

CTCP DỊCH VỤ Ô TÔ HÀNG XANH (HSX: HAX)

Thách thức lớn vẫn còn phía trước

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY25	Q1-FY25	+/- qoq	Q2-FY24	+/- yoy
Doanh thu thuần	1.029	959	7,3%	1.123	-8,3%
Lợi nhuận sau thuế	-4	5	N.A	8	N.A
LNTT & lãi vay	4	9	-61,4%	24	-85,5%
LNTT & lãi vay/DT thuần	0,3%	1,0%	-61bps	2,2%	-183bps

Nguồn: HAX, CTCK Rong Viet

Q2-FY25: KQKD dưới kỳ vọng đáng kể do thị phần phân phối MBZ sụt giảm và thu hẹp biên LN mảng MG trong giai đoạn khai trương số lượng lớn đại lý MG.

- Doanh thu thuần đạt 1.029 tỷ đồng (-8,3% YoY), thấp hơn dự phóng đáng kể, hoàn toàn do ảnh hưởng của mảng MBZ (-45,0% YoY) – tác động kép từ suy yếu cả thị phần dòng xe sang này ở Việt Nam & thị phần phân phối của riêng HAX đối với MBZ. Điểm sáng từ cú huých MG (+49,0% YoY) nhờ mở rộng hệ thống đại lý mạnh mẽ (8/15 đại lý mở mới ở H1-2025), nhưng vẫn không đủ bù đắp sự sụt giảm chung của mảng MBZ.
- LNST Công ty Mẹ Q1-2025 lỗ 4,4 tỷ đồng (lần đầu kể từ Covid-19, thấp hơn kỳ vọng 20-24 tỷ đồng). Nguyên nhân đến từ sản lượng và biên lợi nhuận ròng mảng MBZ giảm mạnh, HAX mở 7/17 đại lý MG toàn quốc, áp dụng giảm giá bán (biên LN gộp giảm 218bps YoY), tăng chi phí quảng cáo, chiết khấu, nhưng doanh số chưa đạt kỳ vọng. Chi phí cố định (khấu hao, lương) tăng do mở rộng hệ thống, gây áp lực lên biên lợi nhuận mảng MG.

Triển vọng FY25: Đây là một năm cực kỳ khó khăn với nhiều mảng màu tối từ những chuyển biến thị trường ô tô chung đẩy đến sự suy yếu đáng kể mảng MBZ và năng lực kinh doanh chưa đạt kỳ vọng của mảng tiềm năng MG sau khi mở rộng hàng loạt.

- Thị trường ô tô Việt Nam tiếp diễn màu ảm đạm bởi các điểm nghẽn lớn về “thăng gầu – vùng trung doanh số”, “không còn chính sách giảm lệ phí trước bạ thường niên”, “tâm lý ngại mua xe xăng trước các quy định sử dụng xe điện mới”. Riêng HAX, công ty đối diện khó khăn về sức mua hàng hạng sang giảm mạnh cho mảng MBZ và cạnh tranh tăng cao ở phân khúc phổ thông (xe xăng/điện) từ Vinfast cho mảng MG.
- HAX tập trung phát triển mảng MG thay thế mảng MBZ (suy giảm thị phần). Công ty mở 7/17 đại lý MG trong H1-2025, gây bất ổn ngắn hạn về doanh thu/lợi nhuận. Từ Q3-2025, HAX kỳ vọng cải thiện doanh thu mỗi đại lý MG và tối ưu chi phí chiết khấu, quảng cáo.
- Qua đó, chúng tôi dự phóng KQKD Q3-2025 của HAX với doanh thu thuần đạt 1.160 tỷ đồng (-24,6% YoY), LNST Cty Mẹ đạt 6 tỷ đồng (-90,8% YoY). Biến số “giao dịch mảnh đất Võ Văn Kiệt” (giá bán không thấp hơn 180 triệu đồng/m2) đã không thành công như kỳ vọng, xóa tan kỳ vọng về khoản lợi nhuận đột biến nửa cuối năm.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2025 của HAX đạt 4.448 tỷ đồng (-19,3% YoY). LNST/EPS đạt 33 tỷ đồng (-73,5% YoY) và 308 đồng.

Quan điểm và khuyến nghị

Trong bối cảnh ngành ô tô ảm đạm và thị phần MBZ giảm, HAX coi MG là động lực tăng trưởng mới. Tuy nhiên, lợi nhuận từ MG giảm dần khiến đà tăng LNST 2025 chậm lại. Việc chuyển nhượng đất Võ Văn Kiệt không như kỳ vọng, gây thêm khó khăn cho KQKD 2025.

Chúng tôi thực hiện định giá bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) dài hạn cho HAX. Giá cổ phiếu xác định một năm tới của HAX ở mức **14.000 đồng/cổ phiếu**, tương ứng PE fwd 2025 47,3x. Dựa trên giá đóng cửa ngày 22/08/2025, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho HAX.

TRUNG LẬP

Giá thị trường (đồng)	13.900
Giá mục tiêu (đồng)	14.000

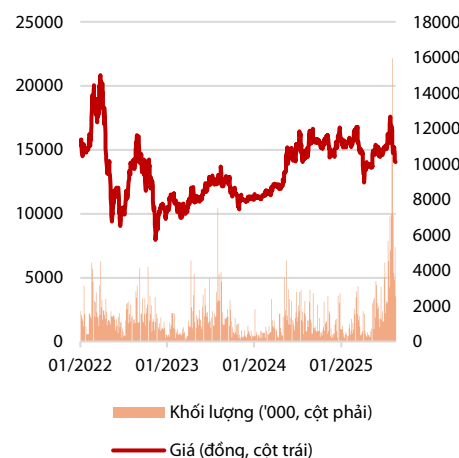
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu): 0

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ô tô và phụ tùng
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.510
SLCPDLH (triệu CP)	107
KLGD bình quân 20 phiên ('000 CP)	5.126
Free Float (%)	56,7
Giá cao nhất 52 tuần	17.600
Giá thấp nhất 52 tuần	12.500
Beta	1,0

	FY24	Hiện tại
EPS	1.053	893
Tăng trưởng EPS (%)	184,5	-11,1
P/E	15,8	17,0
P/B	1,5	1,5
EV/EBITDA	11,6	12,4
ROE (%)	10,0	8,2

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Vợ chồng Ông Đỗ Tiến Dũng	33,99
PYN Fund Management Oy	5,68
Các TV Ban điều hành khác	4,23
AFC VF Limited	5,87
Khác	50,23
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	41,50

Nguyễn Bảo Hưng

(084) 028- 6299 2006 – Ext 2223

hung.nb@vdsc.com.vn

KQKD Q2-2025 dưới kỳ vọng đáng kể do thị phần phân phối MBZ sụt giảm và thu hẹp biên LN mảng MG trong giai đoạn khai trương số lượng lớn đại lý MG

Doanh thu thuần đạt 1.029 tỷ đồng (+7,3% QoQ, -8,3% YoY), thấp hơn dự phóng chuyên viên 40,0%, do doanh số bán xe không như kỳ vọng ở cả mảng MBZ và MG

- **Doanh thu MBZ đạt 467 tỷ đồng (-11,3% QoQ, -45,0% YoY)**, mức sụt giảm này mạnh hơn so với tổng tiêu thụ xe MBZ tại Việt Nam (-34,4% YoY), có thể đến từ việc HAX đánh mất thị phần phân phối của mình nhanh hơn dự kiến, do MBZ chủ động tự phân phối theo quan điểm của chúng tôi. (trình bày bên dưới)
- **Doanh thu MG đạt 565 tỷ đồng (23,9% QoQ, +49,0% YoY)**, đến từ đà tăng trưởng của toàn thị trường xe MG (+24,0% YoY) và HAX lấy thêm thị phần phân phối trong quý này nhờ mở rộng thêm 7 đại lý trong vòng 7 tháng qua. Tuy nhiên, mức tăng trưởng chưa ấn tượng như dự báo do các showroom mới có thể chưa hoạt động mạnh mẽ như kỳ vọng và sự mạnh lên trở lại của các hãng Ford, Toyota, Mazda cùng Vinfast với nhiều mẫu xe và chính sách ưu đãi tốt.

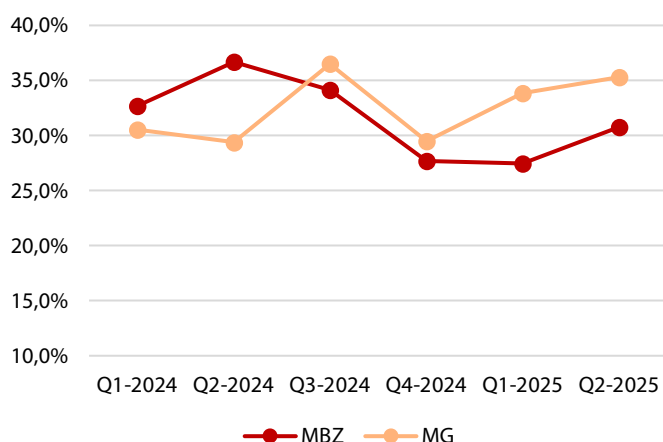
Theo thống kê chuyên viên, thị phần của xe MBZ giảm về 0,3% ở quý này (-0,2% QoQ), trong khi thị phần MG nhích nhẹ, đạt 2,4% quý này (+0,1% QoQ) trước sự mạnh mẽ của Vinfast (thị phần đạt 27,0%).

Bảng 1: KQKD HAX Q2-2025 về doanh thu

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2-2025	Q1-2025	+/- (qoq)	Q2-2024	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	1.029	959	7,3%	1.123	-8,3%
Bán ô tô	896	829	8,1%	980	-8,6%
Mercedes-Benz (MBZ)	331	373	-11,3%	601	-45,0%
MG và khác	565	456	23,9%	379	49,0%
Sửa chữa, thay thế phụ tùng	128	124	3,0%	135	-5,3%
Mercedes-Benz (MBZ)	90	92	-1,5%	111	-18,8%
MG và khác	38	33	15,5%	24	57,4%
Khác	5	5	-3,9%	7	-28,7%
Mercedes-Benz (MBZ)	3	2	16,4%	2	45,6%
MG và khác	2	3	-19,3%	5	-54,3%

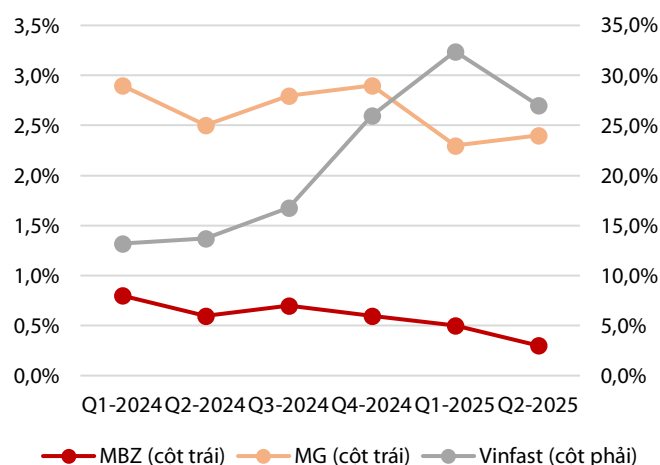
Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Thị phần phân phối của HAX trong hai mảng xe (%)



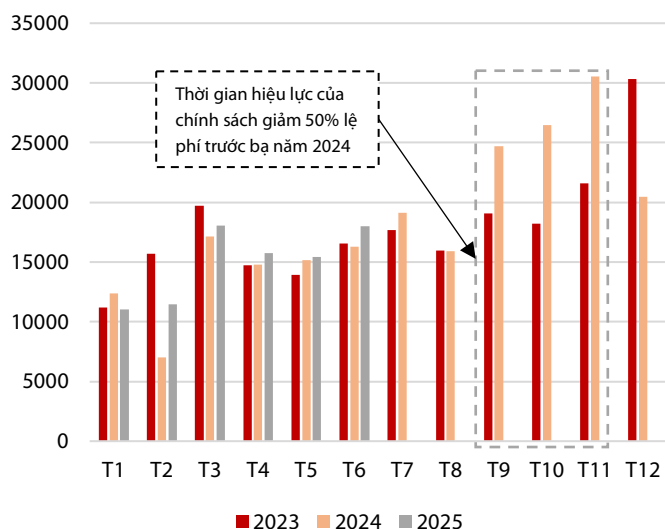
Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt tổng hợp và ước tính

Hình 2: Thị phần bán xe MBZ và MG tại Việt Nam (%)



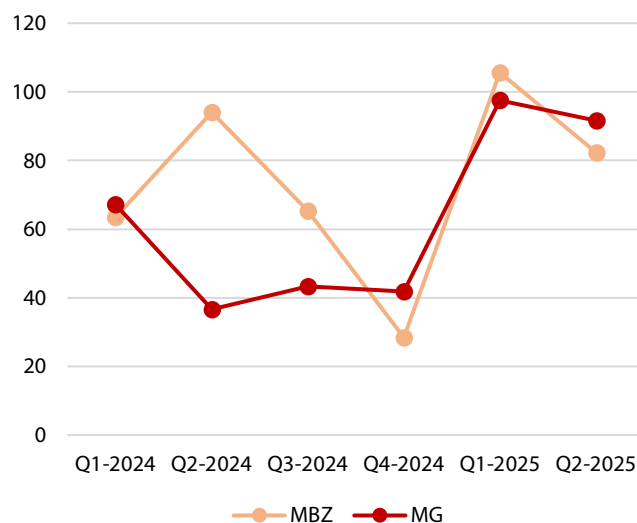
Nguồn: HAX, VAMA, Vinfast, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 3: Doanh số bán xe ô tô của các thành viên VAMA tại Việt Nam (xe)



Nguồn: VAMA, CTCK Rồng Việt. Lưu ý: Các thành viên tiêu biểu của VAMA bao gồm Mitsubishi, Honda, Ford, Toyota, Kia, Mazda, BMW.

Hình 4: Số ngày tồn kho của HAX đối với hai hãng MBZ, MG (ngày)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt. Ghi chú: HAX chịu tồn kho lớn trong H1-2025 bởi tình hình kinh doanh xe sang MBZ gặp khó trong khi việc mở rộng hệ thống MG quá nhanh khiến tốc độ bán hàng không theo kịp số lượng nhập hàng về kho.

Lợi nhuận gộp đạt 91 tỷ đồng (-2,6% QoQ, -5,2% YoY), trong đó:

- **Về MBZ**, bối cảnh xe sang gặp khó nói chung và **kinh doanh MBZ** gặp khó nói riêng khi phải cạnh tranh nhiều hãng xe sang mới vào Việt Nam và niềm tin tiêu dùng cho hàng xa xỉ thấp, khiến DN buộc phải liên tục giữ **biên LN gộp mỏng này thấp (4,6%, -231bps QoQ) và duy trì chi phí bán hàng cao (18-20 tỷ đồng/quý)** mới ra được sản lượng, giảm số ngày tồn kho dần từ mức cao Q1-2025 97 ngày. Chúng tôi cho rằng HAX vẫn sẽ tiếp tục duy trì biên LN thấp trong mảng MBZ ở các quý tới khi số ngày tồn kho của MBZ trong HAX vẫn ở trên tiêu chuẩn ngày (50-60 ngày) vào cuối Q2-2025 (82 ngày).
- **Về MG**, HAX vẫn tiếp tục hạ giá bán với **biên LN gộp giảm -63bps QoQ, đạt 11,8%**, để kích cầu cho các showroom mới khai trương.

HAX cũng vừa phải huy động tăng nợ vay để tài trợ vốn lưu động MG (Nợ vay trong HAX tăng 39,0% YoY, trong PTM – công ty con phụ trách một phần MG tăng x9 lần). Kết hợp cùng lãi suất đi vay có phần gia tăng (+205bps YoY) khiến **chi phí lãi vay quý này của HAX đạt 11,3 tỷ đồng (+87% QoQ, +127% YoY)**.

Đáng chú ý, **HAX tiếp tục ghi nhận thu nhập khác từ các công ty con (chủ yếu MG) ghi nhận khoảng 17 tỷ đồng (khoản hỗ trợ chi phí xây dựng showroom như đã đề cập trước đó)**, là yếu tố tích cực duy nhất của quý này.

Qua đó, **LNST quý này lần đầu ghi nhận lỗ kể từ thời điểm Covid-19 -4,4 tỷ đồng, ngoài kỳ vọng chuyên viên (20-24 tỷ đồng)**.

Bảng 2: KQKD HAX Q2-2025 về lợi nhuận và cơ cấu chi phí

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2-2025	Q1-2025	+/- (qoq)	Q2-2024	+/- (yoy)
Lợi nhuận gộp	91	94	-2,6%	96	-5,2%
Mercedes-Benz (MBZ)	20	32	-39,5%	30	-34,4%
MG và khác	72	61	16,9%	66	7,9%
CPBH&QLDN	-88	-84	3,8%	-72	22,1%
Mercedes-Benz (MBZ)	-30	-29	2,6%	-33	-10,3%
MG và khác	-58	-55	4,4%	-39	49,9%
Lợi nhuận tài chính ròng	-11	-5	97,0%	-5	127,8%
Lợi nhuận khác	25	19	30,3%	9	182,9%
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	15	11	29,5%	14	1,6%
LNST Cty Mẹ	-4	5	N.A	8	N.A

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Cập nhật quan điểm về bối cảnh kinh doanh HAX sau Q2-2025

Chúng tôi nhìn nhận những chuyển đổi mới trong triển vọng kinh doanh của HAX gần đây, ảnh hưởng giảm định giá chung của Công ty như sau:

+ “Chính sách giảm lệ phí trước bạ 50%” thường niên không còn được triển khai trong 2025, đẩy doanh số H2-2025 thấp đáng kể so với cùng kỳ (như đề cập trên): Theo quan điểm chúng tôi, điều này xảy ra do nhiều nguyên nhân:

- Từ trước đến nay, Chính Phủ có 4 lần giảm lệ phí trước bạ nhưng chính sách chỉ có hiệu quả trong giai đoạn kinh tế bình thường ngược lại với bối cảnh tâm lý tiêu dùng vẫn căng cứng như hiện nay (doanh số tiêu thụ xe 3 lần giảm theo VAMA lần lượt, T6-12/2020: +12.9% YoY, T1-6/2021: +49.7% YoY, T7-12/2023: -18.7% YoY, T9-11/2024: +38,9% YoY).
- Tâm lý tiêu dùng ô tô dần phụ thuộc vào việc chờ chính sách này xuất hiện, nên trước và sau khi có ban hành chính sách ở các năm gần đây, tình hình tiêu thụ là âm ảm. Điều này tạo tâm lý phụ thuộc và dẫn phản tác dụng đối với doanh nghiệp ngành xe trong các thời điểm không có chính sách này hỗ trợ.
- Việc thực hiện giảm 50% lệ phí trước bạ đối với ô tô sản xuất, lắp ráp trong nước được đánh giá là có ảnh hưởng đến thực hiện nguyên tắc đối xử quốc gia của Việt Nam trong khuôn khổ Tổ chức thương mại thế giới (WTO) và các hiệp định thương mại tự do (FTA).

+ Hà Nội và TP.HCM đang mạnh mẽ thúc đẩy chuyển đổi sang xe điện thông qua các dự thảo cấm xe xăng tại khu vực trung tâm, bắt đầu từ 2026. Đây có thể là bước đầu trong việc chuyển đổi mạnh hệ thống phương tiện giao thông Việt Nam từ xe xăng sang xe điện theo xu hướng “xanh” trong dài hạn nhưng lại làm trì trệ kế hoạch sản xuất/súc mua của các chủ thể trong ngành trong ngắn hạn do họ sẽ chờ đợi thêm các động thái mới từ Chính Phủ, chi tiết: (1) người có dự định mua xe xăng mới tạm hoãn dự định này, (2) nhà sản xuất ô tô dừng sản xuất mẫu xe xăng mới vào VN, (3) đại lý kinh doanh ô tô dừng tăng tồn kho xe xăng mới. (*)

(*) *Triển lãm Ô tô - Xe máy Việt Nam (Vietnam Motor Show) năm 2025, sự kiện thường niên lớn nhất của ngành xe trong nước, chính thức bị hủy do thị trường tiếp tục âm ảm và thiếu vắng những mẫu xe mới xứng tầm.*

Chúng tôi dự đoán HAX sẽ dần xoay chuyển mô hình kinh doanh phụ thuộc nhiều hơn vào xe điện từ năm 2026 với các mẫu xe có sẵn của MBZ, MG, nhưng bài toán về trạm sạc chung vẫn chưa thể giải quyết với các hãng xe mới thâm nhập vào Việt Nam – nơi chúng kiến sự vươn mình của hãng xe điện nội địa có lợi thế quy mô về trạm sạc mạnh (Vinfast). Đây là yếu tố lớn của ngành sẽ được chúng tôi theo dõi và cập nhật trong các báo cáo liên quan triển vọng dài hạn HAX thời gian tới.

+ Mảng MBZ: Sự suy giảm thị phần MBZ ở thị trường ô tô Việt Nam và thị phần HAX trong phân phối MBZ có tốc độ ngày càng nhanh hơn dự kiến trong Q2-2025, dường như đang phản ánh rõ nét hơn một rủi ro đã được chúng tôi đề cập trong [Báo cáo Công ty: HAX – Lấy lại đà tăng trưởng nhờ cú huých MG](#): HAX có khả năng giảm thị phần phân phối xe MBZ trong trung hạn do việc không có nhiều đặc quyền để phát triển dòng xe này như trước, đi kèm việc MBZ thành lập công ty mới về phân phối Mercedes Benz Việt Nam (MBDV) từ T10-2024 nhưng chưa đi vào hoạt động (*), có thể là động thái giảm dần sự phụ thuộc vào các nhà phân phối địa phương, hàm ý tiềm ẩn rủi ro “dùng hợp tác bán xe MBZ” của HAX trong dài hạn.

(*) *“Việc thành lập pháp nhân mới này là một biện pháp chiến lược nhằm đảm bảo duy trì hoạt động kinh doanh tại thị trường Việt Nam, và giảm thiểu những rủi ro tiềm ẩn” – đại diện MBZ chia sẻ.*

Chúng tôi cũng lưu ý, việc sụt giảm thị phần phân phối MBZ nhanh của HAX đã và đang “làm mờ” đáng kể sự tăng trưởng của mảng MG, được xem là điểm tối trong KQKD HAX qua từng quý khi tốc độ giảm sản lượng, biên LN ròng mảng MBZ ngày càng tăng cao.

+ Mảnh đất Võ Văn Kiệt: Ngày 1/8/2025, HAX công bố NQ HĐQT về kết quả đấu giá công khai lô đất Võ Văn Kiệt, Bình Tân, TPHCM, 6.282,6 m2: Cuộc đấu giá không thành công do đã hết thời hạn đăng ký mà không có người đăng ký tham gia đấu giá.

Theo quan điểm chúng tôi, lý do chủ yếu do giá bán ở mức cao (tối thiểu 180 triệu đồng/m2) so với mặt bằng chung giá đất khu vực (100-120 triệu đồng/m2) và tính hiệu quả về chi phí cho bất kỳ nhà đầu tư nào muốn triển khai dự án chung cư tại đây ngay thời điểm hiện tại theo lý thuyết. Điều này khiến kỳ vọng thị trường chung về khả năng bán đất thành công của HAX giảm đáng kể.

Dự phóng Q3-2025: Những đợt sóng dữ ngành ô tô tiếp tục tác động mạnh đến KQKD HAX

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q3-2025 của HAX

	Q3-2025	+/-YoY	+/-QoQ	Giải định
Doanh thu thuần	1.160	-24,5%	12,7%	
Bán ô tô	1.038	-25,9%	15,9%	Thị trường ô tô Việt Nam tiếp diễn màu âm đậm bởi các điểm nghẽn lớn về “tháng ngâu”, “không còn chính sách giảm lệ phí trước bạ thường niên”, “tâm lý ngại mua xe xăng trước các quy định sử dụng xe điện mới”.
Mercedes-Benz (MBZ)	331	-55,1%	0,1%	Doanh số tổng hãng MBZ nói chung sụt giảm mạnh trong nửa đầu năm (-25,7% YoY) và dự kiến tiếp tục trong nửa cuối năm bởi chiến lược giảm ảnh hưởng tại Việt Nam của hãng. MBZ cũng chủ động tự phân phối nhiều hơn, nên thị phần phân phối HAX tiếp tục ở mức thấp tương tự Q2-2025, khiến tăng trưởng YoY thấp đáng kể.
MG và khác	707	6,4%	25,1%	Đến từ hệ thống phân phối MG của HAX mở rộng trước đó, dẫn đi vào ổn định doanh số/đại lý hơn (mở mới 8 đại lý từ T12-2024 đến T6-2025). Tuy nhiên, bối cảnh ngành gặp khó và cả cạnh tranh với các hãng xe xăng/điện khốc liệt khiến mức tăng trưởng YoY khó đạt mức 2 chữ số.
Sửa chữa, thay thế phụ tùng	118	-8,9%	-7,9%	
Mercedes-Benz (MBZ)	82	-19,0%	-9,1%	Bị ảnh hưởng bởi thị phần xe MBZ bán ra tại thị trường Việt Nam giảm dần. Mặc dù vậy, lượng xe MBZ lưu thông có sẵn vẫn cần bảo dưỡng, sửa chữa định kỳ là yếu tố duy nhất hỗ trợ ngăn chặn đà giảm sâu của mảng này so với mảng bán xe, vốn chỉ ghi nhận doanh thu 1 lần.
MG và khác	36	27,8%	-4,9%	Doanh thu mảng này tỷ lệ thuận với số lượng xe MG bán ra gia tăng dần tại thị trường Việt Nam và việc HAX bổ sung nhiều đại lý MG tiêu chuẩn 3S hơn (có khu vực sửa chữa, bao dưỡng bên cạnh khu vực trưng bày như ở tiêu chuẩn 1S).
Khác	4	-18,6%	-25,2%	
Mercedes-Benz (MBZ)	1	24,5%	-69,2%	
MG và khác	3	-25,7%	23,4%	
Lợi nhuận gộp	109	-37,6%	19,2%	
Mercedes-Benz (MBZ)	21	-71,2%	5,9%	
MG và khác	88	-14,0%	22,9%	
CPBH&QLDN	-86	3,9%	-2,2%	
Mercedes-Benz (MBZ)	-30	-3,6%	0,1%	HAX dự kiến phải thực hiện các khoản chiết khấu hỗ trợ doanh số hơn để giảm tồn kho lớn (có thể đến từ khó bán) từ cuối Q1-2025, nhưng hiệu quả đầu ra khó cao do những vấn đề cốt lõi: MBZ là dòng xe sang không phù hợp niềm tin tiêu dùng yếu & thị hiếu tiêu dùng hiện nay.
MG và khác	-56	8,3%	-3,3%	Khoản chi tiêu cho quảng cáo, chiết khấu bán xe MG sẽ được tiết giảm dần sau một mùa khai trương lớn (6T-2025). Kết hợp cùng kỳ vọng doanh thu gia tăng tốt đã đề cập trên, giúp tỷ lệ CPBH&QLDN/D.thu thuần giảm dần QoQ về cuối năm.
LNTT và lãi vay	23			
Lợi nhuận từ CTLKLD	-			
Lợi nhuận tài chính ròng	-9			
Lợi nhuận khác	12	-54,8%	-51,5%	Lợi nhuận khác sụt giảm mạnh do không còn khoản thu nhập hỗ trợ của MG khi đã hết hoạt động mở rộng như H1-2025, đi kèm chi phí phát sinh một lần từ việc đóng cửa đại lý MBZ Kim Giang Hà Nội.
Lợi nhuận trước thuế	26	-77,1%	48,0%	
Thuế TNDN	-5			
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	15			
LNST Cty Mẹ	6	-90,8%	-227,4%	

Biên LN gộp	9,4%	-197bps	+51bps
Mercedes-Benz (MBZ)	5,0%	-357bps	+38bps
MG và khác	11,8%	-289bps	-3bps
CPBH&QLDN/D.thu thuần	7,4%	+202bps	-112bps
Mercedes-Benz (MBZ)	7,2%	+352bps	+17bps
MG và khác	7,5%	+8bps	-206bps
Biên LNTT và lãi vay	2,0%	-399bps	+163bps
Biên LN ròng	0,5%	-352bps	+92bps

Nguồn: HAX, CTCK Rông Việt

Định giá

Với các quan điểm về bối cảnh kinh doanh HAX sau Q2-2025 và dự phóng KQKD Q3-2025, chúng tôi thực hiện giảm định giá cho cả mảng cốt lõi bán xe và mảng bán đất của HAX (giảm định HAX bán được mảnh đất với giá 110 triệu đồng/m2, phù hợp mức giá thị trường thay vì mức 150 triệu đồng/m2 trước đó) trong định giá chung HAX theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do (DCF).

Tựu chung lại, chúng tôi thiết lập giá mục tiêu mới cho HAX **14.000 đồng/cổ phiếu**, tương ứng với khuyến nghị **TRUNG LẬP** dựa trên giá thị trường ngày 22/08/2025.

Bảng 4: Tóm tắt định giá HAX

BẢNG TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ HAX (ĐỒNG/CỔ PHIẾU)		
Mảng	Phương pháp định giá	Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)
Mảng cốt lõi – phân phối ô tô	DCF (5 năm, WACC 12,0%, Exit EVEBITDA 6x)	7.960
Mảnh đất Võ Văn Kiệt	Giá thị trường (120 triệu đồng/m2)	6.010
Tổng HAX		13.970
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		0
P/E mục tiêu 2025F		47,3

Nguồn: HAX, CTCK Rông Việt.

Ghi chú: Định giá của mảnh đất Võ Văn Kiệt đóng góp vào tổng HAX theo theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), định giá của mảnh đất Võ Văn Kiệt đóng góp vào tổng HAX là toàn bộ lượng tiền mặt (doanh thu bán đất) HAX thu được.

Bảng 5: Bảng độ nhạy giá trị VCSH HAX mảng cốt lõi – phân phối ô tô theo EVEBITDA trong phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) (đồng/cổ phiếu)

WACC	Exit EVEBITDA							
		3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0
	9,1%	3.844	5.895	7.947	9.998	12.049	14.100	16.151
	10,1%	3.403	5.363	7.323	9.282	11.242	13.202	15.162
	11,1%	2.984	4.857	6.731	8.604	10.477	12.350	14.223
	12,1%	2.587	4.378	6.169	7.960	9.751	11.542	13.333
	13,1%	2.209	3.922	5.635	7.349	9.062	10.775	12.489
	14,1%	1.849	3.489	5.128	6.768	8.408	10.047	11.687
	15,1%	1.507	3.077	4.647	6.216	7.786	9.355	10.925

Nguồn: CTCK Rông Việt

Bảng 6: Bảng độ nhạy giá trị mảnh đất Võ Văn Kiệt đóng góp vào định giá chung HAX theo hai phương pháp (đồng/cổ phiếu)

Giá thị trường (triệu đồng/m2)	90	100	110	120	130	140	150
Giá trị đóng góp vào định giá của HAX (đồng/cổ phiếu)	4.841	5.425	6.010	6.595	7.180	7.765	8.349

Nguồn: CTCK Rông Việt

Phụ lục – Lộ trình đề xuất về hạn chế/cấm xe xăng, thay thế bằng xe điện từ 2026

Thành phố	Thời gian bắt đầu	Khu vực áp dụng	Kế hoạch cụ thể	Hỗ trợ và biện pháp	Ghi chú
TP.HCM	2026	Trung tâm (quận 1, 3, 5, 6, 8, 10, 11, Bình Thạnh, Tân Bình, Tân Phú, Phú Nhuận), Cần Giờ, Côn Đảo	- 2026: Cấm đăng ký mới xe máy xăng trong LEZ; hạn chế xe máy dịch vụ (shipper, xe công nghệ) dưới chuẩn Euro 2, ô tô dưới Euro 4; cấm hoàn toàn xe tải nặng chạy diesel. - 2027-2032: Mở rộng hạn chế xe máy dưới Euro 2, ô tô dưới Euro 4; kiểm định khí thải xe máy. - Sau 2032: Nâng chuẩn khí thải, mở rộng LEZ đến Vành đai 1 (Phạm Văn Đồng - Nguyễn Thái Sơn - Bảy Hiền - Hương Lộ 2 - Nguyễn Văn Linh); cấm đăng ký mới xe xăng, áp niên hạn sử dụng xe máy xăng.	- Phát triển 750-1.338 trạm sạc công cộng. - Giảm 50% lệ phí đăng ký xe điện, hỗ trợ 5 triệu đồng mua xe điện, bồi hoàn 70% giá trị xe xăng cũ. - Hỗ trợ 80-100% chi phí cho hộ nghèo, cận nghèo. (Cần Giờ, Côn Đảo) - Lắp 58 camera (2026-2032), mở rộng 200 camera sau 2032 để kiểm tra khí thải.	- LEZ nhằm giảm bụi mịn (PM2.5, PM10) gây ô nhiễm 88% từ giao thông. - Kinh phí dự kiến: 16.495,7 tỷ đồng (2026-2030).
Hà Nội	1/7/2026	Vành đai 1 (Cầu Giấy, Tây Hồ, Ba Đình, Hoàn Kiếm, Hai Bà Trưng, Đống Đa), mở rộng Vành đai 2 (2028), Vành đai 3 (2030)	- 1/7/2026: Cấm xe máy xăng trong Vành đai 1; áp dụng cho mọi phương tiện dùng nhiên liệu hóa thạch. - 1/1/2028: Mở rộng cấm xe máy xăng đến Vành đai 2; hạn chế ô tô cá nhân dùng xăng. - 2030: Mở rộng cấm/hạn chế đến Vành đai 3, áp dụng cho mọi phương tiện cá nhân dùng nhiên liệu hóa thạch.	- Tăng cường trạm sạc, xe buýt điện, đường sắt đô thị. - Hỗ trợ tài chính (tiền mặt, vay ưu đãi) để chuyển sang xe điện. - Kiểm tra phương tiện nghiêm ngặt.	- Mục tiêu giao thông xanh, giảm ô nhiễm không khí. - Quy chuẩn kỹ thuật (QCVN) xe điện áp dụng từ 7/2026 (xe nhập khẩu) và 7/2027 (xe sản xuất trong nước).

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

Phụ lục

Bảng 7: Kết quả kinh doanh Q2-2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2-2025	Q1-2025	+/-QoQ	Q2-2024	+/-YoY	%Kế hoạch 2025	%Dự phóng 2025 của VDS
Doanh thu thuần	1.029	959	7,3%	1.123	-8,3%		23,1%
Mercedes-Benz (MBZ)	424	467	-9,3%	714	-40,6%		25,2%
MG và khác	605	492	23,1%	409	48,1%		21,9%
Lợi nhuận gộp	91	94	-2,6%	96	-5,2%		
CPBH&QLDN	-88	-84	3,8%	-72	22,1%		
LN trước thuế và lãi vay	4	9	-61,4%	24	-85,5%		
Lợi nhuận từ CTLKLD	0	0		0			
Lợi nhuận tài chính ròng	-11	-5		-5			
Lợi nhuận khác	25	19	30,3%	9	182,9%		
Lợi nhuận trước thuế	18	23	-22,8%	28	-38,3%	6,7%	15,3%
Thuế TNDN	-7	-6		-6			
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	15	11		14			
LNST Cty Mẹ	-4	5	N,A	8	N,A		-13,4%

Nguồn: HAX, CTCK Rông Việt

Bảng 8: Phân tích HĐKD Q2-2025 của HAX

Chỉ tiêu	Q2-2025	Q1-2025	+/-QoQ	Q2-2024	+/-YoY
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	8,9%	9,8%	-91	8,6%	29
LNTT & lãi vay/Doanh thu	0,3%	1,0%	-61	2,2%	-183
TS lợi nhuận ròng	-0,4%	0,5%	-97	0,7%	-110
Hiệu quả hoạt động (x)					
- Số ngày tồn kho	12	15		12	
- Số ngày phải thu	88	102		56	
- Số ngày phải trả	14	17		10	
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	75%	78%		63%	

Nguồn: CTCK Rông Việt

	Tỷ đồng			
KQ HKKD	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3.982	5.513	4.448	4.608
Giá vốn	-3.705	-5.001	-4.021	-4.145
Lãi gộp	277	512	428	463
Chi phí bán hàng & QLDN	-221	-312	-356	-343
Thu nhập từ HĐTC	1	1	0	0
Chi phí tài chính	-37	-23	-30	-19
Lợi nhuận khác	28	80	73	28
Lợi nhuận trước thuế	47	258	115	128
Thuế TNDN	-11	-55	-28	-31
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	79	54	57
Lợi nhuận sau thuế	34	125	33	41
LNTT & lãi vay	56	200	72	119

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2023A	2024A	2025F	2026F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	-41,2	38,5	-19,3	3,6
LNTT & lãi vay	-79,0	259,7	-63,9	65,6
Lợi nhuận sau thuế	-85,9	269,9	-73,5	22,6
Tổng tài sản	-22,2	20,1	1,1	-1,1
Vốn chủ sở hữu	20,1	28,1	-1,4	4,7
Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp/Doanh thu	7,0	9,3	9,6	10,0
LNTT&lãi vay/DoanhThu	1,4	3,6	1,6	2,6
LNST/Doanh thu	0,8	2,3	0,7	0,9
ROA	1,7	5,2	1,4	1,7
ROE	2,9	8,4	2,3	2,6
Hiệu quả hoạt động (ngày)				
Số ngày phải thu	12	13	14	15
Số ngày tồn kho	69	48	85	77
Số ngày phải trả	4	7	8	9
Khả năng thanh toán (lần)				
Hiện hành	11,3	8,8	11,2	10,4
Nhanh	0,4	0,7	0,4	0,4
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng Nợ / VCSH	72,4	61,6	65,6	56,4
Tổng vay/VCSH	60,1	44,9	51,1	41,6
Vay ngắn hạn/VCSH	60,1	44,9	51,1	41,6

	Tỷ đồng			
Bảng CĐKT	2023A	2024A	2025F	2026F
Tiền	120	262	89	92
Đầu tư ngắn hạn	0	3	3	3
Khoản phải thu	213	340	264	280
Hàng tồn kho	696	661	938	873
Tài sản ngắn hạn khác	43	50	50	50
Tài sản cố định hữu hình	841	993	991	1.009
Tài sản cố định vô hình	11	11	11	11
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	78	83	83	83
Tổng tài sản	2.006	2.409	2.435	2.407
Khoản phải trả	45	99	93	103
Vay và nợ ngắn hạn	700	670	751	640
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Vay và nợ khác	3	1	1	1
Quỹ khen thưởng phúc lợi	0	0	0	0
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
Tổng nợ	842	918	965	868
Vốn đầu tư của CSH	934	1.074	1.074	1.074
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	150	129	55	67
Thu nhập khác	31	0	0	0
Quỹ đầu tư và phát triển	0	0	0	0
Tổng vốn	1.164	1.491	1.470	1.539
Lợi ích cổ đông thiểu số	49	287	341	398

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	2023A	2024A	2025F	2026F
EPS (đồng)	315	1,163	308	378
P/E (x)	44,4	14,7	45,4	37,0
BV (đồng)	10.834	13.875	13.685	14.325
P/B (x)	1,3	1,2	1,0	1,0
DPS (đồng/cp)	500	300	1,000	0
Tỷ suất cổ tức (%)	3,1	2,2	5,8	0,0

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
DCF	14.000	100%	14.000

Giá mục tiêu (đồng)	100%	14.000
----------------------------	-------------	---------------

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	GIÁ	KHUYẾN NGHỊ	THỜI HẠN
08/2025	14.000	TRUNG LẬP	1 năm

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Phó phòng

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Ngân hàng

Lê Tự Quốc Hưng

Phó phòng

hung.ltq@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Chiến lược Thị trường
- Kinh tế vĩ mô

Đỗ Thạch Lam

Trưởng bộ phận

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- BDS dân dụng
- Vật liệu xây dựng
- BDS Khu công nghiệp

Trần Thị Hà My

Cố vấn cấp cao

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Phạm Hữu Luân

Chuyên viên Phân tích

luan.ph@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên Phân tích

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Hàng không
- Dệt may

Lê Ngọc Hiền

Chuyên viên Phân tích

hien.ln@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Thủy sản
- Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng

Chuyên viên Phân tích

hung.nb@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ
- Ô tô & Phụ tùng
- Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Chuyên viên Phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Dương

Chuyên viên Phân tích

duong.tt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Chuyên viên Phân tích

giao.ntq@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

(1530)

- BDS dân dụng
- BDS Khu công nghiệp

Tô Hạnh Trang

Chuyên viên Phân tích

trang.th@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Ngân hàng

Lê Huỳnh Hương

Chuyên viên Phân tích

huong.lh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Dầu khí

Nguyễn Đức Chính

Chuyên viên Phân tích

chinh1.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Tiện ích công cộng

Trần Ngọc Lan Anh

Chuyên viên Phân tích

anh.tnl@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Bán lẻ

Trần Thị Ngọc Hà

Trợ lý Phân tích

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo

Trợ lý Phân tích

thao.ptp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon - 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vpsc.com.vn
🌐 www.vpsc.com.vn 📠 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+84) 25 1777 2006



DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2025.**