Công ty Cổ phần Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh (HAX: HOSE)

KÉM KHẢ QUAN – Giá mục tiêu 1 năm: 32.000 Đồng/cp

Giá hiện tại (14/4/2022): 34.650 Đồng/cp

Nguyễn Lý Thanh Lương

luongnlt@ssi.com.vn

+84 28 3636 3688 ext. 3056

Ngày 15/4/2022

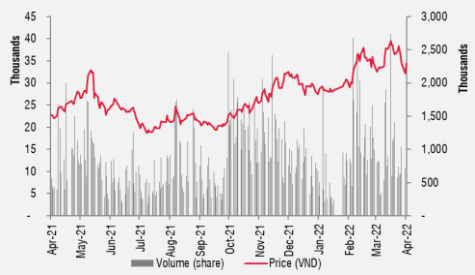
NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	75
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	1.706
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	50
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	40,3/16,7
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	956.902
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	1,43
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	32,73
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	18,29
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0

Nguồn: SSI Bloomberg

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Thông tin cơ bản về công ty

HAXACO (HAX: HSX) ban đầu thành lập là doanh nghiệp Nhà nước nhưng đã trở thành công ty đại chúng kể từ năm 1999. Năm 2004, công ty trở thành đại lý Mercedes Benz đầu tiên tại Việt Nam với 4 showroom và 14,2 triệu cổ phiếu niêm yết trên HOSE.

CẬP NHẬT ĐHCĐ 2022

Lợi nhuận có thể tạo đỉnh trong năm nay, cùng với tình trạng khan hiếm chip diễn biến xấu đi và áp lực thắt chặt tiêu chuẩn đại lý từ Mercedes

Luận điểm đầu tư: Từ khuyến nghị gần nhất của chúng tôi vào tháng 11/2021, giá cổ phiếu HAX đã tăng 25% và đạt mức giá mục tiêu trước đó, với tăng trưởng lợi nhuận năm 2021 tốt hơn nhiều so với kỳ vọng. Tuy nhiên, từ các thông tin trong ĐHCĐ 2022, chúng tôi nhận thấy lợi nhuận của HAX có thể sẽ tạo đỉnh trong Q2 và Q3/2022 và khó tiếp tục duy trì ở mức này trong các quý sau. Mercedes cũng đang thắt chặt tiêu chuẩn đối với các đại lý, tạo áp lực buộc công ty phải tăng vốn đáng kể để mở rộng showroom và do đó pha loãng tăng trưởng lợi nhuận trong thời gian tới. Ngoài ra, ảnh hưởng từ tình trạng khan hiếm chip đang diễn biến xấu đi có thể khiến doanh thu ước tính cho năm 2022 và 2023 tăng trưởng thấp

Do đó, chúng tôi điều chỉnh lại khuyến nghị đối với HAX ở mức KÉM KHẢ QUAN, với giá mục tiêu 1 năm là 32.000 đồng/cp, đã bao gồm ảnh hưởng của việc pha loãng cổ phiếu. Giá mục tiêu này tương đương mức sinh lời -5% bao gồm mức giảm -7% về giá cổ phiếu và 2% tỷ suất cổ tức. Chúng tôi ước tính tổng doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2022 là 5,8 nghìn tỷ đồng (+5% YoY) và 218 tỷ đồng (+36% YoY). Tỷ lệ pha loãng ước tính là 21%, với giả định việc phát hành quyền mua được hấp thụ hết và trái phiếu chuyển đổi gần đây của HAX sẽ chuyển đổi hết trong 1 năm.

Chỉ tiêu tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (Tỷ đồng)	5.153	5.570	5.552	5.830	6.295
Tăng trưởng (%)	+8%	+8%	-1%	+5%	+8%
Lợi nhuận ròng (Tỷ đồng)	51	125	160	218	206
Tăng trưởng (%)	-48%	+145%	+28%	+36%	-6%
EPS (VND/cp)	1.379	3.397	3.330	1.894	1.780
ROE (%)	11%	25%	26%	20%	18%
Nợ/ Vốn CSH (%)	203%	93%	26%	10%	12%
Tỷ suất cổ tức (%)	9%	8%	0%	2%	3%
P/E(x)	11,6	5,6	10,3	8,6	8,8
P/B (x)	1,3	1,5	2,4	1,8	1,9

**EPS 2022 là mức EPS sau khi trả cổ tức cổ phiếu và bao gồm pha loãng do trái phiếu chuyển đổi và phát hành quyền mua cho cổ đông hiện hữu*

Nguồn: HAX, SSI Research ước tính

Kết quả kinh doanh 2021 và Q1/2022

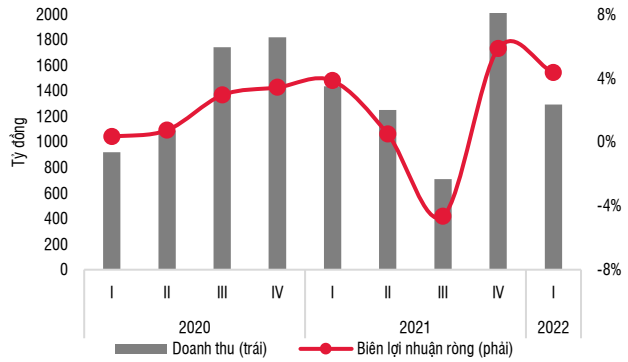
(tỷ đồng)	FY 2021	YoY	Q1 2022 (est.)	YoY	% KH năm	TSLN	
						FY2021	Q1 2022
Doanh thu thuần	**5.552**	**-1%**	**1.292**	**-10%**	**24%**	**100%**	**100%**
Lợi nhuận gộp	**357**	**+11%**				**6,4%**	
EBIT	219	+11%				3,9%	
EBITDA	259	+10%				4,6%	
Thu nhập khác	29	-31%				0,5%	
Lợi nhuận trước thuế	**202**	**+28%**	**70**	**+0%**	**32%**	**3,6%**	**5,5%**
Lợi nhuận ròng	**160**	**+28%**	**56**	**+0%**		**2,8%**	**4,3%**

Nguồn: HAX, SSI Research tổng hợp

Lợi nhuận năm 2021 hồi phục ấn tượng sau đại dịch… Mặc dù lợi nhuận của HAX chịu ảnh hưởng nặng nề trong năm 2021 do giãn cách xã hội nghiêm ngặt (đặc biệt trong Q3/2021), công ty đã có sự hồi phục mạnh trong Q4/2021, khi quý này đóng góp tới 39% tổng doanh thu và 78% lợi nhuận ròng cả năm. Nhu cầu dồn nén đáng kể trong các quý trước đó cùng với việc Chính phủ hỗ trợ giảm 50% phí trước bạ theo Nghị định 100/2021/ND-CP từ tháng 11/2021 là yếu tố chính giúp kết quả kinh doanh phục hồi ấn tượng trong Q4/2021.

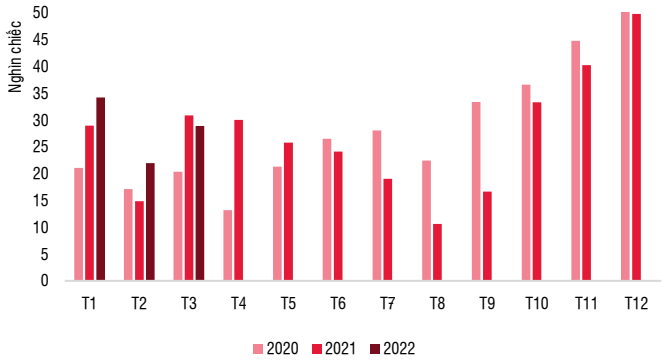
… Nhưng giảm tốc trong Q1/2022 do tình trạng khan hiếm chip diễn biến xấu đi. Doanh thu quý 1/2022 ước đạt 1.290 tỷ đồng (-10% YoY). Ban lãnh đạo HAX giải thích tình trạng khan hiếm chip xấu đi trên toàn cầu ảnh hưởng đến nguồn cung của các mẫu xe Mercedes nhập khẩu (chiếm khoảng 10 - 15% doanh thu HAX) trong khi các mẫu xe lắp ráp trong nước vẫn đáp ứng đủ cho đơn hàng mới, mặc dù khách hàng cần thời gian chờ lâu hơn so với bình thường (2-3 tháng). Ngoài ra, ban lãnh đạo cũng cho rằng việc biến chủng Omicron lan rộng tại Việt Nam khiến doanh thu của các showroom phục hồi chậm trong quý đầu năm, nhưng chúng tôi cho rằng điều này không đúng với thực tế do doanh số bán ô tô tại Việt Nam trong Q1/2022 vẫn tăng tới 16% so với cùng kỳ và không bị ảnh hưởng nhiều bởi đợt bùng phát Omicron gần đây. Về lợi nhuận ròng, biên lợi nhuận của công ty tiếp tục cải thiện đáng kể từ mức trung bình năm ngoái do biên lợi nhuận mỗi xe tăng cao trong giai đoạn khan hiếm xe sang do khách hàng liên tục đặt giá cao hơn hoặc mua thêm một số gói phụ kiện bảo dưỡng khác từ đại lý để có thể nhận xe sớm hơn.

Lợi nhuận của HAX theo quý



Nguồn: HAX

Doanh số bán ô tôt hàng quý tại Việt Nam



Nguồn: VAMA, SSI Research tổng hợp

Cập nhật triển vọng 2022

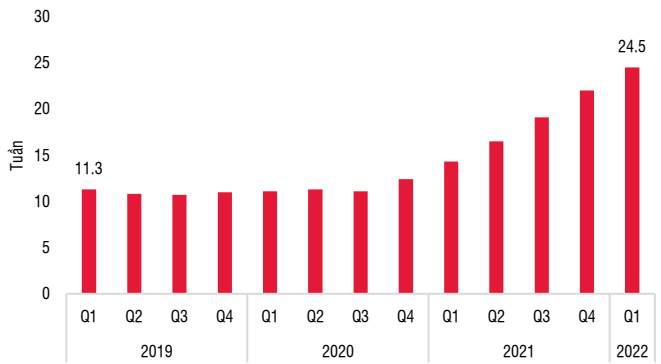
Tình trạng khan hiếm chip trầm trọng hơn đang ảnh hưởng đáng kể đến tăng trưởng doanh thu. Mặc dù nhiều hãng sản xuất chip thế giới đã nỗ lực tăng công suất và đầu tư mở rộng, tuy nhiên các nhà máy chip mới chưa thể đi vào hoạt động đúng lịch trình trong năm 2022 và 2023. Hai nhà sản xuất chip lớn nhất là TSMC và Intel gần đây đã xác nhận dời ngày đi vào hoạt động của các nhà máy chip quy mô lớn tại Arizona và Mỹ từ năm 2023 sang 2024 do mức độ phức tạp cao và quy mô lớn của các dự án chip này, đồng nghĩa với tình trạng thiếu hụt chip có thể kéo dài thêm 8-12 tháng so với kỳ vọng ban đầu. Trong khi đó, theo Hiệp hội Công nghiệp bán dẫn (SIA), xung đột địa chính trị giữa Nga – Ukraine khiến nguồn cung chip toàn cầu trầm trọng hơn, vì đây là hai nước nắm giữ tới 40-50% hai nguyên liệu chính sản xuất chip bán dẫn: khí neon, dùng để cung cấp cho máy laser in vi mạch bán dẫn và palladium, dùng trong các chip cảm biến và bộ nhớ máy tính. Trong thông cáo báo chí gần đây, Mercedes công bố mục tiêu bàn giao xe toàn cầu trong năm 2022 giảm 5% đến 10% so với cùng kỳ trong năm do ảnh hưởng của tình trạng thiếu chip.

Mercedes thắt chặt tiêu chuẩn đối với các đại lý, tạo áp lực mở rộng quy mô đối với các showroom… Theo ban lãnh đạo của HAX, Mercedes đang ngày càng thắt chặt yêu cầu về showroom đối với các đại lý Việt Nam để bắt kịp tiêu chuẩn Mercedes trong khu vực, trong đó đảm bảo 2 yếu tố: (1) diện tích sàn tối thiểu của mỗi showroom và (2) chất lượng thiết kế và dịch vụ trong showroom. Do đó, Mercedes gần đây đang hối thúc HAX sớm nâng cấp 2 showroom: Võ Văn Kiệt tại TP.HCM và Kim Giang tại Hà Nội, vì thị phần của HAX đã đạt 40%, đây là con số thị phần cao nhất đối với một đại lý Mercedes ở tại một thị trường trên toàn cầu.

… do đó HAX phải huy động tăng vốn đáng kể, dẫn tới rủi ro pha loãng tăng trưởng lợi nhuận trong thời gian tới. ĐHCĐ gần đây đã thông qua nghị quyết phát hành quyền mua 1:1 cho cổ đông hiện hữu của HAX tại mức giá 12.000 đồng/cp. Nguồn vốn mới sẽ tài trợ cho kế hoạch đầy tham vọng của HAX là xây dựng showroom Mercedes 18 tầng tại TP.HCM với tổng mức đầu tư gần 1.000 tỷ đồng và trở thành showroom ô tô lớn nhất tại Việt Nam, đi trước các đối thủ và bắt kịp tiêu chuẩn trong khu vực. Cùng với việc phát hành trái phiếu chuyển đổi gần đây, lợi nhuận của HAX ước tính sẽ pha loãng đáng kể trong thời gian tới.

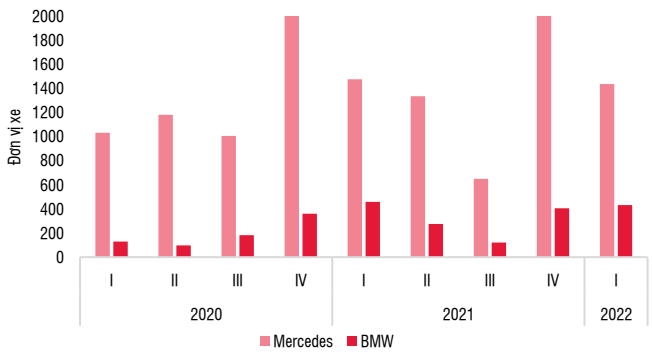
Trong lúc đó các công ty cùng ngành đang cạnh tranh gay gắt hơn. Trong khi HAX đang lên kế hoạch mở rộng, thì các đại lý Mercedes khác bao gồm Vietnam Star, An Du và Vinamotor đã và đang nhanh chóng nâng cấp quy mô của các showroom, trong đó hầu hết là showroom lớn được khai trương: Vinamotor Nghệ An (11.583 m2 – khai trương năm 2020), Vietnam Star Bình Dương (7.600 m2 –năm 2020), An Du Quảng Ninh (4.400 m2 –năm 2020), Vietnam Star Hà Nội (3.000 m2 – dự kiến năm 2023). Các đối thủ cùng ngành khác, đặc biệt là Thaco (đại lý chính của BMW) cũng đang mở rộng nhanh chóng để giành thêm thị phần trong phân khúc xe hạng sang. Chỉ trong vòng 4 năm kể từ khi ký hợp đồng với BMW, Thaco đã mở tổng cộng 7 showroom BMW trên toàn quốc và đang có kế hoạch mở thêm 15 showroom nữa cho đến năm 2025. Doanh số của BMW cũng đang có xu hướng tăng nhanh hơn vào năm 2020 và 2021.

Thời gian hoàn thành trung bình một đơn hàng chip bán dẫn



Nguồn: Hiệp hội Công nghiệp Linh kiện Điện tử (ECIA)

Doanh thu của Mercedes và BMW tại Việt Nam theo quý



Nguồn: Mercedes Vietnam, VAMA, SSI Research tổng hợp

Ước tính lợi nhuận

Với cập nhật về triển vọng trong thời gian tới, chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính 2022 và 2023 của HAX., trong đó giảm 9% và 4% ước tính tổng doanh thu và lợi nhuận ròng 2022 của HAX ở mức 5,8 nghìn tỷ đồng (+5% YoY) và 218 tỷ đồng (+36% YoY). Năm 2023, chúng tôi ước tính tổng doanh thu và lợi nhuận ròng của HAX lần lượt là 6,3 nghìn tỷ đồng (+8% YoY) và 206 tỷ đồng (-6% YoY).

Định giá

Ở mức giá hiện tại là 34.650 đồng/cp, HAX đang giao dịch tại PE 2022 và 2023 là 8,8x và 9,1x, phù hợp với PE trung bình 5 năm của công ty là 7,9x. Do đó, dựa trên cập nhật về triển vọng và ước tính lợi nhuận, chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị đối với HAX ở mức KÉM KHẢ QUAN, với giá mục tiêu 1 năm là 32.000 đồng/cp, đã bao gồm ảnh hưởng pha loãng cổ phiếu, tương đương mức sinh lời -5% bao gồm mức giảm -7% về giá cổ phiếu và 2% tỷ suất cổ tức.

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lôi kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương
Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư
phuonghv@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng
Phó Giám đốc
hungpl@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh
Chuyên viên phân tích Vĩ mô
trinhttv@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh
Chuyên viên phân tích cao cấp
thanhntk@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Lê Huyền Trang
Chuyên viên phân tích cao cấp
tranglh@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Ngà
Chuyên viên phân tích cao cấp
nganlt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm
Chuyên viên phân tích cao cấp
tamntd@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền
Trưởng phòng Chiến lược Đầu tư
quyenlbn@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Trần Trung Kiên
Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng
kientt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân
Chuyên viên hỗ trợ
tanntk@ssi.com.vn
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715