

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

Chờ đợi động cơ tăng trưởng mới - VFG

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY26	Q4-FY25	+/- qoq	Q1-FY25	+/- yoy
Doanh thu thuần	1.097	1.513	-27,5%	959	14,5%
Lợi nhuận sau thuế	5	33	-85,3%	5	-5,7%
LNTT & lãi vay	-19	18	NA	9	NA
LNTT & lãi vay/DT thuần	-1,8%	1,2%	-294bps	1,0%	-272bps

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Q1-FY26: Chưa thoát khỏi vùng xám tăng trưởng

- KQKD HAX Q1-2026 chưa thoát khỏi “vùng xám tăng trưởng” với LNST Cty Mẹ khiêm tốn 5 tỷ đồng (gần như đi ngang svck). Đây được xem là hệ quả từ các chính sách chiết khấu/giảm giá kích cầu cho cả mảng Mercedes-Benz (MBZ) và MG trong bối cảnh ảm đạm của kinh doanh xe xăng tại Việt Nam & môi trường lãi suất cho vay ở mức cao.
- Liên quan đến thương vụ mua bán & sáp nhập VFG, ngày 20/03/2026, HAX đã hoàn tất việc nhận chuyển nhượng 65% cổ phần tại CTCP Tập đoàn Tương Lai Việt (VFG). Tổng giá trị thương vụ là 341,5 tỷ đồng theo ước tính chúng tôi, trong đó HAX thanh toán trước 20% (68,3 tỷ đồng) và 80% còn lại ghi nhận vào khoản phải trả dài hạn khác (273,2 tỷ đồng) sẽ được thanh toán 30% trong 6 tháng tới & 50% trong 12 tháng tới. HAX cũng phát sinh thêm 215 tỷ đồng lợi thế thương mại từ thương vụ trong quý này. Do đó, phần doanh thu/lợi nhuận từ HĐKD của VFG sẽ bắt đầu ghi nhận toàn bộ vào BCTC hợp nhất của HAX từ Q2-2026 thay vì chỉ thu nhập khác từ khoản thưởng từ hãng như trong Q1-2026.

Triển vọng FY26: Kỳ vọng hồi phục từ nửa sau 2026 nhờ các tín hiệu hỗ trợ từ hãng tốt hơn nhưng khó ở mức cao do vị thế hai hãng này (MBZ & MG) ở Việt Nam đã suy giảm đáng kể. Câu chuyện sáp nhập VFG đem lại nguồn lợi nhuận tiềm năng.

- LNST Cty Mẹ Q2-2026 dự kiến đạt 8 tỷ đồng (sv lỗ 4 tỷ đồng cùng kỳ). Trụ cột dẫn dắt tăng trưởng toàn bộ từ VFG với việc bổ sung 22 tỷ đồng LNTT & lãi vay cùng 18 tỷ đồng thu nhập thưởng từ hãng trong quý trọn vẹn đầu tiên về với HAX. Trong khi đó, hai mảng MBZ, MG tiếp diễn kinh doanh lỗ ở quý này bởi bối cảnh khó khăn của xe xăng Việt Nam như tồn kho cao, giảm giá mạnh để ra hàng.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán hàng của HAX sẽ có điểm rơi lợi nhuận tốt hơn trong nửa sau 2026 (41 tỷ đồng sv 13 tỷ đồng ở nửa đầu) nhờ yếu tố khoản hỗ trợ thu nhập/ra mắt mẫu xe mới của hai hãng MBZ/MG sẽ đến ở nửa sau 2026. Đặc biệt, sự đóng góp của VFG sẽ là cú hích cho lợi nhuận Công ty trong trung hạn, bắt đầu từ Q2-2026.
- Qua đó, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2026 đạt 6.948 tỷ đồng (+49,4% YoY), LNST Cty Mẹ/EPS đạt 53 tỷ đồng (sv 6 tỷ đồng năm trước) và 495 đồng.

Quan điểm và khuyến nghị

Chúng tôi tăng dự phóng LNST cho HAX giai đoạn 2026/27F lần lượt 20,0%/142,9% chủ yếu do ghi nhận lợi nhuận phát sinh từ VFG. Do tăng dự phóng LNST của HAX, kết hợp chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026, chúng tôi điều chỉnh tăng 6% giá mục tiêu một năm tới của cổ phiếu HAX lên **11.500 đồng/cổ phiếu**, tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 23,2x và 10,9x. Qua đó, chúng tôi nâng khuyến nghị lên **TÍCH LŨY** đối với HAX khi giá cổ phiếu điều chỉnh 14% trong ba tháng qua.

TÍCH LŨY +18%

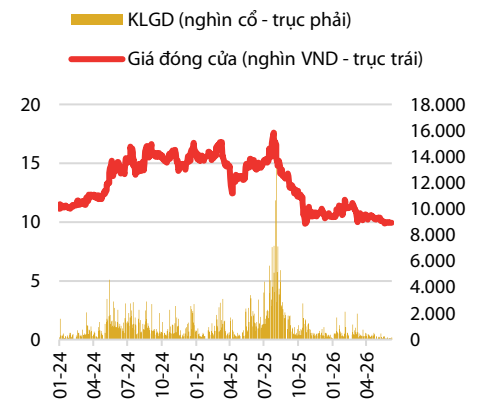
Giá thị trường (đồng)	9.740
Giá mục tiêu (đồng)	11.500
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu):	500

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ô tô và phụ tùng
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.068
SLCPDLH (triệu CP)	107
KLGD bình quân 20 phiên ('000 CP)	304
Free Float (%)	64,9
Giá cao nhất 52 tuần	17.600
Giá thấp nhất 52 tuần	9.770
Beta	0,7

	FY25	Hiện tại
EPS	52	50
Tăng trưởng EPS (%)	-95,5	-5,2
P/E	197,9	203,8
P/B	1,0	1,0
EV/EBITDA	34,2	56,6
ROE (%)	0,5	0,5

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 (%)	43,08

Phòng Phân tích Ngành Ô tô & Phụ tùng

phantich@vpsc.com.vn

KQKD Q1-2026 chưa thoát khỏi “vùng xám tăng trưởng”

Doanh thu thuần đạt 1.098 tỷ đồng (-27,5% QoQ, +14,5% YoY), vượt 13,0% kỳ vọng chuyên viên nhờ hoạt động bán xe tốt hơn dự kiến. Doanh thu bán xe MBZ đạt 436 tỷ đồng (-43,9% QoQ, +16,9% YoY), bán xe MG đạt 535 tỷ đồng (-9,8% QoQ, +17,4% YoY), đều tăng trưởng hai chữ số svck theo xu hướng chung của ngành (*). Điều này đến từ:

- Hiệu ứng nền thấp Q1-2025 của toàn ngành, vốn chịu tác động của sức cầu ô tô dồn vào nửa cuối 2024 bởi chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ. Trong khi sức cầu Q1-2026 không còn chịu sức ép từ hiệu ứng này do chính sách giảm lệ phí trước bạ 50% thường niên không còn được triển khai trong 2025.
- Những tác động lớn như việc các hãng, đại lý cùng các ngân hàng liên tục chạy đua tung các gói tài chính ưu đãi kích hoạt nhu cầu giải ngân từ nhóm khách hàng cá nhân. Riêng các đối thủ như Ford, Toyota và Hyundai liên tục điều chỉnh giá niêm yết hoặc hỗ trợ 50-100% lệ phí trước bạ đã tạo ra mặt bằng giá hấp dẫn nhất trong vòng 3 năm qua, giải thích cho mức tăng trưởng của HAX thấp hơn sv mặt bằng chung của ngành. (*)

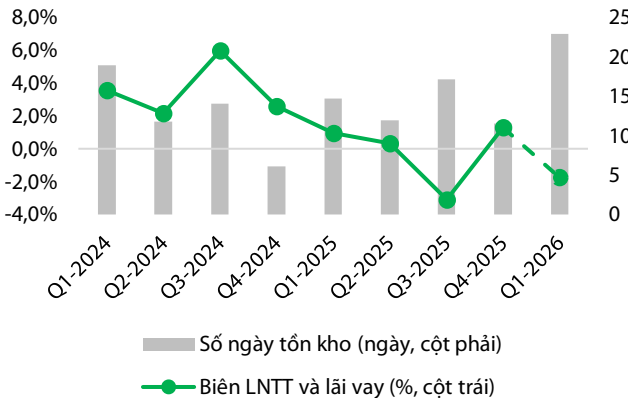
(*) Tăng trưởng doanh số bán xe ô tô Q1-2026 của các thành viên VAMA +29,3% YoY, Hyundai TC -17,6% YoY, Vinfast +52,9% YoY.

LNST Cty Mẹ đạt 5 tỷ đồng gần như đi ngang svck (6 tỷ đồng) phù hợp kỳ vọng chuyên viên, tương đương biên LN ròng đạt 0,4% (-9bps YoY). Điều này gần như đến từ các khoản thưởng/hỗ trợ của hãng MBZ & MG, cụ thể:

- Như đã đề cập trên, HAX theo xu hướng chung của ngành, thực hiện (1) các chương trình giảm giá/chiết khấu, khiến biên LNTT & lãi vay của cả hai mảng đều suy giảm: MBZ (0,0%, -75bps YoY), MG (-3,3%, -450bps YoY) hoặc (2) cùng các hãng, ngân hàng liên tục chạy đua tung các gói tài chính ưu đãi, khiến số ngày phải thu tăng lên 23 ngày (+8 ngày YoY), ảnh hưởng lớn tới dòng tiền kinh doanh của doanh nghiệp. Đây dường như là hệ quả tất yếu của mảng xe xăng, vốn đang bị cạnh tranh khốc liệt bởi xe điện, vốn đang nhiều thuận lợi từ bối cảnh vĩ mô (giá xăng dầu tăng cao +20-25% YoY) & chính sách từ Chính phủ (giảm lệ phí trước bạ cho ô tô điện & cấm/hạn chế xe xăng tại khu vực trung tâm Hà Nội & TP.HCM).
- Thêm vào đó, bối cảnh lãi suất cho vay tăng cao cũng bào mòn thêm biên lợi nhuận Công ty. Chi phí lãi vay quý này ghi nhận 13 tỷ đồng (+117,2% YoY) mặc cho quy mô nợ vay ghi nhận giảm 6,6% YoY, đạt 877 tỷ đồng.
- Đáng chú ý, HAX tiếp tục ghi nhận các khoản thưởng/hỗ trợ từ các hãng ở mức cao, MBZ (12 tỷ đồng, +366,5% YoY), Công ty con khác như PTM hay VFG (40 tỷ đồng ghi nhận quý này “có lẽ một phần” là khoản thu nhập từ hãng Vinfast cho năm 2025 của VFG nhưng được chi vào cuối T3-2026 – thời điểm VFG đã về với HAX, theo quan điểm chúng tôi).

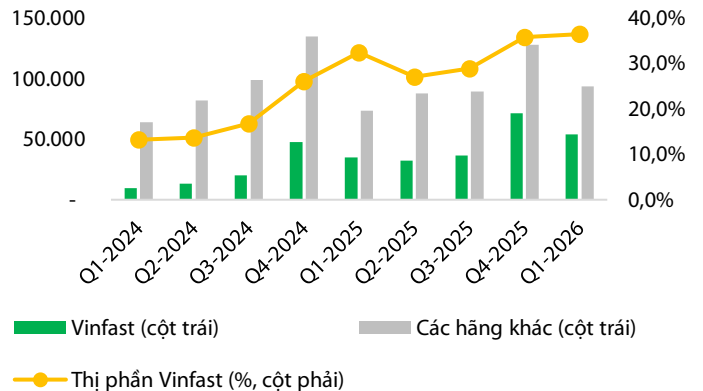
Liên quan đến thương vụ mua bán & sáp nhập VFG, ngày 20/03/2026, HAX đã hoàn tất việc nhận chuyển nhượng 65% cổ phần tại CTCP Tập đoàn Tương Lai Việt (VFG). Tổng giá trị thương vụ là 341,5 tỷ đồng theo ước tính chúng tôi, trong đó HAX thanh toán trước 20% (68,3 tỷ đồng) và 80% còn lại ghi nhận vào khoản phải trả dài hạn khác (273,2 tỷ đồng) sẽ được thanh toán 30% trong 6 tháng tới & 50% trong 12 tháng tới. HAX cũng phát sinh thêm 215 tỷ đồng lợi thế thương mại từ thương vụ trong quý này. Do đó, phần doanh thu/lợi nhuận từ HĐKD của VFG sẽ bắt đầu ghi nhận toàn bộ vào BCTC hợp nhất của HAX từ Q2-2026 thay vì chỉ thu nhập khác từ khoản thưởng từ hãng như trong Q1-2026.

HAX vừa thực hiện chính sách giảm giá/chiết khấu cao vừa mở rộng chính sách công nợ khách hàng



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Doanh số bán xe ô tô tại Việt Nam theo hãng (nghìn chiếc) cho thấy sự vượt trội của Vinfast theo thời gian



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

Bảng 1: Mô tả KQKD HAX trong Q1-2026

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1-2026	Q4-2025	+/- (qoq)	Q1-2025	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	1.097	1.513	-27,5%	959	14,5%
Bán ô tô	971	1.371	-29,1%	829	17,2%
Mercedes-Benz (MBZ)	436	777	-43,9%	373	16,9%
MG và khác	535	593	-9,8%	456	17,4%
Sửa chữa, thay thế phụ tùng	121	137	-11,5%	124	-2,5%
Mercedes-Benz (MBZ)	81	94	-13,6%	92	-11,6%
MG và khác	40	43	-6,8%	33	22,9%
Khác	5	6	-13,8%	5	-6,7%
Mercedes-Benz (MBZ)	3	3	3,3%	2	36,9%
MG và khác	3	5	-33,8%	3	0,0%
Lợi nhuận gộp	73	113	-35,1%	94	-21,6%
Mercedes-Benz (MBZ)	30	65	-54,2%	32	-8,2%
MG và khác	44	48	-9,3%	61	-28,7%
CPBH&QLDN	-93	-95	-2,6%	-84	9,8%
Mercedes-Benz (MBZ)	-30	-35	-14,2%	-29	3,0%
MG và khác	-63	-60	4,2%	-55	13,3%
Lợi nhuận tài chính ròng	-13	-11	18,8%	-5	138,0%
Lợi nhuận khác	52	31	66,5%	19	175,9%
Lợi nhuận trước thuế	20	40	-49,6%	23	-11,4%
Thuế TNDN	-5	-2	155,2%	-6	-21,6%
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	10	5	107,1%	11	-8,3%
LNST Cty Mẹ	5	33	-85,3%	5	-5,7%

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Mô tả chỉ tiêu tài chính HAX trong Q1-2026

Đơn vị: %	Q1-2026	Q4-2025	+/- (qoq)	Q1-2025	+/- (yoy)
Biên LN gộp	6,7%	7,5%	-78bps	9,8%	-308bps
Mercedes-Benz (MBZ)	5,7%	7,4%	-171bps	6,9%	-122bps
MG và khác	7,6%	7,5%	3bps	12,5%	-491bps
CPBH&QLDN/D.thu thuần	8,4%	6,3%	216bps	8,8%	-36bps
Mercedes-Benz (MBZ)	5,8%	4,0%	176bps	6,2%	-47bps
MG và khác	10,8%	9,4%	145bps	11,3%	-42bps
Biên LNTT và lãi vay	-1,8%	1,2%	-294bps	1,0%	-272bps
Biên LN ròng	0,4%	2,2%	-174bps	0,5%	-9bps

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Dự phóng Q2-2026: Quý đầu tiên ghi nhận trọn vẹn doanh số từ mô hình phân phối Vinfast (VFG)
Bảng 3: Dự phóng KQKD Q2-2026 của HAX

	Q2-2026	+/-YoY	+/-QoQ	Giải định
Doanh thu thuần	1.833	78,1%	67,0%	
Bán ô tô	1.680	87,6%	73,0%	Thị trường nhìn chung chưa khởi sắc với doanh số ô tô ~16.000-17.000 xe/tháng trong Q2-2026, tương tự cùng kỳ (tham chiếu trên số liệu T4 & T5-2026 do VAMA công bố). Tăng trưởng từng hãng/đại lý xe phụ thuộc vào tăng trưởng thị phần thông qua chiến lược ra mắt sản phẩm/giảm giá bán đẩy hành. Theo ghi nhận chúng tôi, các hãng "đỏ bộ" dày đặc các mẫu xe mới để tranh thị phần ngay từ quý đầu, nhưng MG và MBZ lại có cách tiếp cận khá khác biệt so với các ông lớn phổ thông (Toyota, Honda, Hyundai, VinFast...).
Mercedes-Benz (MBZ)	375	13,3%	-14,0%	Sản lượng tiêu thụ của MBZ ở Việt Nam khó sụt giảm thêm YoY do nền thấp kỷ lục năm ngoái (~500 xe) trong khi thị phần phân phối của HAX cũng chưa có rủi ro giảm mạnh (như đã đề cập phần trên). Qua đó kéo tăng trưởng HAX ở mảng này cải thiện 13,3% YoY.
MG	602	6,6%	12,6%	MG ghi nhận sản lượng tiêu thụ thấp nhất trong một quý kể từ thời điểm quay trở lại Việt Nam (~1.800 xe) ở Q4-2025, vốn là quý cao điểm cả ngành chứng tỏ sự suy giảm mạnh về vị thế xe phổ thông sv trước do thiếu vắng các hỗ trợ từ chính MG (do họ đang tập trung nguồn lực tại thị trường châu Âu & có sự xáo trộn về ban lãnh đạo ở chi nhánh Việt Nam). Do MG chỉ quay lại "tấn công" thị trường Việt Nam với các mẫu xe mới và đẩy mạnh các chiến dịch chiết khấu/quảng cáo từ nửa sau 2026 (theo chia sẻ HAX) nên chúng tôi dự phóng thận trọng về doanh thu mảng này trong Q2-2025 (+6,6% YoY). Tăng trưởng QoQ do chúng tôi kỳ vọng việc giảm giá bán từ chính HAX sẽ kích thích doanh số cao hơn.
Vinfast	703			HAX chính thức ghi nhận doanh thu/lợi nhuận của VFG trọn vẹn một quý từ Q2-2026. Chúng tôi giả định VFG chiếm 2,1% thị phần (thay vì mục tiêu 3,5% của HAX) do số lượng đại lý hợp tác với Vinfast tăng lên đáng kể ở 2026 này. Kết hợp với dự phóng tăng trưởng doanh thu bán ô tô Vinfast nội địa +110,0% YoY dựa trên số liệu T4 & T5-2026 do Vinfast công bố), chúng tôi dự phóng doanh thu HAX có từ mảng này đạt 703 tỷ đồng.
Sửa chữa, thay thế phụ tùng	147	14,9%	21,5%	Sự ổn định của mảng này thay vì bán xe do tính thiết yếu của nhu cầu bảo dưỡng/sửa chữa. Lượng xe lưu thông trên thị trường càng cao sẽ cấu thành tăng trưởng mảng này càng lớn theo thời gian, do đó, với sự phổ cập tăng cao của dòng xe MG, tổng doanh thu mảng dự kiến tăng trưởng tốt svck (+14,9% YoY).
Khác	5	0,5%	3,6%	
Lợi nhuận gộp	129	41,9%	76,3%	
CPBH&QLDN	-127	45,5%	37,6%	
LNTT và lãi vay	2	NA	NA	
Mercedes-Benz (MBZ)	-2	NA	NA	Trong bối cảnh thị trường ô tô cung vượt xa cầu, giá tiếp tục giảm ở nhiều đại lý hãng xe, việc MBZ giảm giá bán là tất yếu để ra hàng, qua đó, dự kiến ghi nhận mức lỗ LNTT & lãi vay 2 tỷ đồng, nhưng mức này lại giảm sv mức 10 tỷ đồng cùng kỳ do không còn áp lực tồn kho lớn.
MG	-18	NA	NA	Tương tự MBZ, MG cũng phải thực hiện giảm giá bán để ra hàng xuyên suốt nửa đầu 2026 này, qua đó, dự kiến ghi nhận mức lỗ LNTT & lãi vay 18 tỷ đồng (sv lời 14 tỷ đồng cùng kỳ).
Vinfast	22	NA	NA	Biên LNTT & lãi vay này được dự trên ước tính số liệu 2025 của VFG (2,0-2,5% theo quan sát chúng tôi) và có phần nhỉnh hơn về biên lợi nhuận do quy mô doanh số

				cao hơn, qua đó, cấu thành mức LNNT & lãi vay 22 tỷ đồng, bù đắp cho hai mô hình MBZ & MG tiếp tục lỗ quý này.
Lợi nhuận tài chính ròng	-18	63,0%	34,9%	Việc lãi suất vay gia tăng thêm 100-150bps YoY tương tự các Công ty khác đi kèm quy mô nợ vay gia tăng +42,0% YoY kéo lợi nhuận tài chính ròng lỗ 18 tỷ đồng (+63,0% YoY).
Lợi nhuận khác	38	53,6%	-27,5%	Việc bổ sung khoản thưởng mới từ Vinfast là lý do chính cho sự cải thiện đột biến khoản này svck.
Mercedes-Benz (MBZ)	3	-62,8%	-75,1%	
MG	17	1,9%	-57,9%	
Vinfast	18			
Lợi nhuận trước thuế	22	27,7%	11,2%	
Thuế TNDN	-4	-38,3%	-8,1%	
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	10	-30,4%	-1,6%	
LNST Cty Mẹ	8	-272,9%	58,3%	LNST Cty mẹ dự kiến vẫn duy trì mức thấp mặc cho có sự xuất hiện của VFG, do tác động tiêu cực từ hai mảng xe MBZ & MG. Qua đó, điểm rơi lợi nhuận của HAX dự kiến dồn về cuối năm khi các hãng ra mắt mẫu xe mới đi kèm các chính sách hỗ trợ tốt hơn cho HAX.
<i>Biên LN gộp</i>	<i>7,1%</i>	<i>-180bps</i>	<i>37bps</i>	
<i>CPBH&QLDN/D.thu thuần</i>	<i>7,0%</i>	<i>-156bps</i>	<i>-149bps</i>	
<i>Biên LNNT và lãi vay</i>	<i>0,1%</i>	<i>-24bps</i>	<i>186bps</i>	
<i>Mercedes-Benz (MBZ)</i>	<i>-0,4%</i>	<i>201bps</i>	<i>-36bps</i>	
<i>MG</i>	<i>-2,8%</i>	<i>-508bps</i>	<i>49bps</i>	
<i>Vinfast</i>	<i>3,1%</i>			
<i>Biên LN ròng</i>	<i>0,4%</i>	<i>85bps</i>	<i>-2bps</i>	

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Định giá

Chúng tôi tăng dự phóng LNST cho HAX giai đoạn 2026/27F lần lượt 20,0%/142,9% chủ yếu do ghi nhận lợi nhuận phát sinh từ VFG:

- **Về doanh thu**, chúng tôi tăng dự phóng 33,0%/58,7% giai đoạn 2026/27F với việc ghi nhận doanh thu Vinfast (VFG) từ Q2-2026 với giá định VFG chiếm 2,3% thị phần phân phối xe Vinfast (thấp hơn 3,5% mục tiêu HAX do sự thâm nhập của nhiều đại lý phân phối dòng xe này từ 2026) và tổng doanh thu của Vinfast tại thị trường nội địa đạt 300.000 xe (+71,3% YoY, đúng theo kế hoạch hãng này).
- **Về biên LNNT & lãi vay**, mặc dù có VFG nhưng không đủ bù đắp cho hiệu quả lợi nhuận đi xuống của cả MBZ & MG (đã được nhìn thấy trong nửa đầu 2026, do thiếu vắng hỗ trợ từ hãng trước bối cảnh cạnh tranh khốc liệt trong ngành) qua đó điều chỉnh dự phóng -100bps/+4bps cho biên LNNT & lãi vay giai đoạn 2026/27F.
- **Về lợi nhuận tài chính ròng**, chúng tôi thực hiện tăng dự phóng 47,1%/97,2% cho khoản lỗ tài chính ròng do (1) bối cảnh lãi suất gia tăng 100-150bps YoY, (2) kinh doanh thêm Vinfast cần nhiều vốn lưu động hơn.
- **Về lợi nhuận khác**, sự có mặt của VFG khiến chúng tôi nâng dự phóng khoản này lên 54,4%/68,9% giai đoạn 2026/27F. Riêng năm 2025, Vinfast đã chi 45 tỷ đồng khoản thưởng cho VFG, bằng ½ mức HAX nhận được từ MG, MBZ mặc dù chỉ phân phối Vinfast trong 4 tháng của năm.

Do tăng dự phóng LNST của HAX, kết hợp chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026, chúng tôi điều chỉnh tăng 6% giá mục tiêu một năm tới của cổ phiếu HAX lên **11.500 đồng/cổ phiếu**, tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 23,2x và 10,9x. Qua đó, chúng tôi nâng khuyến nghị lên **TÍCH LŨY** đối với HAX khi giá cổ phiếu điều chỉnh 14% trong ba tháng qua.

Về các giả định định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF), chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro 4,5% (tăng sv 4,0% trước đó), beta 1,2 (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn 8,2% (không đổi), tỷ trọng vốn vay 30% (không đổi), và chi phí nợ vay trước thuế 6,0% (không đổi), exit EVEBITDA 6,0x (không đổi). Theo đó, giả định WACC tăng lên mức 12,4% (từ mức 12,0%).

Bảng 4: Mô tả thay đổi dự phóng của HAX theo mảng (tỷ đồng)

	Thực tế	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		% Thay đổi Dự phóng mới sv cũ	
		2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F
Doanh thu thuần	4651	5225	5482	6948	8698	33,0%	58,7%
Bán ô tô	4114	4614	4842	6346	8066	37,5%	66,6%
Sửa chữa, thay thế phụ tùng	516	591	619	582	613	-1,4%	-1,1%
Khác	20	20	20	20	20	0,0%	0,0%
LNTT & lãi vay	-3	46	37	-8	62	-117,8%	68,6%
Lợi nhuận tài chính ròng	-36	-52	-42	-77	-82	47,1%	97,2%
Lợi nhuận khác	96	117	129	181	218	54,4%	68,9%
LNST Cty Mẹ	6	44	47	53	113	20,0%	142,9%

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFE

Giá định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2026	12,4%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu dụng	20,0%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	1.561
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,3%	+ Tiền mặt & khoản đầu tư tại ngày định giá	125
Lãi suất phi rủi ro	4,5%	- Lợi ích cổ đông thiểu số	344
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	8,2%	- Nợ	877
Beta	1,2	Giá trị vốn chủ sở hữu	465
Exit EV/EBITDA	6,0	Giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu (đồng)	4.329

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu (chưa bao gồm bất động sản đầu tư) của HAX trên mỗi Cổ phiếu theo phương pháp FCFE (đồng/cổ phiếu)

	Exit EV/EBITDA					
	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	
WACC	10,4%	2.018	3.753	5.488	7.223	8.958
	11,4%	1.576	3.235	4.894	6.553	8.211
	12,4%	1.156	2.743	4.329	5.916	7.502
	13,4%	756	2.274	3.792	5.310	6.828
	14,4%	376	1.829	3.282	4.735	6.188

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	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 Rồng Việt

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ HAX

BẢNG TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ HAX (ĐỒNG/CỔ PHIẾU)		
Mảng	Phương pháp định giá	Giá trị
Mảng cốt lõi – phân phối ô tô	DCF (5 năm, WACC 12,4%, Exit EVEBITDA 6x)	4.329
Mảnh đất Võ Văn Kiệt	Giá thị trường (130 triệu đồng/m ²)	7.180
Tổng HAX		11.500
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		500
P/E mục tiêu 2026F		23,2

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Phụ lục
Bảng 7: Kết quả kinh doanh Q1-2026 của HAX

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1-2026	Q4-2025	+/--QoQ	Q1-2025	+/--YoY
Doanh thu thuần	1.097	1.513	-27,5%	959	14,5%
Bán ô tô	971	1.371	-29,1%	829	17,2%
Sửa chữa, thay thế phụ tùng	121	137	-11,5%	124	-2,5%
Khác	5	6	-13,8%	5	-6,7%
Lợi nhuận gộp	73	113	-35,1%	94	-21,6%
CPBH&QLDN	-93	-95	-2,6%	-84	9,8%
LNTT & lãi vay	-20	18		10	
Lợi nhuận tài chính ròng	-13	-11	18,8%	-5	138,0%
Lợi nhuận khác	52	31	66,5%	19	175,9%
Lợi nhuận trước thuế	20	40	-49,6%	23	-11,4%
Thuế TNDN	-5	-2	155,2%	-6	-21,6%
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	10	5	107,1%	11	-8,3%
LNST Cty Mẹ	5	33	-85,3%	5	-5,7%

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Phân tích HĐKD Q1-2026 của HAX

Chỉ tiêu	Q4-2025	Q3-2025	+/- (qoq)	Q4-2024	+/- (yoq)
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	6,7%	7,5%	-81bps	9,8%	-315bps
LNTT & lãi vay/Doanh thu	-1,8%	1,2%	-301bps	1,0%	-287bps
TS lợi nhuận ròng	0,5%	2,2%	-173bps	0,5%	-7bps
Hiệu quả hoạt động (x)					
Số ngày tồn kho	81	59	22 ngày	102	-21 ngày
Số ngày phải thu	23	12	11 ngày	15	8 ngày
Số ngày phải trả	24	6	18 ngày	17	8 ngày
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	69,2%	56,0%		73,7%	

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

KQ HKKD	Tỷ đồng			
	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	5.513	4.651	6.948	8.698
Giá vốn	-5.001	-4.296	-6.479	-8.086
Lãi gộp	512	355	469	613
Chi phí bán hàng & QLDN	-312	-358	-478	-550
Thu nhập từ HĐTC	1	1	0	0
Chi phí tài chính	-23	-37	-77	-82
Lợi nhuận khác	80	96	181	218
Lợi nhuận trước thuế	258	56	95	198
Thuế TNDN	-55	-17	-19	-40
Lợi ích cổ đông thiểu số	79	33	23	45
Lợi nhuận sau thuế	125	6	53	113
LNTT & lãi vay	200	-3	-8	62

	2024A	2025A	2026F	2027F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	38,5	-15,6	49,4	25,2
LNTT & lãi vay	259,7	-101,7	145,6	-855,4
Lợi nhuận sau thuế	269,9	-95,5	846,7	113,0
Tổng tài sản	20,1	2,8	29,7	8,7
Vốn chủ sở hữu	28,1	-8,2	9,1	7,6
Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp/Doanh thu	9,3	7,6	6,8	7,0
LNTT&lãi vay/DoanhThu	3,6	-0,1	-0,1	0,7
LNST/Doanh thu	2,3	0,1	0,8	1,3
ROA	8,2	-0,1	-0,3	1,8
ROE	5,2	0,2	1,7	3,2
Hiệu quả hoạt động (ngày)				
Số ngày phải thu	8	13	20	24
Số ngày tồn kho	48	78	62	53
Số ngày phải trả	7	5	9	10
Khả năng thanh toán (lần)				
Hiện hành	1,4	1,8	1,5	1,5
Nhanh	0,7	0,4	0,4	0,4
Cấu trúc tài chính (lần)				
Tổng Nợ / VCSH	0,4	0,4	0,5	0,5
Tổng vay/VCSH	0,4	0,7	0,8	0,9
Vay ngắn hạn/VCSH	0,4	0,7	0,8	0,9

Bảng CĐKT	Tỷ đồng			
	2024A	2025A	2026F	2027F
Tiền	262	93	104	130
Đầu tư ngắn hạn	3	11	10	10
Khoản phải thu	340	354	495	676
Hàng tồn kho	661	1.457	1.638	1.720
Tài sản ngắn hạn khác	50	67	319	336
Tài sản cố định hữu hình	993	359	466	437
Tài sản cố định vô hình	11	37	37	37
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	83	93	138	138
Tổng tài sản	2.409	2.477	3.214	3.492
Khoản phải trả	99	61	152	216
Vay và nợ ngắn hạn	670	951	1254	1489
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Vay và nợ khác	149	97	316	181
Quỹ khen thưởng phúc lợi	0	0	0	0
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
Tổng nợ	918	1.109	1.722	1.887
Vốn đầu tư của CSH	1.074	1074	1074	1074
Cổ phiếu quỹ	0	1	2	3
Lợi nhuận giữ lại	129	25	74	141
Thu nhập khác	0	0	0	0
Quỹ đầu tư và phát triển	0	0	0	0
Tổng vốn	1.778	1.637	1.836	1.995
Lợi ích cổ đông thiểu số	287	268	344	389

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	2024A	2025A	2026F	2027F
EPS (đồng)	1.163	52	495	1.054
P/E (x)	13,6	198,8	21,6	10,1
BV (đồng)	13.875	12.734	13.888	14.939
P/B (x)	1,1	0,8	0,8	0,7
DPS (đồng/cp)	300	1.000	300	500
Tỷ suất cổ tức (%)	2,7	6,3	2,9	4,7
MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân	
SoTP	11.500	100%	11.500	
Giá mục tiêu (đồng)		100%	11.500	

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	GIÁ	KHUYẾN NGHỊ	THỜI HẠN
Tháng 6-2026	11.500	TÍCH LŨY	1 năm
Tháng 3-2026	10.900	TRUNG LẬP	1 năm
Tháng 1-2025	10.900	TRUNG LẬP	1 năm

BÁO CÁO CẬP NHẬT KQKD

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	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

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.

THÔNG TIN LIÊN HỆ
Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam
Trưởng phòng cao cấp

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà
Trưởng phòng Vận hành

ha.ttn@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, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 28 6299 2006 **E** info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn **MST** 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tấn, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thẳng, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

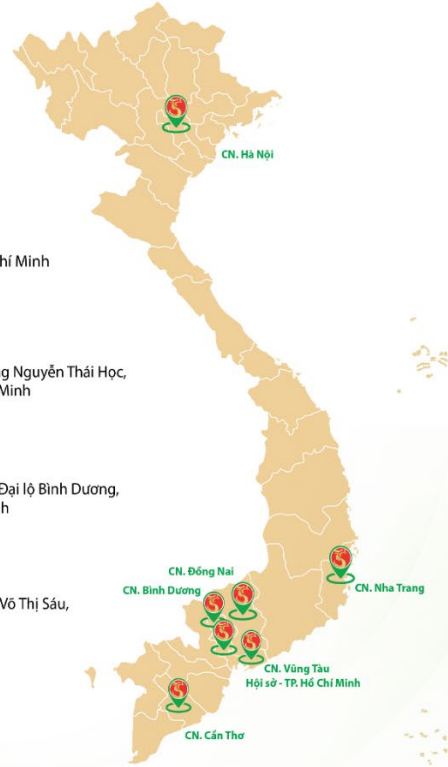
Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trần Biên, Tỉnh Đồng Nai

T (+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. Rong Viet 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 Rong Viet 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 Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2026.**