

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

Câu chuyện MG và giao dịch đất là tâm điểm nửa cuối 2025

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY25	Q4-FY24	+/- qoq	Q1-FY24	+/- yoy
Doanh thu thuần	1.180	1.118	5,5%	973	21,2%
Lợi nhuận sau thuế	9	59	-84,0%	49	-80,8%
LNTT & lãi vay	30	50	-38,9%	56	-46,2%
LNTT & lãi vay/DT thuần	2,6%	4,4%	-187bps	5,8%	-322bps

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Q1-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 959 tỷ đồng (-7,6% YoY), thấp hơn dự phóng đáng kể, hoàn toàn do ảnh hưởng của mảng MBZ (-28,3% 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 (+27,4% YoY) nhờ mở rộng hệ thống đại lý mạnh mẽ (5/15 đại lý mở mới quý này), nhưng vẫn không đủ bù đắp sự sụt giảm chung của mảng MBZ.
- LNST Cty Mẹ chỉ đạt 5,0 tỷ đồng (-76,9% YoY). HAX ra mắt 5 trên tổng 15 đại lý MG toàn quốc ở Q1-2025 nên đã thực hiện nhiều chính sách kích cầu như giảm giá bán (biên LN gộp giảm 218bps YoY), tăng chi phí quảng cáo, chiết khấu nhưng doanh số chưa đáp ứng kỳ vọng ngay lập tức ở giai đoạn khai trương. Ngoài ra, các chi phí cố định (khấu hao, lương nhân viên) kéo theo từ việc mở rộng hệ thống, cũng gia tăng gây áp lực lên biên LN của mảng MG.

Triển vọng FY25: Dự báo hồi phục dần QoQ đến cuối năm khi HAX dần kiểm soát tốt hệ thống đại lý MG có quy mô mở rộng nhanh trong một khoảng thời gian ngắn

- Chúng tôi kỳ vọng hiệu ứng “vùng trũng doanh số” sau chính sách lệ phí trước bạ (T9-11/2024) dần mở nhạt từ Q2-2025, như những gì diễn ra ở các năm 2022, 2023, hỗ trợ tăng trưởng QoQ tốt hơn cho cả mảng bán xe MBZ và MG.
- HAX vẫn sẽ tiếp tục hướng sự tập trung lớn vào phát triển mảng MG – như một trụ cột mới thay thế mảng MBZ – vốn đang suy giảm thị phần đáng kể. Theo đó, HAX đã hoàn thành kế hoạch mở mới 5-7 đại lý trên tổng 17 đại lý MG chỉ trong H1-2025, khiến doanh thu/lợi nhuận mảng này mất tính ổn định ngắn hạn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng HAX sẽ cải thiện doanh thu MG trên mỗi đại lý và tối ưu hoạt động chi chiết khấu, quảng cáo tốt hơn từ Q2-2025.
- Qua đó, chúng tôi dự phóng KQKD Q2-2025 của HAX với doanh thu thuần đạt 1.722 tỷ đồng (+53,4% YoY), LNST Cty Mẹ đạt 24 tỷ đồng (216,3% YoY). Điểm nhấn chính: sự hồi phục của thị trường ô tô sau quý 1 “trũng” và lực đẩy từ hệ thống MG nở rộng hơn.
- Biến số “giao dịch mảnh đất Võ Văn Kiệt” (giá bán không thấp hơn 180 triệu đồng/m²) có thể khiến dự phóng doanh thu/LNST của HAX cao hơn dự kiến khi HAX đưa ra nhiều tín hiệu sẽ đẩy mạnh hoạt động này trong phần còn lại của năm 2025.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2025 của HAX đạt 6.295 tỷ đồng (+14,2% YoY). LNST/EPS đạt 94 tỷ đồng (-24,8% YoY) và 875 đồng.

Quan điểm và khuyến nghị

Trong bối cảnh ảm đạm của ngành ô tô sau Covid-19 và suy giảm thị phần phân phối MBZ, HAX tìm thấy “ngọn hải đăng” MG để mở lối tăng trưởng đã đánh mất từ MBZ trong 5 năm qua. Tuy nhiên, việc giảm dần các lợi ích được nhận từ MG sẽ khiến đà tăng LNST của HAX dự kiến giảm tốc so với năm 2025. Hoạt động chuyển nhượng khu đất 6ha đã có nhiều cơ sở sẽ giao dịch trong thời gian tới với mức giá cao hơn đáng kể giá trị sổ sách, được xem là một cú huých lớn về KQKD 2025.

Chúng tôi thực hiện định giá bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) dài hạn và phương pháp so sánh (PE) với tỷ trọng 50:50 cho HAX. Giá cổ phiếu xác định một năm tới của HAX ở mức **17.200 đồng/cổ phiếu** (đã bao gồm cổ tức tiền mặt 800 đồng/cổ phiếu), tương ứng PE fwd 2025 18,7x. Dựa trên giá đóng cửa ngày 09/07/2025, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cho HAX.

TÍCH LŨY

Giá thị trường (đồng)	15.350
Giá mục tiêu (đồng)	17.200

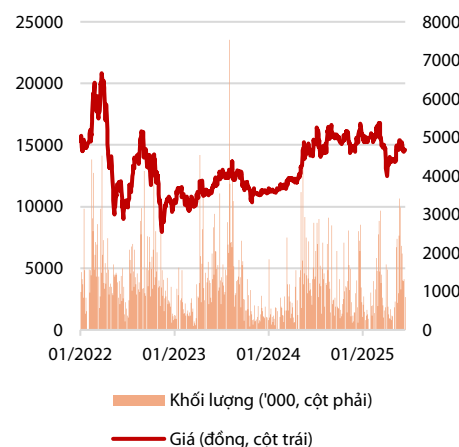
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu): 800

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ô tô và phụ tùng
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.553
SLCPDLH (triệu CP)	107
KLGD bình quân 20 phiên ('000 CP)	921
Free Float (%)	56,7
Giá cao nhất 52 tuần	16.800
Giá thấp nhất 52 tuần	12.500
Beta	1,0

	FY24	Hiện tại
EPS	1.053	1.004
Tăng trưởng EPS (%)	184,5	-15,9
P/E	15,8	15,0
P/B	1,5	1,3
EV/EBITDA	11,6	11,6
ROE (%)	10,0	9,2

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 (%)	28,44

Nguyễn Bảo Hưng

(084) 028- 6299 2006 – Ext 2223

hung.nb@vdsc.com.vn

KQKD Q1-2025 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 959 tỷ đồng (-47,3% QoQ, -7,6% YoY), thấp hơn dự phóng chuyên viên 43,5%, trong đó:

+ **Doanh thu MBZ** đạt 467 tỷ đồng (-49,4% QoQ, -28,3% YoY), mức sụt giảm này mạnh hơn so với tổng tiêu thụ xe MBZ tại Việt Nam (-17,7% YoY), có thể đến từ việc HAX mất thị phần phân phối nhanh hơn dự kiến.

+ **Doanh thu MG** đạt 492 tỷ đồng (-45,1% QoQ, +27,4% YoY), đến từ đà tăng trưởng của toàn thị trường xe MG (+13,2% YoY) và HAX lấy thêm thị phần phân phối trong quý này. Tuy nhiên, mức tăng trưởng chưa ấn tượng như dự báo do các đại lý mới có thể chưa hoạt động mạnh mẽ như kỳ vọng. (**)

(*) Theo thống kê của chúng tôi, thị phần của xe MBZ giảm về 0,5% ở quý này (-0,1% QoQ), trong khi thị phần MG chứng lại đạt 2,3% quý này (-0,6% sv quý trước) trước sự mạnh mẽ của Vinfast (thị phần đạt 32,4%, +6,3% QoQ).

(**) Chúng tôi cũng lưu ý việc khai trương lượng lớn đại lý vào quý thấp điểm sau khi hết hiệu lực lệ phí trước bạ, được xem là bất lợi cho HAX, khi lực cầu ngắn hạn dồn vào quý liền kế trước đó (Q4-2024).

LNST quý này đạt 5 tỷ đồng (-45,3% QoQ, -76,9%YoY), thấp hơn đáng kể so với dự phóng của chuyên viên (32 tỷ đồng), hoàn toàn đến từ mảng MG. HAX ra mắt 5 trên tổng 15 đại lý MG toàn quốc ở Q1-2025 nên đã thực hiện nhiều chính sách kích cầu như giảm giá bán (biên LN gộp giảm 218bps YoY), tăng chi phí quảng cáo, chiết khấu (+27,4% YoY) nhưng doanh số chưa đáp ứng kỳ vọng ngay lập tức ở giai đoạn khai trương (+27,4% YoY). Ngoài ra, các chi phí vận hành cố định kéo theo từ việc mở rộng hệ thống phân phối, cũng gia tăng gây áp lực lên biên LN của mảng MG này như khấu hao (+194,3% YoY), lương nhân viên (+81,5% YoY).

Đáng chú ý, HAX tiếp tục ghi nhận thu nhập khác từ các công ty con (chủ yếu MG) ghi nhận khoảng 16 tỷ đồng (khoản hỗ trợ chi phí xây dựng đại lý như đã đề cập trước đó), là yếu tố tích cực duy nhất của quý này.

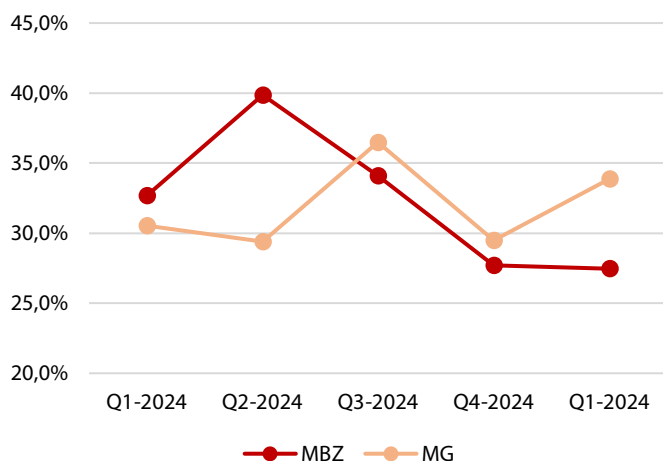
Bảng 1: KQKD HAX Q1-2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1-2025	Q4-2024	+/- (qoq)	Q1-2024	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	959	1.817	-47,3%	1.038	-7,6%
Bán ô tô	829	1.662	-50,1%	902	-8,1%
Mercedes-Benz (MBZ)	373	802	-53,5%	539	-30,8%
MG và khác	456	859	-46,9%	363	25,6%
Sửa chữa, thay thế phụ tùng	124	150	-17,1%	129	-3,5%
Mercedes-Benz (MBZ)	92	116	-20,9%	111	-17,0%
MG và khác	33	34	-3,9%	18	77,7%
Khác	5	6	-5,9%	6	-17,5%
Mercedes-Benz (MBZ)	2	4	-40,7%	2	22,4%
MG và khác	3	2	70,5%	5	-34,0%
Lợi nhuận gộp	94	146	-35,9%	95	-1,9%
Mercedes-Benz (MBZ)	32	33	-3,2%	39	-16,9%
MG và khác	61	113	-45,6%	57	8,4%
CPBH&QLDN	-84	-99	-14,5%	-59	43,9%
Mercedes-Benz (MBZ)	-29	-30	-1,5%	-34	-14,0%
MG và khác	-55	-69	-20,0%	-25	122,4%
Lợi nhuận tài chính ròng	-5	-8	-27,6%	-5	10,3%
Lợi nhuận khác	19	36	-47,2%	9	108,7%
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	11	26	-56,0%	10	19,4%
LNST Cty Mẹ	5	34	-84,7%	22	-76,9%

	Q1-2025	Q4-2024	+/- (qoq)	Q1-2024	+/- (yoy)
Biên LN gộp	9,8%	8,0%	+173bps	9,2%	+57bps
Mercedes-Benz (MBZ)	6,9%	3,6%	+331bps	6,0%	+95bps
MG và khác	12,5%	12,6%	-13bps	14,6%	-218bps
CPBH&QLDN/D.thu thuần	8,8%	5,4%	+337bps	5,7%	+315bps
Mercedes-Benz (MBZ)	6,2%	3,2%	+302bps	5,2%	+104bps
MG và khác	11,3%	7,7%	+353bps	6,5%	+481bps
Biên LNTT và lãi vay	1,0%	2,6%	-165bps	3,5%	-259bps
Biên LN ròng	0,5%	1,9%	-132bps	2,1%	-161bps

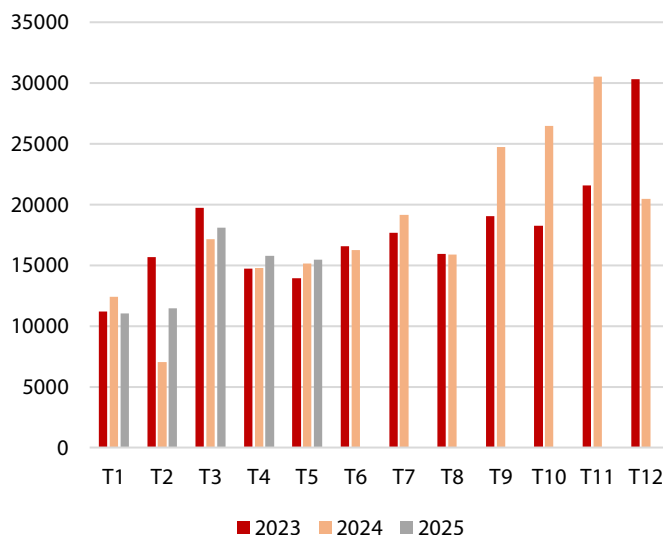
Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

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



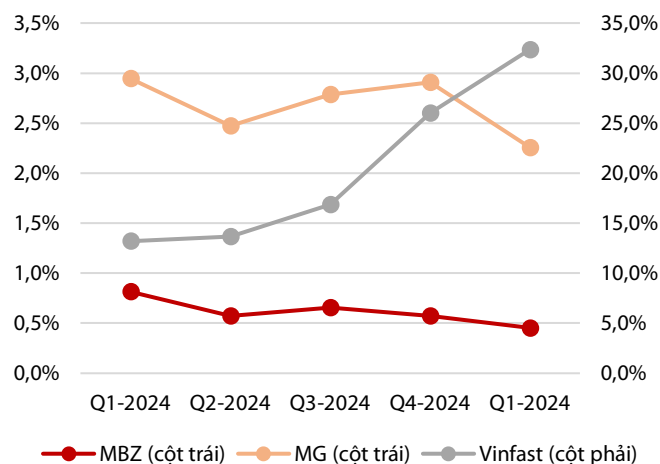
Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt tổng hợp và ước tính

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



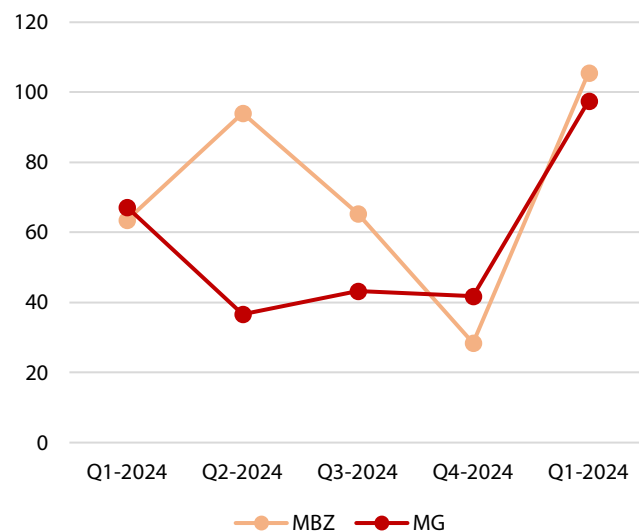
Nguồn: VAMA, CTCK Rồng Việt. Lưu ý: Các thành viên tiêu biểu của VAMA bao gồm Mitsubishi, Honda, Ford, Toyota, Kia, Mazda, BMW.

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



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

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



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt. Ghi chú: HAX chịu tồn kho lớn trong Q1-2025 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.

Dự phóng Q2-2025: Kỳ vọng hồi phục tốt QoQ nhờ HAX dẫn kiểm soát tốt hệ thống đại lý MG với quy mô lớn hơn

Bảng 2: Dự phóng KQKD Q2-2025 của HAX

	Q2-2025	+/-YoY	+/-QoQ	Giải định
Doanh thu thuần	1.722	53,4%	79,6%	
Bán ô tô	1.547	57,8%	86,6%	Chúng tôi kỳ vọng hiệu ứng “vùng trũng doanh số” sau chính sách lệ phí trước bạ (T9-11/2024) dần mờ nhạt từ Q2-2025, như những gì diễn ra ở các năm 2022, 2023, hỗ trợ tăng trưởng QoQ tốt hơn cho cả mảng bán xe MBZ và MG.
Mercedes-Benz (MBZ)	449	-25,2%	20,5%	MBZ hướng về kế hoạch doanh thu đi ngang YoY năm nay nhưng chủ động tự phân phối nhiều hơn, nên thị phần phân phối HAX tiếp tục ở mức thấp tương tự Q1-2025, khiến tăng trưởng YoY thấp đáng kể.
MG và khác	1.097	189,3%	140,7%	Đến từ việc quy mô phân phối MG của HAX mở rộng khi mở mới 5 đại lý từ T12-2024 đến T3-2025 và thêm 1-2 đại lý ở Q2 này.
Sửa chữa, thay thế phụ tùng	168	24,1%	35,0%	
Mercedes-Benz (MBZ)	92	-17,1%	0,6%	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	76	215,8%	131,7%	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, bảo dưỡng bên cạnh khu vực trưng bày như ở tiêu chuẩn 1S).
Khác	7	0,0%	34,8%	
Mercedes-Benz (MBZ)	2	0,0%	-20,1%	
MG và khác	5	0,0%	76,7%	
Lợi nhuận gộp	191	98,8%	104,3%	
Mercedes-Benz (MBZ)	38	27,7%	17,6%	
MG và khác	153	130,7%	150,0%	
CPBH&QLDN	-135	87,9%	59,8%	
Mercedes-Benz (MBZ)	-35	4,7%	19,8%	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) vào 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	-100	159,6%	80,8%	Khoản chi tiêu cho quảng cáo, chiết khấu bán xe MG vẫn sẽ được duy trì ở mức cao trong bối cảnh HAX mở 5-7 đại lý 7 tháng qua. Tuy nhiên, như kỳ vọng doanh thu gia tăng tốt đã đề cập trên, giúp tỷ lệ CPBH&QLDN/D.thu thuần không còn ở mức cao như Q1 thấp điểm.
LNTT và lãi vay	56	130,8%	512,7%	
Lợi nhuận từ CTLKLD	0			
Lợi nhuận tài chính ròng	-8			
Lợi nhuận khác	12			Việc mở rộng thêm 2 đại lý MG trong quý này sẽ giúp HAX nhận được khoản thu nhập khác (khoản hỗ trợ chi phí xây dựng đại lý) từ MG tương tự các quý trước đó.
Lợi nhuận trước thuế	60	112,2%	165,3%	
Thuế TNDN	-12			
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	25			
LNST Cty Mẹ	24	216,3%	361,4%	

Biên LN gộp	11,1%	+254bps	+134bps
Mercedes-Benz (MBZ)	7,0%	+283bps	+7bps
MG và khác	13,0%	-325bps	+54bps
CPBH&QLDN/D.thu thuận	7,8%	+144bps	-97bps
Mercedes-Benz (MBZ)	6,4%	+175bps	+18bps
MG và khác	8,5%	-94bps	-277bps
Biên LNTT và lãi vay	3,3%	+110bps	+231bps
Biên LN ròng	1,4%	+71bps	+84bps

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Quan điểm & Định giá

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

+ Mảng MBZ: Sự suy giảm thị phần MBZ ở thị trường ô tô Việt Nam và thị phần HAX trong phân phối MBZ mạnh hơn dự kiến trong Q1-2025, 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 huych 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 “dừng 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.

+ Mảnh đất Võ Văn Kiệt: Ngày 12/05/2025, HAX chấp thuận chủ trương lấy ý kiến ĐHĐCĐ về việc thông qua phương án chuyển nhượng BĐS đầu tư tại khu đất Võ Văn Kiệt 6.282,6 m2, từ T5-2025, với giá bán/m2 không thấp hơn 180 triệu đồng, tương đương tổng giá trị chuyển nhượng không thấp hơn 1.131 tỷ đồng.

Trước đó, chúng tôi đang ghi nhận đóng góp mảnh đất vào định giá chung HAX theo phương pháp giá trị sổ sách của mảnh đất là 542 tỷ đồng, tức 86,2 triệu đồng/m2, cho thấy HAX có tiềm năng tăng định giá nếu KQ cuối cùng về giao dịch bán đất đúng như dự kiến Công ty. Đồng thời, HAX cũng sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận lớn (ít nhất 471 tỷ đồng sau thuế) trong năm 2025.

Qua đó, chúng tôi thực hiện giảm định giá cho mảng cốt lõi bán xe và tăng định giá cho mảng bán đất của HAX (giả định HAX bán được mảnh đất với giá 150 triệu đồng/m2, thấp hơn 20% giá dự kiến của HAX) trong định giá chung HAX theo hai phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) dài hạn và so sánh (PE) ngắn hạn với tỷ trọng 50:50. Giá mục tiêu mới của HAX là 16.400 đồng/cổ phiếu.

Bảng 3: Tóm tắt định giá HAX

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN		
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)	10.704
Mảnh đất Võ Văn Kiệt	Giá thị trường (150 triệu đồng/m2)	8.349
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)		19.053
ĐỊNH GIÁ NGẮN HẠN		
Mảng	Phương pháp định giá	Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)
Mảng cốt lõi – phân phối ô tô	PE (12,4x, EPS 2025F)	10.814
Mảnh đất Võ Văn Kiệt	Lợi nhuận bán đất (giá bán: 150 triệu đồng/m2)	2.982
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)		13.796
BẢNG TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ HAX (ĐỒNG/CỔ PHIẾU)		
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)
Ngắn hạn	50%	19.053
Dài hạn	50%	13.796
Tổng HAX		16.400
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		800
P/E mục tiêu 2025F		18,7

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt.

Ghi chú: Định giá của mảnh đất Võ Văn Kiệt đóng góp vào tổng HAX theo phương pháp PE tập trung hoàn toàn vào lợi nhuận có được từ giao dịch này với công thức = tổng doanh thu bán đất (giá bán/m²*tổng diện tích đất theo m²) – giá vốn HAX đã sử dụng để mua mảnh đất này trước đó (542 tỷ đồng). Trong khi đó, với định giá dài hạn 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 4: 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	6,0x	7,0	8,0	9,0
	9,1%	5.796	8.262	10.728	13.194	15.661	18.127	20.593
	10,1%	5.252	7.608	9.964	12.320	14.676	17.032	19.389
	11,1%	4.735	6.987	9.239	11.491	13.743	15.995	18.247
	12,1%	4.244	6.398	8.551	10.704	12.858	15.011	17.165
	13,1%	3.778	5.838	7.898	9.958	12.018	14.078	16.138
	14,1%	3.335	5.307	7.278	9.249	11.220	13.191	15.163
	15,1%	2.914	4.801	6.689	8.576	10.463	12.350	14.237

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Bảng độ nhạy giá trị VCSH HAX mảng cốt lõi – phân phối ô tô theo PE trong phương pháp so sánh (đồng/cổ phiếu)

EPS (đồng)	P/E						
			10,4	11,4	12,4	13,4	14,4
	2025F	875	9.064	9.939	10.814	11.688	12.563
	2026F	928	9.612	10.539	11.467	12.395	13.322

Nguồn: CTCK Rồng 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/m ²)	90	110	130	150	170	190	210
Giá trị đóng góp vào định giá dài hạn của HAX (đồng/cổ phiếu)	4.841	6.010	7.180	8.349	9.519	10.689	11.858
Giá trị đóng góp vào định giá ngắn hạn của HAX (đồng/cổ phiếu)	175	1.110	2.046	2.982	3.917	4.853	5.789

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Phụ lục

Bảng 7: Kết quả kinh doanh Q1-2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1-2025	Q4-2024	+/-QoQ	Q1-2024	+/-YoY	%Kế hoạch 2025	%Dự phóng 2025 của VDS
Doanh thu thuần	959	1.817	-47,3%	1.038	-7,6%		15,2%
Mercedes-Benz (MBZ)	467	922	-49,4%	714	-34,6%		20,1%
MG và khác	492	895	-45,1%	409	20,3%		12,4%
Lợi nhuận gộp	94	146	-35,9%	95	-1,9%		
CPBH&QLDN	-84	-99	-14,5%	-59	43,9%		
LN trước thuế và lãi vay	9	47	-80,6%	37	-75,0%		
Lợi nhuận từ CTLKLD	0	0		0			
Lợi nhuận tài chính ròng	-5	-8	-27,6%	-5	10,3%		
Lợi nhuận khác	19	36	-47,2%	9	108,7%		
Lợi nhuận trước thuế	23	76	-70,0%	41	-44,5%	8,7%	10,1%
Thuế TNDN	-6	-16	-61,7%	-9	-32,1%		
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	11	26	-56,0%	10	19,4%		
LNST Cty Mẹ	5	34	-84,7%	22	-76,9%		5,5%

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Phân tích HĐKD Q1-2025 của HAX

Chỉ tiêu	Q1-2025	Q4-2024	+/-QoQ	Q1-2024	+/-YoY
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	9,8%	8,0%	+173bps	9,2%	+57bps
LNTT & lãi vay/Doanh thu	1,0%	2,6%	-165bps	3,5%	-259bps
TS lợi nhuận ròng	0,5%	1,9%	-132bps	2,1%	-161bps
Hiệu quả hoạt động (x)					
- Số ngày tồn kho	102	56		66	
- Số ngày phải thu	22	15		23	
- Số ngày phải trả	15	9		10	
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	78%	63%		70%	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Tỷ đồng					Tỷ đồng				
KQ HKKD	2023A	2024A	2025F	2026F	Bảng CĐKT	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3.705	5.001	5.622	6.329	Tiền	120	262	262	262
Giá vốn	277	512	673	782	Đầu tư ngắn hạn	0	3	3	3
Lãi gộp	221	312	478	532	Khoản phải thu	213	340	298	314
Chi phí bán hàng & QLDN	1	1	0	0	Hàng tồn kho	696	661	1.143	1.300
Thu nhập từ HĐTC	37	23	33	33	Tài sản ngắn hạn khác	43	50	50	50
Chi phí tài chính	28	80	63	30	Tài sản cố định hữu hình	841	993	991	1.009
Lợi nhuận khác	47	258	225	246	Tài sản cố định vô hình	11	11	11	11
Lợi nhuận trước thuế	11	55	45	49	Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Thuế TNDN	2	79	86	97	Tài sản dài hạn khác	78	83	83	83
Lợi ích cổ đông thiểu số	34	125	94	100	Tổng tài sản	2.006	2.409	2.847	3.037
Lợi nhuận sau thuế	56	200	195	249	Khoản phải trả	45	99	130	156
LNTT & lãi vay	3.705	5.001	5.622	6.329	Vay và nợ ngắn hạn	700	670	983	1.009
					Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
					Vay và nợ khác	98	149	170	192
					Quỹ khen thưởng phúc lợi	0	0	0	0
					Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2023A	2024A	2025F	2026F	Tổng nợ	842	918	1284	1.358
Tăng trưởng (%)					Vốn đầu tư của CSH	934	1.074	1.074	1.074
Doanh thu	-41,2	38,5	14,2	13,0	Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
LNTT & lãi vay	-79,0	259,7	-2,4	27,6	Lợi nhuận giữ lại	150	129	115	134
Lợi nhuận sau thuế	-85,9	269,9	-24,8	6,0	Thu nhập khác	0	0	0	0
Tổng tài sản	-22,2	20,1	18,2	6,7	Quỹ đầu tư và phát triển	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	20,9	7,9	-1,1	1,6	Tổng vốn	1.164	1.491	1.564	1.680
Khả năng sinh lợi (%)					Lợi ích cổ đông thiểu số	49	287	374	471
LN gộp/Doanh thu	7,0	9,3	10,7	11,0					
LNTT&lãi vay/DoanhThu	1,4	3,6	3,1	3,5					
LNST/Doanh thu	0,8	2,3	1,5	1,4	CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	2023A	2024A	2025F	2026F
ROA	1,7	5,2	3,3	3,3	EPS (đồng)	315	1.163	875	928
ROE	3,0	10,4	7,9	8,2	P/E (x)	35,2	13,6	18,7	17,7
Hiệu quả hoạt động (ngày)					BV (đồng)	10.834	13.875	14.552	15.633
Số ngày phải thu	12	13	13	12	P/B (x)	1,0	1,1	1,1	1,0
Số ngày tồn kho	69	48	74	75	DPS (đồng/cp)	500	300	1.000	800
Số ngày phải trả	4	7	8	9	Tỷ suất cổ tức (%)	3,2	2,1	5,6	5,4
Khả năng thanh toán (lần)					MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân	
Hiện hành	1,3	1,4	1,4	1,4	DCF	19.035	50%	9.518	
Nhanh	0,4	0,7	0,4	0,4	PE	13.796	50%	6.898	
Cấu trúc tài chính (%)					Giá mục tiêu (đồng)		100%	16.400	
Tổng Nợ / VCSH	72,4	61,6	82,1	80,8					
Tổng vay/VCSH	60,1	44,9	62,9	60,1					
Vay ngắn hạn/VCSH	60,1	44,9	62,9	60,1					
					LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	GIÁ	KHUYẾN NGHỊ	THỜI HẠN	
					07/2025	17.200	TÍCH LŨY	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.th@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 Tấn, 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.**