

# Báo cáo phân tích HAX

## HAX – 2022: BẢN LỀ CHO PHỤC HỒI TĂNG TRƯỞNG



### HAX (HOSE)

Giá Hợp Lý (VND) [ 45,600 ]

Giá Hiện Tại (VND) [ 34,450 ]

Upside 32.3%

Khuyến nghị MUA

### NGÀNH OTO – PHỤ TÙNG

#### Biểu đồ giá cổ phiếu



#### Các dữ liệu quan trọng

Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	1,705 tỷ
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	49,5
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	39,500
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	16,900
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	956.347
Giá trị giao dịch trung bình 3 tháng	32.861 trđ
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	-
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	-
Tỷ lệ sở hữu BLD (%)	> 30%

#### VỀ HAX

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).

#### NGUYỄN PHƯƠNG LINH

Chuyên viên phân tích Ngành & Doanh nghiệp  
[linhnp@vnncsi.com.vn](mailto:linhnp@vnncsi.com.vn)

Việc nền kinh tế cả nước đã trải qua giai đoạn giữa năm 2021 với rất nhiều khó khăn từ dịch bệnh thì 2022 chính là năm được coi là bản lề cho sự phục hồi trở lại tăng trưởng của HAX với các luận điểm sau đây:

**Tầng lớp trung lưu hồi phục sau dịch là đòn bẩy khởi đầu thúc đẩy sức tiêu dùng.** Việc người dân đều được tiêm vắc xin và chính phủ chủ động mở cửa sống chung với dịch bệnh thì sẽ không còn tình trạng giãn cách như nhiều tỉnh thành phố trong quý 2-3/2021, qua đó đẩy mạnh nhu cầu chi tiêu trong 2022. Trong đó có nhu cầu mua xe sang do tầng lớp người giàu tại Việt Nam đang ngày càng tăng và tỉ lệ sở hữu xe hơi tại Việt Nam còn rất thấp so với các nước khác trong khu vực và trên thế giới. Với nền kết quả kinh doanh thấp trong năm 2021 (nhất là quý 3) thì sẽ là cơ hội để năm 2022 HAX tăng trưởng mạnh hơn so với cùng kỳ.

**Chính sách ưu đãi của chính phủ: giảm lệ phí trước bạ kích thích nhu cầu tiêu dùng.** HAXACO sẽ được hưởng lợi lớn vì Mercedes-Benz là thương hiệu xe sang duy nhất lắp ráp tại Việt Nam

**Nguồn cung ô tô suy giảm do tình trạng thiếu chip kéo dài khi nhu cầu tăng mạnh làm giảm áp lực cạnh tranh ở phân khúc xe sang.** Việc nguồn cung giới hạn tạo ra điều kiện thuận lợi để HAXACO nâng giá bán xe từ đó gia tăng biên lợi nhuận của doanh nghiệp. Chúng tôi ước tính, HAX có thể tiếp tục giữ biên lợi nhuận trên mỗi xe bán ra ở mức cao trên 6% trong 2022.

**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.**

#### Định giá

Từ những luận điểm tích cực về ngành trong thời gian tới và những lợi thế nổi trội của DN, chúng tôi cho rằng HAX sẽ là ngôi sao sáng trong ngành vào 2022. CSI kỳ vọng số lượng xe phân phối của Haxaco sẽ tăng 9.1%, đạt mức 2681 chiếc bán được trong năm nay. DTT và LNST của HAX lần lượt đạt 6,529 tỷ VND (+18% YoY) và 233 tỷ VND (+46% YoY), EPS FW2021 = 4,705 VND/CP, tương ứng với mức P/E FW2022 = 9.7x, từ đó CSI ước tính giá trị thực của HAX đạt 45,600 đồng/cp (**upside 32.3%** so với thị giá đóng cửa ngày 13.04.2022) là mức giá mục tiêu cho 2022.



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).

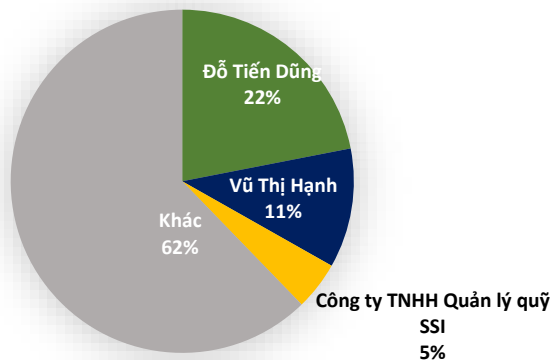
HAX đã tiến hành cổ phần hóa vào năm 1999 và niêm yết cổ phiếu của mình trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) vào năm 2006. Năm 2016, SAMCO đã bán cổ phần còn lại của mình tại HAX và chấm dứt mọi quan hệ quản lý với HAX. Sau khi SAMCO thoái vốn, ông Đỗ Tiến Dũng - người gia nhập Hội 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. 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.

### CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Sau những năm đầu thành lập do cổ đông nhà nước nắm giữ và cổ phần hóa nhiều năm, hiện tại HAX đã chuyển đổi và gần như là doanh nghiệp gia đình hoàn toàn khi nắm giữ phần lớn cổ phần ông Đỗ Tiến Dũng và những người thân với tổng trên 35% cổ phần. Công ty TNHH quản lý quỹ SSI nắm giữ 5% và còn lại là cổ đông nhỏ lẻ khác.

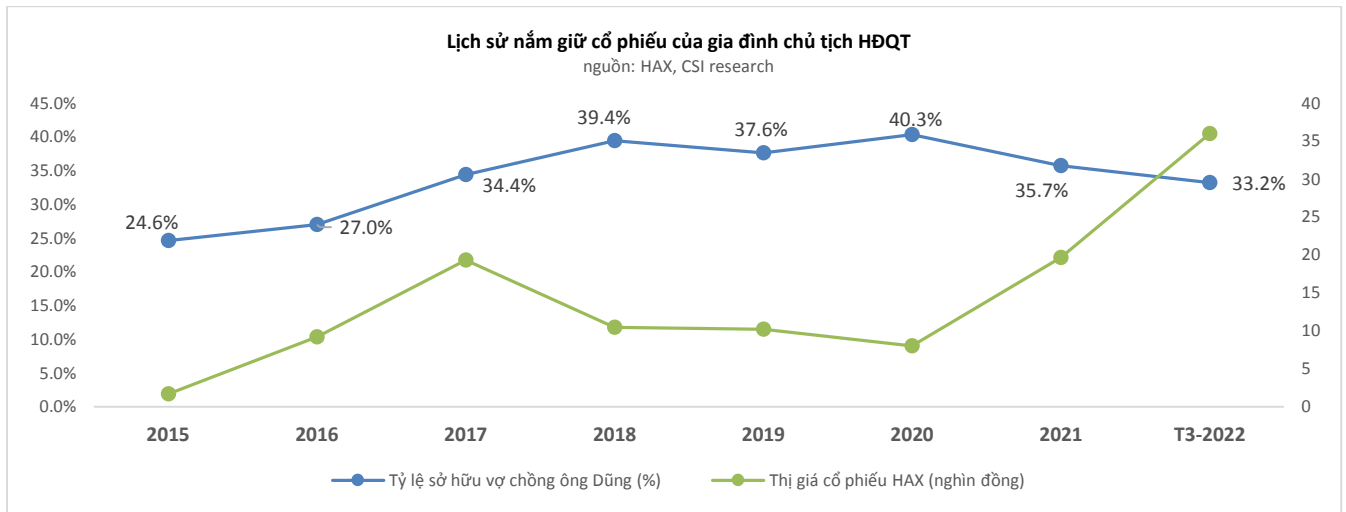
**Đây được coi là cơ cấu cổ đông đẹp cho một công ty khi chủ tịch nắm giữ tỉ lệ lớn và có cả các quỹ tham gia để cùng doanh nghiệp phát triển, trong các năm tới chúng tôi kỳ vọng quỹ sẽ có cả người trong hội đồng quản trị để cùng đóng góp nhân lực cho công ty.**

Cơ cấu cổ đông HAX



Theo cập nhật mới đây, ông Đỗ Tiến Dũng – Chủ tịch HĐQT Công ty Cổ phần Dịch vụ Ô Tô Hàng Xanh (Haxaco, mã HAX) vừa đăng ký bán 1 triệu cổ phiếu công ty để cơ cấu danh mục đầu tư, số lượng cổ phiếu nắm giữ của ông Dũng giảm từ 10,8 triệu cổ phiếu xuống còn 9,8 triệu cổ phiếu, nếu giao dịch thành công tỷ lệ sở hữu của ông Dũng sẽ giảm xuống 20%, giao dịch được thực hiện trong cuối T3 – đầu T4/2021. Trong đầu T3-2021, bà Vũ Thị Hạnh – Thành viên HĐQT Haxaco đồng thời là vợ ông Đỗ Tiến Dũng cũng vừa thông báo đã bán xong 1,26 triệu cổ phiếu trên tổng số 1,5 triệu cổ đăng ký bán. Sau khi bán cổ phiếu, tỷ lệ sở hữu của bà Hạnh tại Haxaco giảm xuống còn 11,26%.

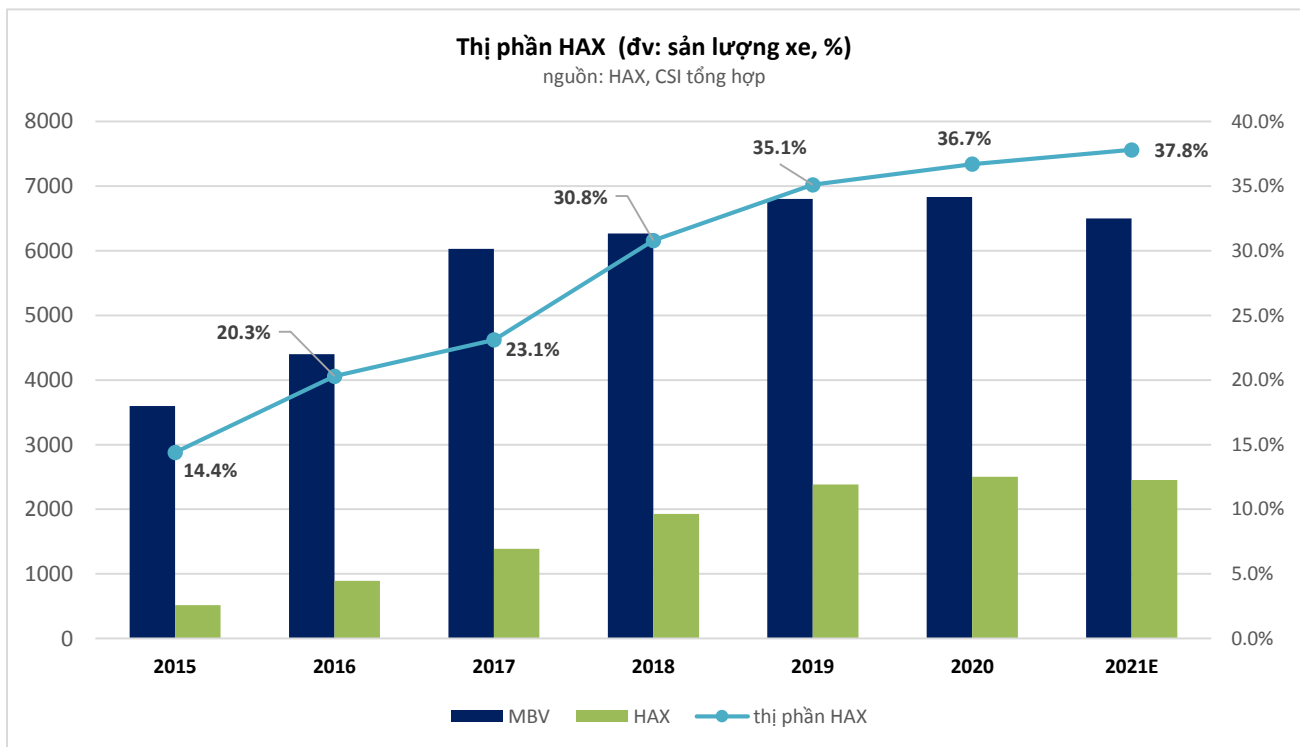
Ông Dũng và bà Hạnh đã cho thấy sự gắn liền lợi ích với công ty khi liên tục gia tăng tỷ lệ cổ phần sở hữu qua nhiều năm, đồng thời giúp HAXACO đạt được nhiều thành tựu trong thời gian điều hành, thế nên hành động “cơ cấu” 1 phần nhỏ cổ phần sở hữu cũng không làm chúng tôi lo ngại về vấn đề đạo đức BLĐ. CSI vẫn đánh giá cao những chiến lược mới của BLĐ trong thời gian tới.



### MÔ HÌNH KINH DOANH

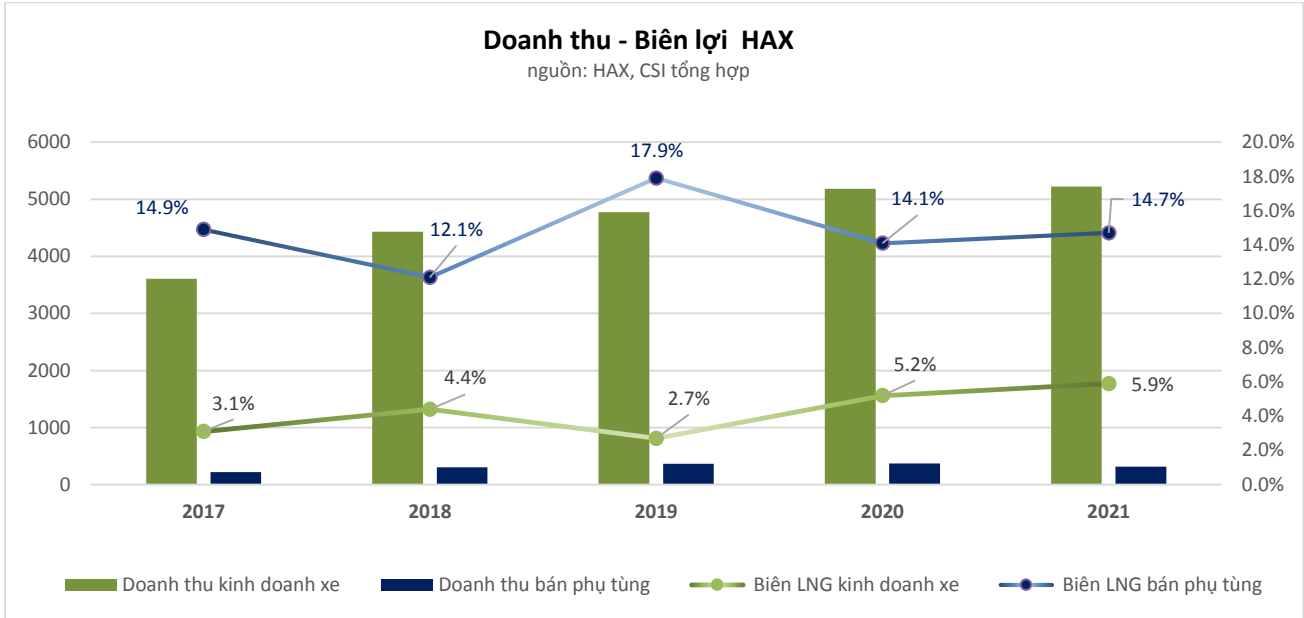
Phân phối xe sang thương hiệu Mercedes-Benz là hoạt động kinh doanh cốt lõi của HAXACO xuyên suốt từ năm 2000 - khi HAXACO được trở thành đại lý của Mercedes-Benz Việt Nam (MBV). Sau đó vào năm 2004, HAXACO chính thức trở thành nhà phân phối đầu tiên của MBV – thể hiện cho việc công ty được hãng đánh 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.



Dù là kinh doanh trong ngành ô tô có nhiều biến động cả về doanh số cũng như biên lợi nhuận (thường biên lợi nhuận rất mỏng và phát sinh nhiều chi phí lớn như mặt bằng, nhân viên, khuyến mãi lớn cho các dòng xe cũ,...) nhưng trong nhiều năm gần đây HAX vẫn duy trì sự tăng trưởng tốt về cả doanh thu và lợi nhuận trong cả giai đoạn 2017 - 2021. Biên lợi nhuận gộp cũng dao động mạnh từ -0,1% đến 5,8% trong năm với các khoản lỗ hàng quý thường xuyên trong giai đoạn này.

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 đa và (2) biên lợi nhuận gộp của họ phần lớn được kiểm soát bởi các nhà sản xuất ô tô.



### Khoản lợi nhuận khác đặc biệt

Bóc tách và phân tích lợi nhuận HAX trong nhiều năm gần đây thì chúng ta đều biết lợi nhuận của HAX có chút đặc biệt so với các doanh nghiệp khác là ngoài lợi nhuận gộp đến từ hoạt động kinh doanh chính như bán xe, bảo hành, bảo dưỡng (95% là đến từ việc phân phối và bảo dưỡng xe của Mercedes, còn lại là hoạt động phân phối xe các hãng mới là Nissan và MG) thì còn một khoản lợi nhuận khác thường được ghi nhận trong mục doanh thu khác trên báo cáo tài chính. Đây chính là khoản mà HAX được thưởng do chính sách từ hãng Mercedes cho các đại lý ủy quyền như HAX. Theo chúng tôi quan sát và để ý thì khoản thưởng này không phải khoản cố định mà nó như một khoản thưởng theo KPI đối với việc mở thêm các showroom của công ty. Ví như tại các năm HAX mở rộng quy mô qua việc mở thêm showroom và 1-2 năm sau đó để vận hành ổn định (Năm 2015 mở HAXACO Láng Hạ, 2016 mở HAXACO Kim Giang) thì khoản thưởng mà công ty nhận được sẽ cao hơn.

Trong 2 năm gần đây là 2020 và 2021 thì gần như khoản thưởng này giảm xuống rất thấp, đây có thể là do trong giai đoạn từ 2017 cho đến nay công ty không mở thêm showroom mới khi chỉ duy trì 4 showroom chia đều tại Hà Nội và tp.HCM, với những phân tích và bóc tách vậy chúng tôi cho rằng trong năm 2022 và 2023 khi mà HAX sẽ mở thêm 1 cơ sở nữa tại Cần Thơ thì khoản thưởng từ hãng cho HAX có thể sẽ được tăng trở lại. Đây có thể sẽ là một trong những động lực tăng trưởng tốt hơn cho HAX trong thời gian tới.

### Quy mô kinh doanh

Hiện tại, HAXACO đang 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 8 showroom.

**Bảng: Số lượng Showroom của các nhà phân phối MBV theo tỉnh (Nguồn: MBV, CSI Research)**

Tỉnh/Nhà phân phối	HAXACO	Vietnam Star	Andu	Vinamotor
Hà Nội	2	3	-	-
Hải Phòng	-	-	1	-
Nghệ An	-	-	-	1
Quảng Ninh	-	-	1	-
Đà Nẵng	-	-	1	-
Nha Trang	-	-	1	-
Bình Dương	-	1	-	-
Hồ Chí Minh	2	4	-	-
Cần Thơ	1 (dự kiến 2022)	0	-	-
<b>TỔNG</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>1</b>

### TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2021

Haxaco (HOSE: HAX) công bố BCTC hợp nhất quý IV - 2021 với doanh thu tăng 19% lên 2.156 tỷ đồng. Giá vốn tăng ít hơn dẫn đến lãi gộp đạt hơn 202 tỷ đồng, tăng 71% so với cùng kỳ năm trước.

Chi phí tài chính (chủ yếu là chi phí lãi vay) và quản lý đều giảm; chi phí bán hàng gần như tương đương cùng kỳ. Theo đó, lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ tại quý IV/2021 gấp đôi đạt hơn 125,5 tỷ đồng. Mức lãi này cải thiện so với khoản lỗ 33 tỷ đồng tại quý trước đó do ảnh hưởng bởi dịch - đây cũng là mức lỗ cao nhất trong lịch sử hoạt của Haxaco.

**Bảng: Kết quả hoạt động kinh doanh HAX ( nguồn: fiinpro, CSI tổng hợp)**

Năm	Q3/2020	Q4/2020	Q1/2021	Q2/2021	Q3/2021	Q4/2021	2020	2021
Doanh số thuần	1,741	1,819	1,436	1,250	709	2,156	5,570	5,551
Lãi gộp	110	118	112	43	-1	203	321	357
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	51	63	56	6	-33	126	125	160
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	51	62	55	6	-33	126	125	160

Lý giải về kết quả trên, công ty cho biết đơn vị đã tận dụng thời cơ khi TP HCM bắt đầu mở cửa lại từ quý IV. Haxaco đẩy mạnh các chiến dịch quảng bá trên nền tảng trực tuyến, tối đa hóa lợi nhuận trên từng chiếc xe, tiếp tục tiết giảm các chi phí phát sinh. Đồng thời, chính sách hỗ trợ của Chính phủ về việc giảm lệ phí trước bạ đối với ô tô đã kích thích nhu cầu mua sắm của người tiêu dùng. Theo đó, số lượng xe bán của Haxaco tăng trưởng trở lại, đạt chỉ tiêu doanh số bán hàng. Ngoài ra, sự ưu đãi lãi suất của các ngân hàng liên kết cũng như việc sử dụng nguồn vốn hiệu quả đã góp phần giảm chi phí tài chính, tăng lợi nhuận.

Tính chung cả năm 2021, doanh thu đi ngang ở mức 5.551 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế tăng 28% lên 160 tỷ đồng. EPS giảm 2% về 3.337 đồng do tăng vốn từ 367 tỷ lên hơn 495 tỷ đồng sau khi công ty phát hành cổ phiếu trả cổ tức và cổ phiếu ESOP.

### Cơ cấu tài sản & Tình hình tài chính:

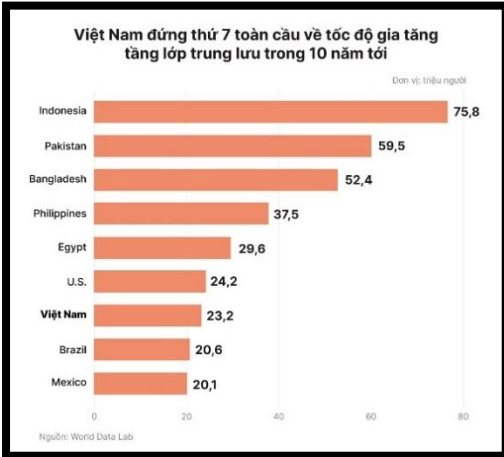
Tại thời điểm cuối năm 2021, khoản phải thu giảm từ 262 tỷ đầu năm lên hơn 248 tỷ đồng, song vẫn cao hơn mức 106 tỷ đồng tại cuối quý III. Hàng tồn kho tăng từ 564 tỷ đồng lên 581 tỷ đồng.

Người mua trả trước ngắn hạn gấp gần 3 lần lên hơn 287 tỷ đồng. Đơn vị tiếp tục giảm nợ vay ngắn hạn từ 500 tỷ xuống 195 tỷ đồng và duy trì không vay dài hạn. Tính đến ngày 31/12/2021, lợi nhuận sau thuế chưa phân phối đạt hơn 212 tỷ đồng. Tại kỳ họp bất thường diễn ra cuối năm ngoái, Chủ tịch HĐQT Đỗ Tiến Dũng cho biết đơn vị đã được nhà máy Mercedes-Benz Việt Nam phê chuẩn mở đại lý ủy quyền chính thức tại Cần Thơ. Việc này sẽ đánh dấu mốc phát triển mới của Haxaco, không chỉ ở miền Nam và Bắc mà cả miền Tây. Tiêu chuẩn mở một đại lý Mercedes-Benz mới hiện tại rất cao và Haxaco phải chuẩn bị kỹ càng về nguồn lực tài chính. Nguồn trái phiếu huy động sẽ được dùng chủ yếu cho dự án này.

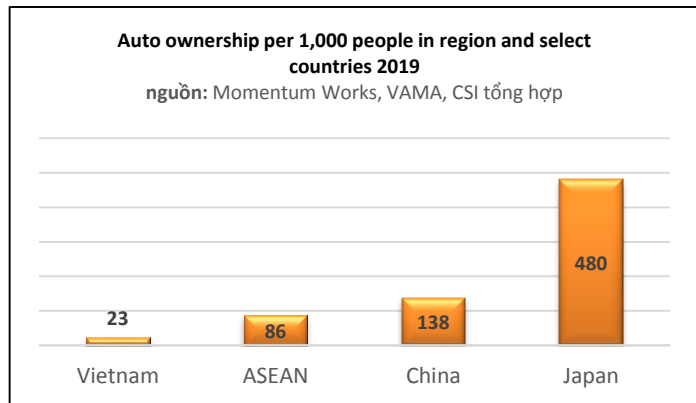
## CƠ HỘI TĂNG TRƯỞNG: 2022 - BẢN LỀ CHO SỰ PHỤC HỒI TĂNG TRƯỞNG

Với việc nền kinh tế cả nước đã trải qua giai đoạn giữa năm 2021 với rất nhiều khó khăn từ dịch bệnh thì 2022 chính là năm được coi là bản lề cho sự phục hồi trở lại tăng trưởng. HAX cũng không nằm ngoài xu hướng này và CSI kỳ vọng 2022 sẽ là năm tăng trưởng mạnh mẽ hơn nữa với công ty với các luận điểm sau đây:

### 1. Tầng lớp trung lưu hồi phục sau dịch là đòn bẩy khởi đầu thúc đẩy sức tiêu dùng



Năm 2022 với việc người dân đều được tiêm vắc xin và chính phủ chủ động mở cửa sống chung với dịch bệnh thì sẽ không còn tình trạng giãn cách như nhiều tỉnh thành phố trong quý 2-3/2021, qua đó đẩy mạnh nhu cầu mua sắm và chi tiêu. Trong đó có nhu cầu mua xe sang do tầng lớp người giàu tại Việt Nam đang ngày càng tăng và tỉ lệ sở hữu xe hơi tại Việt Nam còn rất thấp so với các nước khác trong khu vực và trên thế giới. Với nền kết quả kinh doanh thấp trong năm 2021 (nhất là quý 3) thì sẽ là cơ hội để năm 2022 HAX tăng trưởng mạnh hơn so với cùng kỳ.

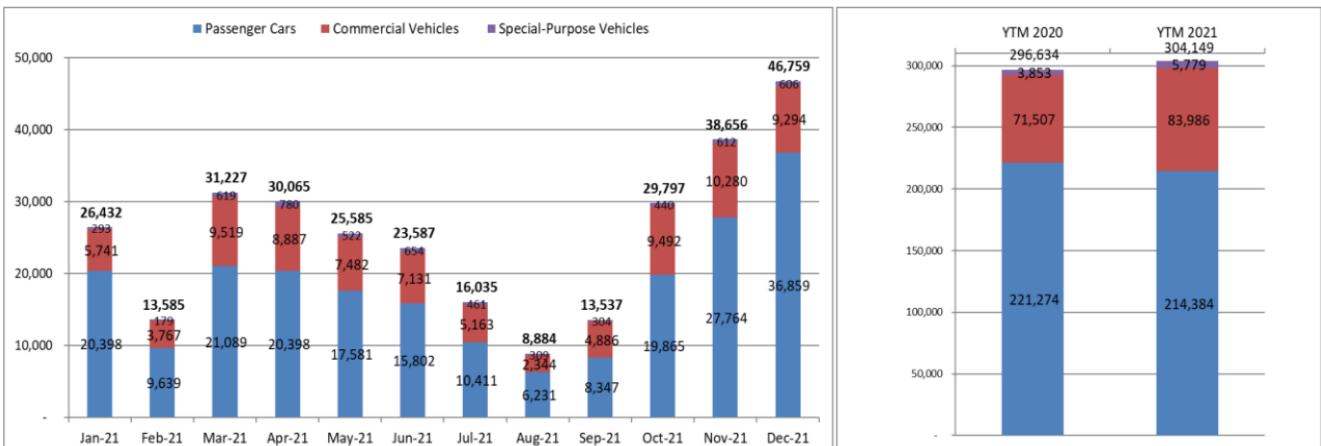


Sau mỗi giai đoạn giãn cách xã hội nghiêm ngặt trong quý 2 năm 2020 và Q2-Q3 năm 2021, doanh số ngành oto nhanh chóng phục hồi, theo quan điểm của chúng tôi là một minh chứng cho sức mua kiên cường của người tiêu dùng trung lưu và thu nhập cao Việt Nam bất chấp sự gián đoạn covid-19.

### Sức mạnh của người tiêu dùng trung lưu và thu nhập cao cũng đã được chứng minh trong ngành công nghiệp xe xi.

Việt Nam đặt mục tiêu tăng trưởng GDP 6% trong năm 2022, thu nhập bình quân đầu người sẽ nâng lên mức 3.700 USD. Với mức thu nhập này, thị trường ô tô Việt Nam đã bước vào giai đoạn ô tô hóa. Khi đó, tầng lớp trung lưu cũng tăng nhanh từ đó thúc đẩy cầu tiêu dùng hàng hóa xa xỉ vì vậy thị trường xe sang Việt Nam được CSI nhận định còn rất nhiều tiềm năng.

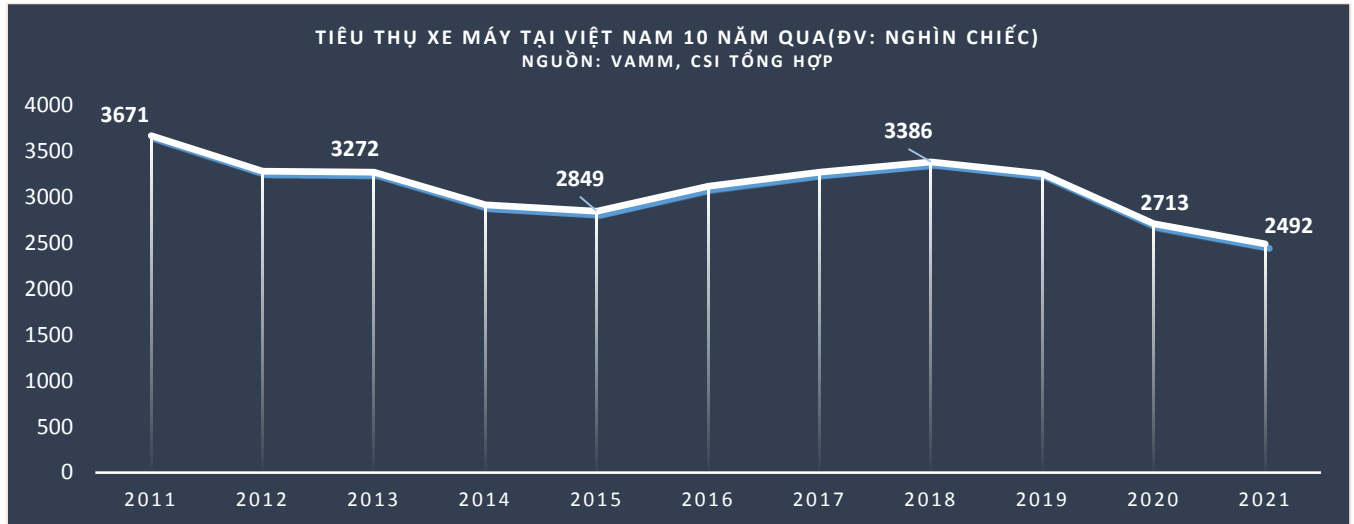
**Bảng: Doanh số tiêu thụ ô-tô Việt Nam ( nguồn: VAMA, CSI tổng hợp)**



## Sự “thay máu phương tiện” xe máy -> ô-tô ngày càng nổi trội ở Việt Nam

Có thể thấy rằng lượng tiêu thụ xe máy tại Việt Nam đang giảm dần trong hai năm trở lại đây. Cụ thể, năm 2018, xe máy mới bán ra tại Việt Nam đạt gần 3,4 triệu xe; năm 2020 là 2,7 triệu và năm 2021 giảm xuống còn gần 2,5 triệu xe.

Có nhiều nguyên nhân khiến thị trường xe máy tại Việt Nam trong vòng 3 năm gần đây đang có xu hướng sụt giảm. Trong đó, có thể kể tới như ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19 khiến sức mua của người dân chậm lại; nhiều người có xu hướng chuyển dịch sang mua sắm ô tô thay vì xe hai bánh; cùng với đó là cơ sở hạ tầng và hệ thống xe buýt công cộng đang được cải thiện với tốc độ nhanh chóng cũng làm giảm sức mua xe máy. Đáng chú ý nhất, vào đầu tháng 12 vừa qua, chính quyền Hà Nội dự kiến cấm xe máy tại một số quận sau năm 2025 theo chương trình mục tiêu giảm ùn tắc, đảm bảo an toàn giao thông giai đoạn 2021 – 2025 có ít nhiều ảnh hưởng đến tâm lý của người tiêu dùng trong nước.



## 2. Chính sách ưu đãi của chính phủ: giảm lệ phí trước bạ kích thích nhu cầu tiêu dùng. HAXACO sẽ được hưởng lợi lớn vì Mercedes-Benz là thương hiệu xe sang duy nhất lắp ráp tại Việt Nam

Chính phủ vừa ban hành Quyết định miễn giảm 50% phí trước bạ trong 6 tháng kể từ ngày 1/12/2021 đến 31/5/2022. Trước đó, một chính sách ưu đãi phí trước bạ tương tự có hiệu lực từ tháng 6 đến tháng 12/2020 đã thúc đẩy đáng kể nhu cầu ô tô trong năm 2020. Cùng với nền so sánh thấp trong năm 2021 do ảnh hưởng của đại dịch, chúng tôi ước tính tổng doanh số bán xe tại Việt Nam sẽ hồi phục và tăng mạnh 15% YoY trong 2022, trong khi doanh số bán xe Mercedes có thể tăng cao hơn mức này nhờ ra mắt nhiều mẫu xe mới trong thời gian gần đây.



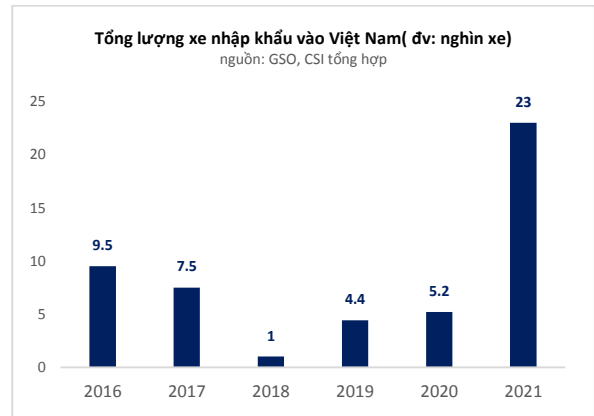
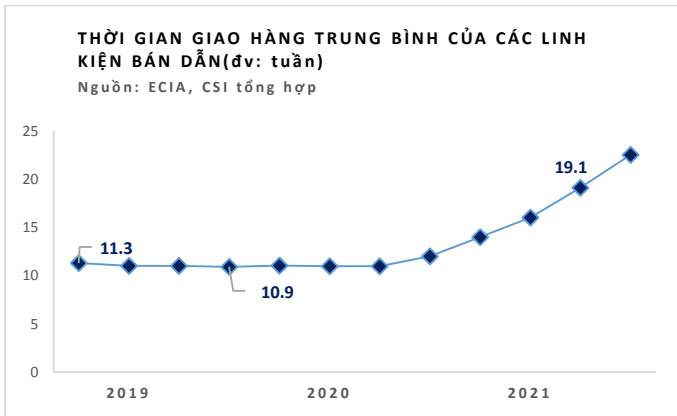
Theo các doanh nghiệp ô tô, nếu việc giảm 50% lệ phí trước bạ được thông qua sẽ tác động tích cực lên thị trường ô tô đang sụt giảm, người tiêu dùng giảm chi tiêu. Sau khi giảm 50% phí trước bạ, số tiền để mua một chiếc xe có thể giảm từ vài chục triệu đồng đến cả trăm triệu đồng, thậm chí cao nhất có thể lên tới 300 triệu đồng. Chính vì vậy, khách hàng và các doanh nghiệp ô tô đang hồi hộp chờ đợi. Đáng chú ý, trong các thương hiệu xe sang trên thị trường hiện chỉ có duy nhất thương hiệu Mercedes-Benz sản xuất, lắp ráp tại Việt Nam. Do vậy, nếu giảm 50% phí trước bạ thì những khách hàng mua xe thương hiệu này sẽ hưởng lợi lớn. Ví dụ một chiếc Mercedes-Benz có giá gần 5 tỉ đồng, nếu

giảm 50% phí trước bạ, khách hàng có thể tiết kiệm được gần 300 triệu đồng. Liên quan đến đề xuất của Bộ Tài chính về việc giảm 50% lệ phí trước bạ đối với ô tô sản xuất trong nước từ 10% về 5%, ông Dũng đánh giá việc này chắc chắn rất tốt cho Haxaco không chỉ năm 2021 mà cả những tháng đầu năm 2022. Nếu chính sách này được thông qua thì không chỉ khách hàng, Haxaco và nhà máy Mercedes-Benz Việt Nam đều hưởng lợi lớn.

### 3. Tình trạng thiếu hụt chip kéo dài giúp giảm bớt cạnh tranh trong phân khúc xe hạng sang.

**Nguồn cung ô tô suy giảm do tình trạng thiếu chip kéo dài khi nhu cầu tăng mạnh làm giảm áp lực cạnh tranh ở phân khúc xe sang.** 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...

Thời gian vận chuyển linh kiện chip cho các nhà sản xuất tiếp tục tăng cao lên mức gần 5 tháng (22 tuần), do nguồn cung chưa bắt kịp được với nhu cầu thế giới. Các nhà sản xuất chip lớn đều cho rằng tình trạng thiếu hụt chip sẽ tiếp diễn ít nhất đến nửa đầu năm 2022, chỉ sau khi các nhà máy sản xuất chất bán dẫn xây dựng từ 2020 bắt đi vào hoạt động. Nhiều hãng xe sang đã giảm sản lượng sản xuất của các mẫu xe mới vì tình trạng thiếu chip kéo dài. Trong thông cáo báo chí gần đây, Mercedes, BMW, và Audi ước tính sản lượng sản xuất ô tô năm 2021 sẽ giảm lần lượt -3%, -8% và -11% YoY. Điều này khiến mức cạnh tranh trong phân khúc cao cấp sẽ giảm và các đại lý có thời gian bán hàng thuận lợi hơn do giảm bớt áp lực chỉ tiêu từ các nhà sản xuất. 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. Chúng tôi ước tính, HAX có thể tiếp tục giữ biên lợi nhuận trên mỗi xe bán ra ở mức cao trên 6% trong 2022.



### 4. 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).

**Showroom mới ở Cần Thơ giúp mở ra thị trường tiềm năng tại miền Nam, gia tăng lợi thế cạnh tranh của DN.** Cần Thơ có vị trí thuận lợi nằm ở giữa khu vực ĐBSCL và lọt top 10 thành phố có GRDP cao nhất Việt Nam năm 2020, và là thị trường tiềm năng cho xe hạng sang. Ngoài ra, theo nghiên cứu về thang điểm đánh giá đại lý (dealer scorecard) của Mercedes, việc mở thêm showroom chất lượng cao có thể giúp tăng mức thưởng của Mercedes trong năm tới cho HAX. Chúng tôi nghĩ rằng showroom mới này có thể bắt đầu hoạt động sớm nhất vào cuối năm 2022



## DỰ PHÓNG – ĐỊNH GIÁ

Từ những luận điểm tích cực về ngành trong thời gian tới và những lợi thế nổi trội của DN chúng tôi cho rằng HAX sẽ là ngôi sao sáng của ngành, CSI kỳ vọng số lượng xe phân phối của Haxaco sẽ tăng 9.1%, đạt mức 2681 chiếc bán được trong 2022 dựa trên giả định (1) nhu cầu tiêu thụ xe tăng 10% (2) Hax giữ được mức thị phần trên 37% cùng với việc nguồn cung giới hạn lại tạo ra điều kiện thuận lợi để HAXACO nâng giá bán xe từ đó gia tăng mức biên lợi nhuận gộp ở mảng tiêu thụ xe của Hax đạt trên 6%. Từ đó chúng tôi dự phóng KQKD 2022 HAX như sau:

Năm 2022: DTT và LNST của HAX lần lượt đạt 6,529 tỷ VND (+18% YoY) và 233 tỷ VND (+46% YoY), EPS FW2021 = 4,705 VND/CP, tương ứng với mức P/E FW2022 = 9.7x, từ đó CSI ước tính giá trị thực của HAX trong 2022 đạt **45,600 đồng/cp** trong năm 2022 **cao hơn 32.3%** so với thị giá đóng cửa ngày **13.04.2022**, theo phương pháp P/E với P/E FW 2022 cao hơn **mức P/E trung bình 3 năm quá khứ = 7.8x**, CSI 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.

*Từ đó, với những triển vọng khá quan ở thời điểm hiện tại, chúng tôi cho rằng HAX là một trong những lựa chọn đầu tư tiềm năng cho năm mới 2022.*

**Bảng dự phóng doanh thu, lợi nhuận HAX trong cuối năm 2021 và 2022 (nguồn: CSI ước tính)**

Năm (đv: tỷ đồng)	2021	2022F
Doanh số thuần	5,551	6,529
LN gộp	357	424
LN sau thuế	160	233
EPS (đồng)	3,231	4,705
Number of shares	49,516,982	
<b>P/E FW2022</b>	<b>9.7x</b>	
<b>Value per share (dong)</b>	<b>45,600</b>	

**PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

**Bảng cân đối kế toán**

<b>Năm</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	1,105	1,399	1,246	919	936
Tiền và tương đương tiền	69	121	110	81	88
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	0
Các khoản phải thu	360	663	394	262	249
Hàng tồn kho, ròng	629	590	721	564	581
Tài sản lưu động khác	48	24	22	11	18
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	371	418	386	313	341
Phải thu dài hạn	0	6	5	5	6
Tài sản cố định	308	360	334	249	262
Tài sản dở dang dài hạn	0	0	0	15	33
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	63	52	48	45	41
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	1,476	1,817	1,632	1,232	1,277
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	1,087	1,364	1,167	697	567
Nợ ngắn hạn	1,083	1,361	1,163	693	563
Nợ dài hạn	4	4	4	4	4
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	390	453	466	535	710
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	1,476	1,817	1,632	1,232	1,277

**Bảng kết quả kinh doanh**

<b>Năm</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Doanh số	3,835	4,756	5,153	5,570	5,552
Các khoản giảm trừ	-2	0	0	0	0
Doanh số thuần	3,834	4,756	5,153	5,570	5,552
Giá vốn hàng bán	-3,688	-4,526	-4,958	-5,248	-5,195
Lãi gộp	146	230	195	321	357
Thu nhập tài chính	0	1	0	3	1
Chi phí tài chính	-36	-43	-57	-41	-18
Trong đó: Chi phí lãi vay	-36	-43	-57	-41	-18
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-84	-109	-117	-114	-119
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-41	-52	-53	-53	-48
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	-15	27	-31	116	173
Thu nhập khác	126	100	96	43	29
Chi phí khác	-1	-2	0	-1	0
Thu nhập khác, ròng	125	98	96	42	29
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	110	125	66	158	202
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hiện thời	-24	-27	-15	-32	-42
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hoãn lại	-2	0	0	0	-1
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-26	-26	-15	-32	-42
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	84	98	51	125	160
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	1	0
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	84	99	51	125	160
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	3,610	2,815	1,429	3,409	3,337

**Người thực hiện: Nguyễn Phương Linh**

Chuyên viên phân tích

Email: [linhnp@vncsi.com.vn](mailto:linhnp@vncsi.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá,

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại) / giá hiện tại</b>
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI), những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. CSI, nhân viên của CSI có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. CSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI.

#### **TRỤ SỞ CSI**

Tầng 11 Tòa Nhà Diamond Flower, số 48 Lê Văn Lương, Phường Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội

ĐT: + 84 24 3926 0099    Webiste: <https://www.vncsi.com.vn/>