

Ngành ô tô: Phục hồi chậm; VEA là lựa chọn hàng đầu

Trần Thị Thu Nga, CFA

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp & Công Nghệ
nga.ttthu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

- Ngành ô tô vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi, với sản lượng tiêu thụ trong 7 tháng đầu năm 2024 đi ngang so với cùng kỳ. Tuy nhiên, HSC kỳ vọng sẽ có sự cải thiện trong Q4/2024 nhờ khả năng áp dụng trở lại chính sách hỗ trợ giảm 50% phí trước bạ đối với xe lắp ráp trong nước trong 3 tháng.
- Nếu được thông qua, chính sách này sẽ có tác động tích cực lên các công ty ô tô trong danh sách khuyến nghị. Khi đó, HAX sẽ hưởng lợi từ sản phẩm xe lắp ráp trong nước Mercedes, trong khi đó tác động của chính sách này lên VEA không đáng kể.
- Tuy nhiên, chúng tôi ưa thích cổ phiếu VEA ở giai đoạn này vì đây là cổ phiếu đầu tư giá trị, với lợi suất cổ tức cao và bền vững ở mức trên 10%/năm, trong khi đó mức lợi nhuận phục hồi của HAX dường như được định giá quá cao vào mức giá hiện tại.

Chưa có dấu hiệu phục hồi

Nhu cầu mua ô tô vẫn ở mức thấp trong nửa đầu năm 2024 trong bối cảnh kinh tế phục hồi khá chậm, với sản lượng tiêu thụ giảm 4% so với cùng kỳ đạt 160.629 chiếc, sau khi giảm 25% so với cùng kỳ trong năm 2023. Trong tháng 7, sản lượng tiêu thụ tăng 18% so với cùng kỳ (và tăng 8% so với tháng 6) đạt 34.450 chiếc. Với kết quả trên, sản lượng tiêu thụ trong 7 tháng đầu năm 2024 không đổi so với cùng kỳ (đạt 195.012 chiếc).

Đáng lưu ý, chúng tôi không cho rằng sản lượng tiêu thụ trong tháng 7 tăng là nhờ nhu cầu tăng tự nhiên. Nguyên nhân chính là do khách hàng kỳ vọng được giảm 50% phí trước bạ đối với ô tô lắp ráp trong nước từ ngày 1/8/2024 – nhưng điều này đã không xảy ra. Nhiều khách hàng quyết định mua ô tô trong tháng 7 để hưởng lợi từ các chương trình khuyến mãi của các đại lý, và chờ đến tháng 8 để đăng ký xe để được giảm 50% phí trước bạ, do các đại lý ngừng các chương trình khuyến mãi khi chính sách giảm phí trước bạ chính thức có hiệu lực.

Lệ phí trước bạ đối với ô tô lắp ráp trong nước có khả năng giảm 50% trong Q4/2024

Các bộ ngành đã thảo luận về việc áp dụng trở lại chính sách hỗ trợ miễn giảm 50% phí trước bạ đối với ô tô lắp ráp trong nước do nhu cầu trong nửa đầu năm 2024 thấp. Hiện tại, chưa có kết luận nào được đưa ra, nhưng chính sách này sẽ được áp dụng trong 3 tháng (thay vì 6 tháng như trước đây). Nhìn chung, Chính phủ đã chấp thuận chủ trương này. Tuy nhiên, việc áp dụng chính sách mới vẫn cần phải tuân thủ đúng quy trình – Bộ Tài chính cần phải gửi tờ trình lên Chính phủ để phê duyệt.

HSC kỳ vọng việc này sẽ thúc đẩy sản lượng tiêu thụ ô tô trong Q4/2024, đặc biệt vào mùa cao điểm. Phản ánh điều này vào mô hình dự báo lợi nhuận, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ ô tô trong năm 2024 đi ngang ở mức 372.700 chiếc (trước đó, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ giảm 10% so với cùng kỳ, trong điều kiện không có chính sách hỗ trợ lệ phí trước bạ). Dự báo mới của chúng tôi cho thấy sản lượng tiêu thụ nửa cuối năm 2024 đạt 212.000 chiếc, tăng 3% so với cùng kỳ và 32% so với nửa đầu năm 2024.

Nâng khuyến nghị đối với VEA lên Mua vào

Trong số các doanh nghiệp ô tô trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi, HAX có vẻ hưởng lợi nhiều hơn từ chính sách giảm lệ phí trước bạ của Chính phủ do sản phẩm phân phối chính của công ty Mercedes được lắp ráp trong nước. Chính sách trên cũng có tác động tích cực đối với VEA nhưng ít hơn HAX, do mảng ô tô đóng góp một phần nhỏ vào lợi nhuận của Công ty.

Trái lại, HSC ưa thích cổ phiếu VEA và nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), tăng 3% giá mục tiêu lên 53.800đ (tiềm năng tăng giá là 22%). VEA là cổ phiếu đầu tư giá trị có khả năng phục hồi tốt, với lợi suất cổ tức cao và bền vững ở mức trên 10%/năm, đảm bảo khả năng tăng trưởng trong môi trường kinh tế bất ổn của toàn cầu. Trong khi đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với HAX xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) và giảm 4% giá mục tiêu xuống 15.800đ (rủi ro giảm giá là 7%). Mặc dù sự phục hồi lợi nhuận trong năm nay khá mạnh mẽ, nhưng vẫn thấp hơn dự báo của HSC và dường như đã được phản ánh vào giá cổ phiếu.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/8.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
HAX	17,050	Giảm tỷ trọng	Nắm giữ	15,800	(3.66)	(7.33)	19.5	11.0	12.0	8.48	2.93	5.87
VEA	44,100	Mua vào	Tăng tỷ trọng	53,800	2.67	22.0	9.44	8.85	19.8	18.3	10.0	10.4

Giá cổ phiếu tại ngày 26/8/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Cổ phiếu đầu tư giá trị được ưa thích, nơi trú ẩn an toàn trong bối cảnh kinh tế bất ổn 3

Nhu cầu chưa có dấu hiệu phục hồi 3

Các yếu tố tăng trưởng chính 4

KQKD Q2/2024: VEA vượt dự báo; HAX thấp hơn dự báo 6

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận: Tăng đối với VEA, giảm đối với HAX 6

Nâng khuyến nghị đối với VEA lên Mua vào; hạ khuyến nghị đối với HAX xuống Giảm tỷ trọng 7

Báo cáo thành phần

Tổng CTCP Máy động lực và máy nông nghiệp Việt Nam (VEA) 8

CTCP Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh (HAX) 14

Cổ phiếu đầu tư giá trị được ưa thích, nơi trú ẩn an toàn trong bối cảnh kinh tế bất ổn

Sản lượng tiêu thụ của ngành ô tô có khả năng cải thiện trong Q4/2024 khi chính sách giảm 50% phí trước bạ đối với ô tô lắp ráp nguyên chiếc trong nước sẽ được áp dụng trở lại. Mặc dù được hưởng lợi từ chính sách này, HAX phải mất thêm nhiều thời gian để có thể đạt mức lợi nhuận bằng với mức đỉnh trong quá khứ. Giá tăng nhanh gần đây khiến giá cổ phiếu vượt qua giá trị thực tế. Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với HAX xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ). HSC ưa thích cổ phiếu VEA (nâng khuyến nghị lên Mua vào) vì đây là cổ phiếu có khả năng phục hồi tốt, với lợi suất cổ tức vững chắc ở mức trên 10%/năm.

Nhu cầu chưa có dấu hiệu phục hồi

Nửa đầu năm 2024: Sản lượng tiêu thụ giảm sâu hơn nữa từ mức nền thấp

Nhu cầu vẫn ở mức thấp trong nửa đầu năm 2024 – sản lượng tiêu thụ xe máy giảm 1% so với cùng kỳ xuống còn 1.192.053 chiếc, trong khi sản lượng tiêu thụ ô tô giảm 4% so với cùng kỳ xuống còn 160.629 chiếc, mặc dù sản lượng tiêu thụ trong năm ngoái ở mức thấp (năm 2023, sản lượng tiêu thụ xe máy giảm 16%, trong khi đó sản lượng tiêu thụ ô tô giảm mạnh 25%). Nhu cầu ô tô dễ bị ảnh hưởng từ những biến động kinh tế hơn xe máy, vì ô tô được xếp vào danh sách mặt hàng xa xỉ.

Theo quan sát của HSC, nhu cầu ô tô là một chỉ báo trễ của nền kinh tế mới đang trong giai đoạn đầu hồi phục. Do đó, chúng ta cần phải chờ một thời gian cho nền kinh tế phục hồi trước khi kỳ vọng nhu cầu ô tô cải thiện.

Tháng 7/2024: Sản lượng tiêu thụ cải thiện, nhưng do đầu cơ

Trong tháng 7, sản lượng tiêu thụ tăng 18% so với cùng kỳ (và tăng 8% so với tháng 6) đạt 34.450 chiếc. Với kết quả trên, sản lượng tiêu thụ trong 7 tháng đầu năm 2024 đi ngang so với cùng kỳ (đạt 195.012 chiếc).

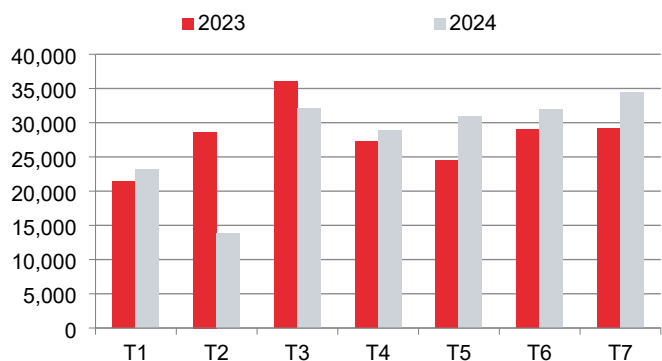
Tuy nhiên, chúng tôi không cho rằng sản lượng tiêu thụ trong tháng 7 tăng là nhờ nhu cầu tăng tự nhiên. Nguyên nhân chính là do khách hàng kỳ vọng được giảm 50% phí trước bạ đối với ô tô lắp ráp trong nước từ ngày 1/8/2024 – nhưng điều này đã không xảy ra. Nhiều khách quyết định mua ô tô trong tháng 7 để hưởng lợi từ các chương trình khuyến mãi của các đại lý, và chờ đến tháng 8 để đăng ký xe để được giảm 50% phí trước bạ, do các đại lý thường ngừng các chương trình khuyến mãi vì chính sách giảm 50% phí trước bạ chính thức có hiệu lực.

Trong 7 tháng đầu năm 2024, sản lượng tiêu thụ của hầu hết các thương hiệu ô tô đều giảm, ngoại trừ Ford (tăng 1% so với cùng kỳ), Honda (tăng 16% so với cùng kỳ) và MG (tăng 3,3 lần so với cùng kỳ).

MG là trường hợp đặc biệt trong ngành ô tô. Sản lượng tiêu thụ của hãng tăng mạnh từ Q3/2024 sau khi công ty mẹ (SAIC, Trung Quốc) trở thành nhà phân phối độc quyền cho thương hiệu xe này từ tháng 7/2023, thay thế nhà phân phối cũ Tanhong (Malaysia). Ngoài việc đưa ra giá bán cạnh tranh khi tham gia phân khúc này, hãng xe MG cũng nhận được sự hỗ trợ tích cực từ SAIC (đưa ra các điều khoản hấp dẫn để các nhà phân phối có thể phát triển mạnh hệ thống phân phối) và đặt mục tiêu trở thành 1 trong 5 thương hiệu ô tô lớn nhất Việt Nam về thị phần. Với KQKD trong 7 tháng đầu năm 2024, MG đã lọt vào top 10 thương hiệu xe lớn nhất Việt Nam (xét về thị phần trong phân khúc ô tô).

Biểu đồ 1: Doanh số bán ô tô theo tháng (chiếc), Việt Nam

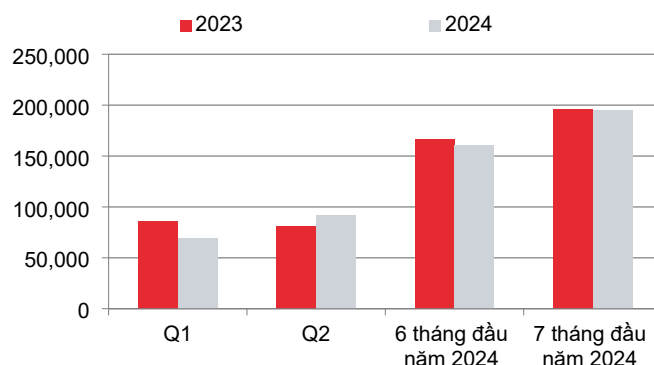
Sản lượng tiêu thụ trong tháng 7/2024 tăng 18% so với cùng kỳ nhưng không nhờ nhu cầu cải thiện



Nguồn: VAMA, TC Motor, Mercedes, HSC

Biểu đồ 2: Doanh số bán ô tô trong 7 tháng đầu năm 2024 (chiếc), Việt Nam

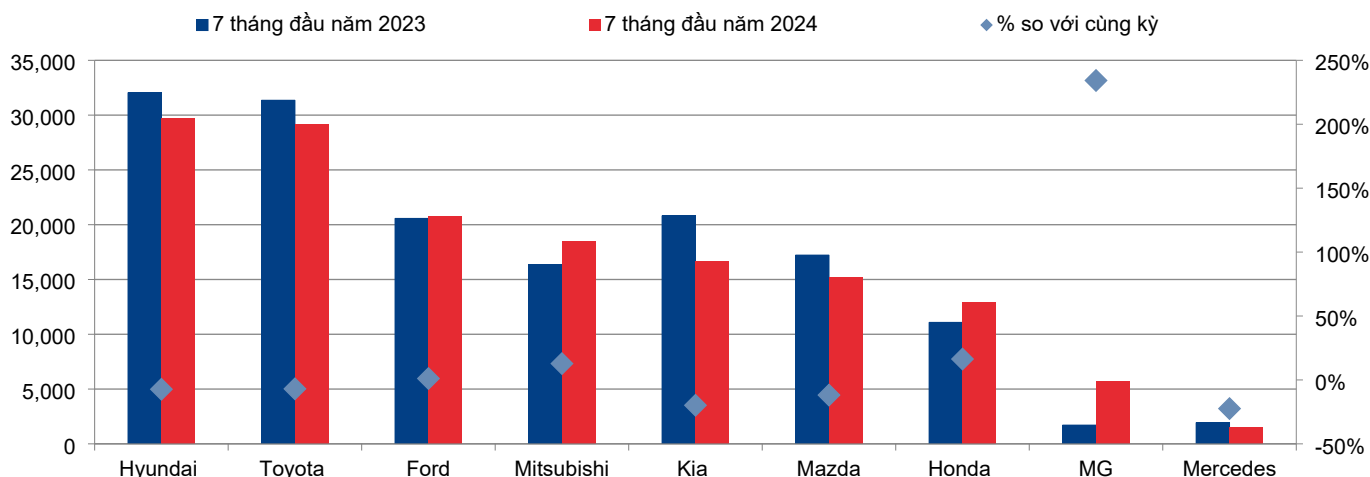
Sản lượng tiêu thụ trong 7 tháng đầu năm 2024 đi ngang so với cùng kỳ



Nguồn: VAMA, TC Motor, Mercedes, HSC

Biểu đồ 3: Doanh số bán ô tô trong 7 tháng đầu năm 2024 theo các thương hiệu, Việt Nam

Hầu hết các thương hiệu đều ghi nhận sản lượng tiêu thụ giảm trong 7 tháng đầu năm 2024, ngoại trừ một số ít các hãng như Ford (tăng 1% so với cùng kỳ), Honda (tăng 16% so với cùng kỳ) và MG (tăng 3,3 lần so với cùng kỳ)



Nguồn: VAMA, TC Motor, Mercedes, HSC

Bảng 4: Tác động của việc áp dụng chính sách hỗ trợ miễn giảm 50% phí trước bạ, Việt Nam

Chính sách hỗ trợ đã chứng minh được hiệu quả trong việc hỗ trợ doanh số bán ô tô trong thời gian áp dụng mặc dù có khả năng doanh số sẽ giảm sau khi ngưng áp dụng

Thời gian	Thời gian áp dụng	Sản lượng tiêu thụ				Tác động	
		6T trước	Trong thời gian áp dụng	6T sau	% so với 6T trước	Giảm trong 6T sau	
Lần 1	T7/20 – T12/20	144,729	256,610	203,065	77%	-21%	
Lần 2	T12/21 – T5/22	186,417	284,476	243,836	53%	-14%	
Lần 3	T7/23 – T12/23	166,820	205,886	157,000	23%	-24%	

Nguồn: HSC

Các yếu tố tăng trưởng chính

Lệ phí trước bạ đối với ô tô lắp ráp trong nước có khả năng giảm 50% trong Q4/2024

Các bộ ngành đã thảo luận về việc áp dụng trở lại chính sách hỗ trợ miễn giảm 50% phí trước bạ đối với ô tô lắp ráp trong nước do nhu cầu trong nửa đầu năm 2024 thấp. Một số ý kiến tranh cãi xung quanh việc tái áp dụng chính sách giảm lệ phí trước bạ, vì cho rằng chính sách này có sự phân biệt đối xử giữa ô tô lắp ráp trong nước và ô tô nhập khẩu nguyên chiếc. Điều này có thể làm ảnh hưởng đến mối quan hệ thương mại của Việt Nam với các nước đối tác. Do đó, quyết định cuối cùng chưa được đưa ra, nhưng việc áp dụng chính sách hỗ trợ này trong 3 tháng (thay vì 6 tháng như trước đây) cơ bản đã được Chính phủ đồng ý. Tuy nhiên, việc áp dụng chính sách mới vẫn cần

phải tuân thủ đúng quy trình – Bộ Tài chính (MOF) cần phải gửi tờ trình lên Chính phủ để phê duyệt cuối cùng.

Chúng tôi lưu ý rằng chính sách này chỉ tác động đến cho ô tô chạy bằng xăng và hybrid, không áp dụng cho xe điện vì hiện tại loại xe này được miễn lệ phí trước bạ. Theo Nghị định 10/2022/NĐ-CP, lệ phí trước bạ đối với xe điện là 0%, được áp dụng trong 3 năm kể từ ngày 01/03/2022. Trong vòng 2 năm tiếp theo (từ 01/3/2025 đến 01/3/2027), lệ phí trước bạ lần đầu của xe điện bằng 50% mức thu đối với ô tô chạy bằng xăng.

HSC kỳ vọng chính sách hỗ trợ này sẽ thúc đẩy sản lượng tiêu thụ ô tô trong Q4/2024. Để phản ánh điều này, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ ô tô trong năm 2024 đi ngang ở mức 372.700 chiếc (trước đó, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ giảm 10% so với cùng kỳ, trong điều kiện không có chính sách hỗ trợ lệ phí trước bạ). Dự báo mới của chúng tôi cho thấy sản lượng tiêu thụ nửa cuối năm 2024 đạt 212.000 chiếc, tăng 3% so với cùng kỳ và 32% so với nửa đầu năm 2024. HSC cũng lưu ý rằng hình thức hỗ trợ này đã chứng minh có hiệu quả trong việc thúc đẩy sản lượng tiêu thụ ô tô trong các lần áp dụng trước đó, mặc dù tác động của chính sách này trong lần thứ ba áp dụng (nửa cuối năm 2023) không mạnh bằng hai lần trước đó do sức chi tiêu của người tiêu dùng giảm sau đại dịch COVID-19 và kinh tế suy thoái.

Liên doanh: Mercedes-Benz Vietnam khả năng được gia hạn, tác động đến các liên doanh khác?

Các hãng sản xuất ô tô trên toàn cầu bắt đầu đầu tư vào Việt Nam từ năm 1995, cùng thời điểm Mỹ và Việt Nam bình thường hóa quan hệ. Trong những năm đầu, Chính phủ Việt Nam yêu cầu các hãng sản xuất ô tô thành lập liên doanh (JV) với một công ty Nhà nước để triển khai HĐKD tại đây.

Bảng 5: Các liên doanh ô tô tại Việt Nam

Toyota, Honda, Ford và Mercedes-Benz là những hãng sản xuất ô tô toàn cầu đầu tiên thành lập doanh nghiệp tại Việt Nam

Các liên doanh	Năm thành lập	Cổ đông Nhà nước	Các cổ đông khác	Vị trí	Thời hạn có hiệu lực (năm)	Năm hết hạn
Toyota Vietnam Motor	1995	VEA: 20%	Toyota Japan Automobile Corporation: 70%; KUO Singapore Company Limited: 10%	Vĩnh Phúc	40	2035
Honda Vietnam	1996	VEA: 30%	Japan Honda Motor Company: 42%; Thailand Asian Honda Motor: 28%	Vĩnh Phúc	40	2036
Ford Vietnam	1995	Công ty TNHH MTV Diesel Sông Công (100% thuộc sở hữu của VEA): 25%	Ford Motor Group (thuộc sở hữu của Mỹ): 75%	Hải Dương	40	2035
Mercedes-Benz Vietnam	1995	Samco: 30%	MBG AG (thuộc sở hữu của Đức): 70%	TP.HCM	30	2025

Nguồn: HSC

Toyota, Honda, Ford và Mercedes-Benz là những hãng sản xuất ô tô đầu tiên mở rộng kinh doanh sang Việt Nam. Trong đó, 3 công ty đầu tiên thành lập liên doanh với VEA (thời hạn 40 năm), trong khi công ty còn lại thành lập liên doanh với Samco (chưa niêm yết), với thời hạn 30 năm. Chúng tôi lưu ý rằng, các cổ đông đại diện cho cổ phần của Nhà nước góp vốn dưới hình thức quyền sử dụng đất.

Mercedes-Benz Vietnam (MBV; chưa niêm yết) là công ty liên doanh giữa Mercedes-Benz AG của Đức (MBG AG sở hữu 70% cổ phần tại MBV) và Samco (sở hữu 30% cổ phần tại MBV). Công ty liên doanh này được cấp giấy phép kinh doanh vào tháng 4/1994 với thời hạn 30 năm. Điều này có nghĩa là giấy phép sẽ hết hạn vào tháng 4/2025 nếu không được gia hạn.

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

Việc thời hạn dự án sắp kết thúc có thể làm dấy lên lo ngại rằng liên doanh này sẽ tạm dừng hoạt động lắp ráp tại Việt Nam và thay vào đó nhập khẩu ô tô nguyên chiếc

từ Thái Lan. Thực tế, việc xin gia hạn của liên doanh này đã được triển khai từ rất lâu. Năm 2021, MBV đã nộp đơn lên UBND TP.HCM xin gia hạn thêm 5 năm (đến tháng 4/2030). Nhưng cho đến nay, Công ty vẫn chưa nhận được quyết định vì còn vướng pháp lý liên quan đến việc xử lý quyền sử dụng đất mà Samco góp vốn khi mới thành lập liên doanh. Tuy nhiên, vấn đề này được Tổng Bí thư, Chủ tịch nước Tô Lâm quan tâm và đã phê bình quy trình xử lý không hợp lý và yêu cầu đẩy nhanh quá trình giải quyết vướng mắc đối với dự án này. Do đó, liên doanh này có khả năng rất cao sẽ được gia hạn thêm 5 năm và tiếp tục vận hành dây chuyền lắp ráp ô tô.

Chúng tôi lưu ý rằng, trong dài hạn, MBV cần phải xem xét đến việc di dời nhà máy ra vùng ven TP.HCM do nhà máy hiện hữu tọa lạc tại quận Gò Vấp, một quận có dân cư đông và giá đất khá cao. Việc di dời nhà máy có thể sẽ phát sinh chi phí nhưng phần này có thể sẽ được bù đắp bằng các ưu đãi thu hút đầu tư của thành phố.

Thời hạn của các liên doanh Toyota, Honda và Ford còn 11-12 năm nữa. Những liên doanh này cũng cần phải thực hiện quy trình giống như MBV để được gia hạn dự án. Tuy nhiên, vì các liên doanh này được bố trí tại các tỉnh (Vĩnh Phúc và Hải Dương) nên chúng tôi kỳ vọng các quy trình (nếu có) sẽ dễ dàng hơn so với MBV và chi phí liên quan cũng thấp hơn. Ở giai đoạn này, chúng tôi chưa phản ánh chi phí liên quan đến việc xin gia hạn của liên doanh MBV vào mô hình dự báo lợi nhuận của VEA.

KQKD Q2/2024: VEA vượt dự báo; HAX thấp hơn dự báo

Trong bối cảnh nhu cầu thấp, các công ty trong danh sách khuyến nghị báo cáo KQKD Q2/2024 trái chiều:

- KQKD Q2/2024 của **VEA** cao hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi, với lợi nhuận thuần đạt 1.798 tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ và tăng 27% so với quý trước). Kết quả trên được hỗ trợ từ sự đóng góp lợi nhuận tích cực từ các công ty liên doanh và Honda có mức đóng góp cao nhất nhờ tỷ suất lợi nhuận mở rộng trong Q2/2024. Trong nửa đầu năm 2024, lợi nhuận thuần tăng 2% so với cùng kỳ đạt 3.219 tỷ đồng, hoàn thành 54% dự báo (cũ) cho cả năm 2024 của chúng tôi.
- **HAX** báo cáo KQKD Q2/2024 phục hồi mạnh (tăng 2,4 lần so với cùng kỳ đạt 8 tỷ đồng, nhưng giảm 66% so với quý trước), được hỗ trợ bởi mảng kinh doanh xe MG. Kết quả trên thấp hơn dự báo của chúng tôi do tỷ suất lợi nhuận thấp, khi KQKD xe Mercedes thấp hơn dự báo. Lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2024 đạt 30 tỷ đồng (tăng 5,8 lần so với cùng kỳ), hoàn thành chỉ 27% dự báo lợi nhuận (cũ) của chúng tôi.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận: Tăng đối với VEA, giảm đối với HAX

Sau khi có KQKD Q2/2024, chúng tôi điều chỉnh tăng 4% dự báo lợi nhuận cho năm 2024, và tăng bình quân 2% cho năm 2025-2026. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận năm 2024 đi ngang ở mức 6.207 tỷ đồng, sau đó tăng vừa phải lần lượt ở mức 7% và 6% trong năm 2025 và 2026, đạt 6.625 tỷ đồng và 7.049 tỷ đồng.

Trong khi đó, chúng tôi giảm lần lượt 25% và 8% dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025 của HAX do dự báo KQKD mảng kinh doanh xe Mercedes giảm, trong khi giữ nguyên dự báo đối với mảng kinh doanh xe MG. Dự báo mới của chúng tôi vẫn cho thấy lợi nhuận phục hồi 2,4 lần so với cùng kỳ trong năm 2024 đạt 82 tỷ đồng, sau đó tăng mạnh 76% trong năm 2025 (đạt 144 tỷ đồng) và 34% trong năm 2026 (đạt 193 tỷ đồng).

Bảng 6: Điều chỉnh dự báo cho giai đoạn 2024-2026, các công ty ngành Ô tô HSC khuyến nghị

HSC nâng dự báo đối với VEA nhưng giảm dự báo đối với HAX

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
VEA	6,201	5,969	6,487	6,896	6,207	6,625	7,049	4.0%	2.1%	2.2%
HAX	35	108	156	195	82	144	193	-24.5%	-7.6%	-0.9%
Tăng trưởng										
VEA		-3.7%	8.7%	6.3%	0.1%	6.7%	6.4%			
HAX		213.6%	43.9%	24.7%	136.7%	76.1%	33.8%			

Nguồn: HSC

Nâng khuyến nghị đối với VEA lên Mua vào; hạ khuyến nghị đối với HAX xuống Giảm tỷ trọng

Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận, HSC tăng 3% giá mục tiêu đối với VEA lên 53.800đ (từ 52.400đ) và nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với tiềm năng tăng giá là 22%. Sau khi giá cổ phiếu tăng khiêm tốn 3% trong 1 tháng qua, VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,1 lần, sát với bình quân từ năm 2019 ở mức 9,2 lần.

Trong khi đó, chúng tôi giảm giá mục tiêu đối với HAX xuống 15.800đ (từ 16.400đ) và hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng với rủi ro giảm giá 7%. Sau khi giá cổ phiếu tăng 11% trong 1 tháng qua nhờ tâm lý thị trường cải thiện sau khi có thông tin hỗ trợ 50% phí trước bạ, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,1 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 10,9 lần.

Ở giai đoạn này, chúng tôi nhận thấy mức tăng lợi nhuận của HAX đang được thị trường trả giá quá cao. Thị giá hiện tại của HAX bằng 75% của mức đỉnh được ghi nhận vào cuối Q1/2022, trong khi lợi nhuận thuần trong năm nay dự kiến chỉ bằng 34% của mức đỉnh năm 2022. Cho năm 2025, mặc dù chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng mạnh 76% so với cùng kỳ đạt 156 tỷ đồng nhưng cũng chỉ bằng 60% lợi nhuận thuần của mức đỉnh năm 2022.

Trong khi đó, chúng tôi ưa thích khả năng phục hồi tốt và chiến lược đầu tư tập trung vào giá trị của VEA, với lợi suất cổ tức hơn 10%/năm. Đây là nơi trú ẩn an toàn trong bối cảnh kinh tế toàn cầu bất ổn.

Bảng 7: Khuyến nghị & định giá, các doanh nghiệp ngành Ô tô HSC khuyến nghị

Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với VEA lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) nhưng hạ khuyến nghị đối với HAX xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ)

Đông	Thị giá	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng/giảm	Khuyến nghị	P/E 2024	P/E 2025	P/E trượt dự phóng 1 năm	Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân
VEA	44,100	53,800	22.0%	Mua vào	19.5	11.0	13.1	0.3
HAX	17,050	15,800	-7.3%	Giảm tỷ trọng	9.5	8.9	9.1	0.0

Nguồn: HSC

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

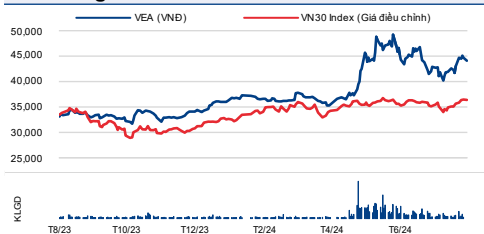
Giá mục tiêu: VNĐ53,800 (từ VNĐ52,400)

Tiềm năng tăng/giảm: 22.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/8/2024)	44,100
Mã Bloomberg	VEA.VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	31,702-49,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	44,633
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	58,600
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,357
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,329
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	651
Slg CP NN được mua (tr.đv)	582
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	5.20%
Tỷ lệ freefloat	11.5%
Cổ đông lớn	Bộ Công Thương (88.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	2.80	3.76	33.8
So với chỉ số	(0.07)	1.00	21.2
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	4,648	5,075	(8.4)
2025F	4,961	5,368	(7.6)
2026F	5,279	5,532	(4.6)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VEAM nắm cổ phần tại các liên doanh hàng đầu về sản xuất ô tô và xe máy tại Việt Nam (Honda, Toyota và Ford) và sản xuất máy nông nghiệp

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Thu Nga, CFA

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp & nga.ttthu@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4807

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp han.vtn@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 314

Khả năng phục hồi + lợi suất cổ tức tốt; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với VEA lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng nhẹ 3% giá mục tiêu lên 53.800đ (từ 52.400đ). Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 22%.
- Chúng tôi tăng 4% dự báo lợi nhuận năm 2024 (đi ngang so với cùng kỳ) do KQKD Q2/2024 tốt hơn dự báo. Trong khi đó, cho năm 2025-2026, chúng tôi tăng bình quân 2% dự báo lợi nhuận, cho thấy mức tăng trưởng đạt lần lượt 7% và 6%.
- VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,1 lần, sát với bình quân từ năm 2019 ở mức 9,2 lần. Tuy nhiên, lợi suất cổ tức cho giai đoạn 2024-2026 được dự báo ở mức 10-11%, với lợi suất cổ tức năm 2023 là 11% (cổ tức bằng tiền mặt sẽ được chi trả vào cuối năm nay).

Sự kiện: KQKD Q2/2024 cao hơn dự báo

VEA báo cáo KQKD Q2/2024 tích cực với lợi nhuận thuần đạt 1.798 tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ nhưng tăng 27% so với quý trước, cao hơn dự báo 20%). Kết quả trên có được là nhờ sự đóng góp lợi nhuận từ công ty liên doanh, dẫn dắt bởi Honda với tỷ suất lợi nhuận mở rộng mặc dù sản lượng tiêu thụ kém khả quan trong giai đoạn này. Lợi nhuận thuần trong nửa đầu năm 2024 hoàn thành 54% dự báo (cũ) cho năm 2024 của chúng tôi.

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

HSC tăng nhẹ 3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 6.207 tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ), sau khi Công ty công bố KQKD Q2/2024 cao hơn dự báo. Cho năm 2025-2026, chúng tôi đa phần giữ nguyên dự báo, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 7% và 6%. Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi thấp hơn 5-8% bình quân dự báo của thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 3 tháng qua, VEA đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 và 2025 lần lượt là 9,5 lần và 8,9 lần, tương đương với P/E trượt dự phóng là 9,1 lần, sát với bình quân từ năm 2019 ở mức 9,2 lần. Đáng lưu ý, trong khi lợi nhuận được dự báo tăng trưởng khiêm tốn, lợi suất cổ tức dự báo vẫn hấp dẫn, dao động trong khoảng 10-11% trong giai đoạn 2024-2026. Ngoài ra, Công ty sẽ trả 5.035 đồng/cổ phần cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2023 (dự kiến vào cuối năm nay).

Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và giữ nguyên các giả định, chúng tôi tăng 3% giá mục tiêu lên 53.800đ (từ 52.400đ). Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 20%. Cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2024 và 2025 là 11,6 lần và 10,8 lần.

Chúng tôi vẫn ưa thích cổ phiếu VEA nhờ có khả năng phục hồi tốt và mức lợi suất cổ tức hấp dẫn, đặc biệt trong bối cảnh thị trường đang lo ngại về triển vọng kinh tế toàn cầu. Nâng khuyến nghị lên Mua vào.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	7,254	5,649	6,053 ▲	6,521	6,969
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	7,595	6,201	6,207	6,625	7,049
EPS ĐC (đồng)	5,709	4,659	4,648	4,961	5,279
DPS (đồng)	4,187	5,035	4,429	4,599 ▲	4,942
BVPS (đồng)	18,982	19,363	19,024	19,607	20,341
EV/EBITDA ĐC (lần)	16.7	21.3	19.8	18.3	17.0
P/E ĐC (lần)	7.73	9.46	9.49	8.89	8.35
Lợi suất cổ tức (%)	9.49	11.4	10.0	10.4	11.2
P/B (lần)	2.32	2.28	2.32	2.25	2.17
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	32.1	(18.4)	(0.24)	6.72	6.41
ROAE (%)	31.1	24.3	24.3	25.8	26.6

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

Cổ phiếu đầu tư giá trị; nâng khuyến nghị lên Mua vào

HSC nâng khuyến nghị đối với VEA lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu cao hơn một chút, ở mức 53.800đ và tiềm năng tăng giá là 22%. VEA thể hiện khả năng phục hồi tốt trong bối cảnh nhu cầu giảm Sau khi tăng 4% cho năm 2024 và tăng khoảng 2% cho năm 2025-2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng khiêm tốn với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 ở mức 4%, nhưng lợi suất cổ tức vẫn hấp dẫn ở mức 10-11%. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu VEA nhờ có khả năng phục hồi tốt và mức lợi suất cổ tức hấp dẫn, đặc biệt trong bối cảnh thị trường đang lo ngại về triển vọng kinh tế toàn cầu.

KQKD Q2/2024 cao hơn dự báo

VAE báo cáo KQKD Q2/2024 cao hơn dự báo, với lợi nhuận thuần đạt 1.798 tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ, tăng 27% so với quý trước) nhờ đóng góp lợi nhuận 1.628 tỷ đồng từ các công ty liên doanh (tăng 4% so với cùng kỳ, và tăng 32% so với quý trước). KQKD tốt bất ngờ của Honda (VEA sở hữu 30% cổ phần) là nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện mặc dù không ghi nhận tăng trưởng về sản lượng tiêu thụ, đã hỗ trợ tích cực cho tăng trưởng lợi nhuận của VEA.

Trong khi đó, lợi nhuận HĐ tài chính giảm 35% so với cùng kỳ và 16% so với quý trước xuống 201 tỷ đồng do môi trường lãi suất thấp. Tính đến cuối Q2/2024, số dư tiền gửi ngân hàng của VEA đạt 16.447 tỷ đồng (gần như không thay đổi so với mức 16.275 tỷ đồng tại thời điểm cuối Q1/2024).

Bảng 8: KQKD Q2/2024, VEA

Lợi nhuận thuần Q2/2024 đi ngang so với cùng kỳ, vượt dự báo của chúng tôi

Tỷ đồng	Q2/23	Q1/24	Q2/24	% sv cùng kỳ	% sv quý trước	6T2023	6T2024	% sv cùng kỳ	2024F dự báo cũ của HSC	% đạt dự báo	2024F dự báo mới của HSC	% đạt dự báo
Lợi nhuận từ cty LD, LK	1,571	1,238	1,628	3.6%	31.5%	2,746	2,866	4.4%	5,558	51.6%	5,892	48.6%
Lợi nhuận tài chính	311	240	201	-35.3%	-16.1%	579	441	-23.8%				
Lợi nhuận thuần	1,790	1,420	1,798	0.5%	26.6%	3,148	3,219	2.2%	5,969	53.9%	6,207	51.9%

Nguồn: VEA, HSC

Bảng 9: Lợi nhuận từ các công ty liên doanh, liên kết, VEA

Lợi nhuận đóng góp từ các công ty liên doanh, liên kết trong Q2/2024 tăng 4% so với cùng kỳ, dẫn dắt bởi Honda

Tỷ đồng	Q2/2023	Q1/2024	Q2/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	1,571	1,238	1,628	3.6%	31.5%	2,746	2,866	4.4%
Honda	1,280	1,169	1,496	16.9%	28.0%	2,285	2,666	16.7%
Toyota	100	4	61	-38.9%	1422.0%	204	65	-68.2%
Ford & công ty khác	191	64	71	-63.1%	9.7%	257	135	-47.5%
Tỷ trọng								
Honda	81.5%	94.5%	91.9%			83.2%	93.0%	
Toyota	6.3%	0.3%	3.7%			7.4%	2.3%	
Ford & công ty khác	12.2%	5.2%	4.3%			9.4%	4.7%	

Nguồn: VEA, HSC

Bảng 10: Doanh số bán xe của các công ty liên doanh, liên kết, VEA

Doanh số bán xe đối với cả hai phân khúc xe máy & ô tô tại các công ty liên doanh, liên kết của VEA đều giảm so với cùng kỳ, tuy nhiên, doanh số bán xe máy của Honda chỉ giảm nhẹ

Chiếc	Q2/2023	Q1/2024	Q2/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ
Xe máy	484,473	482,255	475,630	-1.8%	-1.4%	1,004,091	957,885	-4.6%
Honda	484,473	482,255	475,630	-1.8%	-1.4%	1,004,091	957,885	-4.6%
Ô tô	27,420	21,471	24,007	-12.4%	11.8%	54,331	45,478	-16.3%
Toyota	13,545	7,321	15,267	12.7%	108.5%	27,420	22,588	-17.6%
Honda	5,120	6,129	4,362	-14.8%	-28.8%	9,488	10,491	10.6%
Ford	8,755	8,021	9,630	10.0%	20.1%	17,423	17,651	1.3%

Nguồn: Honda, VAMA

Thay đổi lãnh đạo không ảnh hưởng đến các yếu tố nền tảng

Sau khi cựu tổng giám đốc Phan Phạm Hà bị bắt vào tháng 6/2024 do những sai phạm liên quan đến việc lập và sử dụng hóa đơn chứng từ. Ông Nguyễn Khắc Hải, chủ tịch HĐQT Công ty cũng bị bãi nhiệm cho nhiệm kỳ 2022-2027.

Không lâu sau đó, Bộ Công Thương đã điều động 2 nhân sự đảm nhiệm vị trí chủ tịch HĐQT và CEO của Công ty.

Chúng tôi dự báo lãnh đạo mới sẽ có cách tiếp cận thận trọng trong việc điều hành và quản trị Công ty. Do đó, chúng tôi dự báo VEA sẽ không có các khoản đầu tư lớn trong thời gian tới. Tuy nhiên, hoạt động tái cơ cấu cũng sẽ cần nhiều thời gian.

Việc thay đổi nhân sự cũng sẽ không ảnh hưởng đến kế hoạch niêm yết trên sàn HSX của VEA. Xin nhắc lại, những rào cản chính ảnh hưởng đến kế hoạch niêm yết trên sàn HSX của VEA là các ý kiến kiểm toán ngoại trừ chưa được giải quyết được thể hiện trong BCTC của Công ty, bao gồm (i) tồn kho xe tải nhẹ trị giá 72 tỷ đồng và (ii) các vấn đề tại hai công ty con (chưa niêm yết) Matexim và công ty Cơ khí Trần Hưng Đạo (tổng vốn đầu tư vào hai công ty con này là 324 tỷ đồng sau trích lập dự phòng). BLĐ VEA khó có khả năng thúc đẩy quá trình giải quyết những vướng mắc này, mà phụ thuộc vào (i) kết luận của công an về những sai phạm dẫn đến tình trạng tồn kho và các vấn đề tại hai công ty con và (ii) quá trình tái cơ cấu tại 2 công ty con này, thường tốn nhiều thời gian vì cả hai đều là công ty Nhà nước.

Do đó, chúng tôi không kỳ vọng VEA có thể niêm yết trên sàn HSX thành công trong 1-2 năm tới, mặc dù nhận thấy Công ty có tiến triển trong quá trình giải quyết vấn đề ý kiến kiểm toán ngoại trừ trong vài năm qua.

Tăng 2-4% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

HSC tăng nhẹ 4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 6.207 tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ), sau khi Công ty công bố KQKD Q2/2024 cao hơn dự báo và dự kiến KQKD mảng phân phối ô tô cải thiện trong Q4/2024. Cho năm 2025-2026, chúng tôi tăng nhẹ 2% dự báo, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 7% và 6%.

Trong khi lợi nhuận được dự báo tăng trưởng khiêm tốn, lợi suất cổ tức dự báo vẫn hấp dẫn, dao động trong khoảng 10-11% trong giai đoạn 2024-2026. Ngoài ra, Công ty sẽ trả 5.035 đồng/cổ phần cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2023 (dự kiến vào cuối năm nay).

Bảng 11: Điều chỉnh dự báo cho giai đoạn 2024-2026, VEA

HSC tăng 4% ước tính lợi nhuận cho năm 2024 và tăng 2% năm 2025-2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận từ cty LD, LK	5,640	5,558	6,127	6,553	5,892	6,356	6,802	6.0%	3.7%	3.8%
Lợi nhuận tài chính	1,150	757	734	740	756	734	739	-0.1%	-0.1%	-0.1%
Lợi nhuận thuần	6,201	5,969	6,487	6,896	6,207	6,625	7,049	4.0%	2.1%	2.2%
Tăng trưởng										
Lợi nhuận từ cty LD, LK		-1.5%	10.2%	7.0%	4.5%	7.9%	7.0%			
Lợi nhuận tài chính		-34.2%	-3.0%	0.8%	-34.3%	-3.0%	0.8%			
Lợi nhuận thuần		-3.7%	8.7%	6.3%	0.1%	6.7%	6.4%			

Nguồn: HSC

Bảng 12: Chi phí vốn CSH, VEA

Chi phí vốn CSH là 11,7%

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	11.7%

Nguồn: HSC

Tăng giá mục tiêu lên 53.800đ; nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 22%

Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và giữ nguyên các giả định định giá, HSC tăng 3% giá mục tiêu lên 53.800đ (từ 52.400đ), với tiềm năng tăng giá 22%. Cổ phiếu đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024-2025 lần lượt ở mức 11,6 lần và 10,8 lần. Chúng tôi ưa thích VEA vì đây là cổ phiếu đầu tư giá trị và mức lợi suất cổ tức hấp dẫn, đặc biệt trong bối cảnh thị trường đang lo ngại về triển vọng kinh tế toàn cầu. VEA xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ có lợi suất cổ tức cao và bền vững, ở mức trên 10%/năm. Khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 22%.

Các giả định định giá của chúng tôi không đổi, với (i) lãi suất phi rủi ro 4%, (ii) phần bù rủi ro vốn CSH 8,5%, (iii) hệ số beta 0,9 lần và (iv) tốc độ tăng trưởng dài hạn 1%.

Bảng 13: Định giá DDM, VEA

Giá mục tiêu mới là 53,800đ

STT	Năm	Cổ tức (đồng/cp)	Giá trị dài hạn (đồng)	Giá trị hiện tại (đồng)
0	2024	5,035		5,035
0.5	2025	4,429		4,192
1.5	2026	4,599		3,898
2.5	2027	4,942		3,752
3.5	2028	5,280	50,076	37,641
Tốc độ tăng trưởng dài hạn			1.0%	
Chi phí vốn CSH			11.7%	
Giá trị nội tại				54,518
Trích lập				(753)
Giá mục tiêu				53,800

Nguồn: HSC

Bảng 14: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, VEA

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1%

Đồng	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro				
		0.0%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
	0.0%	54,800	52,600	50,500	48,700	47,000
	0.5%	56,700	54,300	52,100	50,100	48,200
	1.0%	58,800	56,100	53,800	51,600	49,600
	1.5%	58,800	56,100	53,800	51,600	49,600
	2.0%	61,100	58,200	55,600	53,300	51,100

Nguồn: HSC

Biểu đồ 15: P/E trượt dự phóng 1 năm, VEA

VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,1 lần, so với giá trị bình quân quá khứ từ năm 2019 là 9,2 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 3 tháng qua, VEA đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 và 2025 lần lượt là 9,6 lần và 9 lần, tương đương với P/E trượt dự phóng là 9,1 lần, sát với bình quân từ năm 2019 ở mức 9,2 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	4,747	3,806	3,997	4,077	4,199
Lợi nhuận gộp	651	448	470	480	494
Chi phí BH&QL	(667)	(697)	(570)	(582)	(599)
Thu nhập khác	6,985	5,640	5,892	6,356	6,802
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	6,969	5,391	5,792	6,254	6,697
Lãi vay thuần	795	1,150	756	734	739
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	79.3	(23.8)	(23.8)	(25.4)	(27.1)
LNTT	7,844	6,517	6,524	6,962	7,409
Chi phí thuế TNDN	(179)	(252)	(252)	(269)	(286)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(70.1)	(64.1)	(64.2)	(68.5)	(72.9)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	7,595	6,201	6,207	6,625	7,049
Lợi nhuận thuần ĐC	7,586	6,191	6,176	6,592	7,014
EBITDA ĐC	7,254	5,649	6,053	6,521	6,969
EPS (đồng)	5,716	4,667	4,671	4,985	5,305
EPS ĐC (đồng)	5,709	4,659	4,648	4,961	5,279
DPS (đồng)	4,187	5,035	4,429	4,599	4,942
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,329	1,329	1,329	1,329	1,329
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,329	1,329	1,329	1,329	1,329
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,329	1,329	1,329	1,329	1,329

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	297	358	754	1,302	1,861
Đầu tư ngắn hạn	12,588	12,888	11,990	12,230	12,597
Phải thu khách hàng	3,622	4,466	4,689	4,783	4,926
Hàng tồn kho	1,541	1,284	1,348	1,375	1,416
Các tài sản ngắn hạn khác	146	154	161	165	170
Tổng tài sản ngắn hạn	18,195	19,150	18,943	19,855	20,971
TSCĐ hữu hình	1,659	1,519	1,369	1,215	1,058
TSCĐ vô hình	73.6	71.9	81.9	92.8	105
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	510	564	480	489	504
Đầu tư vào Cty LD,LK	6,896	5,720	5,719	5,719	5,719
Tài sản dài hạn khác	111	112	118	123	129
Tổng tài sản dài hạn	9,250	7,987	7,767	7,639	7,515
Tổng cộng tài sản	27,445	27,136	26,710	27,494	28,485
Nợ ngắn hạn	1,014	143	150	153	158
Phả trả người bán	386	334	351	358	369
Nợ ngắn hạn khác	663	692	692	692	692
Tổng nợ ngắn hạn	2,166	1,350	1,374	1,384	1,399
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	43.7	43.6	43.6	43.6	43.6
Nợ dài hạn khác	11.7	13.6	13.6	13.6	13.6
Tổng nợ dài hạn	55.4	57.2	57.2	57.2	57.2
Tổng nợ phải trả	2,222	1,407	1,431	1,441	1,456
Vốn chủ sở hữu	25,223	25,729	25,279	26,053	27,029
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	25,223	25,729	25,279	26,053	27,029
Tổng nợ phải trả và VCSH	27,445	27,136	26,710	27,494	28,485
BVPS (đ)	18,982	19,363	19,024	19,607	20,341
Nợ thuần/(tiền mặt)	717	(216)	(604)	(1,149)	(1,704)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	6,969	5,391	5,792	6,254	6,697
Khấu hao	(284)	(258)	(261)	(267)	(272)
Lãi vay thuần	795	1,150	756	734	739
Thuế TNDN đã nộp	(152)	(183)	(252)	(269)	(286)
Thay đổi vốn lưu động	(77.3)	168	619	(357)	(546)
Khác	(108)	(138)	0	0	0
LCTT thuần từ HĐKD	93.1	31.4	1,229	214	11.5
Đầu tư TS dài hạn	-	-	-	-	-
Góp vốn & đầu tư	(123)	(102)	(125)	(129)	(133)
Thanh lý	0.62	0	0	0	0
Khác	5,277	6,602	5,976	6,347	6,787
LCTT thuần từ HĐĐT	5,154	6,500	5,850	6,218	6,654
Cổ tức trả cho CSH	(5,997)	(5,600)	(6,691)	(5,886)	(6,111)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	767	(871)	7.14	3.00	4.59
Khác	0	0	0	0	0
LCTT thuần từ HĐTC	(5,230)	(6,471)	(6,684)	(5,883)	(6,107)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	280	297	358	754	1,302
LCTT thuần trong kỳ	17.2	60.6	395	549	559
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.98	0.36	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	298	358	754	1,302	1,861
Dòng tiền tự do	93.1	31.4	1,229	214	11.5

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	13.7	11.8	11.8	11.8	11.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	153	148	151	160	166
Tỷ suất LNT (%)	160	163	155	163	168
Thuế TNDN hiện hành (%)	2.28	3.87	3.87	3.87	3.87
Tăng trưởng doanh thu (%)	18.1	(19.8)	5.00	2.00	3.00
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	30.7	(22.1)	7.16	7.73	6.87
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	32.1	(18.4)	(0.24)	6.72	6.41
Tăng trưởng EPS (%)	32.1	(18.4)	0.10	6.72	6.41
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	32.1	(18.4)	(0.24)	6.72	6.41
Tăng trưởng DPS (%)	(6.83)	20.3	(12.0)	3.83	7.45
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	73.3	108	94.8	92.2	93.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	31.1	24.3	24.3	25.8	26.6
ROACE (%)	28.4	21.1	22.7	24.3	25.2
Vòng quay tài sản (lần)	0.18	0.14	0.15	0.15	0.15
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.01	0.01	0.21	0.03	0.00
Số ngày tồn kho	137	140	140	140	140
Số ngày phải thu	323	485	485	485	485
Số ngày phải trả	34.4	36.3	36.3	36.3	36.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	2.94	(0.77)	(2.32)	(4.34)	(6.24)
Nợ/tài sản (%)	3.78	0.59	0.63	0.62	0.62
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.14	0.03	0.03	0.03	0.03
Chỉ số TT hiện thời (lần)	8.40	14.2	13.8	14.3	15.0
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	25.5	31.6	30.0	29.2	28.3
EV/EBITDA ĐC (lần)	16.7	21.3	19.8	18.3	17.0
P/E (lần)	7.72	9.45	9.44	8.85	8.31
P/E ĐC (lần)	7.73	9.46	9.49	8.89	8.35
P/B (lần)	2.32	2.28	2.32	2.25	2.17
Lợi suất cổ tức (%)	9.49	11.4	10.0	10.4	11.2

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ)

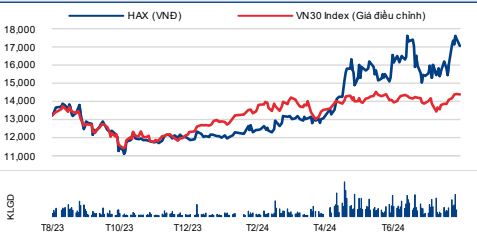
Giá mục tiêu: VNĐ15,800 (từ VNĐ16,400)

Tiềm năng tăng/giảm: -7.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/8/2024) 17,050

Mã Bloomberg	HAX VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,099-17,650
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	17,433
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	1,593
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	64.1
Slg CP lưu hành (tr.đv)	93.4
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	46.7
Slg CP NN được mua (tr.đv)	33.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	14.7%
Tỷ lệ freefloat	61.8%
Cổ đông lớn	Đền Dũng và gia đình (33.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá


Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	10.7	14.4	30.9
So với chỉ số	7.63	11.4	18.6
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	876	1,127	(22.2)
2025F	1,543	1,619	(4.7)
2026F	2,064	2,326	(11.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

HAX là nhà phân phối của Mercedes-Benz Việt Nam (MBV) và gần đây đã mở rộng phân phối cho một số thương hiệu khác như Nissan và MG.

Chuyên viên phân tích
Trần Thị Thu Nga, CFA

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp & nga.tttthu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Mức phục hồi lợi nhuận được định giá quá cao; hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với HAX xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) và giảm 4% giá mục tiêu xuống 15.800đ (rủi ro giảm giá 7%).
- Chúng tôi giảm lần lượt 25% và 8% dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025 sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận mảng phân phối xe Mercedes, trong khi giữ nguyên dự báo cho năm 2026.
- Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận năm 2024 phục hồi 2,4 lần nhờ mảng phân phối xe MG, sau đó tăng 76% và 34% trong năm 2025 và 2026.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 11% trong 1 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,1 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 10,9 lần.

Sự kiện: KQKD Q2/2024 kém tích cực

Lợi nhuận thuần Q2/2024 tăng mạnh 4,4 lần so với cùng kỳ đạt 8 tỷ đồng nhưng giảm 66% so với quý trước và thấp hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi do lợi nhuận mảng phân phối xe Mercedes thấp hơn kỳ vọng, trong khi mảng phân phối xe MG có lợi nhuận tích cực và sát với dự báo của chúng tôi. Lợi nhuận thuần trong nửa đầu năm 2024 chỉ hoàn thành 27% dự báo (cũ) cho cả năm 2024 của chúng tôi mặc dù tăng 6,6 lần so với cùng kỳ, đạt 30 tỷ đồng.

Đến cuối Q2/2024, lượng tồn kho xe Mercedes của HAX giảm đáng kể xuống còn 283 tỷ đồng, thấp hơn mức tồn kho 529 tỷ đồng tính đến cuối năm 2023 và 458 tỷ đồng tính đến cuối Q1/2024. Số liệu trên chứng tỏ HAX đang chủ động giảm hoạt động phân phối xe Mercedes trong bối cảnh nhu cầu thấp.

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

Chúng tôi giảm lần lượt 25% và 8% dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025 sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận mảng phân phối xe Mercedes, trong khi giữ nguyên dự báo cho năm 2026.

Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi – thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận phục hồi 2,4 lần trong năm 2024 (đạt 82 tỷ đồng), nhờ mảng phân phối xe MG, sau đó tăng lần lượt 76% và 34% trong năm 2025 và 2026 lên 144 tỷ đồng và 193 tỷ đồng, nhờ mảng phân phối xe Mercedes và MG.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 11% trong 1 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,1 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 10,9 lần.

Sau khi giảm dự báo lợi nhuận, HSC giảm 4% giá mục tiêu xuống còn 15.800đ (rủi ro giảm giá 7%). Cổ phiếu đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 và 2025 lần lượt ở mức 18 lần và 10,2 lần. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với HAX xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ). Mức tăng lợi nhuận của HAX có vẻ đang định giá quá cao. Thị giá hiện tại của HAX bằng 75% của mức đỉnh được ghi nhận vào cuối Q1/2022, trong khi lợi nhuận thuần trong năm nay dự kiến chỉ bằng 34% của mức đỉnh năm 2022. Cho năm 2025, mặc dù chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng mạnh 76% so với cùng kỳ đạt 144 tỷ đồng, nhưng cũng chỉ bằng 60% lợi nhuận thuần của mức đỉnh năm 2022.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	343	108	213 ▼	345	417
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	240	34.6	81.9 ▼	144 ▼	193
EPS ĐC (đồng)	2,562	370	876 ▼	1,543 ▼	2,064
DPS (đồng)	500	300	500	1,000	1,500
BVPS (đồng)	17,016	12,459	11,096	11,438	11,733
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.73	20.1	12.0	8.48	7.46
P/E ĐC (lần)	6.65	46.1	19.5	11.0	8.26
Lợi suất cổ tức (%)	2.93	1.76	2.93	5.87	8.80
P/B (lần)	1.00	1.37	1.54	1.49	1.45
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	49.5	(85.6)	137	76.1	33.8
ROAE (%)	29.5	3.40	7.25	12.4	16.1

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

Cổ phiếu sát với giá trị hợp lý; hạ khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị đối với HAX xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) và giảm 4% giá mục tiêu xuống 15.800đ (rủi ro giảm giá 7%). Dự báo mới của chúng tôi, sau khi điều chỉnh giảm 25% cho năm 2024 và 8% cho năm 2025 do giảm dự báo lợi nhuận của mảng kinh doanh xe Mercedes, cho thấy lợi nhuận phục hồi 2,4 lần trong năm 2024, sau đó tiếp tục tăng 76% và 34% trong năm 2025 và 2026. Mặc dù được dự báo tăng trưởng mạnh, chúng tôi cho rằng mức phục hồi lợi nhuận trong năm nay đã được định giá quá cao vào giá cổ phiếu.

KQKD Q2/2024 đáng thất vọng

Lợi nhuận thuần Q2/2024 tăng mạnh 4,4 lần đạt 7,5 tỷ đồng, thấp hơn dự báo của HSC ở mức 18 tỷ đồng. Câu chuyện lợi nhuận phục hồi mạnh mẽ chủ yếu được dẫn dắt bởi mảng phân phối xe MG (KQKD của mảng này sát với dự báo của chúng tôi), trong khi lợi nhuận mảng phân phối xe Mercedes đáng thất vọng, thấp hơn dự báo của chúng tôi. Chi tiết như sau:

Mảng phân phối xe MG: Chuyển biến tích cực, sát với dự báo

Mảng phân phối xe MG tiếp tục ghi nhận chuyển biến tích cực trong Q2/2024, với LNST dự kiến đạt 21 tỷ đồng, so với mức lỗ 4 tỷ đồng trong Q2/2023 và tiếp tục tăng so với mức lãi 19 tỷ đồng trong Q1/2024.

Trong Q2/2024 tổng doanh thu xe MG tại thị trường Việt Nam đạt 2.347 chiếc (tăng gần gấp 3 lần so với cùng kỳ và tăng 9% so với quý trước). Trong nửa đầu năm 2024, thương hiệu xe còn khá non trẻ ghi nhận sản lượng tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ đạt 4.508 chiếc. Với tư cách là nhà phân phối hàng đầu của thương hiệu xe MG, HAX đã nhận được sự hỗ trợ tích cực từ SAIC (Trung Quốc), công ty mẹ của MG và là nhà phân phối độc quyền tại thị trường Việt Nam. Tỷ suất lợi nhuận của mảng phân phối xe MG của HAX có vẻ cao bất thường so với tỷ suất lợi nhuận của ngành.

Mảng phân phối xe Mercedes: KQKD đáng thất vọng do nhu cầu thấp

Không giống như xe MG, KQKD của mảng phân phối xe Mercedes (theo KQKD của công ty mẹ) đáng thất vọng, với LNST trong Q2/2024 đạt 1 tỷ đồng, giảm 86% so với cùng kỳ và 93% so với quý trước. Mặc dù doanh thu giảm chỉ 1% so với cùng kỳ (nhưng vẫn tăng 10% so với quý trước), tỷ suất lợi nhuận thu hẹp đáng kể do HAX triển khai các chương trình khuyến mãi và chủ động giảm nhập xe Mercedes do nhu cầu thấp.

Bảng 16: KQKD Q2/2024, HAX

Lợi nhuận thuần Q2/2024 đạt 8 tỷ đồng, tăng mạnh 4,4 lần so với cùng kỳ nhưng giảm 66% so với quý trước và thấp hơn nhiều so với kỳ vọng của HSC

Tỷ đồng	Q2/23	Q1/24	Q2/24	% sv cùng kỳ	% sv quý trước	6T2023	6T2024	% sv cùng kỳ	Dự báo 2024F cũ của HSC	% đạt dự báo	Dự báo 2024F mới của HSC	% đạt dự báo
Doanh thu thuần	797	1,038	1,123	40.8%	8.2%	1,790	2,160	20.7%	5,966	36.2%	5,390	40.1%
Lợi nhuận gộp	56	95	96	70.4%	0.8%	133	192	43.9%				
Lợi nhuận tài chính	(9)	(5)	(5)	-48.8%	-4.6%	(27)	(10)	-64.2%				
Chi phí BH&QL	(52)	(59)	(72)	38.9%	22.4%	(110)	(130)	18.2%				
Thu nhập thuần khác	9	9	9	-2.5%	-3.9%	14	18	24.4%				
LNTT	5	41	28	531.0%	-30.6%	10	69	585.0%	190	36.4%	157	44.1%
Lợi nhuận thuần sau thuế	3	32	22	705.4%	-30.8%	6	54	762.3%	152	35.3%	126	42.7%
Lợi nhuận thuần	2	22	8	342.8%	-66.3%	5	30	475.4%	108	27.4%	82	36.3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7.1%	9.2%	8.6%			7.4%	8.9%					
Chi phí BH&QL/Doanh thu	-6.5%	-5.7%	-6.4%			-6.2%	-6.0%					
Tỷ suất LNTT	0.6%	3.9%	2.5%			0.6%	3.2%					
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.2%	2.1%	0.7%			0.3%	1.4%					

Nguồn: HAX, HSC

Bảng 17: KQKD Q2/2024 của Công ty mẹ, HAX

Trong Q2/2024, doanh thu xe Mercedes của HAX chỉ giảm 1% so với cùng kỳ nhưng lợi nhuận thuần sau thuế giảm mạnh 86% so với cùng kỳ xuống chỉ còn 1 tỷ đồng do tỷ suất lợi nhuận thu hẹp

Tỷ đồng	Q2/2023	Q1/2024	Q2/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	722	652	714	-1.1%	9.6%	1,655	1,366	-17.5%
Lợi nhuận gộp	47	39	30	-36.7%	-23.5%	115	69	-40.4%
LNTT	8	15	1	-86.1%	-92.7%	19	17	-10.5%
Lợi nhuận thuần sau thuế	6	12	1	-86.1%	-92.7%	15	13	-10.5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	6.5%	6.0%	4.2%			7.0%	5.0%	
Tỷ suất LNTT	1.1%	2.4%	0.2%			1.1%	1.2%	

Nguồn: HAX

Đến cuối Q2/2024, lượng tồn kho xe Mercedes của HAX giảm đáng kể xuống còn 283 tỷ đồng, thấp hơn mức tồn kho 529 tỷ đồng tính đến cuối năm 2023 và 458 tỷ đồng tính đến cuối Q1/2024. Do đó, chúng tôi dự báo KQKD của mảng phân phối xe Mercedes sẽ tiếp tục giảm trong Q3/2024.

Bảng 18: KQKD Q2/2024 của các công ty con, HAX

Ngược lại, KQKD mảng xe MG tiếp tục vững chắc với tỷ suất lợi nhuận cao bất thường (so với toàn ngành)

MG	Q2/2023	Q1/2024	Q2/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	75	386	409	444.1%	5.9%	135	795	487.6%
Lợi nhuận gộp	9	57	66	611.3%	17.5%	18	123	593.7%
LNTT	(4)	25	27	N/a	7.2%	(8)	53	N.a
Lợi nhuận thuần sau thuế	(4)	19	21	N/a	8.8%	(9)	40	N.a
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12.4%	14.6%	16.2%			13.1%	15.5%	
Tỷ suất LNTT	-4.8%	6.6%	6.7%			-6.2%	6.6%	

Nguồn: HAX, HSC

Bảng 19: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026, HAX

HSC giảm lần lượt 25% và 8% dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025 do giảm ước tính đối với mảng xe Mercedes

Tỷ đồng	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3,982	5,966	8,707	10,193	5,390	8,148	9,968	-9.7%	-6.4%	-2.2%
Mercedes	3,480	3,698	5,107	6,233	3,122	4,548	6,008	-15.6%	-10.9%	-3.6%
MG	502	2,268	3,600	3,960	2,268	3,600	3,960	0.0%	0.0%	0.0%
Lợi nhuận thuần sau thuế	37	152	217	252	126	205	250	-17.5%	-5.5%	-0.7%
Mercedes	33	62	91	133	35	79	132	-43.2%	-13.1%	-1.3%
MG	4	91	126	119	91	126	119	0.0%	0.0%	0.0%
Lợi nhuận thuần	35	108	156	195	82	144	193	-24.5%	-7.6%	-0.9%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần		49.8%	45.9%	17.1%	35.4%	51.2%	22.3%			
Mercedes		6.3%	38.1%	22.1%	-10.3%	45.7%	32.1%			
MG		351.8%	58.7%	10.0%	351.8%	58.7%	10.0%			
Lợi nhuận thuần sau thuế		311.2%	42.4%	16.1%	239.4%	63.1%	22.0%			
Mercedes		87.2%	47.6%	46.4%	6.4%	125.8%	66.2%			
MG		2102.2%	38.9%	-5.7%	2102.2%	38.9%	-5.7%			
Lợi nhuận thuần		213.6%	43.9%	24.7%	136.7%	76.1%	33.8%			

Nguồn: HSC

Giảm dự báo lợi nhuận năm 2024-2025

HSC giảm lần lượt 25% và 8% dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025 sau khi điều chỉnh giảm dự báo KQKD mảng phân phối xe Mercedes (dự báo cho mảng phân phối xe MG không đổi), trong khi giữ nguyên dự báo cho năm 2026. Chúng tôi dự báo HAX sẽ bán 989 chiếc Mercedes trong năm nay (giảm 10% so với cùng kỳ, so với giả định tăng 10% so với cùng kỳ trước đó). Cho năm 2025 và 2026, sản lượng tiêu thụ xe Mercedes được dự báo tăng lần lượt 50% và 30% nhờ nhu cầu phục hồi.

Dự báo mới cho của chúng tôi cho thấy lợi nhuận năm 2024 phục hồi 2,4 lần (đạt 82 tỷ đồng), nhờ mảng kinh doanh xe MG, sau đó tăng lần lượt 76% và 34% trong năm 2025 và 2026 lên 144 tỷ đồng và 193 tỷ đồng, nhờ tăng trưởng ở mảng phân phối xe Mercedes và MG.

Giảm 4% dự báo lợi nhuận xuống 15.800đ; hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng với rủi ro giảm giá 7%

Phương pháp định giá

Sau khi giảm dự báo lợi nhuận, HSC giảm 4% giá mục tiêu xuống còn 15.800đ (rủi ro giảm giá 10%). Cổ phiếu được giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 và 2025 lần lượt ở mức 18 lần và 10,2 lần.

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp SoTP để định giá HAX, với định giá riêng cho mảng phân phối xe cốt lõi và lãi vốn từ bán đất.

Đối với mảng phân phối xe cốt lõi, chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp DCF. Chúng tôi duy trì giả định lãi suất phi rủi ro 4%, phân bù rủi ro vốn CSH 8,5%; và beta 1,2 lần và tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%.

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, định giá mảng phân phối xe cốt lõi của HAX ở mức 14.600đ, với P/E dự phóng năm 2024 và 2025 lần lượt là 16,7 lần và 9,5 lần.

Đối với lãi vốn từ bán đất, chúng tôi đưa ra những lưu ý như sau:

- Tháng 8/2022, HAX đã mua một khu đất rộng 5.798m2 trên đường Võ Văn Kiệt, Phường An Lạc, Quận Bình Tân, TP.HCM với giá 470 tỷ đồng. Khu đất này được ghi nhận trên BCTC của HAX là tài sản đầu tư với giá trị sổ sách là 469 tỷ đồng (chi phí thực tế, sau khi trừ phí môi giới và các chi phí khác). Khu đất này ban đầu được HAX mua lại bằng khoản vay ngắn hạn. Tuy nhiên, với KQKD tích cực trong năm 2022, chúng tôi tin rằng khoản vay ngắn hạn này đã được HAX trả hết. Hiện tại, HSC cho rằng khoản vay ngắn hạn của HAX chỉ nhằm mục đích tài trợ cho vốn lưu động. Công ty không có nợ dài hạn.
- BLĐ có kế hoạch hoặc bán lại khu đất này với giá cao hơn để có lãi vốn hoặc phát triển dự án thương mại trên khu đất này. Tuy nhiên, HAX hiện đang tập trung mở rộng mảng phân phối xe MG nên các kế hoạch khác tạm thời bị hoãn lại. Như vậy, HAX đang hướng đến mục tiêu thu lợi nhuận từ việc bán lại khu đất này.

HSC giả định giá định HAX có thể bán khu đất này với giá 110 triệu đồng/m2, tương đương 168 tỷ đồng LNTT và 134 tỷ đồng cho LNST (không bao gồm trong mô hình dự báo KQKD của chúng tôi). Tuy nhiên, nếu HAX bán khu đất này với giá cao hơn/thấp hơn 110 triệu đồng/m2, điều này có thể tạo ra tiềm năng tăng giá hoặc rủi ro giảm giá đối với giá mục tiêu mà HSC đưa ra.

Bảng 20: Giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ, HAX

Chi phí vốn CSH (theo mô hình CAPM) là 14,2% & chi phí nợ là 8%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phân bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Beta	1.20
Chi phí vốn CSH	14.2%
Phân bù rủi ro tín dụng	6.0%
Chi phí nợ	10.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	8.0%

Nguồn: HSC

Bảng 21: Tính toán WACC, HAX

Cơ cấu nguồn vốn dẫn đến WACC là 12,1%

Cơ cấu nguồn vốn	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	66.8%
Nợ / Tổng nguồn vốn	33.2%
WACC	12.1%

Nguồn: HSC

Bảng 22: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, HAX

Dòng tiền sẽ liên tục cải thiện kể từ năm 2026

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Thu nhập thuần	35	82	144	193	236	276	312	341
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	29	24	32	41	48	53	58	61
+ Khấu hao	62	26	50	54	59	63	67	72
- Thay đổi vốn lưu động	323	(80)	(292)	(114)	(143)	(113)	(54)	(7)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	0	(65)	(90)	(100)	(105)	(107)	(104)	(105)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	448	(12)	(157)	74	94	173	279	361

Nguồn: HSC dự báo

Bảng 23: Định giá mảng HĐKD cốt lõi, HAX

Giá mục tiêu 'cốt lõi' là 14.600đ

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	448	(12)	(157)	74	94	173	279	361
Tốc độ tăng trưởng dài hạn								2.0%
Giá trị dài hạn								3,634
Dòng tiền tương lai	448	(12)	(157)	74	94	173	279	3,995
Hệ số chiết khấu	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	1.7	1.9
Giá trị hiện tại	448	(12)	(148)	62	71	116	166	2,127
Giá trị mảng HĐKD cốt lõi		2,468						
- Tổng nợ		(995)						
+ Tiền & các khoản tương đương tiền		92						
Giá trị cốt lõi của vốn CSH		1,565						
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		107.4						
Giá trị của cổ phiếu (mảng HĐKD cốt lõi)		14,600						

Nguồn: HSC

Bảng 24: Định giá SOTP, HAX

Giá mục tiêu mới của HSC là 15.800đ

Định giá của HAX	Tỷ đồng	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	Đồng/cp	Đóng góp vào định giá
HĐKD phân phối xe cốt lõi (tỷ đồng)	1,565	107.4	14,600	92.4%
Lãi từ bán đất (tỷ đồng)	134	107.4	1,200	7.6%
Tổng giá trị của HAX (tỷ đồng)	1,700	107.4	15,800	100.0%

Nguồn: HSC

Bảng 25: Phân tích độ nhạy, HAX

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định HAX có thể bán đất với giá 110 triệu đồng mỗi m2

Giá bán (triệu đồng/m2)	Lợi nhuận/m2 (triệu đồng)	LNTT (tỷ đồng)	Lợi nhuận thuần sau thuế (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (đồng/cp)
90	9	52	41	15,000
100	19	110	88	15,400
110	29	168	134	15,800
120	39	226	181	16,300
130	49	284	227	16,700

Nguồn: HSC

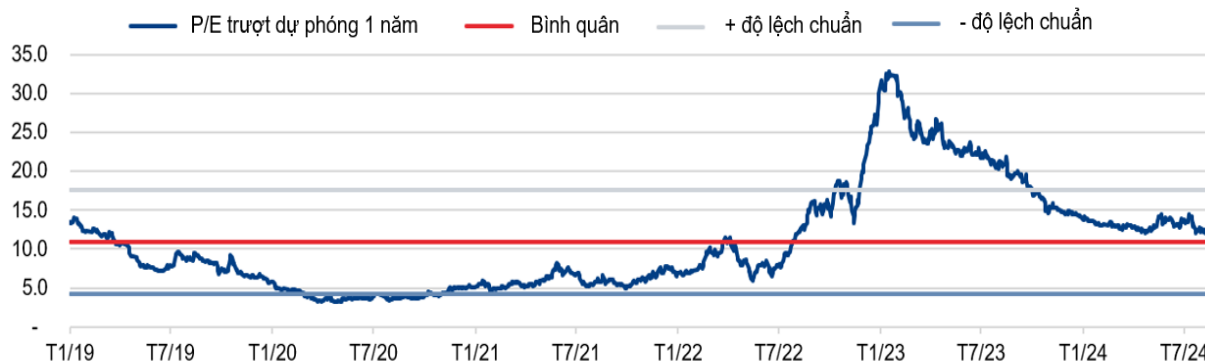
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 11% trong 1 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 và 2025 lần lượt là 19,5 lần và 11 lần, tương đương với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,1 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 10,9 lần.

Ở giai đoạn này, chúng tôi nhận thấy mức phục hồi lợi nhuận của HAX đang được thị trường định giá quá cao. Thị giá hiện tại của HAX bằng 75% mức đỉnh được ghi nhận vào cuối Q1/2022, trong khi lợi nhuận thuần trong năm nay dự kiến chỉ bằng 34% của mức đỉnh năm 2022 (cho năm 2025, mặc dù lợi nhuận thuần dự kiến tăng mạnh 76% đạt 144 tỷ đồng, nhưng chỉ bằng 60% lợi nhuận ở mức đỉnh năm 2022). Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng với rủi ro giảm giá là 7%.

Biểu đồ 26: P/E trượt dự phóng 1 năm, HAX

HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,1 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ từ năm 2019 là 10,9 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	6,775	3,982	5,390	8,148	9,968
Lợi nhuận gộp	473	277	371	574	704
Chi phí BH&QL	(208)	(221)	(216)	(326)	(399)
Thu nhập khác	40.4	30.0	32.3	48.9	59.8
Chi phí khác	(0.03)	(0.80)	(1.08)	(1.63)	(2.00)
EBIT	305	84.9	187	295	363
Lãi vay thuần	(5.39)	(36.7)	(29.4)	(38.6)	(50.1)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	300	48.1	157	256	313
Chi phí thuế TNDN	(60.4)	(11.1)	(31.4)	(51.3)	(62.6)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.35	(2.47)	(43.9)	(61.0)	(57.5)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	240	34.6	81.9	144	193
Lợi nhuận thuần ĐC	240	34.6	81.9	144	193
EBITDA ĐC	343	108	213	345	417
EPS (đồng)	2,562	370	876	1,543	2,064
EPS ĐC (đồng)	2,562	370	876	1,543	2,064
DPS (đồng)	500	300	500	1,000	1,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	56.9	93.4	107	107	107
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	56.9	93.4	107	107	107
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	56.9	93.4	93.4	107	107

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	160	120	96.6	88.1	117
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải thu khách hàng	265	213	216	244	249
Hàng tồn kho	1,065	696	808	1,141	1,296
Các tài sản ngắn hạn khác	101	42.6	53.9	81.5	99.7
Tổng tài sản ngắn hạn	1,591	1,072	1,175	1,555	1,762
TSCĐ hữu hình	411	370	409	919	965
TSCĐ vô hình	11.2	10.9	10.7	10.5	10.3
Bất động sản đầu tư	469	469	469	0	0
Đầu tư dài hạn	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	94.9	82.8	113	171	209
Tổng tài sản dài hạn	987	935	1,003	1,102	1,186
Tổng cộng tài sản	2,578	2,006	2,178	2,657	2,948
Nợ ngắn hạn	1,152	700	808	1,181	1,396
Phả trả người bán	76.9	44.7	60.5	91.5	112
Nợ ngắn hạn khác	44.4	29.3	29.3	29.3	29.3
Tổng nợ ngắn hạn	1,424	839	983	1,425	1,685
Nợ dài hạn	0	0	0.11	0.11	0.11
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	3.63	2.53	2.53	2.53	2.53
Nợ dài hạn khác	181	0.32	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	184	2.85	2.64	2.64	2.64
Tổng nợ phải trả	1,609	842	986	1,428	1,687
Vốn chủ sở hữu	922	1,115	1,143	1,180	1,212
Lợi ích cổ đông thiểu số	46.6	49.0	49.0	49.0	49.0
Tổng vốn chủ sở hữu	969	1,164	1,192	1,229	1,261
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,578	2,006	2,178	2,657	2,948
BVPS (đ)	17,016	12,459	11,096	11,438	11,733
Nợ thuần*/(tiền mặt)	991	579	712	1,093	1,278

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	305	84.9	187	295	363
Khấu hao	(37.2)	(23.4)	(26.2)	(49.8)	(54.1)
Lãi vay thuần	(5.39)	(36.7)	(29.4)	(38.6)	(50.1)
Thuế TNDN đã nộp	(61.0)	(35.7)	(31.4)	(51.3)	(62.6)
Thay đổi vốn lưu động	(868)	367	(79.9)	(292)	(114)
Khác	32.2	39.2	(54.8)	(87.4)	(74.2)
LCT thuần từ HĐKD	(633)	433	16.5	(126)	114
Đầu tư TS dài hạn	(705)	(401)	(64.7)	(90.4)	(99.7)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	309	402	0	0	0
Khác	22.8	0.58	(30.4)	(57.9)	(38.2)
LCT thuần từ HĐĐT	(373)	0.77	(95.1)	(148)	(138)
Cổ tức trả cho CSH	(24.8)	(36.0)	(53.7)	(107)	(161)
Thu từ phát hành CP	0	14.0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,104	(452)	109	373	214
Khác	0	0	(0.32)	0	0
LCT thuần từ HĐTC	1,080	(474)	55.0	266	52.9
Tiền & tương đương tiền đầu kì	87.6	160	120	96.6	88.1
LCT thuần trong kỳ	72.9	(40.3)	(23.6)	(8.47)	29.4
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	160	120	96.6	88.1	117
Dòng tiền tự do	(1,339)	31.5	(48.2)	(216)	14.7

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	6.98	6.96	6.88	7.04	7.06
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	5.06	2.72	3.95	4.23	4.18
Tỷ suất LNT (%)	3.54	0.87	1.52	1.77	1.93
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.1	23.0	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	22.0	(41.2)	35.4	51.2	22.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	32.7	(68.4)	96.4	62.1	20.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	50.4	(85.6)	137	76.1	33.8
Tăng trưởng EPS (%)	49.5	(85.6)	137	76.1	33.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	49.5	(85.6)	137	76.1	33.8
Tăng trưởng DPS (%)	0	(40.0)	66.7	100	50.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	19.5	81.0	57.1	64.8	72.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	29.5	3.40	7.25	12.4	16.1
ROACE (%)	32.7	7.31	15.8	24.3	29.1
Vòng quay tài sản (lần)	3.51	1.74	2.58	3.37	3.56
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(2.07)	5.10	0.09	(0.43)	0.32
Số ngày tồn kho	61.7	68.6	58.8	55.0	51.1
Số ngày phải thu	15.3	21.0	15.7	11.8	9.82
Số ngày phải trả	4.46	4.40	4.40	4.41	4.41
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	121	56.9	68.8	102	117
Nợ/tài sản (%)	49.3	37.6	40.5	48.7	52.0
EBIT/lãi vay (lần)	56.6	2.31	6.35	7.64	7.25
Nợ/EBITDA (lần)	3.71	6.97	4.15	3.75	3.68
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.12	1.28	1.19	1.09	1.05
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.29	0.55	0.47	0.36	0.31
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.73	20.1	12.0	8.48	7.46
P/E (lần)	6.65	46.1	19.5	11.0	8.26
P/E ĐC (lần)	6.65	46.1	19.5	11.0	8.26
P/B (lần)	1.00	1.37	1.54	1.49	1.45
Lợi suất cổ tức (%)	2.93	1.76	2.93	5.87	8.80

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn