



Cập Nhật HAX – GIỮ

Ngày 11/06/2018



**Nguyễn Bình Thanh
Giao**

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 250
giaonbt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Khuyến nghị

GIỮ

HOSE: HAX

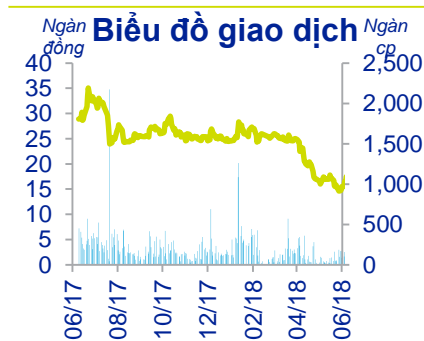
Kinh doanh ô tô

Giá hiện tại (VND)	16.800
Giá mục tiêu (VND)	15.050
Tỷ lệ tăng giá	-10,5%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	0,0%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	-10,5%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-28,2	1,8	-27,9	-38,9
Tương đối	-34,6	3,6	-20,7	-80,8

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Đỗ Tiến Dũng (Chủ tịch)	23,86%
Vũ Thị Hạnh (Thành viên)	12,72%
Công ty quản lý quỹ SSI	4,96%

Thông kê 11/06/18

Mã Bloomberg	HAX VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	14.100-35.800
SL lưu hành (triệu cp)	35
Vốn hóa (tỷ đồng)	588
Vốn hóa (triệu USD)	26
Room khối ngoại còn lại (%)	38,1
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	51,7
KLGD TB 3 tháng (cp)	122.849
VND/USD	22.805
Index: VNIndex / HNX	1.040,24/118,45

CTCP DỊCH VỤ Ô TÔ HÀNG XANH (HAX VN)

KQKD Quý 1/2018 gây thất vọng do khoản thưởng thấp

Sự kiện: KQKD quý 1/2018 của HAX gây thất vọng với 26,3% n/n tăng trưởng doanh thu (984,3 tỷ đồng) nhưng lợi nhuận bằng 0. Giá vốn hàng bán tăng chậm hơn doanh thu (+26,0% n/n) nhưng chi phí bán hàng & QLDN tăng từ 3,9% doanh thu trong quý 1/2017 lên 4,2% doanh thu trong quý 1/2018, dẫn đến HAX ghi nhận 9 tỷ đồng lỗ từ HĐKD. Tính đến cuối quý 1/2018, HAX có 770,8 tỷ đồng nợ vay ngắn hạn, tăng 19,1% so với cùng kỳ, dẫn đến chi phí lãi vay của công ty tăng 76,4% n/n lên 8,9 tỷ đồng. Trong quý 1/2018, HAX chỉ nhận được 19,2 tỷ đồng thưởng từ MBV, giảm 57,5% so với cùng kỳ.

Tác động và triển vọng: Chi phí bán hàng và QLDN theo % DT tăng cho thấy nỗ lực của HAX trong việc thúc đẩy doanh số. Tuy nhiên, khoản thưởng từ MBV trong quý 1 năm nay giảm mạnh so với cùng kỳ năm trước cho thấy KQKD của HAX trong 1Q18 chưa thật sự làm MBV hài lòng. Theo báo cáo của HAX, mảng bán xe ghi nhận doanh thu tăng trưởng 24,1% n/n (914,1 tỷ đồng). Tổng hợp giá trên thị trường hiện nay cho thấy các dòng xe Mercedes có mức giá bán tăng từ 1-3% so với năm trước, cho thấy doanh số bán xe của HAX đã tăng khoảng 20,5% n/n trong 1Q18.

Số liệu của VAMA cho thấy doanh số MBV trong 1Q18 giảm 9,2% n/n, đạt 1.405 xe. Trong tháng 4/2018, tình hình xấu hơn với doanh số MBV sụt giảm 34,8% n/n. Sự sụt giảm này không chỉ của riêng MBV mà là tình hình chung của ngành ô tô VN khi doanh số bán xe toàn VN giảm 6,9% n/n trong 4 tháng đầu năm. Mặc dù CEO của MBV tin rằng sự sụt giảm doanh số cuối năm 2017 là tạm thời do tâm lý chờ giảm giá xe của người dân và ông kỳ vọng doanh số của MBV sẽ tăng trưởng hai chữ số trong năm 2018, chúng tôi lo ngại về khả năng tăng trưởng mạnh trong năm 2018 của ngành ô tô VN. Với tình hình sụt giảm doanh số của MBV như hiện nay và tăng trưởng doanh thu từ HAX, chúng tôi có thể phỏng đoán về sự tăng trưởng thị phần của HAX trong thời gian qua. Tuy nhiên, HAX vẫn chưa công bố doanh số hoặc thị phần chính xác cho quý 1/2018.

Thay đổi dự báo: Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu 2018 của HAX 8,2% so với dự phóng trước, xuống 4.771,7 tỷ đồng (+24,5% n/n) để phù hợp hơn với doanh số ghi nhận trong 1Q18. Dựa trên tình hình sụt giảm doanh số của MBV, chúng tôi hạ kỳ vọng về khoản thưởng từ MBV từ 150,4 tỷ đồng xuống còn 93,3 tỷ đồng. Từ đó, chúng tôi dự phóng HAX sẽ đạt 47,9 tỷ đồng lợi nhuận ròng trong năm 2018 (-43,2% n/n).

Khuyến nghị: Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới là **15.050 đ/cp** dựa trên mức P/E mục tiêu không đổi là 11,0x mức EPS năm 2018 là 1.367 đ/cp (-43,2% n/n). Giá mục tiêu mới này tương đương với tổng tỷ suất lợi nhuận là **-10,5%** và chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **GIỮ** cp HAX.

	2015	2016	2017	2018E	2019E
DT Thuần (tỷ đồng)	1.820,8	2.879,5	3.833,5	4.771,7	5.871,1
Tăng trưởng (%)	49,3	58,1	33,1	24,5	23,0
EBITDA (tỷ đồng)	32,5	62,8	49,8	63,7	81,7
Tăng trưởng (%)	4,7	93,1	-20,7	27,8	28,2
LN ròng (tỷ đồng)	28,8	78,0	84,3	47,9	63,1
Tăng trưởng LN (%)	72,1	171,0	8,1	-43,2	31,7
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1.079	2.923	3.159	1.795	2.363
Tăng trưởng (%)	72,1	150,3	-10,9	-43,2	31,7
ROE (%)	25,0	36,2	24,5	11,7	13,6
ROA (%)	8,4	12,0	7,2	3,1	3,5
Nợ ròng/EBITDA (x)	3,8	4,7	16,4	14,5	13,8
EV/EBITDA (x)	17,7	11,9	28,3	23,8	21,0
PER (lần)	15,6	6,2	7,0	12,3	9,3
PBR (lần)	3,5	1,9	1,5	1,4	1,2
Cổ tức (đồng)	-	-	64	-	-

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ HAX	Giá hiện tại (đồng):	16.800	Giá mục tiêu (đồng):	15.050	Vốn hóa (tỷ đồng):	588
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Doanh thu thuần	1.820,8	2.879,5	3.833,5	4.771,7	5.871,1	6.662,8
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>49,3%</i>	<i>58,1%</i>	<i>33,1%</i>	<i>24,5%</i>	<i>23,0%</i>	<i>13,5%</i>
GVHB trừ khấu hao	1.734,7	2.734,6	3.660,4	4.547,7	5.591,9	6.339,2
Chi phí bán hàng và QLDN	54,8	82,1	124,7	160,7	197,7	224,6
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>	<i>3,0%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,4%</i>
EBITDA	32,5	62,8	49,8	63,7	81,7	99,2
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	<i>1,8%</i>	<i>2,2%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,5%</i>
Khấu hao	34,8	45,3	28,8	50,6	62,7	70,2
Lợi nhuận từ HĐKD	(2,3)	17,6	21,1	13,1	18,9	29,0
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	<i>-0,1%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,4%</i>
Chi phí lãi vay ròng	5,1	11,5	35,6	46,5	54,2	59,7
<i>Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,4%</i>	<i>6,4%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,1%</i>
Thuế	8,9	18,5	25,8	12,0	15,8	19,5
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>24,0%</i>	<i>19,2%</i>	<i>23,5%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>
Lợi ích CĐTS	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận ròng	28,8	78,0	84,3	47,9	63,1	77,9
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>1,6%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,2%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,2%</i>
Tiền mặt đạt được	63,6	123,2	113,0	98,5	125,8	148,1
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	11,1	14,2	23,3	35,0	35,0	35,0
EPS (VND)	1.079	2.700	2.407	1.367	1.801	2.224
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EPS hiệu chỉnh (VND)	1.079	2.700	2.407	1.367	1.801	2.224
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>72,1%</i>	<i>150,3%</i>	<i>-10,9%</i>	<i>-43,2%</i>	<i>31,7%</i>	<i>23,5%</i>

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	85,7	206,3	434,5	82,4	245,5	191,7
Capex	68,7	126,0	390,4	117,8	82,5	41,2
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	-0,6	8,6	3,0	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	70,1	117,5	252,7	31,6	44,5	49,3
Dòng tiền tự do	-152,6	-322,9	-798,9	-139,1	-250,1	-139,6
Phát hành cp	-	3,1	9,1	11,7	-	-
Cổ tức đã trả	-	-	-	2,2	-	-
Thay đổi nợ ròng	78,5	172,6	519,4	107,2	201,8	84,5
Nợ ròng cuối năm	124,6	297,2	816,6	923,8	1.125,6	1.210,1
Giá trị doanh nghiệp	311,9	536,2	1.208,7	1.512,0	1.713,8	1.798,3
Vốn CSH	129,3	301,5	385,7	431,4	494,4	572,3
Giá trị sổ sách/cp (VND)	4.846	8.826	11.017	12.320	14.121	16.344
<i>Nợ ròng / VCSH (%)</i>	<i>96,4%</i>	<i>98,6%</i>	<i>211,7%</i>	<i>214,2%</i>	<i>227,7%</i>	<i>211,5%</i>
<i>Nợ ròng / EBITDA (x)</i>	<i>3,8</i>	<i>4,7</i>	<i>16,4</i>	<i>14,5</i>	<i>13,8</i>	<i>12,2</i>
Tổng tài sản	441,7	861,0	1.476,2	1.661,3	1.957,3	2.058,7

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<i>ROE (%)</i>	<i>25,0%</i>	<i>36,2%</i>	<i>24,5%</i>	<i>11,7%</i>	<i>13,6%</i>	<i>14,6%</i>
<i>ROA (%)</i>	<i>8,4%</i>	<i>12,0%</i>	<i>7,2%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,9%</i>
<i>ROIC (%)</i>	<i>9,6%</i>	<i>13,4%</i>	<i>9,6%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,9%</i>	<i>6,3%</i>
<i>WACC (%)</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,1%</i>	<i>10,1%</i>	<i>10,1%</i>
<i>EVA (%)</i>	<i>-0,4%</i>	<i>3,2%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>-4,6%</i>	<i>-4,2%</i>	<i>-3,8%</i>
<i>PER (x)</i>	<i>15,6</i>	<i>6,2</i>	<i>7,0</i>	<i>12,3</i>	<i>9,3</i>	<i>7,6</i>
<i>EV/EBITDA (x)</i>	<i>17,7</i>	<i>11,9</i>	<i>28,3</i>	<i>23,8</i>	<i>21,0</i>	<i>18,2</i>
<i>EV/FCF (x)</i>	<i>-2,0</i>	<i>-1,7</i>	<i>-1,5</i>	<i>-10,9</i>	<i>-6,9</i>	<i>-12,9</i>
<i>PBR (x)</i>	<i>3,5</i>	<i>1,9</i>	<i>1,5</i>	<i>1,4</i>	<i>1,2</i>	<i>1,0</i>
<i>PSR (x)</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>
<i>EV/sales (x)</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>
<i>Suất sinh lợi cổ tức (%)</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận – Phân tích cơ bản

Nguyễn Bình Thanh Giao
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)
chilkt@acbs.com.vn

CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện
Trần Thị Hải Yến
(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)
yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản
Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Trần Nhật Trung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Điện
Nguyễn Trí Cường
(+84 28) 3823 4159 (ext: 218)
cuongnt@acbs.com.vn

NVPT- Dầu khí
Phan Việt Hưng
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế vĩ mô
Trần Vi Phúc
(+8428) 3823 4159 (ext: 250)
phuctv@acbs.com.vn

NVPT – Công nghiệp
Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)
minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – PTKT
Lương Duy Phước
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
phuocld@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung
(+84 28) 54 043 070
tyler@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH

Phan Hồng Diệp
(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)
diepph@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận GDKHĐC
Huỳnh Thị Mỹ Hạnh
(+84 28) 5404 6632
hanhhtm@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Xuân Hằng
(+84 28) 38234160
hangnx@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Trần Thị Thanh
(+84 28) 54046626
thanhtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Lý Ngọc Dung
(+84 28) 54046630
dungln.hso@acbs.com.vn
[n](#)

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIỮ: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2018). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.