

Khuyến nghị

MUA

**CTCP Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh (HSX: HAX)
HÀNG XANH**

Giá hiện tại:	29,100	Ngày viết báo cáo:	06/01/2022	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước đây	-	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	49	Đỗ Tiến Dũng	21.93%
Giá mục tiêu (1 năm)	37,000	Vốn hóa (tỷ đồng)	1,539	Vũ Thị Hạnh	13.81%
Tỷ suất cổ tức	4.8%	Thanh khoản bình quân 6 tháng:	812,588		
Tiềm năng tăng giá	27%	Sở hữu nước ngoài	14.2%		

Bộ phận Retail Research:

Lê Hữu Ngọc
ngochl@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

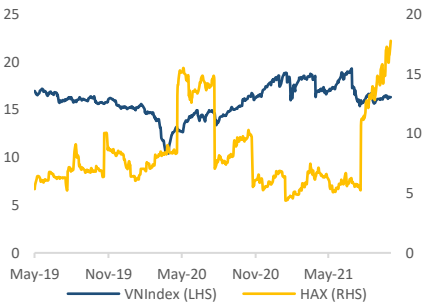
(Dành cho NĐT ngắn hạn)
Lê Quốc Trung
vinhtq@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị: 37,750 VND
Giá cắt lỗ: 28,500 VND

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HAX với mức giá mục tiêu là **37,000 VND** được xác định bởi phương pháp định giá P/E với P/E mục tiêu 2022 = 8.6x nhằm phản ánh (1) sự chuyển biến tích cực của ngành và sự tăng trưởng mạnh mẽ về mặt lợi nhuận doanh nghiệp và (2) mức P/E hợp lý tăng lên do bối cảnh lãi suất thấp.

DỰ BÁO KQKD

BSC dự báo KQKD của HAX trong GD 2021-2022 như sau:

- **Năm 2021:** DTT và LNST&CĐT lần lượt đạt **5,801 tỷ VND (+4.2% YoY)** và **116 tỷ VND (-7 % YoY)**, **EPS FW2021 = 2,332 VND/CP**, tương ứng với mức **P/E FW2021 = 12.5x**.
- **Năm 2022:** DTT và LNST&CĐT lần lượt **6,317 tỷ VND (+8.9% YoY)** và **208 tỷ VND (+80% YoY)**, **EPS FW2021 = 4,208 VND/CP**, tương ứng với mức **P/E FW2022 = 6.9x**.

Các giả định chính cho KQKD HAX gồm (1) Sản lượng xe trong 2021-2022 lần lượt đạt 2,463 (-1.6% YoY) và 2,586 chiếc (+5% YoY) và (2) Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh từ mức 4.6% năm 2021 lên 6.0% 2022.

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

- Lợi nhuận 2022 đạt đỉnh lịch sử (208 tỷ VND, +80% YoY) nhờ (1) Nhu cầu bùng nổ sau dịch và kích thích bởi hỗ trợ phí trước bạ và (2) Biên lợi nhuận gia tăng do cạnh tranh suy giảm.

RỦI RO

- COVID-19 diễn biến tiêu cực làm nhu cầu mua xe ô tô sụt giảm.
- Trái phiếu HSBC có khả năng chuyển đổi thành cổ phần vào năm 2022 làm pha loãng EPS.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

- 9T2021, HAX ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt **3,395 tỷ VND (-9.5% YoY)** và **28 tỷ VND (-55.2% YoY)** do sản lượng tiêu thụ xe giảm vì giãn cách xã hội từ T6-T10, đồng thời giảm tiền thưởng từ hãng do không đạt chỉ tiêu.

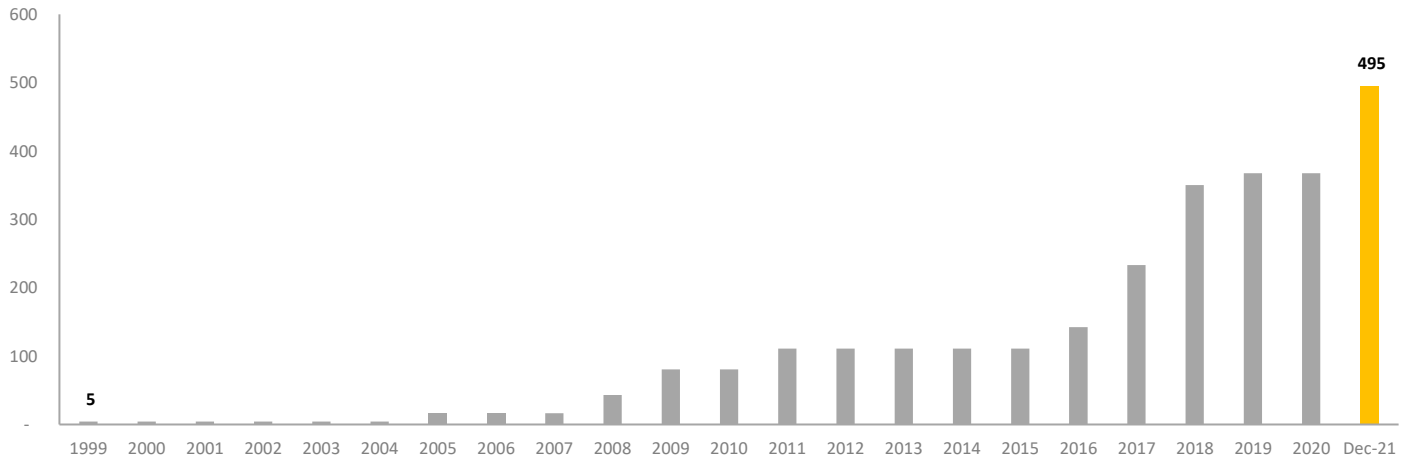
	2020	2021F	Peer	VN-Index
PE (x)	9.4	12.5	10.5	17.1
PB (x)	2.2	2.4	2.4	2.7
PS (x)	0.2	0.9	0.6	2.1
ROE (%)	18.2	19.3	13.5	16.0
ROA (%)	5.2	8.9	4.6	2.6
EV/ EBITDA (x)	8.3	10.5	9.5	16.1

	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	5,153	5,570	5,801	6,317
Lợi nhuận gộp	195	321	267	379
Lợi nhuận sau thuế	51	125	116	208
EPS	1,429	3,409	2,332	4,208
Tăng trưởng EPS (%)	-49%	139%	-49%	80%
Nợ ròng/ VCSH (%)	251%	130%	107%	48%

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh - HAXACO (HSX: HAX) được thành lập vào ngày 15/10/1999 – tiền thân là một cửa hàng trưng bày và xưởng sửa chữa xe ô tô của Công ty Cơ khí Ô tô Sài Gòn (nay là Tổng Công ty Cơ Khí Giao thông Vận tải Sài Gòn - TNHH MTV – SAMCO). Sau 7 năm cổ phần hóa, HAXACO đã chính thức niêm yết cổ phiếu trên sàn chứng khoán HOSE từ năm 2006. Trải qua quá trình hoạt động hơn 22 năm, HAXACO đã liên tục phát triển và ghi nhận sự tăng trưởng cao về doanh thu, lợi nhuận...từ đó gia tăng vốn điều lệ lên gấp 110 lần so với thời điểm cổ phần hóa, đạt 495 tỷ VND tại tháng 12/2021.

Hình 1: Vốn điều lệ HAXACO tăng trưởng hơn 110 lần sau 22 năm hoạt động (Tỷ VND)

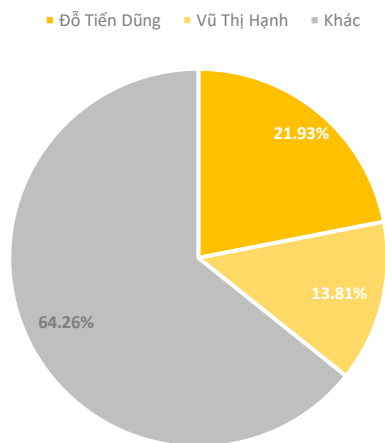


Nguồn: HAX, BSC Research

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

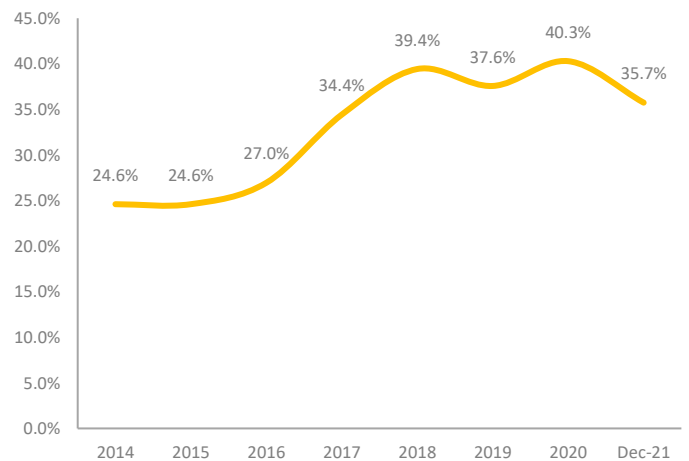
HAXACO có hai cổ đông lớn, bao gồm ông Đỗ Tiến Dũng – chủ tịch HĐQT và vợ là bà Vũ Thị Hạnh – thành viên HĐQT với tổng số lượng cổ phiếu sở hữu lên tới 17.7 triệu, tương đương 35.74% cổ phần. Ông Dũng và bà Hạnh đã cho thấy sự gắn liền lợi ích với công ty khi liên tục gia tăng tỷ lệ cổ phần sở hữu qua nhiều năm, đồng thời giúp HAXACO đạt được nhiều thành tựu trong thời gian điều hành.

Hình 2: Cơ cấu cổ đông HAX tại 31/12/2021 (%)



Nguồn: HAX, BSC Research

Hình 3: Vợ chồng ông Dũng liên tục gia tăng tỷ lệ sở hữu tại HAX (%)



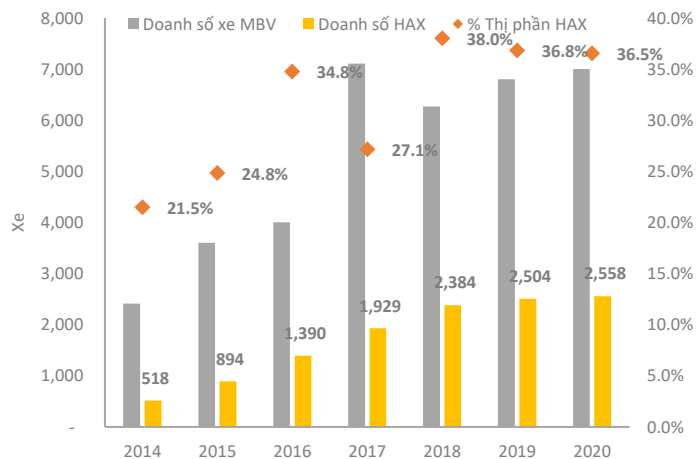
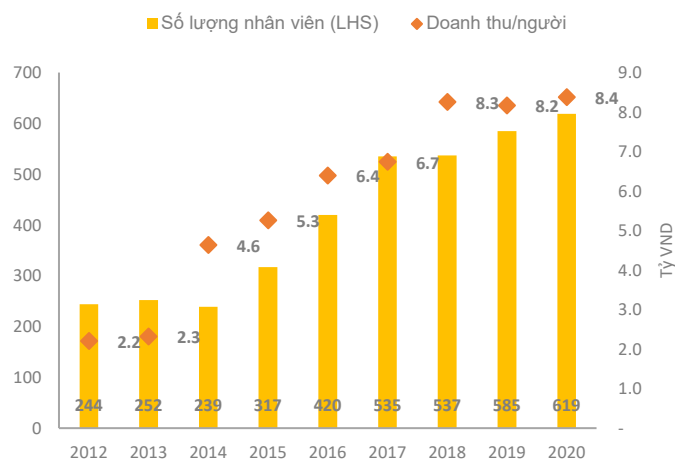
Nguồn: HAX, BSC Research

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Phân phối xe sang thương hiệu Mercedes-Benz là hoạt động kinh doanh cốt lõi của HAXACO xuyên suốt từ năm 2000 - khi HAXACO được trở thành đại lý của Mercedes-Benz Việt Nam (MBV). Sau đó vào năm 2004, HAXACO chính thức trở thành nhà phân phối đầu tiên của MBV – thể hiện cho việc công ty được hãng đánh giá cao sau thời gian làm đại lý. Hiện nay, ngoài HAXACO còn có 3 nhà phân phối MBV độc quyền khác gồm: Vietnam Star, Andu và Vinamotor; các đơn vị này đều có chiến lược riêng trong việc kinh doanh và phân phối sản phẩm. Nhờ chiến lược phát triển đội ngũ nhân viên tư vấn bài bản cùng các chương trình đào tạo nâng cao nghiệp vụ và chế độ đãi ngộ tốt, HAXACO đã liên tục gia tăng quy mô nhân lực và năng suất/người qua nhiều năm, từ đó chính thức trở thành nhà phân phối MBV có thị phần lớn nhất vào năm 2018 và tiếp tục duy trì vị thế cho tới hiện tại.

Hình 4: Quy mô đội ngũ và năng suất nhân lực HAXACO liên tục gia tăng

Hình 5: HAXACO duy trì vị thế thị phần lớn nhất từ năm 2018



Nguồn: HAX, BSC Research

Nguồn: VAMA, HAX, BSC Research

HAXACO hiện sở hữu 4 showroom ở TP HCM (HAXACO Điện Biên Phủ, HAXACO Võ Văn Kiệt) và Hà Nội (HAXACO Láng Hạ, HAXACO Kim Giang) và đang trong quá trình chuẩn bị đầu tư showroom mới ở Cần Thơ với vốn đầu tư hơn 180 tỷ VND, kì vọng hoạt động từ Q3/2022. Với quy mô 5 showroom, HAXACO hiện là nhà phân phối đứng thứ 2 về số lượng showroom quản lý, chỉ sau Vietnam Star với tổng 6 showroom.

Bảng 1: Số lượng Showroom của các nhà phân phối MBV theo tỉnh

Tỉnh/Nhà phân phối	HAXACO	Vietnam Star	Andu	Vinamotor
Hà Nội	2	2	1	0
Hải Phòng	0	0	1	0
Nghệ An	0	0	0	1
Đà Nẵng	0	0	1	0
Nha Trang	0	1	0	0
Bình Dương	0	1	0	0
Hồ Chí Minh	2	2	0	0
Cần Thơ	1	0	0	0
Tổng	5	6	3	1

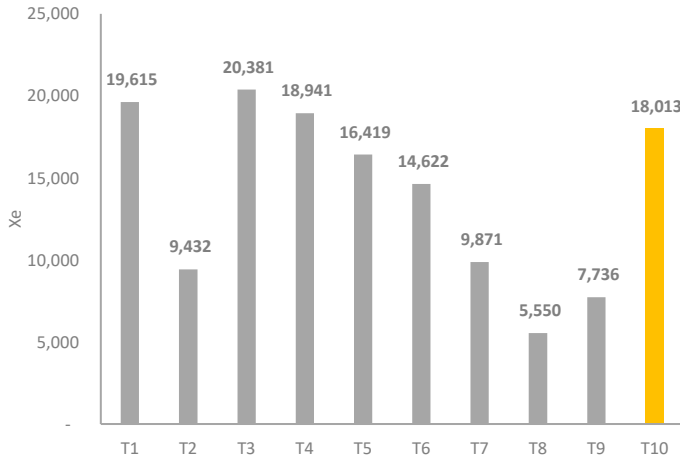
Nguồn: MBV, BSC Research

TRIỂN VỌNG NGÀNH PHÂN PHỐI Ô TÔ

Nhu cầu tiêu thụ ô tô năm 2022 kỳ vọng hồi phục mạnh nhờ (1) dịch bệnh diễn biến tích cực với tỷ lệ bao phủ vaccine cao và (2) chính sách giảm 50% phí trước bạ kích thích người tiêu dùng.

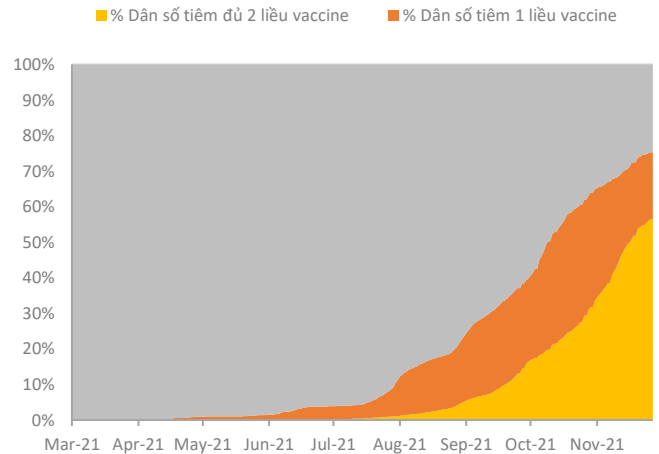
Nhu cầu mua xe đã quay trở lại sau thời gian hơn 4 tháng giãn cách xã hội làm hạn chế khả năng mua sắm của người tiêu dùng, doanh số xe du lịch VAMA trong tháng 10/2021 (tháng đầu tiên thực hiện nới lỏng giãn cách) đã có sự tăng trưởng mạnh +133% QoQ, đạt 18,013 chiếc. **BSC cho rằng trong năm 2022, dịch bệnh tại Việt Nam sẽ được kiểm soát tích cực nhờ (1) Kinh nghiệm đối phó với 4 làn sóng Covid-19 trong 2 năm 2020-2021 và (2) Tỷ lệ tiêm chủng vaccine Việt Nam đã đạt mức cao với 96.3% dân số trên 18 tuổi đã được tiêm ít nhất 1 liều vaccine; từ đó nhu cầu tiêu thụ xe ô tô sẽ có sự hồi phục mạnh so với mức nền thấp 2021.**

Hình 6: Doanh số xe du lịch VAMA hồi phục mạnh tháng 10/2021



Nguồn: VAMA, BSC Research

Hình 7: Tỷ lệ dân số VN tiêm vaccine tăng mạnh (%)



Nguồn: Our World in Data, BSC Research

Bên cạnh sự hồi phục sau dịch, phí trước bạ giảm 50% cũng là động lực thúc đẩy nhu cầu mua xe tăng trở lại. Nhằm hỗ trợ doanh nghiệp và người tiêu dùng, ngày 26/11/2021, Chính phủ vừa ban hành Nghị định 103 thực hiện giảm 50% lệ phí trước bạ cho ô tô sản xuất, lắp ráp trong nước, áp dụng từ ngày 01/12/2021 đến 31/05/2022. Hiện tại, mức lệ phí trước bạ cho ô tô 9 chỗ ngồi trở xuống là 10% giá bán xe, riêng Hà Nội là 12%, vì vậy sau cắt giảm người tiêu dùng có thể tiết kiệm đến 5-6% giá trị xe. Các thương hiệu xe hưởng lợi trực tiếp từ Nghị định bao gồm: KIA, Hyundai, Mazda, Mercedes, Peugeot, Toyota, Vinfast nhờ có nhiều mẫu xe được lắp ráp trong nước.

Bảng 2: Số lượng mẫu xe được lắp ráp trong nước của các hãng xe

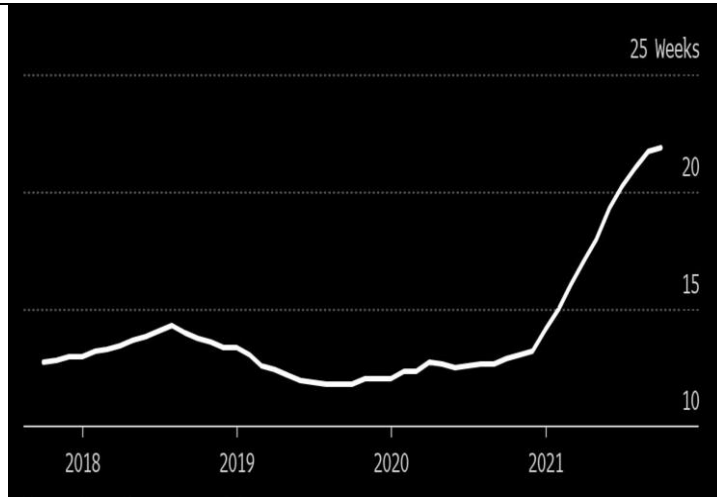
Hãng xe	KIA	Hyundai	Mazda	Mercedes	Peugeot	Toyota	Vinfast	Ford	Honda	Mitsubishi
Số mẫu	8	6	4	4	4	4	4	2	2	2

Nguồn: BSC Research

Nguồn cung xe khó tăng mạnh do tình trạng thiếu chip tiếp tục kéo dài

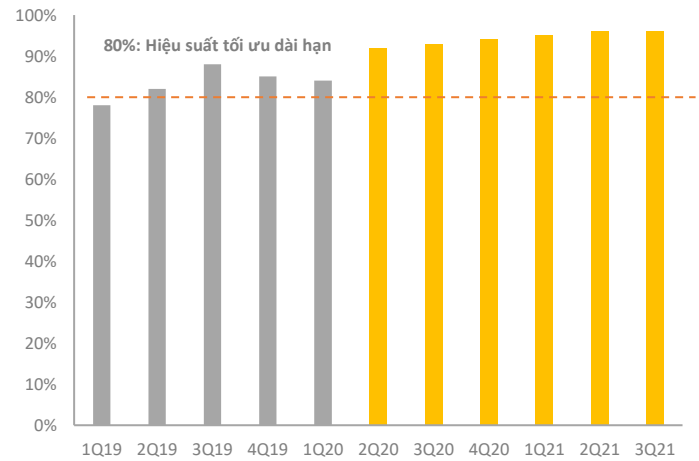
Vào thời điểm dịch bệnh bùng phát đầu năm 2020, nhiều hãng xe nhận thấy nhu cầu tiêu thụ ô tô sụt giảm nghiêm trọng nên đã thực hiện cắt giảm công suất và các đơn hàng chip bán dẫn; cho đến giữa cuối năm, nhu cầu tiêu thụ ô tô đã bùng nổ sau dịch khiến các hãng xe phải gia tăng mạnh công suất và đặt hàng lượng lớn chip, tuy nhiên vì thực hiện giảm đơn hàng trước đó nên sản lượng chip này đã được chuyển sang tiêu thụ bởi ngành Thiết bị điện tử - nhờ nhu cầu sử dụng gia tăng nhằm phục vụ việc học tập, giải trí tại nhà trong mùa dịch. Vì thế tình trạng thiếu chip bán dẫn toàn cầu xảy ra do nguồn cung không thể tăng tương ứng với nhu cầu lớn từ hầu hết mọi ngành: Thiết bị điện tử, 5G, ô tô...Hiện tại, tình trạng thiếu chip chưa có dấu hiệu cải thiện, thời gian đặt hàng cho đến lúc nhận chip (chip lead times) liên tục gia tăng và đạt mức cao nhất lịch sử 22.3 tuần vào tháng 11/2021 (+4 ngày sv tháng 10/2021). **BSC cho rằng, tình trạng này sẽ tiếp tục kéo dài cho cuối năm 2022** vì (1) các nhà máy chip hiện tại đã tăng công suất lên mức cao nhất và (2) các nhà máy mới được đầu tư từ cuối năm 2020 chỉ có thể cung cấp sản phẩm từ đầu năm 2023 vì quá trình xây dựng cần từ 1.5-2.5 năm.

Hình 8: Chip leads time tiếp tục kéo dài vì nhu cầu các sản phẩm chip gia tăng (tuần)



Nguồn: Susquehanna Financial Group, Bloomberg

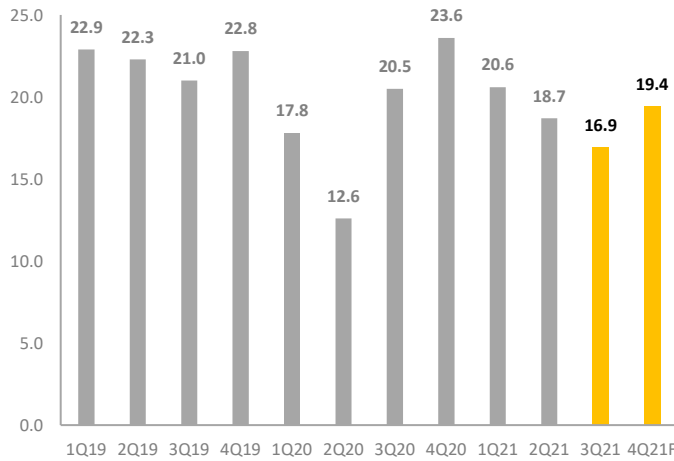
Hình 9: Hiệu suất sản xuất ngành chip bán dẫn tăng mạnh, vượt mức hiệu suất tối ưu dài hạn



Nguồn: SIA, BSC Research

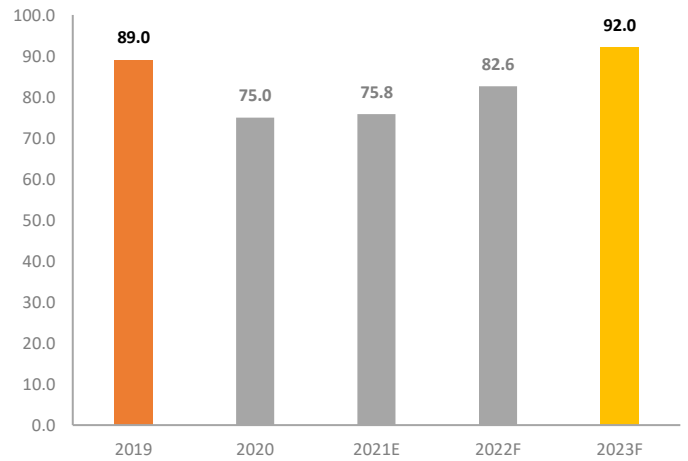
Một chiếc ô tô trung bình cần tới **50-150 chiếc chip bán dẫn**, riêng các loại xe ô tô điện sử dụng gần **3,000 chiếc chip**; chip hoạt động như thành phần cốt lõi kiểm soát các hệ thống quan trọng của ô tô từ ECU điều khiển động cơ, hộp số, định vị bản đồ, Bluetooth, đến cả cần gạt nước trên kính chắn gió vì thế tình trạng thiếu hụt chip trực tiếp dẫn tới việc hạn chế sản lượng sản xuất của các hãng xe cho dù nhu cầu tiêu thụ ô tô tăng mạnh, trong Q3/2021 sản lượng ô tô du lịch sản xuất đạt **16.9 triệu chiếc (-18% YoY)**. Vì (1) tình trạng thiếu hụt chip tiếp tục xảy ra cho đến cuối năm 2022 và (2) chip lead times liên tục gia tăng, **BSC cho rằng sản lượng sản xuất ô tô toàn cầu nói chung và Việt Nam nói riêng trong năm 2022 sẽ khó tăng mạnh và không đáp ứng đủ nhu cầu lớn, tăng lên sau dịch.**

Hình 10: Sản lượng sản xuất xe du lịch giảm mạnh trong 2H2021 vì thiếu chip



Nguồn: IHS, BSC Research

Hình 11: Sản lượng sản xuất xe du lịch kỳ vọng trở về mức trước dịch từ năm 2023 – khi tình hình thiếu chip được cải thiện



Nguồn: IHS, BSC Research

Nguồn cung ô tô mới không đủ đáp ứng nhu cầu tăng mạnh giúp giảm cạnh tranh trong ngành từ đó gia tăng biên lợi nhuận

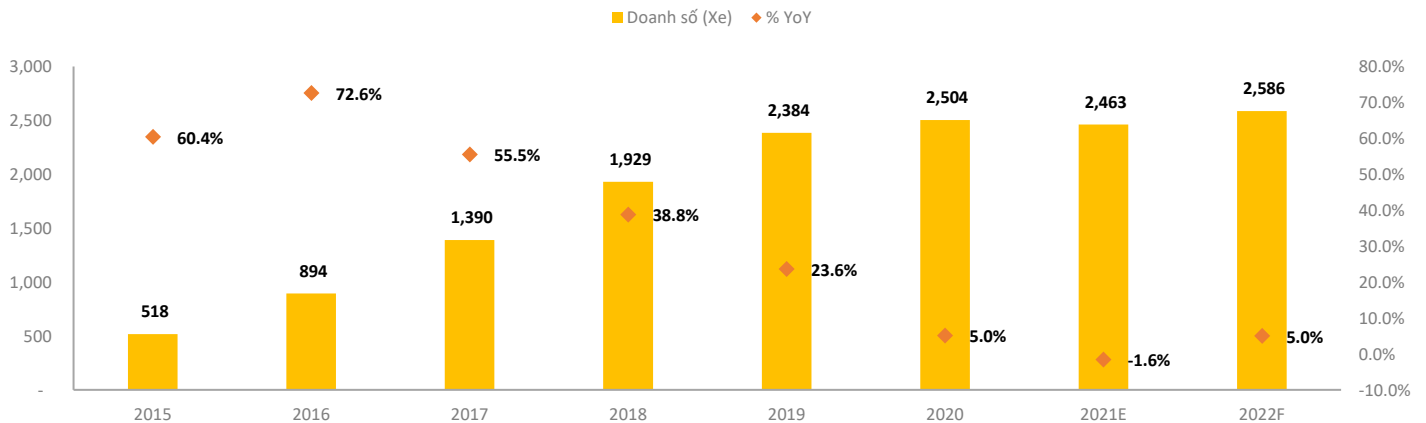
Các nhà phân phối ô tô ngoài việc phải cạnh tranh giữa cùng một hãng, họ còn phải cạnh tranh với nhà phân phối các hãng xe khác cùng phân khúc. Để có sự khác biệt lớn về hậu mãi, dịch vụ... tương đối khó, thay vào đó các nhà phân phối thường cạnh tranh mạnh về giá bán xe cho nên biên lợi nhuận thường bị ảnh hưởng trực tiếp và biến động mạnh khi cung/cầu thị trường thay đổi. Vì thế, BSC cho rằng, trong bối cảnh nguồn cung ô tô mới không đủ đáp ứng nhu cầu tiêu thụ tăng mạnh, **các nhà phân phối sẽ đạt được biên lợi nhuận tốt hơn nhờ cạnh tranh suy giảm giữa các nhà phân phối trong cùng một hãng và giữa các hãng với nhau.**

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Lợi nhuận 2022 đạt đỉnh lịch sử (208 tỷ VND, +80% YoY) nhờ (1) Nhu cầu bùng nổ và (2) Biên lợi nhuận gia tăng

Nhu cầu tiêu thụ xe Mercedes kỳ vọng sẽ tăng mạnh cùng xu hướng toàn ngành nhờ dịch bệnh được kiểm soát tích cực đồng thời được kích thích bởi giảm phí trước bạ 50%. BSC cho rằng HAXACO sẽ được hưởng lợi lớn vì Mercedes-Benz là thương hiệu xe sang duy nhất lắp ráp tại Việt Nam trong khi các thương hiệu cạnh tranh khác như: Lexus, BMW, Audi... là CBU nhập khẩu 100%. **Dù nhu cầu tăng mạnh, BSC kì vọng doanh số xe HAX phân phối năm 2022 sẽ chỉ tăng 5% YoY, đạt 2,586 chiếc** vì nguồn cung khó tăng trưởng mạnh do vấn đề thiếu chip. Tuy nhiên, việc nguồn cung giới hạn lại tạo ra điều kiện thuận lợi để HAXACO nâng giá bán xe từ đó gia tăng biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Hình 12: Doanh số xe HAXACO phân phối kì vọng tăng 5% YoY năm 2022

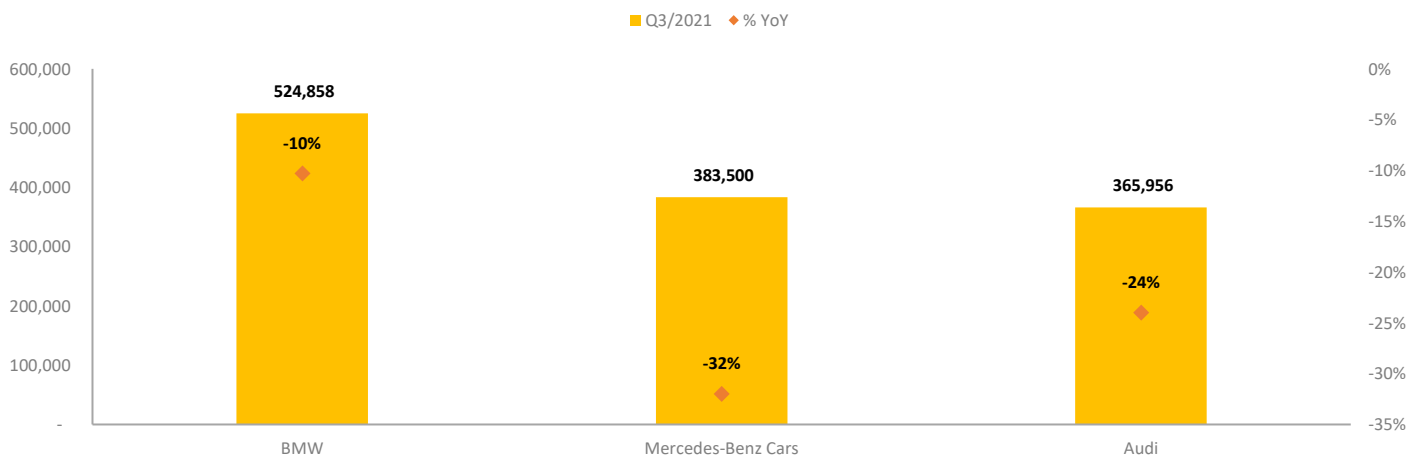


Nguồn: HAX, BSC Research

Biên lợi nhuận gộp năm 2022 tăng 140 bps, đạt 6.0% - cao nhất 10 năm gần đây vì giá bán xe cao trong bối cảnh cạnh tranh suy giảm

Tình trạng thiếu chip tác động đến toàn ngành ô tô, bao gồm cả phân khúc xe sang, theo thông cáo báo chí gần nhất, các hãng xe sang như Mercedes, BMW và Audi ước tính sản lượng ô tô sản xuất trong năm 2021 sẽ lần lượt giảm -3%, -8% và -11% YoY, bất chấp nhu cầu thị trường là rất lớn. BSC cho rằng, **sản lượng sản xuất các hãng xe sang trong năm 2022 sẽ khó tăng đủ đáp ứng cho nhu cầu lớn từ thị trường vì vấn đề thiếu chip sẽ chỉ cải thiện đáng kể từ cuối năm 2022.**

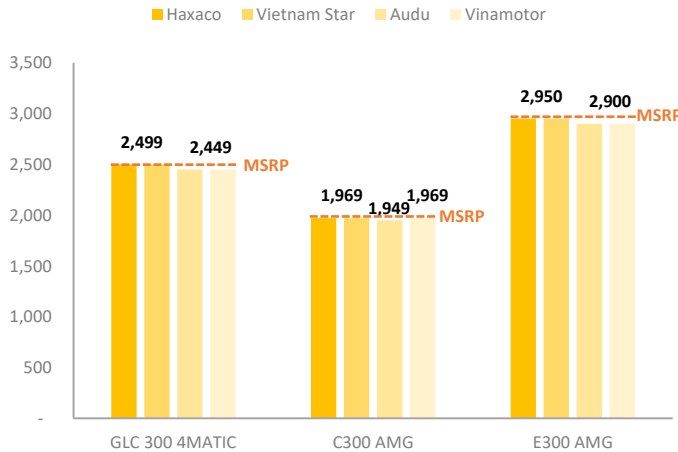
Hình 13: Sản lượng ô tô các hãng xe sang sụt giảm mạnh trong Q3/2021 vì thiếu chip (xe)



Nguồn: Daimler, BMW, Audi, BSC Research

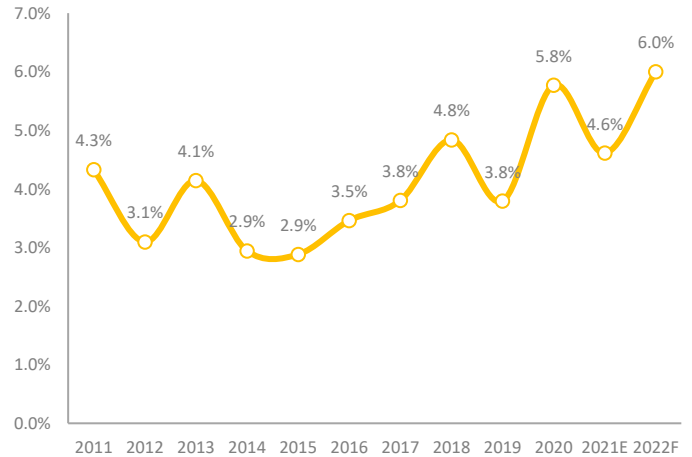
Nguồn cung xe mới hạn chế trong bối cảnh nhu cầu hồi phục mạnh sau dịch giúp giảm sự cạnh tranh giữa các hãng xe và giữa các nhà phân phối trong cùng một hãng, từ đó BSC kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của HAX năm 2022 đạt 6.0% (+140 bps sv 2021) nhờ giá bán lẻ của các nhà phân phối sẽ sát với mức giá bán lẻ khuyến nghị của MBV (MSRP) thay vì chiết khấu sâu như trong bối cảnh cạnh tranh ở các năm gần đây.

Hình 14: Giá bán lẻ của một số mẫu xe tại thời điểm tháng 12/2021 giữa các nhà phân phối sát mức giá bán lẻ đề nghị MSRP (Triệu VND)



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình 15: Biên lợi nhuận HAX năm 2022 kỳ vọng cao nhất giai đoạn 12 năm gần đây (%)



Nguồn: HAX, BSC Research

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro dịch bệnh: Nếu dịch Covid-19 diễn biến phức tạp buộc Chính phủ áp dụng biện pháp giãn cách xã hội sẽ tác động tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của HAXACO vì nhu cầu mua xe sẽ bị sụt giảm do (1) thu nhập người tiêu dùng bị ảnh hưởng, (2) việc tham khảo, mua xe trực tiếp bị gián đoạn do showroom đóng cửa. Tuy nhiên, BSC cho rằng trong năm 2022, dịch bệnh tại Việt Nam sẽ được kiểm soát tích cực nhờ (1) Kinh nghiệm đối phó với 4 làn sóng Covid-19 trong 2 năm 2021-2022 và (2) Tỷ lệ tiêm chủng vaccine Việt Nam đã đạt mức cao với 96.3% dân số trên 18 tuổi đã được tiêm ít nhất 1 liều vaccine.

Rủi ro pha loãng: HAX dự kiến sẽ phát hành trái phiếu riêng lẻ cho HSBC vào quý 1/2022 với tổng giá trị 180 tỷ VND, số trái phiếu này có quyền chọn chuyển đổi sang cổ phiếu sau 1 năm phát hành với giá chuyển đổi là 12,000/CP. Trong trường hợp HSBC thực hiện chuyển đổi, EPS của HAX dự kiến sẽ bị pha loãng và giảm 23.25%.

DỰ BÁO KQKD

BSC dự báo KQKD HAX GD 2021-2022 như sau:

- **Năm 2021:** DTT và LNST&CĐTS của HAX lần lượt đạt **5,801 tỷ VND (+4.2% YoY)** và **116 tỷ VND (-7 % YoY)**, **EPS FW2021 = 2,332 VND/CP**, tương ứng với mức **P/E FW2021 = 12.5x**, dựa trên giả định:

+ **Doanh số xe đạt 2,463 chiếc (-1.6% YoY)** nhờ sự hồi phục mạnh ở Q4/2021 sau 4 tháng giãn cách và chính sách giảm phí trước bạ có hiệu lực từ ngày 01/12.

+ **Biên lợi nhuận gộp giảm -120 bps sv 2020, đạt 4.6%** vì HAX thực hiện giảm mạnh giá bán trong 4 tháng giãn cách T6-T9 nhằm kích cầu, đẩy sản lượng để đạt chỉ tiêu của MBV.

- **Năm 2022:** DTT và LNST&CĐTS của HAX lần lượt đạt **6,317 tỷ VND (+8.9% YoY)** và **208 tỷ VND (+80% YoY)**, **EPS FW2021 = 4,208 VND/CP**, tương ứng với mức **P/E FW2022 = 6.9x**, dựa trên các giả định:

+ **Doanh số xe đạt 2,586 chiếc (+5% YoY)** nhờ nhu cầu tăng mạnh do (1) dịch bệnh được kiểm soát tích cực và (2) chính sách giảm phí trước bạ có hiệu lực đến ngày 31/05/2022

+ **Biên lợi nhuận gộp tăng 140 bps, đạt 6.0%** do cạnh tranh suy giảm trong bối cảnh nhu cầu tăng mạnh.

Bảng 3: Dự phóng Kết quả kinh doanh HAX (tỷ VND)

	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	5,153	5,570	5,801	6,317
<i>Kinh doanh xe</i>	4,776	5,186	5,492	5,948
<i>Sửa chữa & phụ tùng</i>	367	374	300	360
<i>Khác</i>	10	10	9	9
Giá vốn hàng bán	(4,957)	(5,248)	(5,534)	(5,938)
Lợi nhuận gộp	195	321	267	379
<i>Kinh doanh xe</i>	130	270	226	327
<i>Sửa chữa & phụ tùng</i>	66	53	38	52
<i>Khác</i>	0	(1)	3	0
Chi phí bán hàng	(117)	(114)	(133)	(139)
Chi phí QLDN	(53)	(53)	(58)	(63)
Lãi/lỗ HĐKD	26	154	76	177
Doanh thu tài chính	0	3	0	1
Chi phí lãi vay	(57)	(41)	(28)	(21)
Lãi/lỗ khác	96	42	98	106
Lợi nhuận trước thuế	65	158	146	263
Thuế thu nhập DN	(15)	(32)	(30)	(54)
LN sau thuế	51	125	116	209
CĐTS	(0)	1	1	1
LNST - CĐTS	51	125	116	208
EPS	1,429	3,409	2,332	4,208

Nguồn: BSC Research

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

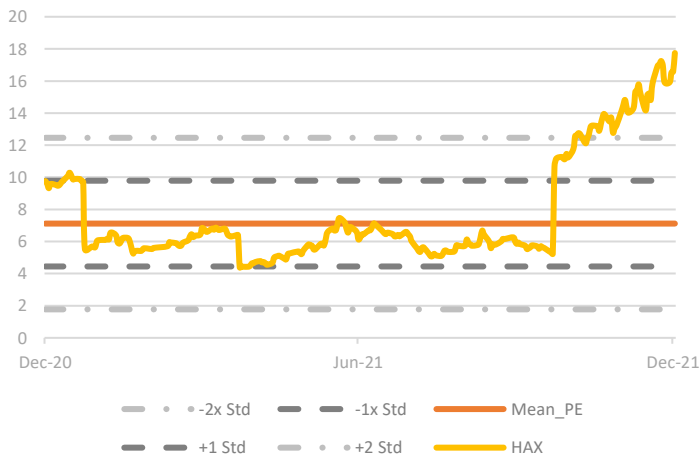
Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HAX với giá mục tiêu **37,000 VND/CP**. Mức giá này tương đương upside **27%** (theo giá tham chiếu ngày 06/01/2022 là 29,100 VND)

Phương pháp định giá:

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/E với P/E mục tiêu 2022 = 8.6x – cao hơn mức P/E trung bình 3 năm quá khứ = 7.8x, BSC cho rằng đây là mức P/E hợp lý nhằm phản ánh (1) sự chuyển biến tích cực của ngành và sự tăng trưởng mạnh mẽ về mặt lợi nhuận doanh nghiệp và (2) mức P/E hợp lý tăng lên do bối cảnh lãi suất thấp.

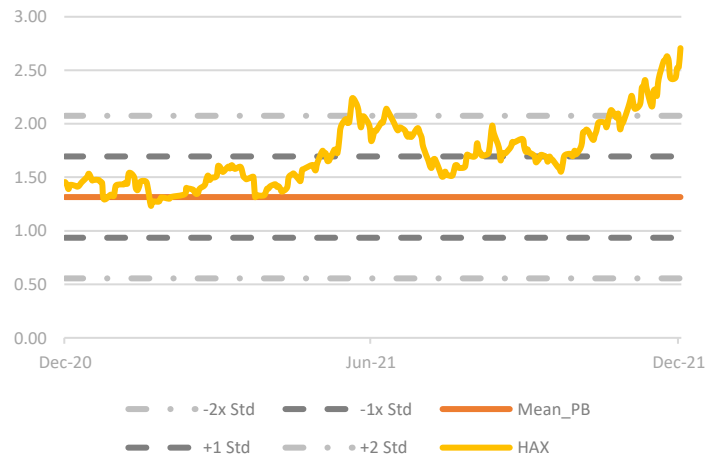
Phương pháp P/E	Giá trị
EPSFW2022	4,208 VND/CP
P/E mục tiêu	8.6x
Giá trị hợp lý	37,000 VND/CP

Hình 16: P/E HAX



Nguồn: BSC Research

Hình 17: P/B HAX



Nguồn: BSC Research

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Bảng 4: Cập nhật HAX 9T2021				
Tỷ VND	9T2020	9T2021	%YoY	Nhận xét
Doanh số thuần	3,751	3,395	-9.5%	DTT 9T2021 đạt 3,395 tỷ VND (-9.5% YoY) do các showroom của HAXACO phải đóng cửa trong giai đoạn giãn cách xã hội từ tháng 6 đến hết tháng 9.
<i>Kinh doanh xe</i>	3,475	3,184	-8.4%	
<i>Sửa chữa & phụ tùng</i>	268	204	-23.9%	
<i>Khác</i>	8	7	-12.5%	
Giá vốn hàng bán	(3,548)	(3,241)	-8.6%	Biên lợi nhuận gộp 9T2021 đạt 4.5% giảm so với mức 5.4% cùng kỳ vì: Haxaco thực hiện giảm mạnh giá bán để kích cầu nhằm đạt chỉ tiêu của MBV.
Lãi gộp	203	154	-24.1%	
<i>Kinh doanh xe</i>	167	124	-25.7%	
<i>Sửa chữa & phụ tùng</i>	33	28	-15.2%	
<i>Khác</i>	4	2	-50.0%	Thu nhập khác 9T2021 đạt 27 tỷ VND (-50.8% YoY) do sản lượng giảm không đạt chỉ tiêu của hãng.
Biên lợi nhuận gộp	5.4%	4.5%	-16.1%	
Thu nhập tài chính	3	0	-89.4%	Cập nhật khác: - Ngày 22/11/2021, HAX thông qua phương án phát hành trái phiếu riêng lẻ cho HSBC, chi tiết: + Giá trị phát hành: 180 tỷ VND + Mục đích phát hành: Mở showroom mới ở Cần Thơ và tài trợ vốn lưu động. + Thời gian: Dự kiến Q1/2022 + Kỳ hạn: 18 tháng + Trái phiếu có quyền chọn chuyển đổi cổ phiếu sau 1 năm phát hành, giá chuyển đổi: 12,000 VND/CP.
Chi phí tài chính	(36)	(13)	-63.5%	
Chi phí bán hàng	(77)	(81)	5.0%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(39)	(34)	-12.9%	
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	54	27	-50.8%	
Thu nhập khác, ròng	26	18	-31.7%	
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	80	44	-44.6%	
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(18)	(16)	-8.0%	
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	62	28	-54.9%	
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(0)	0	-114.5%	
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	63	28	-55.2%	

Nguồn: HAX, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	5,153	5,570	5,801	6,317
Giá vốn hàng bán	(4,957)	(5,248)	(5,534)	(5,938)
Lợi nhuận gộp	195	321	267	379
Chi phí bán hàng	(117)	(114)	(133)	(139)
Chi phí QLDN	(53)	(53)	(58)	(63)
Lãi/lỗ HĐKD	26	154	76	177
Doanh thu tài chính	0	3	0	1
Chi phí tài chính	(57)	(41)	(28)	(21)
Chi phí lãi vay	(57)	(41)	(27)	(20)
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	0	0	0	0
Lãi/lỗ khác	96	42	98	106
Lợi nhuận trước thuế	65	158	146	263
Thuế thu nhập DN	(15)	(32)	(30)	(54)
LN sau thuế	51	125	116	209
CĐTS	(0)	1	1	1
LNST - CĐTS	51	125	116	208
EPS	1,429	3,409	2,332	4,208

CĐKT (Tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F
Tiền và tương đương tiền	110	81	145	158
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
Phải thu ngắn hạn	394	262	329	358
Tồn kho	721	564	678	727
TS ngắn hạn khác	22	11	12	13
TS ngắn hạn	1,246	919	1,163	1,256
TS hữu hình	407	335	285	413
Khấu hao	(88)	(100)	(140)	(180)
TS dở dang dài hạn	0	15	15	15
ĐT dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	67	63	204	296
TS dài hạn	386	313	219	311
Tổng TS	1,632	1,232	1,382	1,567

Vay ngắn hạn	948	500	472	245
Nợ ngắn hạn khác	214	193	240	260
Tổng Nợ ngắn hạn	1,163	693	712	505
Vay dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	4	4	3	4
Tổng Nợ dài hạn	4	4	3	4
Tổng Nợ	1,167	697	714	509
Vốn góp	367	367	495	645
Thặng dư vốn cổ phần	(0)	(0)	(0)	30
LN chưa phân phối	96	166	171	380
Vốn chủ khác	-2	-2	-2	-2
Cổ đông thiểu số	4	4	5	5
Tổng Vốn chủ sở hữu	466	535	669	1,058
Tổng nguồn vốn	1,632	1,232	1,383	1,567
SLCPLH (Triệu CP)	37	37	50	65

LCTT (Tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F
(Lỗ)/LNST	51	125	116	209
Khấu hao và phân bổ	43	38	42	42
Thay đổi vốn lưu động	(16)	258	(136)	(63)
LCTT từ HĐ KD	77	422	22	188
Tiền chi mua TSCĐ	(624)	(458)	52	(128)
Đầu tư khác	622	511	0	0
LCTT từ HĐ Đầu tư	(1)	52	52	(128)
Tiền chi trả cổ tức	(52)	(55)	0	0
Tiền từ vay ròng	(50)	(448)	(28)	(227)
Tiền thu khác	15	0	18	180
LCTT từ HĐ Tài chính	(87)	(503)	(11)	(47)
Dòng tiền đầu kỳ	121	110	81	145
Tiền trong kì	(11)	(28)	64	13
Dòng tiền cuối kỳ	110	81	145	158

Chỉ số (%)	2019	2020	2021F	2022F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	1.1	1.3	1.6	2.5
Hsố TT nhanh	0.5	0.5	0.7	1.0
Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	71.5%	56.6%	51.7%	32.5%
Hsố Nợ/VCSH	251%	130%	107%	48%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	48	45	41	43
Số ngày phải thu	22	10	8	10
Số ngày phải trả	12	5	4	5
CCC	58	50	45	48

Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	3.8%	5.8%	4.6%	6.0%
LNST	1.3%	2.8%	2.5%	4.2%
ROE	11.0%	25.0%	19.3%	24.2%
ROA	2.9%	8.8%	8.9%	14.2%

Định Giá				
PE	23.0	9.4	12.5	6.9
PB	2.5	2.2	2.4	1.5

Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	8.3%	8.1%	4.2%	8.9%
Tăng trưởng EBIT	-62.3%	491.5%	-50.5%	132.6%
Tăng trưởng LNST	-47.4%	140.7%	-7.4%	80.0%
Tăng trưởng EPS	-49.2%	138.6%	-21.2%	36.1%

Nguồn: BSC Research

QUAN ĐIỂM KỸ THUẬT

HAX – CTCP Dịch Vụ Ô Tô Hàng Xanh

Điểm nhấn kỹ thuật:

Xu hướng hiện tại: Tích lũy

Chỉ báo xu hướng MACD: MACD cắt xuống dưới đường tín hiệu.

Chỉ báo RSI: vùng trung lập, Xu hướng tích lũy.

Nhận định: HAX đang nằm trong nhịp tích lũy sau khi điều chỉnh từ ngưỡng đỉnh 33.0. Thanh khoản cổ phiếu nằm dưới ngưỡng trung bình 20 phiên, cho thấy lực vận động cổ phiếu khá yếu. Chỉ báo MACD và RSI đều đang ở ngưỡng tích lũy, cho thấy dấu hiệu đảo chiều của chu kỳ tăng giá ngắn hạn sắp tới. Tuy nhiên, đường giá của cổ phiếu đã quay lại kiểm tra thành công MA50 và tiếp tục tiếp cận ngưỡng MA20, cho thấy xu hướng không quá tiêu cực. Nếu nhìn theo phân tích Fibonacci, HAX nhiều khả năng sẽ tích lũy quanh ngưỡng 30-30.1 (Fibonacci 23.6) trước khi hình thành xu hướng tăng về ngưỡng đỉnh cũ và khả năng cao hơn là vượt đỉnh.

Khuyến nghị: BSC khuyến nghị nhà đầu tư mở vị thế tại ngưỡng giá 30-30.1, chốt lãi tại ngưỡng 37.75 và cắt lỗ nếu cổ phiếu mất ngưỡng hỗ trợ 28.5.



Nguồn: BSC, PTKT iTrade

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

