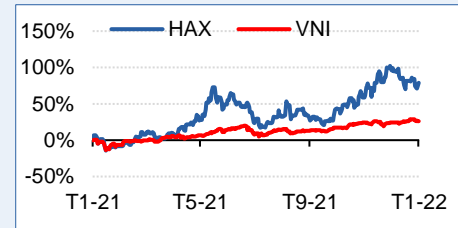


HAXACO (HAX) [KHÔNG ĐÁNH GIÁ]

Báo cáo Công ty

Ngành:	Đại lý ô tô		2018	2019	2020	9T 2021
Ngày báo cáo:	21/1/2022	Tăng trưởng DT	24,1%	8,3%	8,1%	-9,5%
Giá hiện tại	25,200VND	Tăng trưởng EPS	15,5%	-49,5%	132,1%	-49,3%
Lợi suất cổ tức:	0%	Biên LN gộp	4,8%	3,8%	5,8%	4,5%
		Biên LN ròng	2,1%	1,0%	2,3%	0,8%
		EV/EBITDA	16,1x	25,4x	9,1x	N/A
		P/OCF	23,7x	18,1x	3,3x	N/A
		P/E	13,0x	26,4x	11,1x	N/A
			<u>HAX</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>	
GT vốn hóa	60,3tr USD	P/E (ttm)	15,5x	25,4x	17,1x	
Room KN	20,4tr USD	P/B (curr)	2,4x	1,4x	2,7x	
GTGD/ngày (30n)	1,1tr USD	Net D/E	0,6x	0,4x	N/A	
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	17,3%	6,9%	16,0%	
SL cổ phiếu lưu hành	49,5 tr	ROA	6,9%	3,7%	2,7%	



Tổng quan về công ty

HAX là một trong những đại lý hàng đầu của Mercedes-Benz tại Việt Nam. Công ty vận hành bốn showroom Mercedes-Benz tại HCMC và Hà Nội. HAX cũng mở rộng thêm đại lý cho các thương hiệu khác như Nissan (2018) và MG (2020).

Đào Danh Long Hà, CFA
Chuyên viên cao cấp

Đặng Văn Pháp, CFA
Giám đốc

Nhu cầu phục hồi, các chính sách ưu đãi của Chính phủ thúc đẩy lợi nhuận

- HAX là đại lý xe hơi chiếm 37% doanh số Mercedes-Benz tại Việt Nam (theo HAX) và 1% tổng doanh số bán xe du lịch (PC) của Việt Nam trong năm 2020 (theo ước tính của chúng tôi). Triển vọng dài hạn của HAX dựa trên sự tăng trưởng của người tiêu dùng giàu có tại Việt Nam, từ đó sẽ nâng cao nhu cầu xe sang như Mercedes-Benz.
- Chúng tôi dự báo ngành PC của Việt Nam sẽ ghi nhận tăng trưởng doanh số bán hàng năm 2021F-2024F CAGR là 20% sau khi giảm lần lượt là 4% và 7% vào năm 2020 và 2021 do COVID-19.
- Chúng tôi tin rằng Mercedes-Benz sẽ tăng nhanh hơn thị trường nhờ (1) sức mua vững chắc của người tiêu dùng giàu có của Việt Nam, (2) Ưu đãi của Chính phủ cho xe lắp ráp trong nước (CKD) và (3) Mercedes-Benz là thương hiệu xe sang duy nhất có nhà máy lắp ráp tại Việt Nam.
- Trong bối cảnh trên, chúng tôi nghĩ rằng NPAT-MI 2022 của HAX có thể vượt qua mức của năm 2020, ngụ ý P/E năm 2022 dưới 11x. Định giá này khá hấp dẫn so với mức trung bình 2016-2019 (trước COVID-19) của P/E trung bình của các công ty cùng ngành là 12x.
- Rủi ro chính: Khả năng pha loãng từ kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi của HAX có thể làm tăng 30% cổ phiếu đang lưu hành (chi tiết hơn ở trang 13); Mercedes-Benz mất thị phần vào tay các thương hiệu xe sang khác như BMW; HAX mất thị phần vào các đại lý Mercedes-Benz khác.

Tầng lớp trung lưu và giàu có ngày càng tăng của Việt Nam thúc đẩy doanh số bán xe hơi - bao gồm cả các thương hiệu xe sang như Mercedes-Benz. Theo công ty tư vấn McKinsey của Mỹ, tầng lớp tiêu dùng ổn định và cao của Việt Nam - được định nghĩa là những người có chi tiêu hàng ngày vượt hơn 30 USD dựa trên sức mua tương đương năm 2011 - sẽ mở rộng từ bốn triệu vào năm 2020 lên 20 triệu vào năm 2030 (17,5% CAGR). Xu hướng này sẽ là một lợi ích cho quá trình ô tô hoá của Việt Nam, vẫn đang còn thấp ~ 23 xe trên 1.000 người vào năm 2019 (theo ước tính của chúng tôi) so với 86 của Đông Nam Á, 138 của Trung Quốc và 480 của Nhật Bản (theo công ty nghiên cứu thị trường Momentum Works của Mỹ). Được hỗ trợ bởi các yếu tố thuận lợi, HAX ghi nhận 26% CAGR về doanh số bán hàng trong năm 2015-2020, cao hơn 12% cho toàn bộ ngành xe du lịch của Việt Nam, dựa trên ước tính của chúng tôi.

Chúng tôi tin rằng Mercedes-Benz là một trong những bên hưởng lợi lớn nhất từ việc cắt giảm lệ phí trước bạ tạm thời của Chính phủ đối với CKD. Chính phủ sẽ giảm lệ phí trước bạ từ 10%-12% xuống còn 5%-6% giá xe bán lẻ cho CKD mua từ tháng 12/2021 đến tháng 5/2022. Vì Mercedes-Benz là thương hiệu xe sang duy nhất vận hành nhà máy lắp ráp tại Việt Nam, do đó các mẫu xe của hãng được hưởng mức cắt giảm lệ phí trước bạ về giá trị tuyệt đối lớn nhất. Khi Chính phủ thực hiện chương trình ưu đãi tương tự vào H2 2020, doanh thu của HAX đã tăng 25% YoY trong khi doanh số ngành PC

của Việt Nam chỉ tăng 15% YoY (theo ước tính của chúng tôi), nhấn mạnh lợi thế vượt trội của Mercedes-Benz từ ưu đãi của Chính phủ này.

Mục lục

Nhu cầu phục hồi, các chính sách ưu đãi của Chính phủ thúc đẩy lợi nhuận.....	1
Tổng quan kinh doanh.....	3
Từ DNNN trở thành công ty gia đình.....	3
Đại lý phân phối Mercedes-Benz là hoạt động kinh doanh chính của HAX	3
Tình hình tài chính 2015-2020: Tăng trưởng và ROE mạnh mẽ	5
Triển vọng 2021-2022: Thu nhập phục hồi vào năm 2022 nhờ sự phục hồi nhu cầu, ưu đãi của Chính phủ	8
2021: Kế hoạch dường như không thể thực hiện được do sự gián đoạn COVID-19 nghiêm trọng bất ngờ trong Q2-Q3.....	8
Năm 2022: Thu nhập tăng trở lại nhờ sự gián đoạn COVID-19 ít hơn đối với ngành PC và các ưu đãi của Chính phủ cho CKDs.....	9
Đánh giá	11
Rủi ro đầu tư	12
Tiềm năng pha loãng cổ phiếu từ phát hành trái phiếu chuyển đổi	12
Sự cạnh tranh từ các đại lý Mercedes-Benz khác và các thương hiệu xe hơi sang trọng.....	12
Báo cáo tài chính	14
Khuyến cáo	Error! Bookmark not defined.

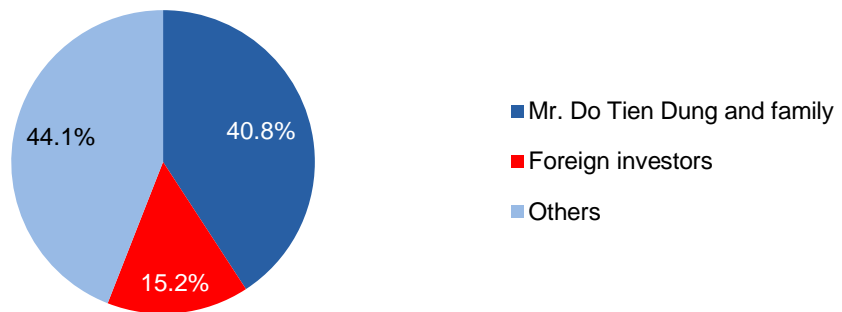
Tổng quan kinh doanh

Từ DNNN trở thành công ty gia đình

Được thành lập vào những năm 1990, HAXACO là công ty con của SAMCO - công ty cổ phần ô tô và vận tải TP HCM - và điều hành một showroom ô tô SAMCO tại TP HCM. SAMCO hiện đang nắm giữ 30% cổ phần của Mercedes-Benz Việt Nam (MBV), công ty đang vận hành một nhà máy lắp ráp tại Việt Nam.

HAX đã tiến hành cổ phần hóa vào năm 1999 và niêm yết cổ phiếu của mình trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) vào năm 2006. Năm 2016, SAMCO đã bán cổ phần còn lại của mình tại HAX và chấm dứt mọi quan hệ quản lý với HAX. Sau khi SAMCO thoái vốn, ông Đỗ Tiến Dũng - người gia nhập Hội đồng quản trị HAX vào năm 2013 và có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực kinh doanh đại lý ô tô - trở thành cổ đông và chủ tịch lớn nhất của HAX. Năm 2016, thông qua hoán đổi cổ phần, HAX mua lại CTCP PTM - đại lý xe cũ mà ông Đỗ Tiến Dũng cũng là chủ tịch HĐQT.

Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông của HAX tính đến tháng 1/2022

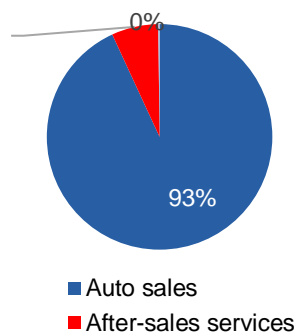


Nguồn: HAX, HSX

Đại lý phân phối Mercedes-Benz là hoạt động kinh doanh chính của HAX

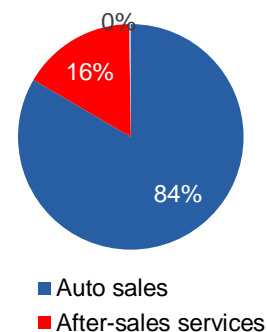
Theo ước tính của chúng tôi, hơn 95% doanh thu của HAX trong năm 2020 đến từ doanh số bán xe Mercedes-Benz và các dịch vụ hậu mãi liên quan. HAX trở thành đại lý của Mercedes-Benz vào năm 2000. Ngoài doanh số bán ô tô, HAX còn tạo ra doanh thu từ các dịch vụ sau bán hàng như bảo trì và thay thế phụ tùng xe hơi.

Biểu đồ 2: Doanh thu năm 2020 theo phân khúc



Nguồn: HAX, VCSC

Biểu đồ 3: Lợi nhuận gộp năm 2020 theo phân khúc



Nguồn: HAX, VCSC

Theo HAX, hãng chiếm 37% doanh số mercedes-benz tại Việt Nam trong năm 2020. HAX là đại lý Mercedes-Benz lớn nhất về doanh số bán hàng tại Việt Nam, tiếp theo là Vietnam Star và An Du. Hiện tại, HAX đang vận hành bốn showroom Mercedes-Benz - tất cả đều ở TP HCM và Hà Nội - so với tổng cộng 18 showroom Mercedes-Benz tại Việt Nam. HAX có kế hoạch mở một showroom khác tại Cần Thơ vào năm 2022.

Biểu đồ 4: Showroom ô tô của HAX

	Quyền sở hữu	Vị trí	Thao tác đã nhập
Mercedes			
HAXACO Điện Biên Phủ	100%	Bình Thạnh, TP. HCM	2000
HAXACO Võ Văn Kiệt	100%	Bình Tân, TP. HCM	2011
HAXACO Láng Hạ	100%	Đống Đa, Hà Nội	2015
HAXACO Kim Giang	100%	Hoàng Mai, Hà Nội	2016
HAXACO Cần Thơ	100%	Cần Thơ	2022-2023
Nissan			
Nissan Can Tho	85.9%	Cần Thơ	2018
MG			
MG Long Biên	94.4%	Long Biên, Hà Nội	2020
MG Tây Sài Gòn	94.4%	Quận 6, TP. HCM	2020

Nguồn: HAX, VCSC

Biểu đồ 5: Các đại lý Mercedes-Benz và mạng lưới showroom tại Việt Nam

	HAX	Vietnam Star	An Du	Khác	Tổng
Hà Nội	2	1	1	1	5
HCM	2	4			6
Hải Phòng			1		1
Quảng Ninh			1		1
Nghệ An				1	1
Đà Nẵng			1		1
Nha Trang		1	1		2
Bình Dương		1			1
Tổng	4	7	5	2	18

Nguồn: MBV, VCSC. Vietnam Star và An Du là các công ty tư nhân. Vietnam Star thuộc sở hữu của đại lý ô tô LSH Auto có trụ sở tại Hồng Kông.

Biểu đồ 6: Showroom Mercedes-Benz của HAX

HAXACO Vo Van Kiet



HAXACO Dien Bien Phu



HAXACO Lang Ha



HAXACO Kim Giang



Nguồn: HAX, VCSC

Từ năm 2018, HAX đã đa dạng hóa danh mục thương hiệu của mình với các showroom mới cho Nissan và MG. Năm 2018, HAX ra mắt showroom Nissan tại Cần Thơ (tây nam Việt Nam). Năm 2020, công trình đã khai trương 2 showroom MG tại Hà Nội và TP HCM. Theo tổng hợp của chúng tôi, Nissan và MG hiện có lần lượt 20 và 26 showroom tại Việt Nam.

Biểu đồ 7: Showroom Nissan và MG của HAX

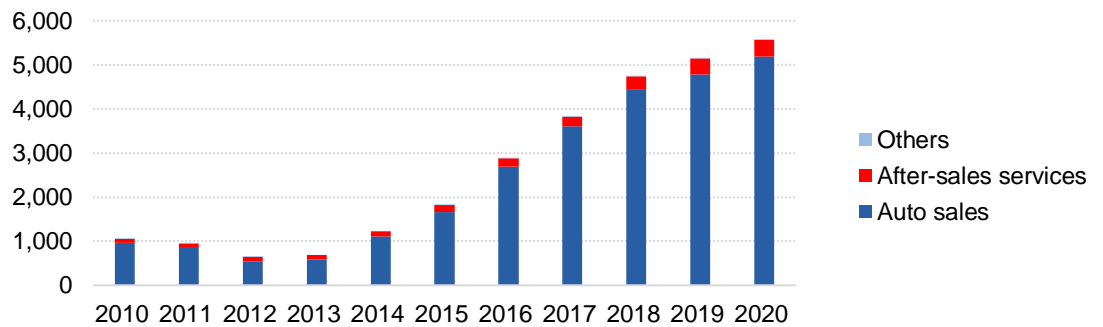


Nguồn: HAX, VCSC

Tình hình tài chính 2015-2020: Tăng trưởng và ROE mạnh mẽ

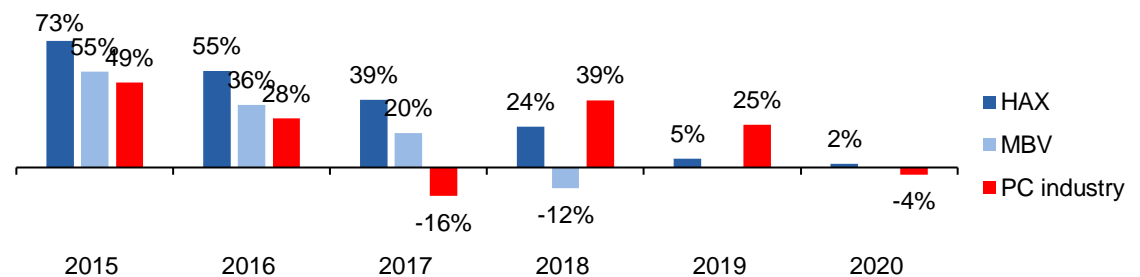
HAX ghi nhận CAGR doanh thu 26% trong giai đoạn 2015-2020, được hỗ trợ bởi CAGR đánh bại ngành 26% về doanh số bán xe. Doanh số ngành PC của Việt Nam đã ghi nhận CAGR là 12% trong giai đoạn này. Chúng tôi cho rằng sự vượt trội của HAX so với ngành này là do dân số tiêu dùng giàu có đang tăng nhanh chóng ở Việt Nam, điều này làm tăng sự thâm nhập của xe sang từ cơ sở thấp.

Biểu đồ 8: Doanh thu lịch sử của HAX (tỷ VND)



Nguồn: HAX, VCSC

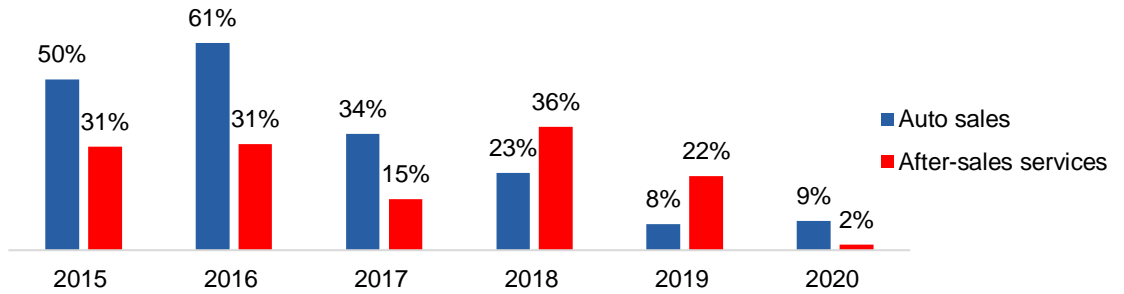
Biểu đồ 9: Tăng trưởng doanh số bán ô tô của HAX so với doanh số bán hàng của MBV và ngành PC của Việt Nam



Nguồn: HAX, VCSC (MBV là viết tắt của Mercedes-Benz Việt Nam)

Dịch vụ hậu mãi - một dòng doanh thu định kỳ ổn định hứa hẹn - cũng mang lại sự tăng trưởng mạnh mẽ. Trong giai đoạn 2015-2020, doanh thu từ dịch vụ sau bán hàng của HAX ghi nhận CAGR đạt 20%. Chúng tôi tin rằng doanh nghiệp này có khoảng trống tăng trưởng dài hạn vì khi quyền sở hữu xe hơi tiếp tục tăng ở Việt Nam, nhu cầu định kỳ về các dịch vụ sau bán hàng cũng sẽ tăng lên.

Biểu đồ 10: Tăng trưởng doanh thu của HAX theo mảng

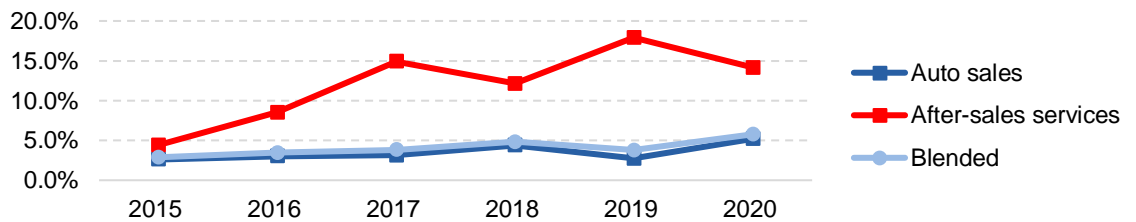


Nguồn: HAX, VCSC

Biên gộp bán ô tô của HAX rất mỏng và biến động - điển hình của kinh doanh đại lý ô tô. GPM của HAX dao động từ 2,9% đến 5,8% trong năm 2015-2020, chủ yếu được thúc đẩy bởi phân khúc bán ô tô. Dịch vụ hậu mãi tạo ra GPM cao hơn từ 12%-18% trong năm 2017-2020 và cho thấy xu hướng tăng chung bất chấp biến động hàng năm.

Do sự biến động của GPM, OPM của HAX cũng dao động mạnh từ -0,1% đến 5,8% trong năm 2015-2020 với các khoản lỗ hàng quý thường xuyên trong năm 2017-2020. Theo quan điểm của chúng tôi, những biến động hàng quý này là điển hình của kinh doanh đại lý ô tô vì (1) các đại lý nằm ở đầu trong chuỗi giá trị ô tô và do đó dễ bị tổn thương trước những thay đổi trong cán cân cung cầu thị trường và (2) vì GPM của họ phần lớn được kiểm soát bởi các nhà sản xuất ô tô.

Biểu đồ 11: GPM của HAX theo mảng trong 2015-2020

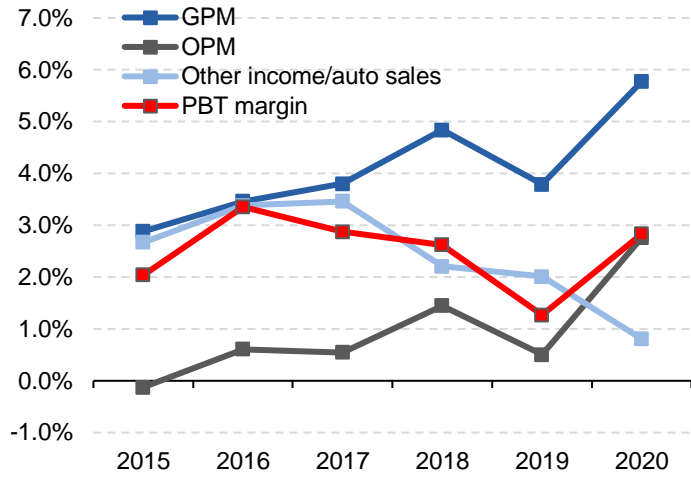


Nguồn: HAX, VCSC

Hỗ trợ từ hãng - chủ yếu được quyết định bởi các nhà sản xuất ô tô - là một thành phần quan trọng trong lợi nhuận của các đại lý xe hơi và thường cân bằng sự biến động trong OPM của họ. Thu nhập của HAX từ các khoản hỗ trợ - chủ yếu phụ thuộc vào thành tích KPI của HAX được giao bởi các nhà sản xuất ô tô cung cấp - chiếm 84% tổng LNTT 2015-2020 của HAX. Các khoản hỗ trợ của HAX theo % doanh số bán hàng cho thấy mối tương quan ngược chiều với GPM và OPM trong năm 2017-2020, điều này ngụ ý rằng các nhà sản xuất ô tô (chủ yếu là MBV trong trường hợp của HAX) sử dụng khoản hỗ trợ như một công cụ để cân bằng OPM để bốc hơi của HAX. Tương tự như OPM, thu nhập từ hỗ trợ có xu hướng dao động giữa các quý và rất khó đoán do tính chất bí mật của các điều khoản liên quan đến khoản hỗ trợ.

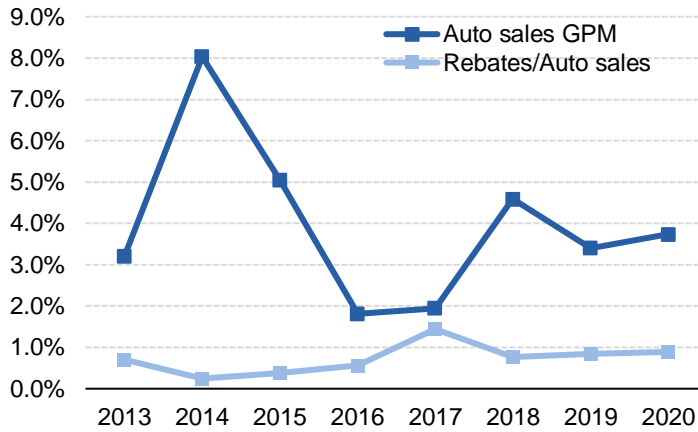
Chúng tôi lưu ý rằng mối tương quan ngược chiều giữa tỷ lệ hỗ trợ/bán ô tô và GPM/OPM là một đặc điểm chung của hoạt động kinh doanh đại lý xe hơi, bằng chứng là tình hình tương tự tại Savico (HSX: SVC) - một trong những đại lý xe hơi hàng đầu tại Việt Nam, đặc biệt là đối với Toyota và Ford. Tuy nhiên, sự biến động của biên lợi nhuận của HAX có xu hướng cao hơn SVC, mà chúng tôi cho là do danh mục thương hiệu đa dạng hơn của SVC bao gồm Toyota, Ford, Honda và Hyundai.

Biểu đồ 12: Biên lợi nhuận hàng năm của HAX



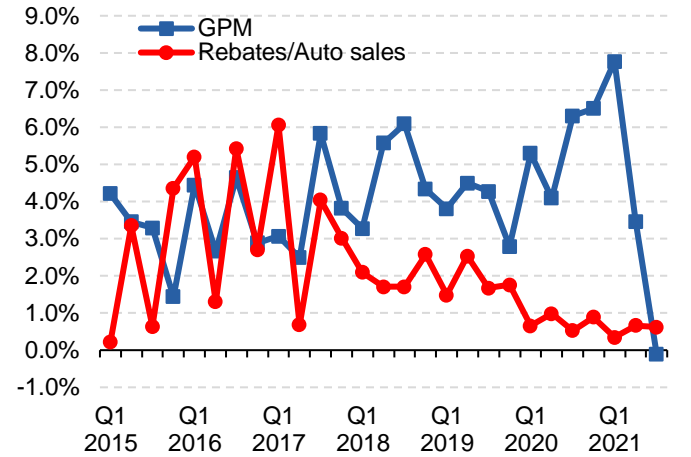
Nguồn: HAX, VCSC

Biểu đồ 14: GPM và tỷ lệ hỗ trợ/doanh số mảng đại lý ô tô của SVC



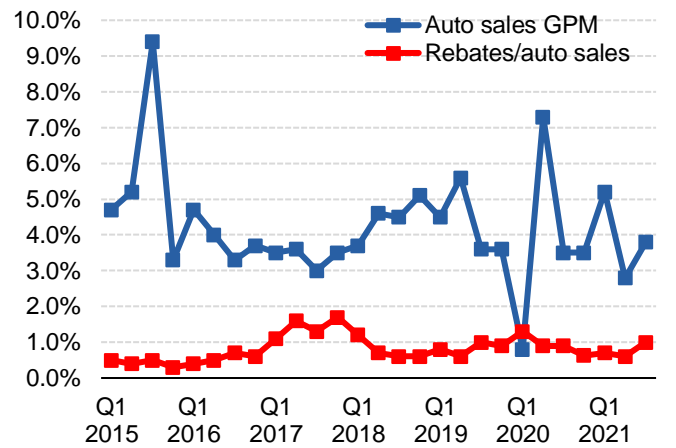
Nguồn: SVC, VCSC

Biểu đồ 13: Tỷ lệ GPM và hỗ trợ/bán ô tô hàng quý của HAX



Nguồn: HAX, VCSC

Biểu đồ 15: GPM hàng quý và tỷ lệ hỗ trợ/doanh số mảng đại lý ô tô của SVC

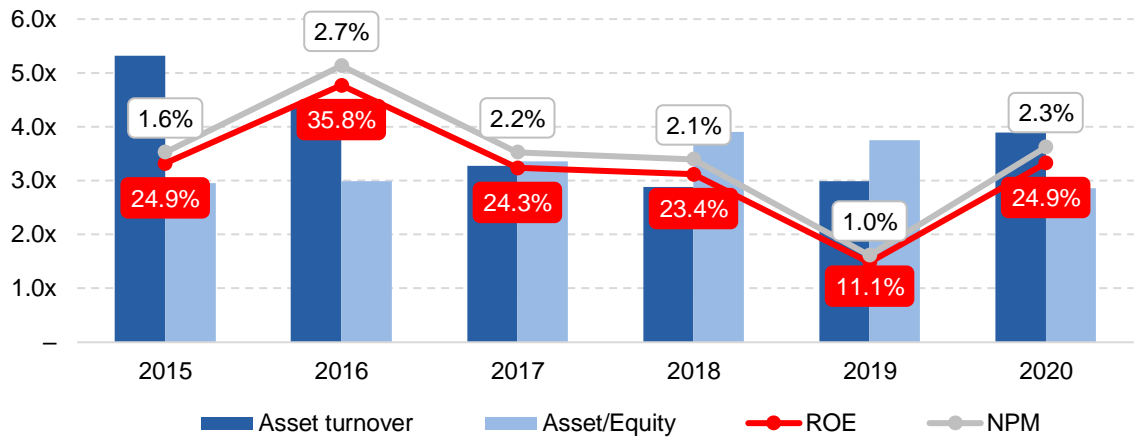


Nguồn: SVC, VCSC

Biên lợi nhuận PBT của HAX chạm đáy trong năm 2019 do dư cung của ngành trước khi hồi phục mạnh mẽ vào năm 2020 nhờ nhu cầu mạnh mẽ. Năm 2019, biên PBT của HAX đã giảm xuống còn 1,8% từ mức trung bình 2,7% trong năm 2015-2018 khi các nhà sản xuất ô tô tràn ngập thị trường với dự đoán nhu cầu tiêu dùng mạnh mẽ. Bức tranh cung cầu đã đảo ngược đối với HAX vào năm 2020 khi các ưu đãi của Chính phủ đối với CKDs thúc đẩy nhu cầu đối với xe Mercedes-Benz.

ROE của HAX đạt trung bình 24% trong năm 2015-2020. Năm 2019 là năm duy nhất ROE của HAX hoạt động kém hiệu quả đáng kể ở mức này, đó là do lý do chúng tôi đã đề cập ở trên.

Biểu đồ 16: Phân tích DuPont ROE của HAX



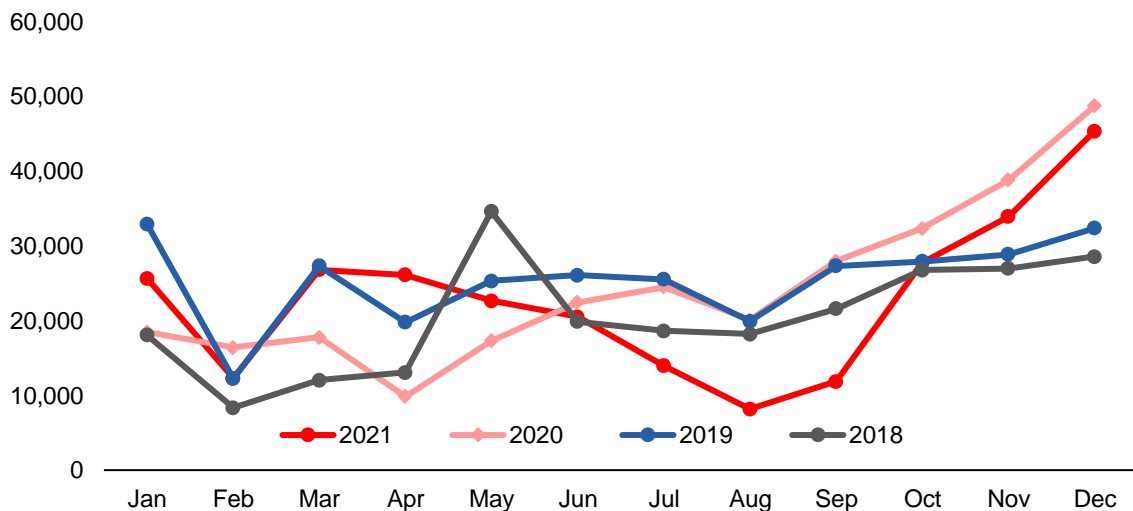
Nguồn: HAX, VCSC

Triển vọng 2021-2022: Thu nhập phục hồi vào năm 2022 nhờ sự phục hồi nhu cầu, ưu đãi của Chính phủ

2021: Kế hoạch dường như không thể thực hiện được do sự gián đoạn COVID-19 nghiêm trọng bất ngờ trong Q2-Q3

Sau khi ghi nhận CAGR 25% trong giai đoạn 2013-2019, doanh số ngành PC của Việt Nam đã giảm lần lượt 4% và 7% trong năm 2020 và 2021. Những sự sụt giảm này chủ yếu là do sự gián đoạn của COVID-19 đối với hoạt động của các showroom ô tô - đặc biệt là trong quý 2 năm 2020 và Q2-Q3 năm 2021. Chúng tôi lưu ý rằng các điểm dữ liệu ngành của chúng tôi ở trên không bao gồm doanh số tự báo cáo của VinFast, có thể bao gồm các đơn đặt hàng trước so với doanh số bán lẻ đã hoàn thành theo báo cáo của các nhà sản xuất ô tô khác. Nếu tính cả VinFast, tăng trưởng của ngành PC trong cả năm 2020 và 2021 sẽ là 1% YoY.

Biểu đồ 17: Doanh số PC hàng tháng của Việt Nam trong năm 2018-2021 (chiếc)



Nguồn: VAMA, Hyundai Thành Công, VCSC; không bao gồm Mercedes-Benz và VinFast; Doanh số bán hàng của VinFast có thể bao gồm các đơn đặt hàng trước trong khi các nhà sản xuất ô tô khác báo cáo đã hoàn thành doanh số bán lẻ.

Kết quả 9T 2021 của HAX cho thấy kế hoạch năm 2021 ngoài tầm với. Trong khi kế hoạch của HAX với LNTT ở cấp độ công ty mẹ (chiếm gần như tất cả lợi nhuận của công ty) giảm 20% có vẻ

bảo thủ khi nó được công bố vào đầu năm 2021, tình hình COVID-19 nghiêm trọng trong quý 2-Q3 năm 2021 đã khiến kế hoạch trở nên khó thực hiện. Các showroom của HAX hoạt động trong điều kiện hạn chế trong quý 2/2021 và đóng cửa hoàn toàn vào quý 3/2021.

Biểu đồ 18: Hướng dẫn năm 2021 của HAX và kết quả 9T 2021

Tỷ VND	2020	2021G	Yoy	9T 2020	9T 2021	Yoy
Doanh thu (hợp nhất)	5,570	N/A	N/A	3,751	3,395	-9%
PBT (hợp nhất)	158	N/A	N/A	80	44	-45%
NPAT-MI (hợp nhất)	125	N/A	N/A	67	34	-49%
PBT ở công ty mẹ	157	126	-20%	82	45	-45%

Nguồn: HAX, VCSC

Năm 2022: Thu nhập tăng trở lại nhờ sự gián đoạn COVID-19 ít hơn đối với ngành PC và các ưu đãi của Chính phủ cho CKDs

Dân số tiêu dùng trung lưu và thu nhập cao ngày càng tăng của Việt Nam là tín hiệu tốt cho sự tăng trưởng bền vững của sở hữu xe hơi tại Việt Nam. Như đã thấy trong Triển vọng 2021-2022: Thu nhập phục hồi vào năm 2022 nhờ sự phục hồi nhu cầu, ưu đãi của Chính phủ

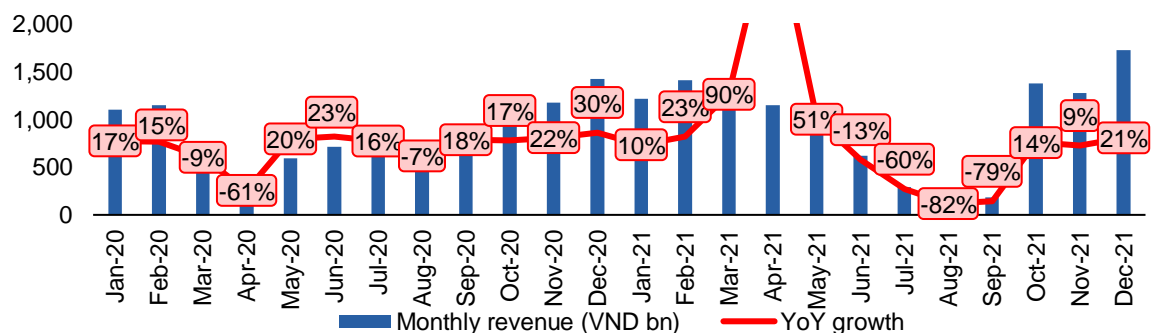
2021: Kế hoạch dường như không thể thực hiện được do sự gián đoạn COVID-19 nghiêm trọng bất ngờ trong Q2-Q3

Sau khi ghi nhận CAGR 25% trong giai đoạn 2013-2019, doanh số ngành PC của Việt Nam đã giảm lần lượt 4% và 7% trong năm 2020 và 2021. Những sự sụt giảm này chủ yếu là do sự gián đoạn của COVID-19 đối với hoạt động của các showroom ô tô - đặc biệt là trong quý 2 năm 2020 và Q2-Q3 năm 2021. Chúng tôi lưu ý rằng các điểm dữ liệu ngành của chúng tôi ở trên không bao gồm doanh số tự báo cáo của VinFast, có thể bao gồm các đơn đặt hàng trước so với doanh số bán lẻ đã hoàn thành theo báo cáo của các nhà sản xuất ô tô khác. Nếu tính cả VinFast, tăng trưởng của ngành PC trong cả năm 2020 và 2021 sẽ là 1% YoY.

Biểu đồ 17 sau mỗi giai đoạn giãn cách xã hội nghiêm ngặt trong quý 2 năm 2020 và quý 2-Q3 năm 2021, doanh số ngành PC nhanh chóng phục hồi, theo quan điểm của chúng tôi là một minh chứng cho sức mua kiên cường của người tiêu dùng trung lưu và thu nhập cao Việt Nam bất chấp sự gián đoạn covid-19.

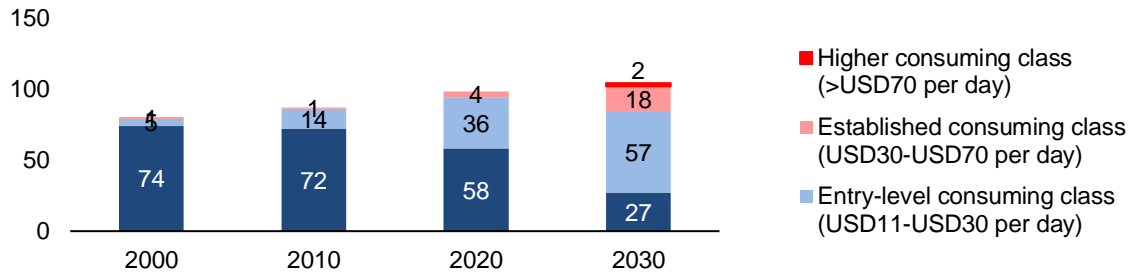
Ngoài ô tô, sức mạnh của người tiêu dùng trung lưu và thu nhập cao cũng đã được chứng minh trong ngành công nghiệp thời trang xa xỉ. Ví dụ, nhà bán lẻ thời trang xa xỉ hàng đầu Việt Nam IPPG cho biết nhu cầu hiện tại đối với các sản phẩm của họ cao hơn đáng kể so với mức trước COVID-19. Tương tự, hoạt động kinh doanh bán lẻ của PNJ - công ty thống trị ngành trang sức thời trang Việt Nam - nhanh chóng tăng trưởng trở lại sau mỗi giai đoạn hạn chế giãn cách xã hội nghiêm ngặt (tức là quý 2/2020 và quý 2-Q3/2021).

Biểu đồ 19: Doanh thu hàng tháng (tỷ, LHS) và Tăng trưởng YoY của hoạt động kinh doanh bán lẻ của PNJ



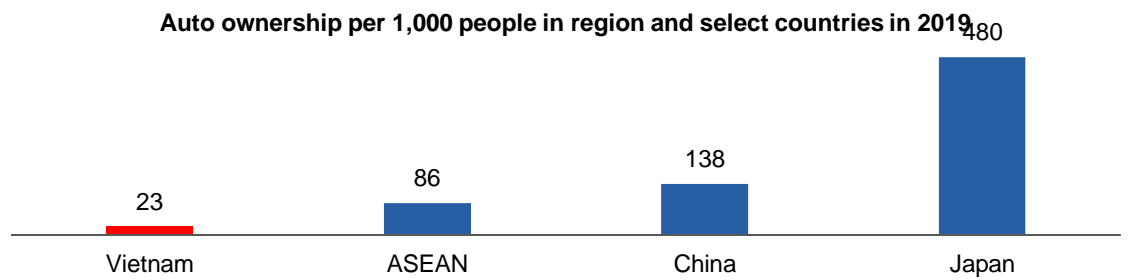
Nguồn: PNJ, VCSC

Biểu đồ 20: Dân số Việt Nam (triệu người) theo nhóm thu nhập được xác định bởi chi tiêu hàng ngày (dựa trên sức mua tương đương năm 2011)



Nguồn: McKinsey, VCSC

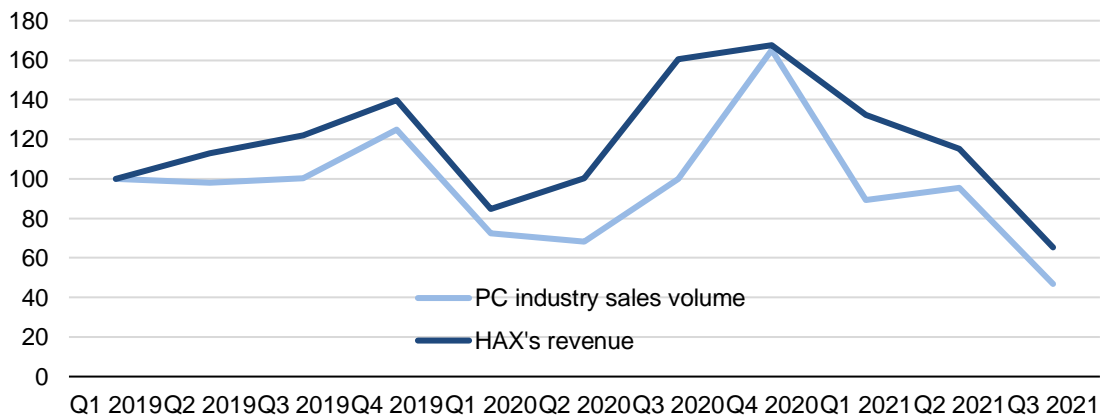
Biểu đồ 21: Tỷ lệ sở hữu xe hơi hiện tại của Việt Nam vẫn thấp hơn nhiều so với các công ty cùng ngành



Nguồn: VAMA, Momentum Works, VCSC

Chúng tôi tin rằng Mercedes-Benz sẽ là một trong những bên hưởng lợi lớn nhất - nếu không muốn nói là lớn nhất - từ việc cắt giảm lệ phí đăng ký tạm thời của Chính phủ cho CKDs. Mercedes-Benz là thương hiệu xe sang duy nhất có nhà máy lắp ráp tại Việt Nam, có công suất hàng năm là 4.000 chiếc. Danh mục CKD của Mercedes-Benz tại Việt Nam bao gồm các mẫu C-Class, E-Class, S-Class và GLC, có mức giá khởi điểm từ 1,3 tỷ đồng (56.000 USD) so với 300 triệu đồng (13.000 USD) của các mẫu xe phân khúc A. Như vậy, chúng tôi tin rằng những chiếc xe Mercedes-Benz sẽ được hưởng mức cắt giảm lệ phí trước bạ tuyệt đối lớn nhất. Vì lý do này, tương tự như H2 2020, chúng tôi hy vọng HAX sẽ vượt trội so với tăng trưởng của toàn ngành vào năm 2022.

Biểu đồ 22: Doanh thu ngành PC hàng quý của Việt Nam và doanh thu hàng quý của HAX trong năm 2019-2021 (quy về chỉ số; Q1 2019 = 100)

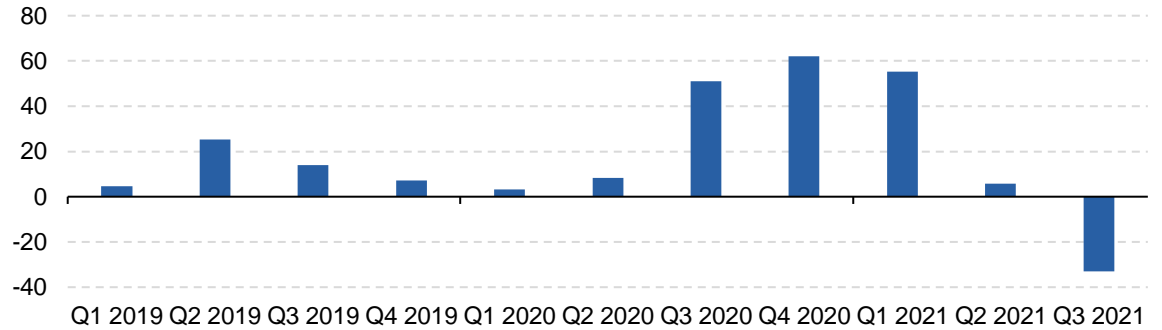


Nguồn: HAX, VAMA, VCSC

Sự tăng trưởng của HAX sẽ được củng cố hơn nữa bởi showroom Cần Thơ mới có thể bắt đầu hoạt động vào năm 2022-2023. Trong quý 4/2021, HAX đã nhận được sự chấp thuận của MBV để mở showroom mới tại Cần Thơ, ước tính chi phí capex là 80 tỷ đồng (3,5 triệu USD). Chúng tôi nghĩ rằng showroom mới này có thể bắt đầu hoạt động sớm nhất vào cuối năm 2022.

Được hỗ trợ bởi bối cảnh trên, chúng tôi nghĩ rằng lợi nhuận ròng năm 2022 của HAX có thể vượt qua mức của năm 2020. Lợi nhuận H1 2020 của HAX là cơ sở thấp do làn sóng COVID-19 đầu tiên. Trong khi đó, giả định trường hợp cơ bản của chúng cho rằng sự gián đoạn COVID-19 sẽ ít hơn vào năm 2022 so với cả năm 2020 và 2021.

Biểu đồ 23: NPAT-MI hàng quý của HAX trong năm 2019-2020 (tỷ VND)



Nguồn: HAX, VCSC

Đánh giá

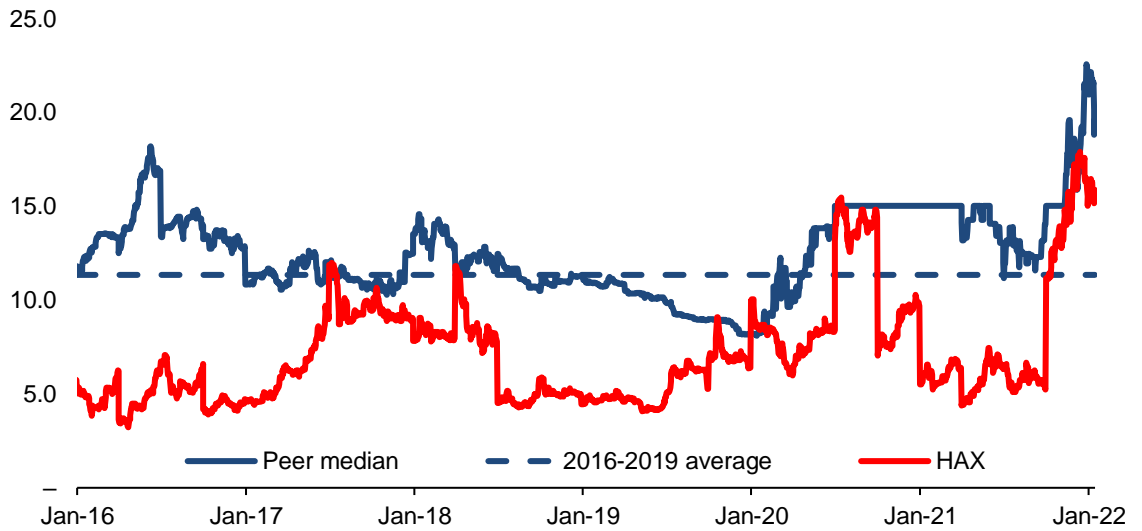
Dựa trên quan điểm của chúng tôi rằng NPAT-MI 2022 của HAX có thể vượt qua mức của năm 2020, giá cổ phiếu hiện tại của HAX sẽ ngụ ý P/E năm 2022 dưới 11x, khá hấp dẫn so với mức trung bình TTM P/E trung bình năm 2016-2019 (trước COVID-19) của các công ty cùng ngành là 12x. Nhóm cùng ngành được lựa chọn của chúng tôi bao gồm các đại lý ô tô tại Việt Nam và các thị trường châu Á mới nổi khác.

Biểu đồ 24: So sánh các công ty cùng ngành

Mã	Quốc gia	Vốn hóa thị trường (USD mn)	Tăng trưởng doanh số TTM (%)	Tăng trưởng EPS TTM (%)	ROE (%)	ROA (%)	Biên LN ròng (%)	Nợ/Vốn CSH ròng (x)	TTM P/E (x)	LQ P/B (x)
002627 CH	China	679	17	791	4.1	2.4	4.9	0.3	31.4	1.4
TURI IJ	Indonesia	495	18	1	6.9	4.6	2.6	0.0	25.4	1.7
1771 HK	China	170	34	249	14.6	6.1	2.6	0.8	3.4	0.5
SVC	Vietnam	146	-4	34	12.4	3.5	25.8	0.5	29.1	2.6
1365 HK	China	44	-60	-77	N.M.	-64.4	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
CPA IN	India	16	4	-55	6.7	3.8	1.5	0.4	6.6	0.4
Trung vị		158	10	17	6.9	3.7	2.6	0.4	25.4	1.4
Trung bình		258	1	157	8.9	-7.3	7.5	0.4	19.2	1.3
HAX VN	Vietnam	60	-1	29	17.3	6.9	1.7	0.6	15.2	2.4

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Biểu đồ 25: TTM P/E của HAX so với trung vị các công ty cùng ngành (x)



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Rủi ro đầu tư

Tiềm năng pha loãng cổ phiếu từ phát hành trái phiếu chuyển đổi

Vào tháng 12 năm 2021, HAX đã công bố kế hoạch huy động 180 tỷ đồng (7,8 triệu USD) thông qua trái phiếu chuyển đổi vào quý 1 năm 2022, sẽ được sử dụng để tài trợ cho showroom Mercedes-Benz mới tại Cần Thơ cũng như vốn lưu động.

Giá chuyển đổi được đặt ở mức 12.000 đồng/cổ phiếu dựa trên giá trị sổ sách của HAX tính đến cuối quý 3/2021, thấp hơn nhiều so với giá cổ phiếu hiện tại của HAX. Dựa trên kế hoạch này, nếu tất cả trái phiếu được chuyển đổi, HAX sẽ phát hành 15 triệu cổ phiếu sơ cấp, tương đương 30% số cổ phiếu đang lưu hành hiện tại của HAX.

Biểu đồ 26: Kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi của HAX26

Số lượng trái phiếu được phát hành	1,8 triệu
Mệnh giá	100.000 đồng/trái phiếu
Tỷ lệ phiếu giảm giá	3%/năm
Hạn	18 tháng
Giá chuyển đổi	12.000 đồng/cổ phiếu
Thời gian chuyển đổi	12 tháng sau ngày phát hành
Nhà đầu tư	Mirae Asset Việt Nam

Nguồn: HAX, VCSC

Sự cạnh tranh từ các đại lý Mercedes-Benz khác và các thương hiệu xe hơi sang trọng

Vietnam Star và An Du - các đại lý lớn khác của Mercedes-Benz tại Việt Nam - đã và đang mở rộng mạng lưới showroom của họ ra ngoài Hà Nội và TP HCM, điều này sẽ đặt họ vào một vị trí mạnh mẽ để tận dụng nhu cầu ngày càng tăng đối với xe sang ở các khu vực này.

Rủi ro đối với triển vọng của HAX cũng có thể đến từ sự cạnh tranh từ các thương hiệu xe hơi sang trọng khác. Ví dụ, từ năm 2018, việc phân phối BMW tại Việt Nam được điều hành bởi Thaco, một trong những công ty xe hơi lớn nhất tại Việt Nam và chiếm 24% thị phần PC trong 9T 2021 (theo ước tính của chúng tôi). Bên cạnh việc phân phối xe BMW, Thaco lắp ráp và phân phối cho các

thương hiệu lớn như Kia, Mazda và Peugeot thông qua mạng lưới showroom riêng. BMW với sự hậu thuẫn thực hiện của Thaco sẽ là đối thủ đáng gờm của Mercedes-Benz tại Việt Nam.

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2018	2019	2020
Doanh thu	4.756	5.153	5.570
Giá vốn hàng bán	-4.526	-4.957	-5.248
Lợi nhuận gộp	230	195	321
Chi phí bán hàng	-109	-117	-114
Chi phí quản lí DN	-52	-53	-53
LN thuần HĐKD	69	26	154
Thu nhập tài chính	0	0	3
Chi phí tài chính	-43	-57	-41
<i>Trong đó, CP lãi vay</i>	<i>-42</i>	<i>-57</i>	<i>-41</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	98	96	42
LNTT	125	65	158
Thuế TNDN	-26	-15	-32
LNST trước CĐTS	98	51	125
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	99	51	125
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	99	51	125
EBITDA	109	69	192
EPS báo cáo, VND	2.166	1.094	2.540
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	2.166	1.094	2.540
EPS pha loãng ⁽¹⁾ VND	2.166	1.069	2.540
DPS, VND	1.154	1.154	0
DPS/EPS (%)	53,3%	105,4%	0

(1) Điều chỉnh khoản bất thường

TỶ LỆ	2018	2019	2020
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	24,1%	8,3%	8,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	227,3%	-62,3%	491,5%
Tăng trưởng LNTT	13,1%	-47,4%	140,7%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	15,5%	-49,5%	132,1%

Khả năng sinh lời

Biên LN gộp %	4,8%	3,8%	5,8%
Biên LN từ HĐ %	1,4%	0,5%	2,8%
Biên EBITDA	2,3%	1,3%	3,4%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	2,1%	1,0%	2,3%
ROE %	23,4%	11,1%	24,9%
ROA %	6,0%	3,0%	8,7%

Chỉ số hiệu quả vận hành

Số ngày tồn kho	49,1	48,3	44,7
Số ngày phải thu	28,6	21,6	10,1
Số ngày phải trả	13,0	11,9	5,3
TG luân chuyển tiền	64,7	58,0	49,5

Thanh khoản

CS thanh toán hiện hành	1,0	1,1	1,3
CS thanh toán nhanh	0,6	0,5	0,5
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,1
Nợ/Tài sản	0,5	0,6	0,4
Nợ/Vốn sử dụng	0,7	0,7	0,5
Net Debt / Equity	1,9	1,8	0,8
Interest Coverage x	1,6	0,5	3,8

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2018	2019	2020
Tiền và tương đương	121	110	81
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu	402	208	101
Hàng tồn kho	590	721	564
TS ngắn hạn khác	286	207	172
Tổng TS ngắn hạn	1.399	1.246	919
TS dài hạn (gộp)	439	425	368
- Khấu hao lũy kế	-79	-91	-105
TS dài hạn (ròng)	360	333	263
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0
TS dài hạn khác	59	53	50
Tổng TS dài hạn	418	386	313
Tổng Tài sản	1.817	1.632	1.232

Phải trả ngắn hạn	221	111	38
Nợ ngắn hạn	998	948	500
Nợ ngắn hạn khác	141	104	155
Tổng nợ ngắn hạn	1.361	1.163	693
Nợ dài hạn	0	0	0
Nợ dài hạn khác	4	4	4
Tổng nợ	1.364	1.167	697

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Thặng dư vốn CP	0	0	0
Vốn CP	350	367	367
Lợi nhuận giữ lại	99	96	166
Vốn khác	0	-2	-2
Lợi ích CĐTS	3	4	4
Vốn chủ sở hữu	453	466	535
Tổng cộng nguồn vốn	1.817	1.632	1.232

Số cp lưu hành cuối năm, tr	45,5	47,8	47,8
Số cp quỹ, tr	0,0	0,0	0,0

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2018	2019	2020
Tiền đầu năm	69	121	110
Lợi nhuận sau thuế	99	51	125
Khấu hao	40	43	38
Thay đổi vốn lưu động	-77	-6	278
Điều chỉnh khác	-2	-10	-19
Tiền từ hoạt động KD	59	77	422

Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-86	-2	52
Đầu tư	0	0	1
Tiền từ HĐ đầu tư	-85	-1	52

Cổ tức đã trả	0	-39	-17
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	113	-50	-448
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	-35	2	-37
Tiền từ hoạt động TC	78	-87	-503

Tổng lưu chuyển tiền tệ	52	-11	-28
Tiền cuối năm	121	110	81

Nguồn: Dữ liệu công ty, VCSC; * điều chỉnh cổ tức cổ phiếu đợt 10:3 năm 2021.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đào Danh Long Hà, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, Lầu 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Nghân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng

Đặng Văn Pháp, Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Công Trứ

Lầu 6B, 236 - 238 Nguyễn Công Trứ,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.