,134
LNTT cốt lõi	(930)	(300)	(400)	(400)
LNTT	6,958	6,046	6,365	6,734
Lợi nhuận thuần	6,761	5,899	6,233	6,610
EPS Công ty mẹ	5,088	4,439	4,690	4,975
Tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức	99.0%	98.9%	98.9%	98.9%
Cổ tức tiền mặt	5,035	4,390	4,639	4,920
Lợi suất cổ tức tại thị giá		11.5%	12.1%	12.8%

Nguồn: HSC

Dự báo cổ tức

Mặc dù lợi nhuận được dự báo tăng khiêm tốn, cổ tức bằng tiền mặt vẫn ở mức cao 4.390-4.930đ/cp trong giai đoạn 2024-2026, tương đương với lợi suất cổ tức 12-13% mỗi năm. HSC giữ nguyên giả định (i) các công ty liên doanh sẽ dùng 98% lợi nhuận để trả cổ tức vì hiện tại các công ty này đang hoạt động dưới công suất thiết kế và do đó không cần đầu tư mới, và (ii) VEA sẽ dùng 99% lợi nhuận để chi trả cổ tức bằng tiền vì công ty cũng không có nhu cầu vốn đầu tư mới.

Giảm 4% giá mục tiêu xuống 51.500đ; duy trì khuyến nghị Mua vào (tiềm năng tăng giá 35%)

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp định giá DDM để định giá VEA nhờ dòng cổ tức tiền mặt ổn định của Công ty. Bên cạnh việc tăng nhẹ dự báo lợi nhuận, phương pháp định giá của chúng tôi cũng bao gồm các giả định chính như sau:

- Lãi suất phi rủi ro không đổi ở mức 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 7,5% (so với 8,5% trước đó), được điều chỉnh giảm để phù hợp với những thay đổi theo tiêu chuẩn nội bộ của HSC, và hệ số beta 1 lần (so với 0,9 lần trước đó). Theo đó, giả định WACC là 11,5%, giảm nhẹ từ mức 11,7% trước đó.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn không đổi ở mức 1%.
- Chúng tôi chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 từ giữa năm 2025. Cổ tức bằng tiền mặt năm 2023 là 5.035đ, với ngày giao dịch không hưởng quyền là 19/11/2024, được trừ ra khỏi dòng cổ tức để tính giá mục tiêu mới.

Theo đó, giá mục tiêu mới được giảm nhẹ 4% xuống 51.500đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 35% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2024 và 2025 lần lượt là 10,5 lần và 10 lần.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua, VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,4 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 9 lần.

Chúng tôi nhận thấy cổ phiếu đang mang lại cơ hội đầu tư hấp dẫn nhờ có định giá thấp và lợi suất cổ tức cao. Điều này cho thấy, VEA là lựa chọn đầu tư an toàn trong bối cảnh thị trường có nhiều biến động nhờ có định giá thấp, lợi suất cổ tức cao và chiến lược kinh doanh tập trung vào thị trường trong nước. Duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 35%.

Bảng 28: Chi phí vốn CSH, VEA

Chi phí vốn CSH được giả định là 11,5%, giảm so với mức 11,7% trước đó

	Dự báo cũ	Dự báo mới
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%	7.5%
Beta	0.9	1.0
Chi phí vốn CSH	11.7%	11.5%

Nguồn: HSC

Bảng 29: Định giá DDM, VEA

Giá mục tiêu dựa theo tính toán của chúng tôi là 51.500đ

STT	Năm	Cổ tức (đồng/CP)	Giá trị dài hạn (đồng)	Giá trị hiện tại (đồng)
0	2025	4,390		4,390
1	2026	4,639		4,160
2	2027	4,920		3,957
3	2028	5,193	49,948	39,778
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		1.0%		
Chi phí vốn CSH		11.5%		
Giá trị nội tại				52,286
Các khoản khấu trừ				(753)
Giá mục tiêu				51,500

Nguồn: HSC

Bảng 30: Phân tích độ nhạy (đồng), 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					
			3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	0.0%		52,400	50,100	48,100	46,200	44,500
	0.5%		54,400	51,900	49,700	47,700	45,800
	1.0%		56,600	54,000	51,500	49,300	47,300
	1.5%		56,600	54,000	51,500	49,300	47,300
	2.0%		59,100	56,200	53,500	51,100	48,900

Nguồn: HSC

Biểu đồ 31: P/E trượt dự phóng 1 năm, VEA

VEA hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,4 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ năm 2019 ở mức 9 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	500	510	504
Chi phí BH&QL	(667)	(697)	(560)	(571)	(588)
Thu nhập khác	6,985	5,640	6,154	6,576	6,987
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	6,969	5,391	6,094	6,515	6,903
Lãi vay thuần	795	1,150	819	734	690
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	79.3	(23.8)	9.25	9.44	9.72
LNTT	7,844	6,517	6,922	7,258	7,603
Chi phí thuế TNDN	(179)	(252)	(268)	(281)	(294)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(70.1)	(64.1)	(68.1)	(71.4)	(74.8)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	7,595	6,201	6,586	6,906	7,234
Lợi nhuận thuần ĐC	7,586	6,191	6,553	6,872	7,198
EBITDA ĐC	7,254	5,649	6,355	6,782	7,175
EPS (đồng)	5,716	4,667	4,956	5,197	5,444
EPS ĐC (đồng)	5,709	4,659	4,932	5,171	5,417
DPS (đồng)	4,187	5,035	4,390	4,639	4,920
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)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	297	358	1,145	2,028	2,713
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	1,337	1,364	1,413
Các tài sản ngắn hạn khác	146	154	161	165	170
Tổng tài sản ngắn hạn	18,195	19,150	19,322	20,570	21,818
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	27,089	28,209	29,333
Nợ ngắn hạn	1,014	143	149	152	157
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	1,399
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	1,430	1,440	1,456
Vốn chủ sở hữu	25,223	25,729	25,660	26,769	27,877
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	25,223	25,729	25,660	26,769	27,877
Tổng nợ phải trả và VCSH	27,445	27,136	27,089	28,209	29,333
BVPS (đ)	18,982	19,363	19,310	20,145	20,979
Nợ thuần/(tiền mặt)	717	(216)	(996)	(1,877)	(2,556)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	6,969	5,391	6,094	6,515	6,903
Khấu hao	(284)	(258)	(261)	(267)	(272)
Lãi vay thuần	795	1,150	819	734	690
Thuế TNDN đã nộp	(152)	(183)	(268)	(281)	(294)
Thay đổi vốn lưu động	(77.3)	168	630	(357)	(554)
Khác	(108)	(138)	0	0	0
LCT thuần từ HKKD	93.1	31.4	1,358	277	3.66
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	6,238	6,567	6,972
LCT thuần từ HĐĐT	5,154	6,500	6,113	6,438	6,840
Cổ tức trả cho CSH	(5,997)	(5,600)	(6,691)	(5,834)	(6,164)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	767	(871)	5.90	2.97	5.44
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(5,230)	(6,471)	(6,685)	(5,831)	(6,159)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	280	297	358	1,145	2,028
LCT thuần trong kỳ	17.2	60.6	786	884	685
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.98	0.36	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	298	358	1,145	2,028	2,713
Dòng tiền tự do	93.1	31.4	1,358	277	3.66

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	12.5	12.5	12.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	153	148	159	166	171
Tỷ suất LNT (%)	160	163	165	169	172
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)	12.5	6.71	5.80
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	32.1	(18.4)	5.84	4.86	4.74
Tăng trưởng EPS (%)	32.1	(18.4)	6.21	4.86	4.74
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	32.1	(18.4)	5.84	4.86	4.74
Tăng trưởng DPS (%)	(6.83)	20.3	(12.8)	5.67	6.06
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	73.3	108	88.6	89.3	90.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	31.1	24.3	25.6	26.3	26.5
ROACE (%)	28.4	21.1	23.7	24.8	25.2
Vòng quay tài sản (lần)	0.18	0.14	0.15	0.15	0.15
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.01	0.01	0.22	0.04	0.00
Số ngày tồn kho	137	140	140	140	140
Số ngày phải thu	323	485	489	489	487
Số ngày phải trả	34.4	36.3	36.7	36.7	36.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	2.94	(0.77)	(3.81)	(6.94)	(9.10)
Nợ/tài sản (%)	3.78	0.59	0.62	0.60	0.60
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	0.02
Chỉ số TT hiện thời (lần)	8.40	14.2	14.1	14.9	15.6
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	23.9	29.5	27.9	27.2	26.2
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.6	19.9	17.6	16.3	15.3
P/E (lần)	6.70	8.21	7.73	7.37	7.04
P/E ĐC (lần)	6.71	8.22	7.77	7.41	7.07
P/B (lần)	2.02	1.98	1.98	1.90	1.83
Lợi suất cổ tức (%)	10.9	13.1	11.5	12.1	12.8

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