

## TRIỂN VỌNG NGÀNH Ô TÔ NĂM 2022:

# Bỏ qua những bất ổn trong ngắn hạn, nhu cầu ô tô có thể tiếp tục xu hướng tăng mạnh

## Điểm nhấn năm 2021

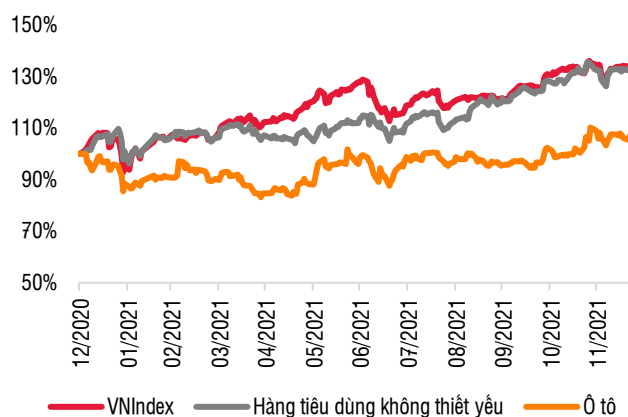
### Diễn biến ngành trong năm: KÉM KHẢ QUAN

Cổ phiếu của các doanh nghiệp ngành ô tô chỉ tăng trung bình 7,4% trong 2021, thấp hơn 26% so với mức tăng của VNIndex.

**Top cổ phiếu trong ngành:** HAX, với giá cổ phiếu tăng 105% YTD trong năm 2021. Mặc dù lợi nhuận ròng năm 2021 của công ty ước tính giảm 24% YoY do giãn cách xã hội nghiêm ngặt trong Q2 và Q3/2021, KQKD vẫn có sự phục hồi ấn tượng trong Q4 và ước tính doanh thu cả năm vẫn có thể tương đương so với năm ngoái. Một cổ phiếu khác là SVC, với giá cổ phiếu tăng 93% YTD. SVC cũng chịu ảnh hưởng từ đợt giãn cách xã hội trong Q3/2021 nhưng đã thực hiện cắt giảm nhiều chi phí hoạt động nên ước tính có thể ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận khoảng 13% YoY trong 2021.

Mặc dù giá cổ phiếu HAX và SVC đều tăng mạnh, cổ phiếu của công ty có vốn hóa lớn nhất trong ngành là VEA chỉ tăng giá 2% YTD do doanh số bán ô tô và xe máy đều sụt giảm, trong khi vướng mắc nhiều vấn đề về HĐKD chưa được giải quyết triệt để.

### Diễn biến ngành trong năm 2021



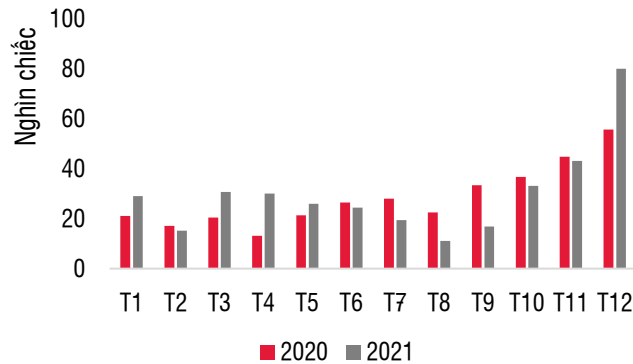
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

### Những điểm chính của ngành trong năm 2021

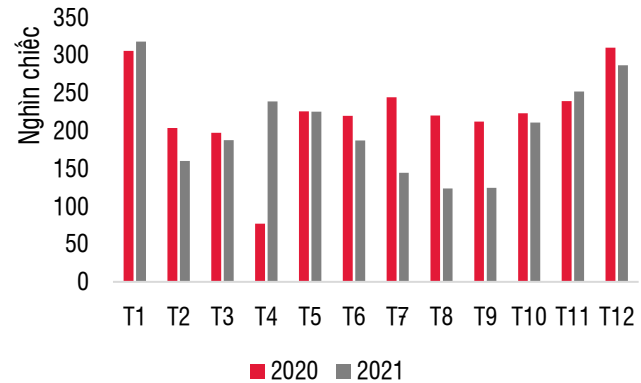
- Doanh số ô tô âm ảm do ảnh hưởng của làn sóng bùng phát Covid thứ 3 và thứ 4 tại Việt Nam, nhưng nhanh chóng hồi phục trong các tháng cuối năm:** Do đợt bùng phát dịch bệnh kéo dài, doanh số bán ô tô 9 tháng đầu năm 2021 chỉ đạt 198.000 chiếc (-3% YoY). Tuy nhiên, sau khi mở cửa trở lại trong Q4, doanh số ô tô đã có sự hồi phục mạnh, với ước tính 156.000 xe bán ra trong Q4 (+16% YoY), giúp doanh số cả năm 2021 ước đạt 354.000 chiếc (+5% YoY). Sự phục hồi được hỗ trợ bởi Thông tư 103 /2021/ND-CP gần đây của Chính phủ, giảm 50% phí trước bạ cho ô tô lắp ráp trong nước trong giai đoạn 6 tháng từ ngày 1/12/2021.
- Tình trạng thiếu hụt chip kéo dài có tác động bất ngờ đến ngành ô tô:** Theo ước tính của Hiệp hội Linh kiện điện tử thế giới (ECIA), thời gian hoàn thành cho một đơn đặt hàng linh kiện chip ô tô ở thời điểm tháng 12/2021 đã kéo dài tới 5 tháng (gần 22 tuần), gấp đôi thời gian đặt hàng bình thường trước dịch Covid do vấn đề thiếu hụt chip toàn cầu. Trong giai đoạn này, nhiều hãng xe đã phải cắt giảm 5%-10% sản lượng sản xuất, hoặc tạm hoãn ra mắt các mẫu xe mới. Tuy nhiên cho dù doanh số giảm, nhiều công ty ô tô lại có lợi nhuận tăng mạnh. Lũy kế 9T2021, lợi nhuận ròng toàn cầu của các hãng xe Honda, Ford, và Toyota tăng 129% YoY, 480%

YoY và 102% YoY do nguồn cung ô tô giảm, cạnh tranh về giá giảm nhờ nhu cầu ô tô thế giới hồi phục tích cực trong 2021. Nhìn chung, tác động của thiếu hụt chip ở mức vừa phải đang giúp các công ty sản xuất ô tô đẩy mạnh lợi nhuận trong ngắn hạn.

### Doanh số bán ô tô hàng tháng tại Việt Nam



### Doanh số bán xe máy hàng tháng tại Việt Nam



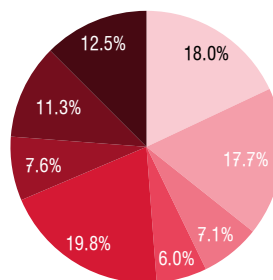
Nguồn: VAMA, SSI Research tổng hợp

Nguồn: VAMM, SSI Research tổng hợp

- Xe nhập khẩu tràn vào thị trường với cạnh tranh gia tăng từ các hãng Trung Quốc:** Trong 11T2021, tổng cung ô tô tại Việt Nam tăng 6% YoY, trong đó ô tô nhập khẩu tăng 26% YoY, chiếm 38% tổng doanh số bán xe ở Việt Nam (tăng 3% so với 2020), trong khi ô tô lắp ráp trong nước chỉ tăng 2% YoY. Đặc biệt, nhu cầu xe Trung Quốc nhập khẩu tiếp tục tăng mạnh. Trong 9T2021, có 16.300 xe ô tô nhập khẩu từ Trung Quốc, gấp 5 lần so với cùng kỳ và chiếm 22% tổng số ô tô nhập khẩu.
- Các hãng xe lớn mất thị phần do cạnh tranh khốc liệt từ Vinfast và xe Trung Quốc:** Nhìn chung, top 3 hãng xe lớn bao gồm Hyundai, Toyota và Thaco mất 5% tổng thị phần trong năm 2021, trong khi Vinfast giành thêm nhiều thị phần nhất (+4% thị phần trong 2021) và thị phần hãng xe Trung Quốc nhập khẩu tăng 2% thị phần do các thương hiệu mới và nhỏ như Vinfast, MG, BAIC giảm giá mạnh, đặc biệt trong đợt bùng phát làn sóng Covid thứ 4.

### Thị phần ô tô tại Việt Nam tính đến tháng 12/2021

■ Hyundai  
 ■ Toyota  
 ■ Ford  
 ■ Honda  
 ■ Thaco  
 ■ Mitsubishi  
 ■ Vinfast  
 ■ Hãng khác



Nguồn: VAMA, SSI Research compiles

- **Nhu cầu xe máy vẫn bão hòa:** Tổng doanh số bán xe máy trong 2021 ước tính đạt 2,46 triệu chiếc (-8% YoY), chỉ bằng 76% doanh số trước Covid. Mặc dù có mô hình hồi phục tương tự như doanh số ô tô trong năm 2021, tốc độ hồi phục của doanh số xe máy lại yếu hơn nhiều do tỷ lệ sở hữu xe máy đã rất cao ở Việt Nam.
- **Lợi nhuận các DN ô tô vẫn có sự cải thiện nhẹ do cắt giảm đáng kể các chi phí hoạt động:** Mặc dù doanh số giảm, lợi nhuận ròng các công ty ô tô niêm yết vẫn tăng 6% YoY trong 2021, do tạm thời cắt giảm các chi phí hoạt động nhờ chuyển sang kênh bán hàng online và giảm mạnh chi phí lãi vay.
- **Vinfast ra mắt mẫu xe điện đầu tiên lắp ráp trong nước, dẫn đầu xu hướng mới trên thị trường ô tô.** Trong 2021, Vinfast ra mắt mẫu xe điện e34 đầu tiên được lắp ráp trong nước và bắt đầu đầu tư mạnh vào trạm sạc điện với ước tính khoảng 2.000 trạm sạc điện (40.000 điểm sạc) trên khắp Việt Nam. Điều này mở ra xu hướng xe điện mới tại Việt Nam có thể thay đổi đáng kể thị trường ô tô trong thời gian tới nhờ tốc độ phát triển nhanh chóng và nhiều ưu đãi từ chính phủ ở thời điểm hiện tại.
- **Định giá của hầu hết các công ty ô tô niêm yết không thay đổi nhiều.** Đối với các công ty ô tô trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi, PE trung bình năm 2021 là 10,2x, tương tự năm 2020 và phản ánh đúng câu chuyện tăng trưởng đi ngang trong năm 2021.

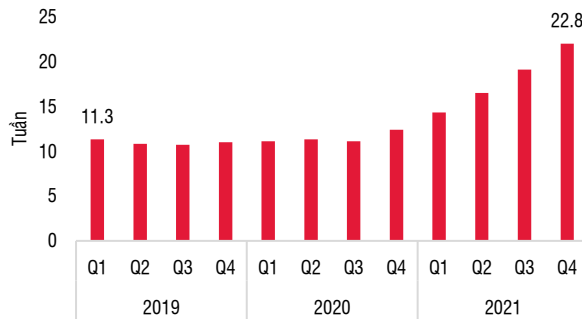
## Triển vọng năm 2022

### Triển vọng tăng trưởng năm 2022

- **Bỏ qua những bất ổn trong ngắn hạn, triển vọng 2022 có thể tươi sáng hơn với khả năng phục hồi tương đối chắc chắn:** Hiện tại, triển vọng ngắn hạn của các công ty ô tô vẫn còn chưa ổn định do dịch bệnh vẫn còn diễn biến phức tạp. Tuy nhiên, với 70% dân số Việt Nam đã được tiêm vaccine mũi 2 tính đến cuối năm 2021, và các biến thể Covid mới có khả năng sẽ ít gây rủi ro tới sức khỏe hơn, chúng tôi ước tính tác động từ việc giãn cách xã hội sẽ ít nghiêm trọng hơn năm 2021.
- **Chúng tôi ước tính nhu cầu ô tô sẽ tăng 16% YoY trong 2022.** Chúng tôi cho rằng với mức nền so sánh thấp trong 2021, cùng với tỷ lệ sở hữu ô tô còn rất thấp tại Việt Nam và việc Chính phủ giảm 50% phí trước bạ theo Thông tư 103/2021/ND-CP có thể là nền tảng vững chắc cho mức tăng trưởng cao trong năm 2022. Ngoài ra, xu hướng sử dụng xe điện mới tại Việt Nam dẫn đầu bởi những mẫu xe điện của Vinfast sẽ thúc đẩy nhu cầu ô tô tăng cao hơn nữa trong 2022.
- **Tình trạng thiếu cung chip tiếp tục làm giảm nguồn cung ô tô, lợi nhuận các công ty ô tô có thể đạt tăng trưởng mạnh:** Theo dự báo của IHS Markit và Fitch Ratings, số lượng xe sản xuất trên toàn cầu sẽ ước tính giảm trung bình -4% YoY trong 2022, do tình trạng thiếu cung chip dự kiến tiếp diễn đến cho đến nửa cuối năm 2022. Nhiều công ty ô tô đã tăng giá bán mẫu xe mới trong 2021 và chúng tôi ước tính việc này sẽ có tác động rõ ràng tới thị trường ô tô trong 2022. Cả nhà sản xuất ô tô và đại lý phân phối sẽ hưởng lợi từ chênh lệch cung cầu trong ngắn hạn này.
- **Vinfast sẽ dừng sản xuất xe xăng vào cuối năm 2022, tạo cơ hội cho nhiều hãng xe khác:** Vinfast gần đây đã công bố sẽ dừng dần hoạt động sản xuất xe xăng đến cuối năm nay để tập trung vào xe điện. Hiện tại, xe xăng của Vinfast chiếm gần 11% thị phần ô tô trong nước, do đó tạo nhiều cơ hội cho các hãng xe khác phát triển và giành vị thế dẫn đầu. Ngoài ra, do Vinfast là một trong những công ty có khả năng cạnh tranh cao về giá, việc thương hiệu này rời thị trường có thể giúp giảm bớt đáng kể áp lực cạnh tranh giảm giá đối với các hãng xe khác.

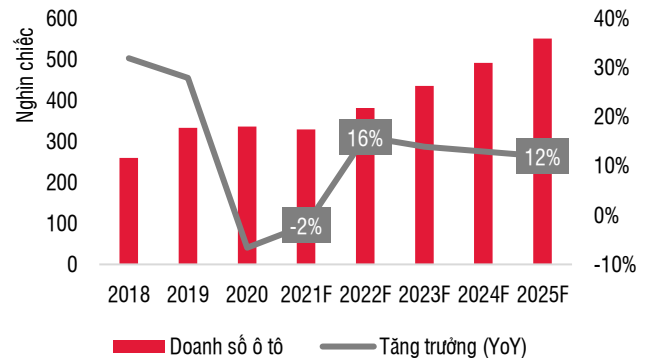
- **Thời điểm ghi nhận tăng trưởng cao có thể đến từ nửa cuối năm 2022:** Chúng tôi cho rằng nhu cầu mua xe sẽ chưa thực sự mạnh trong nửa đầu năm do khả năng dịch bệnh gia tăng vì biến thể mới Omicron. Sau khi dần mở cửa trở lại trong nửa cuối 2022, doanh số bán xe trong ngành sẽ bắt đầu tăng nhanh hơn, cộng với mức nền so sánh thấp trong Q3/2021 sẽ là động lực ghi nhận KQKD đột biến.
- **Định giá hấp dẫn với tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận cao.** Với câu chuyện tăng trưởng trong 2022, chúng tôi cho rằng ngành có tiềm năng tăng trưởng mạnh. Đặc biệt, lợi nhuận ngành hồi phục sau 2 năm âm ảm có thể hỗ trợ tâm lý thị trường mạnh mẽ.

Thời gian sản xuất linh kiện bán dẫn



Nguồn: ECIA

Dự báo doanh số bán xe tại Việt Nam



Nguồn: VAMA, SSI Research ước tính

**Top cổ phiếu ưa thích:****Tổng Công ty Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam (VEA: UPCOM) (MUA, Giá mục tiêu: 55.000 đồng/cp):**

VEA nắm sở hữu cổ phần đáng kể ở các nhà sản xuất ô tô xe máy tại Việt Nam (30% Honda, 25% Toyota, và 25% Ford).

**Năm 2022, các giả định chính của chúng tôi:**

**(1) Doanh số bán ô tô, xe máy hồi phục mạnh:** Năm 2022, chúng tôi ước tính doanh số ô tô của các công ty liên doanh của VEA sẽ tăng 16% YoY, trong khi doanh số xe máy của liên doanh Honda ước tính tăng 10% YoY sau 2 năm liên tiếp giảm.

**(2) Tình trạng khan hiếm chip kéo dài có thể giúp gia tăng đáng lợi nhuận công ty liên doanh:** Năm 2022, chúng tôi ước tính lợi nhuận công ty liên doanh (Honda, Toyota, Ford) tăng 13% YoY sau khi giảm -21% YoY trong 2020 và tăng nhẹ 5% trong 2021. Đặc biệt, việc Vinfast dừng sản xuất xe xăng – chiếm 11% thị phần của thị trường ô tô có thể thúc đẩy đáng kể nhu cầu xe Honda, Toyota & Ford. Biên lợi nhuận mỗi xe đã bán ra có thể tăng lên khi cạnh tranh thị trường giảm, và việc thiếu cung xe do thiếu hụt chip có thể là động lực chính giúp các liên doanh ô tô của VEA đạt lợi nhuận cao hơn trong xu hướng ngắn hạn này.

**(3) Cổ tức duy trì mức hấp dẫn, mặc dù mức cổ tức thấp hơn năm ngoái:** Ban lãnh đạo VEA ước tính tiếp tục trả cổ tức cao 4.500 đồng/cp trong 2022. Mặc dù cổ tức thấp hơn trung bình các năm gần đây do được chi trả từ lợi nhuận 2020 của các công ty liên doanh (một năm tương đối khó khăn), lợi suất cổ tức trên thị giá vẫn hấp dẫn ở mức 10% theo giá hiện tại và sẽ dần quay lại mức cao hơn trong năm sau khi lợi nhuận hồi phục.

- Rủi ro:**

**Hoạt động kinh doanh chính kém hiệu quả:** Hoạt động kinh doanh cốt lõi của VEA tập trung vào xe tải, phụ tùng xe máy và sản xuất động cơ nông nghiệp. Tuy nhiên, các mảng này liên tục thua lỗ do cạnh tranh gay gắt và chi phí sản xuất cao. Mặc dù khoản lỗ không đáng kể so với lợi nhuận công ty liên doanh, nhưng VEA vẫn chịu gánh nặng lỗ lũy kế ở các mảng này.

Chỉ tiêu	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	7.074	4.497	3.671	3.815	3.816
Tăng trưởng doanh thu thuần	+7%	-36%	-18%	4%	+0%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	7.047	7.319	5.594	6.023	6.680
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	+13%	+4%	-23%	+2%	+11%
EPS (VND/share)	5.276	5.479	4.239	4.558	4.222
ROE (%)	28%	27%	22%	23%	24%
Nợ/ Vốn CSH (%)	2%	1%	1%	1%	0%
Tỷ suất cổ tức (%)	%	%	%	12%	10%
P/E(x)	7,4	8,2	13,0	11,5	11,0
P/B (x)	2,0	1,8	2,6	2,1	1,8

Nguồn: SSI Research

**CTCP Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh (HAX: HOSE) (MUA, Giá mục tiêu: 38.000 đồng/cp):**

HAX là một trong ba đại lý phân phối chính xe Mercedes và MG tại Việt Nam. Công ty đóng góp 36% tổng doanh số bán xe Mercedes tại Việt Nam với 6 showroom tại Hà Nội và TP.HCM.

**Năm 2022, giả định chính của chúng tôi bao gồm:**

**(1) Nhu cầu xe Mercedes bùng nổ trong phân khúc xe cao cấp.** Chính phủ đã giảm 50% phí trước bạ đối với xe lắp ráp trong nước, và Mercedes là thương hiệu xe cao cấp duy nhất hưởng lợi từ xu hướng này, do 80% xe Mercedes hiện tại lắp ráp tại Việt Nam.

**(2) Mở mới showroom trong Q3/2022 giúp mở ra thị trường mới tại miền Nam.** HAX được chọn là đại lý đầu tiên và duy nhất của Mercedes tại Cần Thơ và rộng hơn là khu vực ĐBSCL, với diện tích showroom là 4.065 m2. Cần Thơ có vị trí thuận lợi là trung tâm khu vực ĐBSCL trong khi hiện đang nằm trong Top 10 thành phố giàu nhất Việt Nam theo GRDP 2020. Ban lãnh đạo HAX cho rằng đây là thị trường tiềm năng cho xe hạng sang. Ngoài ra, theo nghiên cứu về tiêu chí tính thương đối với đại lý phân phối của Mercedes, việc mở showroom chất lượng cao có thể giúp HAX nhận được mức thưởng cao hơn từ Mercedes. Trong năm gần đây, khoản thưởng này (nằm ở mục thu nhập khác của HAX) đã giảm xuống mức thấp nhất kể từ 2016, sau khi công ty ngừng mở rộng cửa hàng mới.

**(3) Mảng kinh doanh xe MG tăng đóng góp cao hơn vào KQKD của công ty với nhu cầu mạnh mẽ.** Nhu cầu xe Trung Quốc tiếp tục tăng mạnh nhờ chất lượng ở mức tương đối và giá xe rẻ trên thị trường. Trong 9T2021, xe ô tô nhập khẩu từ Trung Quốc đạt 16.300 chiếc, gấp 5 lần so với cùng kỳ năm trước. Theo nghiên cứu của một số đại lý xe MG, thương hiệu này hiện chiết khấu 15-20% so với các hãng khác cùng phân khúc và cũng trả mức thưởng hấp dẫn cho đại lý để thúc đẩy doanh thu tại Việt Nam. Hiện tại, doanh số bán xe MG tăng đóng góp lên 4% tổng doanh thu và 9% lợi nhuận ròng của HAX.

- **Rủi ro:**

**Tình trạng khan hiếm chip có thể làm giảm doanh thu và lợi nhuận nếu diễn ra nghiêm trọng hơn.** Mặc dù việc khan hiếm chip hiện tại là yếu tố hỗ trợ lợi nhuận cho các đại lý ô tô như HAX trong ngắn hạn, tình trạng này có thể trở thành rủi ro nếu tình hình thiếu chip trở nên nghiêm trọng hơn và mức giảm doanh thu có thể lớn hơn mức tăng lợi nhuận do thiếu cung ô tô.

Chỉ tiêu	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	4.756	5.153	5.570	5.530	6.868
Tăng trưởng doanh thu thuần	+24%	+8%	+8%	-1%	+24%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	98	51	125	96	228
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	+16%	-48%	+145%	-23%	+138%
EPS (VND/share)	2.815	1.379	3.397	1.942	4.062
ROE (%)	5%	3%	10%	6%	13%
Nợ/ Vốn CSH (%)	55%	58%	41%	38%	33%
Tỷ suất cổ tức (%)	6%	8%	6%	5%	5%
P/E(x)	5,1	11,6	5,6	12,2	6,2
P/B (x)	1,2	1,3	1,5	2,1	1,4

Nguồn: SSI Research

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. 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. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI 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.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

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

### Vĩ mô

#### Phạm Lưu Hưng

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

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô  
trinhhtt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích kỹ thuật

#### Lương Biện Nhân Quyền

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

#### Trần Trung Kiên

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

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp  
thanhtk@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp  
tuntt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

#### Lê Huyền Trang

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

### Phân tích Ngành Ô tô

#### Nguyễn Lý Thanh Lương

Chuyên viên phân tích  
luongnlt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3056

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

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

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

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

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

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