

Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng)

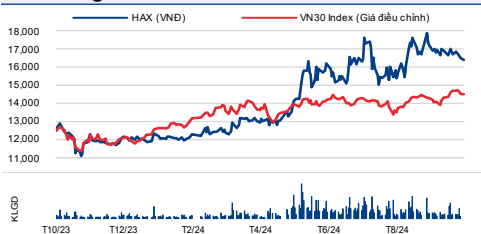
Giá mục tiêu: VNĐ19,200 (từ VNĐ15,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 17.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (7/10/2024)	16,400
Mã Bloomberg	HAX VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,099-17,850
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,567
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	1,532
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	61.6
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	(4.65)	(0.61)	32.5
So với chỉ số	(6.09)	(2.04)	13.1
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	1,157	1,127	2.6
2025F	1,775	1,619	9.6
2026F	2,464	2,326	5.9

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

Nâng dự báo lợi nhuận nhờ triển vọng tích cực hơn; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

- HSC nâng khuyến nghị đối với HAX lên Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng) và tăng 22% giá mục tiêu lên 19.200đ (tiềm năng tăng giá là 17%).
- Chúng tôi tăng 32% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 sau khi xem xét lại các triển vọng trong ngắn hạn. Trong khi đó, cho năm 2025-2026, chúng tôi tăng 15-19% dự báo lợi nhuận sau khi dự báo KQKD của mảng phân phối xe Mercedes và MG cải thiện hơn trước.
- Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần phục hồi mạnh ở mức 3,1 lần trong năm 2024 (Q3/2024 tăng 4,5 lần so với cùng kỳ) và sau đó tăng lần lượt 53%/39% trong năm 2025-2026.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần, sát với bình quân từ năm 2019 là 10 lần.

Sự kiện: Phân tích lợi nhuận Q3/2024 và triển vọng Q4/2024

Cho Q3/2024 vừa kết thúc, HSC dự báo lợi nhuận có sự cải thiện đáng kể so với cùng kỳ và so với quý trước. Lợi nhuận thuần được dự báo đạt 34 tỷ đồng (tăng 4,5 lần so với cùng kỳ và so với quý trước) và LNST đạt 50 tỷ đồng, (tăng 6 lần so với cùng kỳ và 2,3 lần so với quý trước). Trong đó, 18 tỷ đồng được dự báo đến từ công ty mẹ (chủ yếu từ mảng phân phối xe Mercedes) (tăng 4,2 lần so với cùng kỳ và 20 lần so với quý trước), trong khi đó số còn lại 32 tỷ đồng dự kiến được đóng góp bởi các công ty con (chủ yếu là mảng phân phối xe MG) (tăng 8 lần so với cùng kỳ và 52% so với quý trước).

Đáng lưu ý, trong khi KQKD mảng phân phối xe Mercedes được dự báo sẽ phục hồi trong quý nhờ chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ cho ô tô lắp ráp trong nước của Chính phủ (bắt đầu có hiệu lực từ tháng 9/2024), KQKD của mảng phân phối xe MG vẫn tăng trưởng mạnh dù không được hưởng lợi từ chính sách. Những xu hướng tích cực chính này có khả năng được duy trì sang Q4/2024.

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

HSC tăng 32% dự báo lợi nhuận cho năm 2024 lên 108 tỷ đồng (tăng trưởng 3,1 lần) sau khi xem xét các triển vọng trong ngắn hạn. Trong khi đó, cho năm 2025-2026, chúng tôi tăng 15-19% dự báo lợi nhuận sau khi dự báo KQKD của mảng phân phối xe Mercedes và MG cao hơn dự báo trước đó. Dự báo mới của chúng tôi – cao hơn một chút so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng mạnh 53% trong năm 2025 (lên 166 tỷ đồng) và tăng 39% trong năm 2026 (lên 230 tỷ đồng).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần, sát với bình quân kể từ năm 2019 ở mức 10 lần. Sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận, HSC tăng 22% giá mục tiêu lên 19.200đ, với tiềm năng tăng giá 17% và cho thấy cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 10,8 lần và 7,8 lần – mức định giá hấp dẫn nhờ lợi nhuận năm 2025-2026 được dự báo tăng trưởng tích cực.

Là đơn vị phân phối xe Mercedes và MG lớn nhất, HAX đang là đối tượng hưởng lợi trong ngành ô tô tại Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng ngành ô tô sẽ trở lại quỹ đạo tăng trưởng từ nửa cuối năm 2024, sau 2 năm sụt giảm. Trong khi đó, HAX đang đứng trước cơ hội chuyển đổi HĐKD từ kinh doanh/phân phối sang lắp ráp ô tô mang thương hiệu MG. Chúng tôi chưa được phản ánh điều này vào mô hình dự báo lợi nhuận do chưa thu thập đủ thông tin ở giai đoạn này.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 8/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	343	108	262 ▲	380 ▲	492 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	240	34.6	108 ▲	166 ▲	230 ▲
EPS ĐC (đồng)	2,562	370	1,157 ▲	1,775 ▲	2,464 ▲
DPS (đồng)	500	300	500	1,000	1,500
BVPS (đồng)	17,016	12,459	11,340	11,883	12,525 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.62	19.5	9.55	7.50	6.52
P/E ĐC (lần)	6.40	44.3	14.2	9.24	6.66
Lợi suất cổ tức (%)	3.05	1.83	3.05	6.10	9.15
P/B (lần)	0.96	1.32	1.45	1.38	1.31
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	49.5	(85.6)	212	53.5	38.8
ROAE (%)	29.5	3.40	9.46	13.8	18.2

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

Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng nhờ triển vọng tích cực hơn

HSC nâng khuyến nghị đối với HAX lên Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng) và tăng 22% giá mục tiêu lên 19.200đ (tiềm năng tăng giá là 17%). Dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026 – sau khi được điều chỉnh tăng bình quân 20% nhờ KDKD mảng phân phối xe Mercedes và MG được dự báo vững chắc hơn, và cao hơn một chút so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 88%. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu HAX do Công ty là đối tượng hưởng lợi của ngành ô tô Việt Nam, ngành được dự báo sẽ trở lại quỹ đạo tăng trưởng từ năm 2025.

Phân tích lợi nhuận Q3/2024 và triển vọng Q4/2024

HSC dự báo LNST Q3/2024 đạt 50 tỷ đồng, (tăng 6 lần so với cùng kỳ và 2,3 lần so với quý trước). Trong đó, 18 tỷ đồng được dự báo đến từ công ty mẹ (chủ yếu từ mảng phân phối xe Mercedes) (tăng 4,2 lần so với cùng kỳ và 20 lần so với quý trước), trong khi đó số còn lại 32 tỷ đồng dự kiến được đóng góp bởi các công ty con (chủ yếu là mảng phân phối xe MG; HAX nắm giữ 51,6% cổ phần; chưa niêm yết) (tăng 8 lần so với cùng kỳ và 52% so với quý trước). Sau khi trừ đi lợi nhuận của cổ đông không kiểm soát tại các công ty con, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q3/2024 sẽ đạt 34 tỷ đồng (tăng 4,5 lần so với cùng kỳ và so với quý trước).

Bảng 1: Ước tính lợi nhuận Q3/2024, HAX

HSC dự báo lợi nhuận thuần Q3/2024 sẽ tăng 4,5 lần so với cùng kỳ, đạt 34 tỷ đồng nhờ lợi nhuận mảng xe Mercedes & xe MG đều phục hồi mạnh mẽ

Tỷ đồng	Q3/23	Q2/24	Q3/24F	% sv cùng kỳ	% sv quý trước	9T23	9T24F	% sv cùng kỳ	2024F Mới	% 2024F HSC dự báo
LNST	8	22	50	500%	127%	15	104	612%	165	63.0%
Công ty mẹ (Mercedes)	4	1	18	316%	1,900%	19	31	63%	51	61.1%
Công ty con (chủ yếu là MG)	4	21	32	698%	52%	(5)	72	N.a	113	63.9%
Lợi nhuận thuần	8	8	34	349%	353%	13	64	400%	108	59.1%

Nguồn: HSC dự báo

Mảng phân phối xe Mercedes: Hồi sinh nhờ tái áp dụng chính sách hỗ trợ 50% lệ phí trước bạ

HSC dự báo HĐKD của mảng phân phối xe Mercedes sẽ phục hồi nhờ chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ cho ô tô lắp ráp trong nước (CKD), bắt đầu có hiệu lực từ tháng 9/2024 đến hết tháng 11/2024. Xe Mercedes chủ yếu được lắp ráp tại Việt Nam (tất cả các dòng xe chính C-Class, E-Class và GLC đều được lắp ráp trong nước), sẽ hưởng lợi từ chính sách giảm lệ phí trước bạ. Trong khi đó, một số khách mua xe đã đặt cọc trong Q2/2024 nhưng chờ đến khi chính sách hỗ trợ trên có hiệu lực mới tiến hành mua xe. Do đó, KQKD Q3/2024 mảng phân phối xe Mercedes của HAX cũng được hỗ trợ bởi nhu cầu chờ mua xe từ Q2/2024.

Chúng tôi lưu ý rằng, HAX cũng sẽ cần tăng tồn kho Mercedes tại thời điểm cuối Q3/2024 để chuẩn bị cho hoạt động bán hàng trong Q4/2024 (khi chính sách miễn 50% lệ phí trước bạ có hiệu lực trong tháng 10 và 11). Điều này hoàn toàn trái ngược với thời điểm cuối Q2/2024 khi HAX chủ động giảm nhập xe Mercedes do tốc độ tiêu thụ chậm (giá trị tồn kho của xe Mercedes tính đến cuối Q2/2024 ở mức 283 tỷ đồng so với 529 tỷ đồng tính đến cuối năm 2023 và 458 tỷ đồng tính đến cuối Q1/2024). Hàng tồn kho cao sẽ giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận mảng phân phối xe Mercedes trong Q3/2024, do tỷ suất lợi nhuận mà MBV cấp cho các đại lý sẽ phụ thuộc vào số lượng xe mà các đại lý nhập từ MBV trong giai đoạn này.

Mảng phân phối xe MG: Tiếp tục mở rộng mạng lưới phân phối, với sản lượng tiêu thụ tăng mạnh

KQKD mảng phân phối xe MG tiếp tục được hỗ trợ bởi sản lượng tiêu thụ tăng mạnh và việc mở rộng hơn nữa mạng lưới phân phối. Trong tháng 9/2024, HAX khai trương phòng trưng bày xe MG thứ 13 tại tỉnh Nam Định. Công ty hiện có 13 phòng trưng bày

xe MG trên toàn quốc, trong đó có 7 showroom đạt tiêu chuẩn 3S Premium, tiêu chuẩn cao nhất cho showroom xe MG trên toàn cầu.

Mặc dù xe MG không được hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ 50% lệ phí trước bạ vì là xe nhập khẩu nguyên chiếc từ Thái Lan hoặc Trung Quốc, nhưng vẫn cạnh tranh nhờ mức giá và dịch vụ hậu mãi tốt do được hỗ trợ về mặt tài chính từ công ty mẹ SAIC ở Trung Quốc.

MG là trường hợp đặc biệt của ngành ô tô Việt Nam trong năm nay. Sản lượng tiêu thụ trong 8 tháng đầu năm 2024 tăng hơn 3 lần so với cùng kỳ đạt 6.614 chiếc (so với mức tăng trưởng khiêm tốn 9% so với cùng kỳ của cả ngành trong cùng giai đoạn). Doanh thu xe MG được hỗ trợ tích cực từ SAIC sau khi công ty này tiếp nhận mảng phân phối thương hiệu xe này từ Tanchong, một nhà phân phối đến từ Malaysia.

Triển vọng Q4/2024: Đà tăng trưởng tích cực được dự báo sẽ tiếp tục

HSC dự báo KQKD Q4/2024 sẽ tích cực, với mảng phân phối xe Mercedes hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ 50% lệ phí trước bạ (có hiệu lực đến tháng 11/2024) và mảng phân phối xe MG tiếp tục đà tăng trưởng tích cực.

Cập nhật thêm thông tin về mảng phân phối xe Mercedes và MG

Mảng phân phối xe Mercedes: Nhà máy Mercedes-Benz được gia hạn thêm 5 năm, tiếp tục lắp ráp xe trong nước

Thỏa thuận giữa MBV (Mercedes Benz Việt Nam; chưa niêm yết) và Mercedes-Benz AG của Đức (MBG AG) sẽ được gia hạn thêm 5 năm, đến ngày 14/4/2030. Lưu ý, MBV là công ty liên doanh giữa Tập đoàn Mercedes Benz Group AG (nắm giữ 70% cổ phần) và Tổng công ty Cơ khí giao thông vận tải Sài Gòn của Việt Nam (Samco; chưa niêm yết; nắm giữ 30% cổ phần). Công ty liên doanh này được cấp giấy phép kinh doanh vào tháng 4/1994 với thời hạn 30 năm. Điều này có nghĩa là giấy phép sẽ hết hạn vào tháng 4/2025 nếu không được gia hạn.

Là một trong những thương hiệu xe cao cấp đầu tiên có mặt tại Việt Nam, Mercedes còn có lợi thế sở hữu dây chuyền lắp ráp trong nước. Mercedes-Benz Vietnam là thương hiệu ô tô cao cấp duy nhất có dây chuyền lắp ráp trong nước cho đến năm 2022, khi BMW cũng bắt đầu hợp tác với Thaco (chưa niêm yết) lắp ráp ô tô trong nước. Nhờ đó, Mercedes sớm có lợi thế trong việc đưa ra giá bán cạnh tranh vì xe nhập khẩu, đặc biệt là từ ngoài khu vực ASEAN, bị đánh thuế rất cao. Do đó, Mercedes vẫn giữ vững vị thế thống lĩnh trong phân khúc ô tô hạng sang trong nhiều năm, với thị phần hơn 50% trước năm 2023 và 30-40% từ năm 2023 đến nay.

Trước đó, có lo ngại rằng công ty liên doanh này sẽ ngừng dây chuyền lắp ráp xe ở Việt Nam và nhập khẩu xe nguyên chiếc từ Thái Lan nếu đề xuất gia hạn của MBV không được chấp thuận. Thực tế, việc xin gia hạn của liên doanh này đã được triển khai từ rất lâu. Năm 2021, MBV đã nộp đơn lên UBND TP.HCM xin gia hạn thêm 5 năm (đến tháng 4/2030). Nhưng cho đến nay, Công ty vẫn chưa nhận được quyết định vì còn vướng pháp lý liên quan đến việc xử lý quyền sử dụng đất mà Samco góp vốn khi mới thành lập liên doanh. Tuy nhiên, sau khi vấn đề trên được Tổng Bí thư, Chủ tịch nước Tô Lâm quan tâm, Chính phủ đã chỉ đạo các cơ quan chức năng tại TP.HCM tiếp tục gia hạn cho MBV thêm 5 năm nữa.

Sau tháng 4/2030, MBV sẽ phải di dời nhà máy (hiện tại ở quận Gò Vấp, TP.HCM). Với việc gia hạn, MBV có thêm thời gian để tìm địa điểm mới (có thể là các địa điểm lân cận TP.HCM) để tiếp tục lắp ráp xe trong nước.

Mảng phân phối xe MG: Xem xét chiến lược lắp ráp ô tô trong nước

Sau khi ghi nhận doanh thu tích cực tại thị trường Việt Nam trong Q3/2023, MG đang cân nhắc kế hoạch xây dựng nhà máy lắp ráp xe tại Việt Nam. Nếu được triển khai, dự án xây dựng nhà máy lắp ráp ô tô này – có khả năng là giữa MG và PTM (công ty con do HAX sở hữu 51,6% cổ phần) – có khả năng biến HAX thành một nhà sản xuất, từ một nhà phân phối xe thuần túy. Ở giai đoạn này, HSC chưa phản ánh cơ hội này vào mô hình dự báo lợi nhuận do thiếu thông tin nhưng lưu ý rằng việc dự án được thực hiện có thể sẽ là động lực tăng trưởng cho HAX, do lợi nhuận từ hoạt động lắp ráp ô tô sẽ ổn định hơn hoạt động phân phối.

Tăng dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026

SC tăng 32% dự báo lợi nhuận cho năm 2024 lên 108 tỷ đồng (tăng trưởng 3,1 lần) sau khi xem xét các triển vọng trong ngắn hạn. LNST được dự báo đạt 165 tỷ đồng (tăng trưởng 4,4 lần), trong đó 51 tỷ đồng đến từ công ty mẹ (mảng phân phối xe Mercedes) (tăng trưởng 56%) và 113 tỷ đồng do các công ty con (chủ yếu từ mảng phân phối xe MG) đóng góp (tăng trưởng 28 lần).

Cho năm 2025-2026, HSC tăng 15-19% dự báo lợi nhuận sau khi dự báo KQKD của mảng phân phối xe Mercedes và MG cải thiện hơn trước. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh 53% trong năm 2025 (lên 166 tỷ đồng) và 39% trong năm 2026 (lên 230 tỷ đồng).

Một số thông tin bổ sung:

- Đối với mảng phân phối xe Mercedes, chúng tôi dự báo HAX sẽ bán ra 1.099 chiếc trong năm nay (không đổi so với cùng kỳ, cao hơn 10% so với dự báo trước đó của chúng tôi), sau đó tăng mạnh 40% trong năm 2025 (lên 1.539 chiếc) và tăng 30% trong năm 2026 (lên 2.001 chiếc).

Bảng 2: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026, HAX

HSC tăng bình quân 20% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026 nhờ nâng giả định của 2 mảng xe Mercedes & xe 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	5,390	8,148	9,968	5,678	8,145	10,824	5.3%	0.0%	8.6%
Mercedes	3,480	3,122	4,548	6,008	3,410	4,695	6,204	9.2%	3.2%	3.3%
MG	502	2,268	3,600	3,960	2,268	3,450	4,620	0.0%	-4.2%	16.7%
LNST	37	126	205	250	165	233	308	31.0%	13.4%	23.2%
Mercedes	33	35	79	132	51	95	147	46.6%	19.6%	11.5%
MG	4	91	126	119	113	138	162	25.0%	9.5%	36.1%
Lợi nhuận thuần	35	82	144	193	108	166	230	32.0%	15.0%	19.3%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần		35.4%	51.2%	22.3%	42.6%	43.4%	32.9%			
Mercedes		-10.3%	45.7%	32.1%	-2.0%	37.7%	32.1%			
MG		351.8%	58.7%	10.0%	351.8%	52.1%	33.9%			
LNST		239.4%	63.1%	22.0%	344.6%	41.2%	32.6%			
Mercedes		6.4%	125.8%	66.2%	55.9%	84.2%	55.1%			
MG		2102.2%	38.9%	-5.7%	2652.8%	21.7%	17.2%			
Lợi nhuận thuần		136.7%	76.1%	33.8%	212.4%	53.5%	38.8%			

Nguồn: HSC

- Đối với mảng phân phối xe MG, chúng tôi dự báo HAX sẽ không mở thêm showroom trong năm 2025 (hiện có 13 showroom) và sẽ mở thêm 2 showroom trong năm 2026. Sản lượng tiêu thụ xe MG của HAX được dự báo tăng 83% trong năm 2025 (nhờ tăng cường mở rộng hệ thống showroom trong năm nay) và tăng 34% trong năm 2026.

Nhìn chung, HSC kỳ vọng ngành ô tô Việt Nam sẽ trở lại quỹ đạo tăng trưởng trong năm 2025 (sau 2 năm sụt giảm từ mức đỉnh trong năm 2022), nhờ ảnh hưởng tích cực từ quá trình đô thị hóa, cơ sở hạ tầng được cải thiện và tỷ lệ sở hữu ô tô hiện tại còn thấp.

Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng, dựa trên giá mục tiêu mới 19.200đ (tiềm năng tăng giá 17%)

Phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận, HSC tăng 22% giá mục tiêu lên 19.200đ, với tiềm năng tăng giá 17% và cho thấy cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2024, 2025 và 2026 lần lượt là 16,6 lần, 10,8 lần và 7,8 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 để định giá. Chúng tôi giữ nguyên giả định chi phí vốn CSH ở mức 14,2% (được tính

toán từ giả định lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,5% và hệ số beta 1,2 lần) nhưng giảm giả định chi phí nợ sau thuế xuống còn 7,2% (từ 8% trước đó) do lãi vay của Công ty giảm. Giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn được giữ nguyên ở mức 2%.

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, định giá mảng phân phối xe cốt lõi của HAX ở mức 18.000đ, với P/E HKKD cốt lõi dự phóng năm 2024, 2025, và 2026 lần lượt là 15,5 lần, 10,1 lần và 7,3 lần.

Bảng 3: Định giá theo phương pháp SOTP, HAX

Giá mục tiêu mới HSC đưa ra là 19.200đ

Định giá HAX	Tỷ đồng	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	Đồng/cp	Đóng góp vào định giá
HKKD dealer cốt lõi (tỷ đồng)	1,924	107.4	18,000	93.7%
Lãi từ bán đất (tỷ đồng)	134	107.4	1,200	6.3%
Tổng giá trị của HAX (tỷ đồng)	2,058	107.4	19,200	100.0%

Nguồn: HSC

Bảng 4: Giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ, HAX

Chi phí vốn CSH (CAPM) là 14,2% & chi phí nợ là 7,2%

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

Nguồn: HSC

Bảng 5: Tính toán WACC, HAX

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 11,9%

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	67.4%
Nợ / Tổng nguồn vốn	32.6%
WACC	11.9%

Nguồn: HSC

Bảng 6: 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	108	166	230	292	347	395	434
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	29	25	33	43	53	60	66	70
+ Khấu hao	62	26	50	55	60	65	70	75
- Thay đổi vốn lưu động	323	(127)	(285)	(294)	(229)	(174)	(85)	(33)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	0	(68)	(90)	(108)	(118)	(122)	(119)	(120)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	448	(36)	(127)	(74)	58	176	326	425

Nguồn: HSC dự báo

Bảng 7: Định giá mảng kinh doanh cốt lõi, HAX

Giá mục tiêu 'cốt lõi' là 18.000đ

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	448	(36)	(127)	(74)	58	176	326	425
Tốc độ tăng trưởng dài hạn								2.0%
Giá trị dài hạn								4,398
Dòng tiền tương lai	448	(36)	(127)	(74)	58	176	326	4,823
Hệ số chiết khấu	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	1.7	1.9
Giá trị hiện tại	448	(36)	(120)	(63)	44	119	197	2,604
Giá trị mảng kinh doanh cốt lõi của DN		2,841						
- Tổng nợ		(1,016)						
+ Tiền & các khoản tương đương tiền		99						
Giá trị cốt lõi của vốn CSH		1,924						
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		107.4						
Giá trị của cổ phiếu (mảng kinh doanh cốt lõi)		18,000						

Nguồn: HSC

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 (chi 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 8).

Bảng 8: Phân tích độ nhạy, HAX

Kịch bản cơ sở của HSC giả định HAX có thể bán đất với giá 110 triệu đồng/m²

Giá bán (triệu đồng/m ²)	Lợi nhuận/m ² (triệu đồng)	LNTT (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (đồng/cp)
90	9	52	41	18,300
100	19	110	88	18,700
110	29	168	134	19,200
120	39	226	181	19,600
130	49	284	227	20,000

Nguồn: HSC

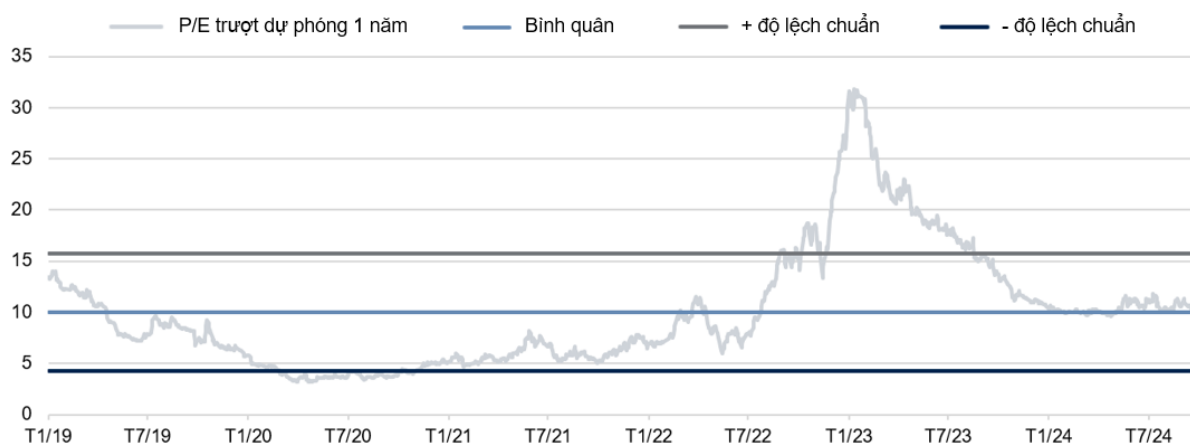
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần, sát với bình quân kể từ năm 2019 ở mức 10 lần. Do đó, mức định giá của HAX nhanh chóng trở nên hấp dẫn nhờ dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 tăng mạnh.

Là đơn vị phân phối xe Mercedes và MG lớn nhất (thông qua PTM, công ty con do HAX nắm giữ 51,6% cổ phần), HAX đang là đối tượng hưởng lợi trong ngành ô tô tại Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng ngành ô tô sẽ trở lại quỹ đạo tăng trưởng từ nửa cuối năm 2024, sau 2 đi xuống. Trong khi đó, HAX cũng đang đứng trước cơ hội chuyển đổi từ đơn vị kinh doanh/phân phối thành đơn vị lắp ráp xe MG, thương hiệu xe PTM là nhà phân phối lớn nhất. Cơ hội này chưa được phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận do thiếu thông tin cụ thể ở giai đoạn này.

Biểu đồ 9: P/E trượt dự phóng 1 năm, HAX

HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần, sát với giá trị bình quân quá khứ từ năm 2019



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	6,775	3,982	5,678	8,145	10,824
Lợi nhuận gộp	473	277	430	609	808
Chi phí BH&QL	(208)	(221)	(227)	(326)	(433)
Thu nhập khác	40.4	30.0	34.1	48.9	64.9
Chi phí khác	(0.03)	(0.80)	(1.14)	(1.63)	(2.17)
EBIT	305	84.9	236	330	438
Lãi vay thuần	(5.39)	(36.7)	(30.2)	(39.5)	(52.4)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	300	48.1	206	291	385
Chi phí thuế TNDN	(60.4)	(11.1)	(41.2)	(58.2)	(77.1)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.35	(2.47)	(56.7)	(66.8)	(78.2)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	240	34.6	108	166	230
Lợi nhuận thuần ĐC	240	34.6	108	166	230
EBITDA ĐC	343	108	262	380	492
EPS (đồng)	2,562	370	1,157	1,775	2,464
EPS ĐC (đồng)	2,562	370	1,157	1,775	2,464
DPS (đồng)	500	300	500	1,000	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	93.4	107	107

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	160	120	106	92.2	65.2
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải thu khách hàng	265	213	227	244	271
Hàng tồn kho	1,065	696	852	1,181	1,515
Các tài sản ngắn hạn khác	101	42.6	56.8	81.4	108
Tổng tài sản ngắn hạn	1,591	1,072	1,242	1,599	1,959
TSCĐ hữu hình	411	370	412	922	976
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	119	171	227
Tổng tài sản dài hạn	987	935	1,013	1,105	1,215
Tổng cộng tài sản	2,578	2,006	2,255	2,704	3,174
Nợ ngắn hạn	1,152	700	852	1,181	1,515
Phải trả người bán	76.9	44.7	63.7	91.4	122
Nợ ngắn hạn khác	44.4	29.3	29.3	29.3	29.3
Tổng nợ ngắn hạn	1,424	839	1,034	1,425	1,826
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	1,036	1,427	1,829
Vốn chủ sở hữu	922	1,115	1,169	1,228	1,297
Lợi ích cổ đông thiểu số	46.6	49.0	49.0	49.0	49.0
Tổng vốn chủ sở hữu	969	1,164	1,218	1,277	1,346
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,578	2,006	2,255	2,704	3,174
BVPS (đ)	17,016	12,459	11,340	11,883	12,525
Nợ thuần*/(tiền mặt)	991	579	746	1,089	1,450

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	305	84.9	236	330	438
Khấu hao	(37.2)	(23.4)	(26.3)	(50.0)	(54.6)
Lãi vay thuần	(5.39)	(36.7)	(30.2)	(39.5)	(52.4)
Thuế TNDN đã nộp	(61.0)	(35.7)	(41.2)	(58.2)	(77.1)
Thay đổi vốn lưu động	(868)	367	(127)	(285)	(294)
Khác	32.2	39.2	(70.4)	(90.3)	(103)
LCT thuần từ HĐKD	(633)	433	(7.64)	(93.7)	(35.7)
Đầu tư TS dài hạn	(705)	(401)	(68.1)	(90.4)	(108)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	309	402	0	0	0
Khác	22.8	0.58	(36.5)	(51.8)	(56.3)
LCT thuần từ HĐĐT	(373)	0.77	(105)	(142)	(165)
Cổ tức trả cho CSH	(24.8)	(36.0)	(53.7)	(107)	(161)
Thu từ phát hành CP	0	14.0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,104	(452)	152	329	334
Khác	0	0	(0.32)	0	0
LCT thuần từ HĐTC	1,080	(474)	98.2	222	173
Tiền & tương đương tiền đầu kì	87.6	160	120	106	92.2
LCT thuần trong kỳ	72.9	(40.3)	(14.0)	(14.0)	(27.0)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	160	120	106	92.2	65.2
Dòng tiền tự do	(1,339)	31.5	(75.8)	(184)	(144)

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	6.98	6.96	7.58	7.47	7.47
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	5.06	2.72	4.62	4.67	4.55
Tỷ suất LNT (%)	3.54	0.87	1.90	2.04	2.13
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.1	23.0	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	22.0	(41.2)	42.6	43.4	32.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	32.7	(68.4)	142	44.9	29.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	50.4	(85.6)	212	53.5	38.8
Tăng trưởng EPS (%)	49.5	(85.6)	212	53.5	38.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	49.5	(85.6)	212	53.5	38.8
Tăng trưởng DPS (%)	0	(40.0)	66.7	100	50.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	19.5	81.0	43.2	56.3	60.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	29.5	3.40	9.46	13.8	18.2
ROACE (%)	32.7	7.31	19.8	26.4	33.3
Vòng quay tài sản (lần)	3.51	1.74	2.67	3.29	3.68
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	(2.07)	5.10	(0.03)	(0.28)	(0.08)
Số ngày tồn kho	61.7	68.6	59.2	57.2	55.2
Số ngày phải thu	15.3	21.0	15.8	11.8	9.86
Số ngày phải trả	4.46	4.40	4.43	4.43	4.43
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	121	56.9	70.5	97.8	123
Nợ/tài sản (%)	49.3	37.6	41.3	47.8	52.4
EBIT/lãi vay (lần)	56.6	2.31	7.82	8.37	8.36
Nợ/EBITDA (lần)	3.71	6.97	3.54	3.40	3.38
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.12	1.28	1.20	1.12	1.07
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.28	0.53	0.44	0.35	0.30
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.62	19.5	9.55	7.50	6.52
P/E (lần)	6.40	44.3	14.2	9.24	6.66
P/E ĐC (lần)	6.40	44.3	14.2	9.24	6.66
P/B (lần)	0.96	1.32	1.45	1.38	1.31
Lợi suất cổ tức (%)	3.05	1.83	3.05	6.10	9.15

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