

Ngành ô tô: Chính sách đẩy tham vọng thúc đẩy tăng trưởng xe điện

Mai Đoàn Ngọc Hân

Chuyên viên phân tích cao cấp, Ngành Cổ phiếu
han.mdn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

- Trong tháng 5/2025, hai dự thảo chính sách quan trọng cho ngành ô tô đã được ban hành. Ngày 12/5/2025, Bộ Nông nghiệp và Môi trường công bố lộ trình dự thảo về việc áp dụng quy chuẩn kỹ thuật quốc gia về khí thải xe ô tô lưu hành tại Việt Nam. Trong khi đó, ngày 22/5/2025, TP.HCM công bố kế hoạch chuyển đổi 400.000 xe công nghệ động cơ đốt trong (ICE) được sử dụng trong dịch vụ gọi xe và giao hàng sang xe điện.
- HSC nhận thấy đây là những động lực tăng trưởng cho ngành, đồng thời tạo ra sự cạnh tranh gay gắt hơn giữa các nhà sản xuất và các đơn vị phân phối ô tô. Những công ty nào đang khẩn trương thiết lập chỗ đứng trong hoạt động sản xuất và phát triển cơ sở hạ tầng xe điện sẽ hưởng lợi từ các ưu đãi của Chính phủ.
- Trong danh sách khuyến nghị, chúng tôi khuyến nghị Mua vào đối với VEA với giá mục tiêu 49.500đ (tiềm năng tăng giá 26%), do Công ty này có liên doanh với các đối tác lớn vốn đang triển khai kế hoạch chuyển sang xe điện.

Chính phủ thúc đẩy mạnh hơn trong việc chuyển đổi sang xe điện

Trong tháng qua, Việt Nam đã ban hành rất nhiều sáng kiến và chính sách tích cực nhằm đẩy nhanh việc ứng dụng xe điện. Trước hết là siết chặt các tiêu chuẩn khí thải ô tô trên cả nước nhằm đạt được mục tiêu về tiêu chuẩn Euro 2 đến Euro 5 dựa trên năm sản xuất, bắt đầu triển khai ở các thành phố lớn như Hà Nội và TP.HCM trước. Chính sách này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy quá trình loại bỏ dần các xe chở khách cũ, có lượng khí thải cao và đẩy nhanh việc áp dụng các phương tiện giao thông thay thế sạch hơn.

UBND TP.HCM có kế hoạch chuyển đổi toàn bộ (khoảng 400.000) xe máy động cơ đốt trong đang được sử dụng trong hoạt động giao hàng sang xe điện, bắt đầu từ tháng 1/2026. Lộ trình chính thức dự kiến được công bố vào tháng 7/2025, bao gồm các gói vay ưu đãi với lãi suất thấp, miễn giảm thuế VAT và phí trước bạ, bên cạnh các chương trình thu mua xe cũ. Thành phố cũng cam kết phát triển hạ tầng trạm sạc điện và đổi pin nhằm hỗ trợ cho quá trình chuyển đổi sang xe điện. Bên cạnh, đặt kế hoạch loại bỏ các loại phương tiện giao thông chạy xăng như xe buýt và taxi trong giai đoạn này. Các công ty đầu tư sớm và có sự chuẩn bị kỹ lưỡng về hạ tầng và sản xuất xe điện, như VinFast, có tiềm năng hưởng lợi từ chính sách thúc đẩy của Chính phủ đối với quá trình chuyển đổi xanh này. Trong khi đó, các nhà sản xuất xe động cơ đốt trong truyền thống đang bắt đầu thích ứng. Doanh thu xe hybrid của Toyota tăng 199% so với cùng kỳ trong 4 tháng đầu năm 2025, đạt 2.086 chiếc. Honda gần đây đã ra mắt các mẫu xe điện mới để bắt kịp xu hướng xe điện.

Sản lượng tiêu thụ ô tô 4 tháng đầu năm 2025 tăng 47% so với cùng kỳ, dẫn đầu là VinFast

Thị trường ô tô Việt Nam duy trì đà tăng trưởng tích cực, với sản lượng tiêu thụ tăng 47% so với cùng kỳ đạt 163.053 chiếc trong 4 tháng đầu năm 2025. Trong giai đoạn này, VinFast – Vingroup sở hữu 61% cổ phần – tiếp tục dẫn đầu đà tăng trưởng của ngành với sản lượng tiêu thụ tăng vọt 247% so với cùng kỳ đạt 44.688 chiếc (chiếm 27% thị phần). Toyota và Hyundai lần lượt xếp thứ hai và thứ ba về thị phần, đạt 17.396 chiếc và 15.934 chiếc. Tổng sản lượng tiêu thụ của các công ty liên doanh thuộc VEA (Toyota, Honda và Ford) đạt 39.101 chiếc, tăng 27% so với cùng kỳ và chiếm tổng cộng 24% thị phần.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi tiếp tục ưa thích cổ phiếu VEA (Mua vào, giá mục tiêu 49.500đ, tiềm năng tăng giá 26%) vì đây là cổ phiếu có cổ tức hấp dẫn. Các liên doanh lớn của Công ty là Honda, Toyota và Ford đang tích cực ra mắt các mẫu xe điện/hybrid để bắt kịp tốc độ ứng dụng xe điện tại Việt Nam. Trong khi đó, HAX (đơn vị phân phối xe Mercedes và MG) ghi nhận nhu cầu mua xe hạng sang khá âm ỉ do sự cạnh tranh ngày càng gay gắt với xe động cơ đốt trong truyền thống và xe điện. Chúng tôi khuyến nghị Nắm giữ đối với HAX với giá mục tiêu 14.800đ (rủi ro giảm giá 1%), do định giá không còn rẻ, và cổ phiếu hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần, sát với bình quân từ năm 2019 ở mức 10,4 lần.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L. suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th. đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
HAX	14,900	Nắm giữ	-	14,800	-	(0.67)	11.2	9.28	5.74	5.28	8.05	10.1
VEA	39,200	Mua vào	-	49,500	-	26.3	7.36	7.17	16.7	16.1	13.1	12.7

Giá cổ phiếu tại ngày 28/5/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Các yếu tố chính sách thuận lợi cho phát triển xe điện tại Việt Nam 3

Siết chặt kiểm soát khí thải đối với xe ô tô trong bối cảnh sản lượng tiêu thụ xe điện tăng mạnh 3

Kế hoạch khuyến khích tài xế công nghệ và shipper sử dụng xe điện tại TP.HCM 4

Sản lượng tiêu thụ năm 2025 dự kiến tăng 15% 7

Định giá và khuyến nghị: VEA là lựa chọn hàng đầu 8

Báo cáo thành phần

Tổng CTCP Máy động lực và máy nông nghiệp Việt Nam (VEA) 9

CTCP Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh (HAX) 14

Các yếu tố chính sách thuận lợi cho phát triển xe điện tại Việt Nam

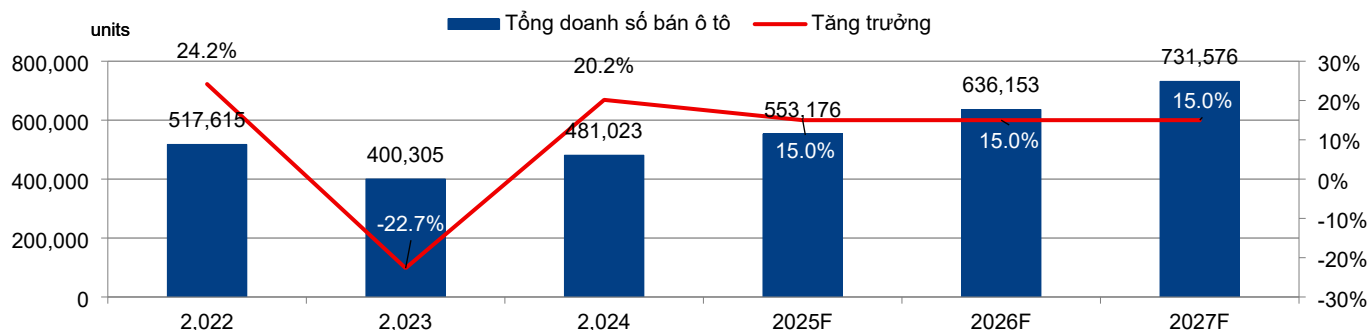
Trong tháng 5/2025, Việt Nam đã ban hành rất nhiều sáng kiến và chính sách tích cực nhằm đẩy nhanh việc ứng dụng xe điện. Các chính sách này bao gồm việc áp dụng nghiêm ngặt hơn các tiêu chuẩn khí thải trên toàn quốc và kế hoạch đầy tham vọng của UBND TP.HCM nhằm chuyển đổi tất cả các xe máy giao hàng sang xe điện. Các công ty đầu tư sớm và sẵn sàng phát triển cơ sở hạ tầng và sản xuất xe điện có vị thế tốt để hưởng lợi. Trong danh sách khuyến nghị, HSC khuyến nghị Mua vào đối với VEA với giá mục tiêu 49.500đ (tiềm năng tăng giá 26%), do Công ty này có liên doanh với các đối tác lớn vốn đang tiến hành chuyển sang xe điện.

Siết chặt kiểm soát khí thải đối với xe ô tô trong bối cảnh sản lượng tiêu thụ xe điện tăng mạnh

Ngày 12/5/2025, Bộ Nông nghiệp và Môi trường ban hành Quyết định dự thảo của Thủ tướng Chính phủ về việc đưa ra lộ trình áp dụng quy chuẩn kỹ thuật quốc gia về khí thải xe ô tô lưu hành tại Việt Nam và hiện đang lấy ý kiến phản hồi từ các bộ, ngành liên quan:

- Các xe ô tô đang lưu hành phải tuân thủ tiêu chuẩn khí thải (Mức 1-5, tương ứng với tiêu chuẩn Euro) dựa theo năm sản xuất.
- Đáng chú ý, Hà Nội và TP.HCM sẽ là những địa phương đầu tiên áp dụng các quy định mới và nghiêm ngặt hơn này. Xe được sản xuất từ năm 2017 đến năm 2022 và đăng ký tại các thành phố này cần phải đạt tiêu chuẩn Mức 4 (Euro 4) bắt đầu từ năm 2026 và Mức 5 (Euro 5) bắt đầu từ năm 2027.
- Xe sản xuất từ năm 1999 đến năm 2017 cần đạt tiêu chuẩn Mức 2 (Euro 2) kể từ ngày Quyết định có hiệu lực.

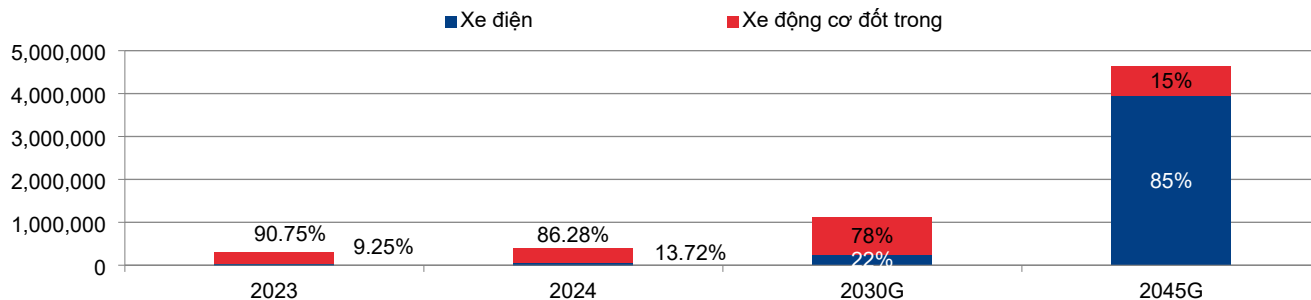
Biểu đồ 1: Dự báo của HSC đối với ngành ô tô tại Việt Nam



Nguồn: VAMA, Hyundai Thanh Cong, VinFast, HSC

Biểu đồ 2: Số lượng ô tô đăng ký tại Việt Nam theo loại (xe)

Dữ liệu số lượng xe đăng kiểm cho thấy xu hướng sử dụng xe điện tăng mạnh tại Việt Nam



Nguồn: Cục Đăng kiểm, HSC

Chúng tôi cho rằng dự thảo này tập trung vào mức khí thải gắn liền với năm sản xuất của xe và không đề xuất lệnh cấm đối với xe cũ. Mặc dù có tác động tích cực đến ngành ô tô trong trung hạn, vì các quy định khắt khe hơn có khả năng khiến chủ xe đầu tư mạnh vào việc bảo trì hoặc nâng cấp xe để tuân thủ quy định, và chi phí bảo trì cao có thể thúc đẩy quá trình thay thế xe mới nhanh hơn. Ngoài ra, giá trị của xe cũ không đáp ứng được tiêu chuẩn khí thải mới có khả năng giảm đáng kể.

Chúng tôi lưu ý rằng EV (xe điện, bao gồm cả xe hybrid và các dạng xe sử dụng năng lượng sạch khác) là tâm điểm cho sự phát triển của ngành ô tô Việt Nam. EV được dự báo sẽ chiếm 18-22% tổng sản lượng tiêu thụ vào năm 2030 và 80-85% vào năm 2045.

Để có bức tranh rộng hơn về sức tiêu thụ EV tại Việt Nam, xe điện (cả xe thuần điện và xe hybrid) hiện chiếm khoảng 30% sản lượng tiêu thụ xe chở khách mới. VinFast dẫn đầu thị trường xe thuần điện với mức tăng trưởng 247% so với cùng kỳ trong 4 tháng đầu năm 2025, trong khi các hãng xe truyền thống như Toyota và Ford cũng đang đáp ứng nhu cầu về xe điện/hybrid. Ví dụ, sản lượng tiêu thụ xe hybrid của Toyota trong 4 tháng đầu năm 2025 tăng vọt 199% so với cùng kỳ đạt 2.086 chiếc khi người tiêu dùng Việt Nam chuyển sang các mẫu xe thân thiện với môi trường. Trong báo cáo trước đây của chúng tôi ['Ngành Ô tô: Bộ Công thương dự kiến xe điện và xe lắp ráp trong nước tăng trưởng vững chắc'](#) phát hành ngày 3/10/2024, HSC cũng đã thảo luận về rủi ro cạnh tranh ngày càng gia tăng đến từ các công ty mới tham gia thị trường, đặc biệt là các công ty Trung Quốc – Wuling, BYD, Geely, trong ngành xe điện Việt Nam.

Kế hoạch khuyến khích tài xế công nghệ và shipper sử dụng xe điện tại TP.HCM

Ngày 22/5/2025, UBND TP.HCM công bố kế hoạch chuyển đổi khoảng 400.000 xe máy chạy xăng (ICE) đang được sử dụng trong các ứng dụng gọi xe và giao hàng sang xe điện (EV). Theo kế hoạch, thành phố sẽ đẩy mạnh các chính sách ưu đãi về mặt tài chính, trợ cấp và hỗ trợ cho tài xế giao hàng. Các hỗ trợ chính bao gồm:

- TP.HCM sẽ hỗ trợ các khoản vay lãi suất thấp để mua xe điện (trợ cấp ít nhất 2% lãi suất) và làm việc với các ngân hàng và công ty tài chính vi mô CEP để cung cấp các khoản vay có thời hạn từ 24 đến 30 tháng. Chính sách này giúp giảm mức chi trả hàng tháng của tài xế, dự kiến sẽ bằng hoặc thấp hơn khoản chi phí cho nhiên liệu được tiết kiệm khi chuyển đổi sang xe điện. Thành phố cũng có kế hoạch đề nghị Chính phủ (1) miễn 100% phí trước bạ và thuế GTGT cho người mua xe điện lần đầu (tổng số tiền hỗ trợ bằng khoảng 10-15% giá trị xe) trong vòng 2 năm đầu triển khai; và (2) hoàn thuế GTGT cho tài xế giao hàng sau mỗi chuyến đi (ví dụ: một chuyến đi trị giá 80.000đ sẽ được hoàn thuế VAT là 6.400đ).
- Thành phố sẽ cho phép đổi xe máy cũ lấy xe điện mới và thu mua xe máy động cơ đốt trong cũ để loại bỏ khỏi lưu thông. Các nhà sản xuất và doanh nghiệp tham gia vào việc tái chế xe máy động cơ đốt trong sẽ được hỗ trợ vay vốn. Các nhà sản xuất và phân phối xe điện sẽ được thành phố hỗ trợ vay vốn ưu đãi (thấp hơn ít nhất 2% so với lãi suất ngân hàng), đổi lại việc giảm giá bán xe cho tài xế.
- TP.HCM ước tính tài xế giao hàng sẽ có thể tiết kiệm khoảng 15% thu nhập (từ việc cắt giảm chi phí nhiên liệu) bằng cách chuyển sang xe điện. Khoản tiền tiết kiệm này có thể giúp họ trả hết khoản vay mua xe điện trong vòng 2-3 năm.
- Thành phố cam kết phát triển cơ sở hạ tầng sạc điện và mạng lưới đổi pin. Việc đổi pin sẽ được chú trọng nhằm giải quyết mối lo ngại chính của tài xế về thời gian sạc khá lâu (4-10 giờ cho phạm vi hoạt động 100-200km). Thành phố sẽ hỗ trợ các công ty cung cấp cơ sở hạ tầng sạc/đổi pin bằng các khoản vay với chi phí thấp (trợ cấp 2% lãi vay).
- Nhằm thúc đẩy giao thông xanh, thành phố cũng có kế hoạch chuyển đổi toàn bộ xe buýt sang xe điện hoặc xe sử dụng năng lượng xanh vào năm 2030. Một đề án kiểm soát khí thải phương tiện giao thông đang được xây dựng, tập trung vào các chính sách ưu đãi và lộ trình chuyển đổi cho taxi, xe công nghệ, xe chở khách và xe được sử dụng bởi các cơ quan và doanh nghiệp công cộng.

UBND TP.HCM đặt mục tiêu đưa ra đề xuất ban đầu vào tháng 6/2025 và hoàn thành kế hoạch tổng thể cuối cùng vào tháng 7/2025, chuẩn bị cho việc chính thức triển khai từ tháng 1/2026 để đạt được tỷ lệ sử dụng xe điện là 80% trong vòng hai năm và 100% trong vòng 3-5 năm.

Chúng tôi kỳ vọng chính sách thúc đẩy của Chính phủ đối với quá trình chuyển đổi xanh sẽ định hình lại đáng kể ngành xe máy Việt Nam. Dẫn đầu là VinFast, Công ty dự kiến sẽ hưởng lợi nhiều nhất nhờ hệ sinh thái xe điện tích hợp theo chiều dọc từ sản xuất đến dịch vụ gọi xe. Các nhà sản xuất xe máy điện hơn cũng đang ở vị thế tốt để tăng trưởng. Công ty trong nước Pega và các thương hiệu Trung Quốc Dibao và Yadea đã thiết lập được chỗ đứng trên thị trường xe điện đang phát triển của Việt Nam.

Ngược lại, các nhà sản xuất xe máy động cơ đốt trong truyền thống đang bắt đầu thích nghi. Honda và Yamaha gần đây đã ra mắt các mẫu xe điện mới để bắt kịp xu hướng chuyển đổi sang xe điện ngày càng rõ nét. Đáng chú ý, Honda Việt Nam đã ra mắt các mẫu xe ICON-e và CUV-e vào tháng 3/2025, trong đó mẫu xe CUV-e nhắm đến phân khúc cho thuê theo tháng, dịch vụ mà chúng tôi cho rằng sẽ phù hợp với nhu cầu của shipper.

Tuy nhiên, HSC cho rằng những đơn vị tham gia thị trường muộn sẽ phải chịu nhiều áp lực cạnh tranh hơn. Sản phẩm của những công ty này thiếu sự đa dạng về thiết kế và tính linh hoạt về giá bán so với các thương hiệu xe điện hiện có như VinFast hoặc Pega. Đối với Honda – liên doanh lớn của VEA, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ sẽ tăng ở mức vừa phải trong các quý tới, sau khi tăng mạnh 24% so với cùng kỳ trong Q1/2025. Tuy nhiên, việc Honda ra mắt các mẫu xe để đa dạng hóa danh mục xe máy điện tại Việt Nam có thể tạo ra sự cạnh tranh và củng cố vị thế là hãng xe máy dẫn đầu thị trường tại đây.

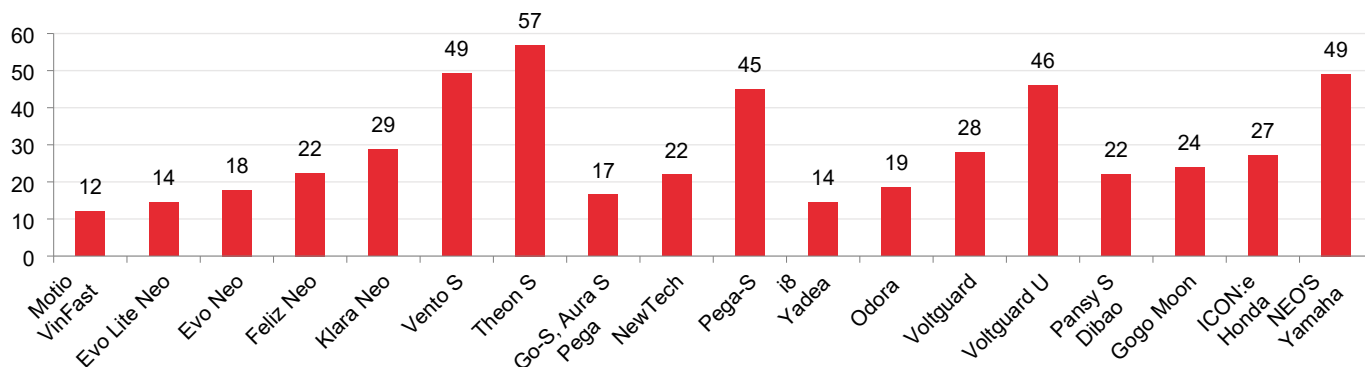
Bảng 3: Tóm tắt kế hoạch của UBND TP.HCM về việc chuyển đổi xe giao hàng từ xe máy sang xe điện

Mục tiêu	Chi tiết
Trợ cấp	Chuyển 400.000 xe xăng giao hàng, gọi xe sang xe máy điện - TP.CHM sẽ hỗ trợ tài chính cho tài xế gồm: hỗ trợ lãi suất vay mua xe 2%; miễn thuế VAT và phí trước bạ khi mua xe lần đầu trong 2 năm đầu tiên triển khai; hoàn thuế VAT cho dịch vụ giao hàng bằng xe điện; trợ cấp lãi suất với các hãng xe ô tô điện khi giảm giá bán xe cho người tiêu dùng. - Thành phố cũng cam kết phát triển cơ sở hạ tầng – trạm sạc và đổi pin cho xe điện.
Thời gian	- Dự kiến triển khai từ ngày tháng 1/2026, phấn đấu đạt tỷ lệ sử dụng xe điện 80% trong 2 năm, hướng đến 100% trong 3-5 năm tới - Dự kiến công bố kế hoạch lộ trình vào tháng 7

Nguồn: local media, HSC

Biểu đồ 4: Giá bán bình quân của các dòng xe máy điện

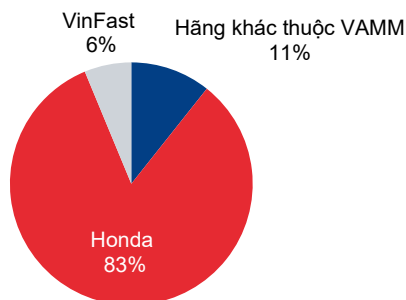
Honda và Yamaha mới tham gia thị trường xe máy điện với 2 dòng sản phẩm là ICON:e và NEO:S



Nguồn: websites các công ty, HSC

Biểu đồ 5: Thị phần theo sản lượng bán xe của các thành viên VAMM và VinFast, Q1/2025

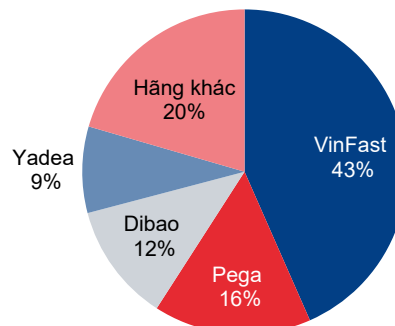
VinFast tăng 473% so với cùng kỳ lên 44.904 xe trong Q1/2025



Nguồn: VAMM, Honda, VinFast, HSC

Biểu đồ 6: Thị phần theo sản lượng bán xe điện, 2022

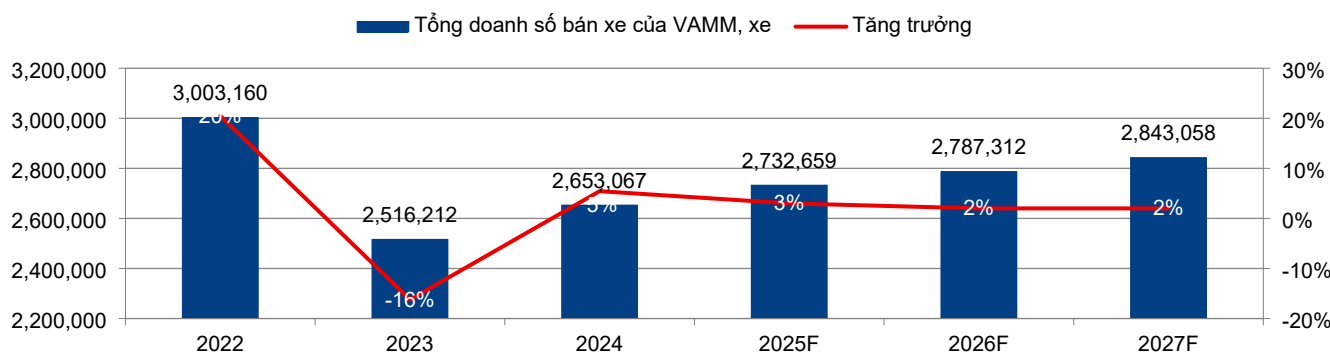
VinFast dẫn đầu ở các phân khúc



Nguồn: International Council on Clean Transportation (ICCT), HSC

Biểu đồ 7: Dự báo doanh số bán xe máy của VAMM, Việt Nam

HSC dự báo doanh số xe Honda và các hãng thành viên thuộc VAMM sẽ tăng trưởng 2-3% trong giai đoạn 2025-27



Nguồn: VAMM, HSC

Sản lượng tiêu thụ ô tô vững chắc trong 4 tháng đầu năm 2025, dẫn đầu là VinFast

Thị trường xe ô tô Việt Nam duy trì đà tăng trưởng tích cực, tăng 47% so với cùng kỳ đạt 163.053 chiếc trong 4 tháng đầu năm 2025. Trong giai đoạn này, VinFast tiếp tục dẫn dắt thị trường với sản lượng tiêu thụ tăng 247% so với cùng kỳ đạt 44.688 chiếc, với các mẫu xe VF3 và VF5 tiếp tục là những sản phẩm bán chạy nhất. Kết quả này đã giúp VinFast chiếm lĩnh 27% thị phần.

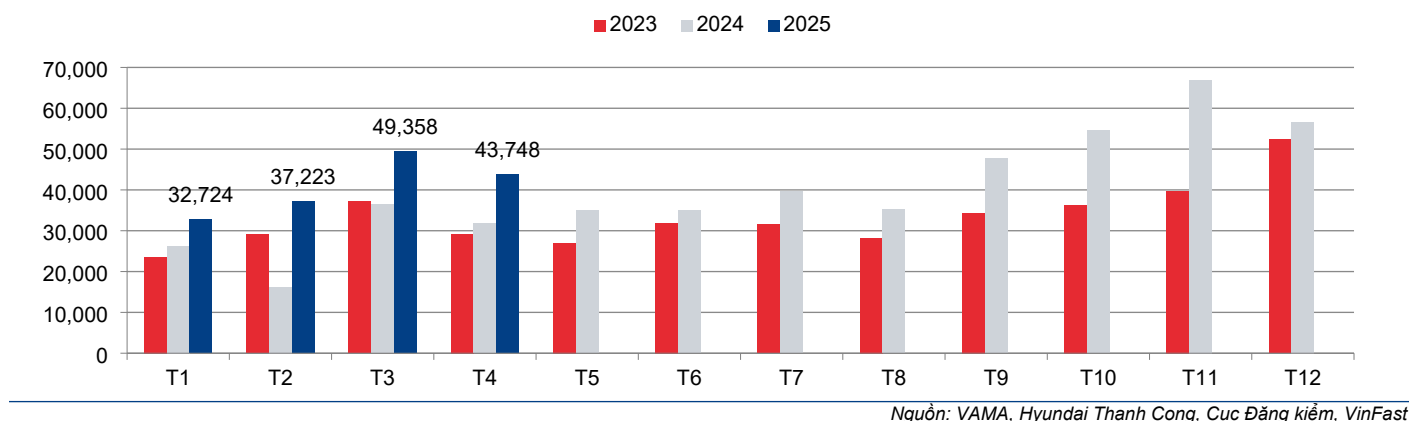
Để đánh giá tốt hơn về sự sôi động của thị trường, sản lượng tiêu thụ của thị trường ô tô (không bao gồm VinFast) đạt 118.358 chiếc, vẫn phản ánh mức tăng trưởng lành mạnh 21% so với cùng kỳ.

Toyota và Hyundai lần lượt xếp thứ hai và thứ ba về thị phần trong 4 tháng đầu năm 2025, đạt lần lượt 17.396 chiếc (tăng 46% so với cùng kỳ) và 15.934 chiếc (tăng 10% so với cùng kỳ). Ford cũng đạt mức tăng trưởng vững chắc 22% so với cùng kỳ với 13.479 chiếc được bán ra. Tổng sản lượng tiêu thụ của các công ty liên doanh thuộc VEA (Toyota, Honda và Ford) đạt 39.101 chiếc, tăng 27% so với cùng kỳ.

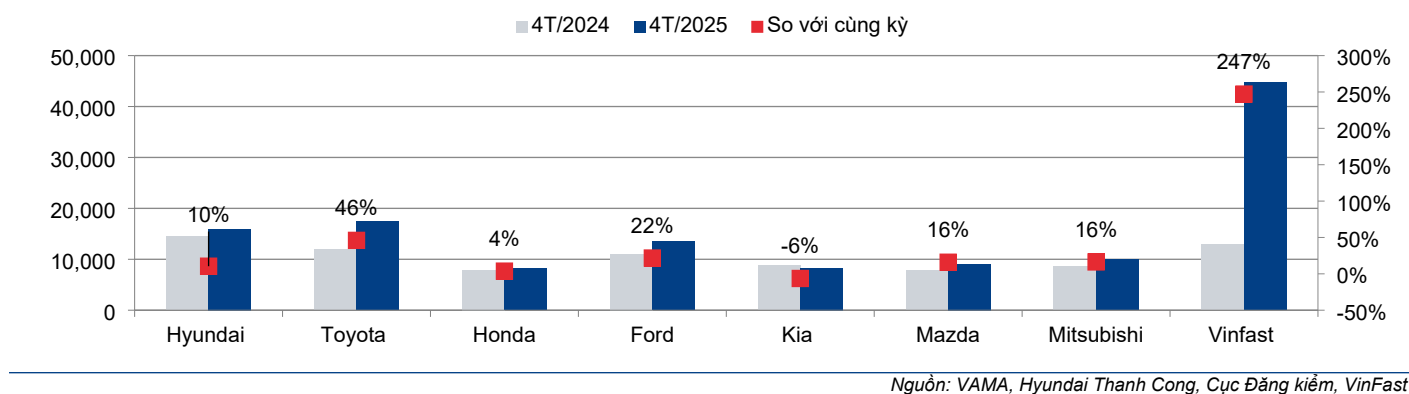
Đối với thị trường xe hai bánh, doanh thu xe máy của Honda trong tháng 4/2025 tăng 7% so với cùng kỳ và tăng 19% so với cùng kỳ trong 4 tháng đầu năm 2025, đạt 767.331 chiếc, hoàn thành 35% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi và nhìn chung sát với kỳ vọng.

Biểu đồ 8: Doanh số xe máy theo tháng (xe), Việt Nam

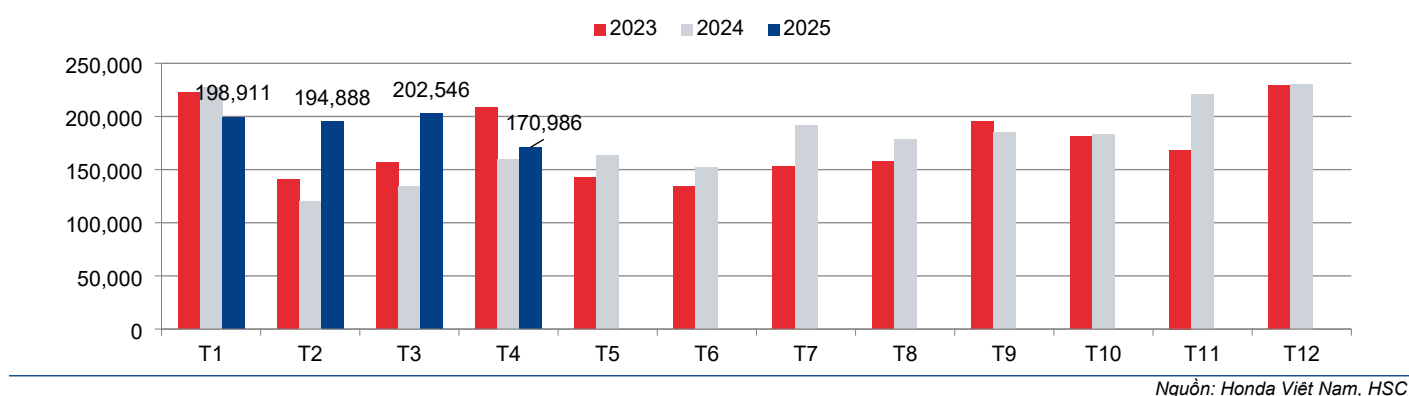
Doanh số bán xe giảm 36% so với cùng kỳ trong T4/2025 nhưng đã tăng mạnh trong 4 tháng đầu năm vẫn được duy trì, dẫn dắt bởi VinFast

**Biểu đồ 9: Doanh số bán ô tô theo hãng hàng đầu trong 4 tháng đầu năm 2025 (xe), Việt Nam**

VinFast đứng vị trí số 1 với doanh số tăng 247% so với cùng kỳ trong 4 tháng đầu năm 2025

**Biểu đồ 10: Doanh số bán xe máy hàng tháng của Honda (xe), Việt Nam**

Trong T4/2025, doanh số bán xe máy Honda tăng 7% so với cùng kỳ

**Sản lượng tiêu thụ năm 2025 dự kiến tăng 15%**

Do sản lượng tiêu thụ trong 4 tháng đầu năm 2025 (163.053 chiếc) cao hơn 10% so với kỳ vọng nhờ sản lượng tiêu thụ của VinFast cao hơn dự báo, HSC tăng 8% dự báo sản lượng tiêu thụ cho cả năm 2025 lên 553.177 chiếc, tăng 15% so với cùng kỳ, so với 510.307 chiếc trước đó (dự báo tăng 6% so với cùng kỳ trong dự báo trước đó).

Chúng tôi dự báo doanh thu trong nước của VinFast đạt 120.000 chiếc (so với dự báo trước đó là 100.000 chiếc), tăng 70% so với cùng kỳ và phù hợp với mục tiêu thấp nhất của Công ty là 120.000-150.000 chiếc. Đối với các công ty khác, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ tăng 5% so với cùng kỳ (so với dự báo trước đó là không đổi so với cùng kỳ).

Định giá và khuyến nghị: VEA là lựa chọn hàng đầu

Ở giai đoạn này, lựa chọn hàng đầu của chúng tôi vẫn là **VEA** vì đây là cổ phiếu có chính sách cổ tức hấp dẫn. Ba công ty liên doanh lớn của VEA (Honda, Toyota và Ford) đang nhanh chóng thích ứng với tốc độ tăng trưởng của xu hướng chuyển đổi sang xe điện tại thị trường Việt Nam. Liên doanh chính của công ty, Honda Việt Nam, duy trì vị thế thống trị trên thị trường xe máy, nắm giữ 80% thị phần, bỏ xa các thương hiệu xe điện mới nổi như VinFast, Yadea và Pega. Mặc dù chúng tôi nhận thấy có rủi ro ngắn hạn đối với sự tăng trưởng của Honda trước sức ép cạnh tranh từ các công ty xe điện vốn được hưởng lợi lớn từ các chính sách hỗ trợ sắp tới, Honda cũng đã vạch ra kế hoạch mở rộng dòng xe máy điện tại Việt Nam, giúp hãng giữ vững vị thế dẫn đầu khi thị trường chuyển sang dùng xe điện.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 3 tháng qua, cho thấy đặc điểm phòng thủ trong bối cảnh thị trường bán tháo, VEA có định giá hấp dẫn và đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,2 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 8,8 lần. Nhờ lợi nhuận ổn định từ các liên doanh, VEA có thể duy trì mức cổ tức hấp dẫn trên 10% mỗi năm. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VEA với giá mục tiêu là 49.500đ; tiềm năng tăng giá 26%.

Đối với **HAX**, chúng tôi nhận thấy câu chuyện kém hấp dẫn hơn do nhu cầu mua xe hạng sang giảm khi người tiêu dùng Việt Nam chi tiêu thận trọng hơn, và HAX cũng phải đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng gay gắt trên hai mặt trận – các công ty truyền thống như Toyota đang giành được thị phần với doanh thu xe hybrid tăng nhanh chóng, khai thác nhu cầu về các lựa chọn tiết kiệm nhiên liệu, trong khi các đối thủ thuần xe điện (VinFast, BYD, Wuling) đang gia nhập thị trường Việt Nam với hoạt động lắp ráp trong nước và các mẫu xe điện giá cả phải chăng. Ở giai đoạn này, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với HAX xuống Nắm giữ (từ Mua vào) với giá mục tiêu 14.800đ (rủi ro giảm giá 1%). Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 1 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần, vẫn cao so với bình quân từ năm 2019 ở mức 10,4 lần.

Mua vào (giữ nguyên)

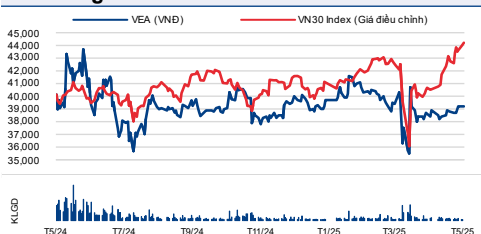
Giá mục tiêu: VNĐ49,500 (từ VNĐ51,900)

Tiềm năng tăng/giảm: 26.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/5/2025)	39,200
Mã Bloomberg	VEA VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	35,500-43,680
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	39,200
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	52,089
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,006
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,329
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	651
Slg CP NN được mua (tr.đv)	630
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	1.58%
Tỷ lệ freefloat	11.5%
Cổ đông lớn	Bộ Công Thương (88.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	2.08	(2.73)	(2.31)
So với chỉ số	(6.46)	(7.87)	(11.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	5,299	5,326	(0.5)
2026F	5,437	5,464	(0.5)
2027F	5,617	5,645	(0.5)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VEAM nắm cổ phần tại các liên doanh hàng đầu về sản xuất ô tô và xe máy tại Việt Nam (Honda, Toyota và Ford) và sản xuất máy nông nghiệp

Chuyên viên phân tích

Mai Đoàn Ngọc Hân

Chuyên viên phân tích cao cấp, Ngành
han.mdn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Giảm nhẹ giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Mua vào trên cơ sở định giá

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VEA mặc dù giảm 5% giá mục tiêu theo phương pháp DDM xuống 49.500đ do tăng giả định WACC (sau khi điều chỉnh tăng phần bù rủi ro vốn CSH 'nội bộ').
- Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 được giữ nguyên, cho thấy lợi nhuận giảm 4% trong năm 2025, sau đó tăng 3% mỗi năm trong năm 2026 và 2027. Dự báo cổ tức bằng tiền mặt của chúng tôi cho thấy lợi suất cổ tức đạt 11% cho KQKD năm 2024 (sẽ được chi trả vào cuối năm nay) và 12% cho giai đoạn 2025-2027.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 3 tháng qua, VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,2 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 8,8 lần – mức định giá thấp theo quan điểm của chúng tôi.

Sự kiện: Giá cổ phiếu vững chắc, tóm tắt KQKD Q1/2025

Trong Q1/2025, lợi nhuận thuần giảm 11% so với cùng kỳ (và giảm 49% so với quý trước) xuống còn 1.259 tỷ đồng. Lợi nhuận đóng góp từ các công ty liên doanh trong quý đạt 1.101 tỷ đồng (giảm 11% so với cùng kỳ và giảm 53% so với quý trước), cùng với lợi nhuận HĐ tài chính (đa phần từ tiền gửi ngân hàng) giảm 18% so với cùng kỳ (và giảm 6% so với quý trước) xuống còn 198 tỷ đồng.

Lợi nhuận từ các công ty liên doanh và lợi nhuận thuần hoàn thành lần lượt 17% và 18% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi và thấp hơn một chút so với kỳ vọng. Tuy nhiên, kỳ vọng sức chi tiêu mua ô tô sẽ cải thiện mạnh trên diện rộng, cùng với việc các liên doanh tích cực ra mắt mẫu xe mới, sẽ tích cực hỗ trợ triển vọng lợi nhuận hơn trong nửa cuối năm 2025.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận hợp nhất cho giai đoạn 2025-2027 – đa phần sát với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần giảm 4% so với cùng kỳ trong năm 2025 xuống 7.077 tỷ đồng, sau đó phục hồi nhẹ với mức tăng trưởng 3% mỗi năm trong năm 2026 và 2027, lần lượt đạt 7.261 tỷ đồng và 7.501 tỷ đồng.

Mặc dù sản lượng tiêu thụ xe máy Honda trong Q1/2025 đạt kết quả tích cực (tăng 24% so với cùng kỳ lên 596.345 chiếc) và cao hơn kỳ vọng, chúng tôi nhận thấy một môi trường cạnh tranh khốc liệt hơn đang nổi lên trong nửa cuối năm 2025, đến từ các chính sách chuyển đổi xe điện ở Hà Nội và TP.HCM. Điều này có thể tạo ra thách thức cho các dòng xe máy động cơ đốt trong chủ lực và có thể làm giảm đà tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của Honda. Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng về mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xe máy của Honda lần lượt ở mức 3%/2%/2% trong giai đoạn 2025-2027.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm chỉ 3% trong 3 tháng qua, cho thấy đặc điểm phòng thủ trong bối cảnh thị trường bán tháo, VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,2 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 8,8 lần. Theo quan điểm của chúng tôi, cổ phiếu có định giá rẻ. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Sau khi giữ nguyên dự báo lợi nhuận nhưng tăng giả định chi phí vốn chủ sở hữu (CoE) (do tăng giả định về phần bù rủi ro vốn CSH), chúng tôi giảm 5% giá mục tiêu xuống 49.500đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 26% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 9,3 lần và 9,1 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	5,649	7,014	6,764	7,029	7,327
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	6,201	7,357	7,077	7,261	7,501
EPS ĐC (đồng)	4,659	5,509	5,299	5,437	5,617
DPS (đồng)	5,035	4,656	5,117	4,968	5,149
BVPS (đồng)	19,363	19,746	20,436	20,805	21,503
EV/EBITDA ĐC (lần)	20.1	16.2	16.7	16.1	15.4
P/E ĐC (lần)	8.41	7.12	7.40	7.21	6.98
Lợi suất cổ tức (%)	12.8	11.9	13.1	12.7	13.1
P/B (lần)	2.02	1.99	1.92	1.88	1.82
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(18.4)	18.2	(3.80)	2.60	3.30
ROAE (%)	24.3	28.3	26.5	26.5	26.7

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Định giá thấp, lợi suất cổ tức cao; Mua vào

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với VEA mặc dù giảm 5% giá mục tiêu theo phương pháp DDM xuống 49.500đ do tăng giá định chi phí vốn CSH (sau khi điều chỉnh tăng phần bù rủi ro vốn CSH 'nội bộ'). Cho giai đoạn 2025-2027, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần ở mức 7,1-7,5 nghìn tỷ đồng mỗi năm. Lợi suất cổ tức khi đó vẫn ở mức 11% cho KQKD năm 2024 (sẽ được chi trả vào cuối năm nay) và khoảng 12% trong giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại mang đến một điểm mua vào hấp dẫn, vì VEA hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,2 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 8,8 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 26%.

Giữ nguyên dự báo

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận hợp nhất cho giai đoạn 2025-2027, cho thấy lợi nhuận thuần giảm 4% so với cùng kỳ trong năm 2025 xuống 7.077 tỷ đồng, sau đó phục hồi nhẹ với mức tăng trưởng 3% mỗi năm trong năm 2026 và 2027, lần lượt đạt 7.261 tỷ đồng và 7.501 tỷ đồng.

Lợi nhuận thuần dự kiến sụt giảm trong năm 2025 chủ yếu là do lợi nhuận của Honda giảm nhẹ, sau khi ghi nhận KQKD cao kỷ lục trong năm 2024. Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận mảng ô tô của Honda sẽ thu hẹp trong năm 2025 do áp lực tồn kho từ số lượng xe được sản xuất trong năm 2024. Ngoài ra, sản lượng tiêu thụ ô tô dự kiến sẽ đi ngang so với cùng kỳ, vì không có chính sách hỗ trợ nào trong năm nay – không giống như chính sách miễn 50% phí trước bạ đối với xe ô tô lắp ráp trong nước có hiệu lực từ tháng 9/2024 đến tháng 11/2024. Trong Q1/2025, sản lượng xe ô tô của hãng giảm 1% so với cùng kỳ và giảm 43% so với quý trước xuống 6.084 chiếc – sát với dự báo của chúng tôi. HSC lưu ý rằng các dòng xe của Honda khá giống với Toyota. Tuy nhiên, Toyota không phải đối mặt với áp lực tồn kho, điều này có thể khiến Honda tung ra các chương trình khuyến mãi/giảm giá tốt hơn để giải phóng hàng tồn kho vốn đã lỗi thời.

Mặc dù sản lượng tiêu thụ xe máy Honda trong Q1/2025 đạt kết quả tích cực (tăng 24% so với cùng kỳ lên 596.345 chiếc) và cao hơn kỳ vọng, chúng tôi nhận thấy một môi trường cạnh tranh khốc liệt hơn đang nổi lên trong nửa cuối năm 2025, đến từ các chính sách chuyển đổi xe điện ở Hà Nội và TP.HCM. Điều này có thể tạo ra thách thức cho các dòng xe máy động cơ đốt trong chủ lực và có thể làm giảm đà tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của Honda. Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng về mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xe máy của Honda lần lượt ở mức 3%/2%/2% trong giai đoạn 2025-2027.

Bảng 11: Dự báo lợi nhuận hợp nhất, VEA

HSC duy trì dự báo lợi nhuận hợp nhất giai đoạn 2025-2026, trong đó giảm 4% trong năm 2025 sau đó tăng trưởng bình quân 3% trong giai đoạn 2026-2027

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Tăng trưởng		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận từ liên doanh	6,583	6,867	7,184	-2.2%	4.3%	4.6%
Lãi từ HĐ tài chính	829	760	717	-2.6%	-8.3%	-5.7%
Lợi nhuận thuần	7,077	7,261	7,501	-3.8%	2.6%	3.3%

Nguồn: HSC

Bảng 12: Dự báo doanh số bán hàng của các công ty liên doanh, VEA

Duy trì dự báo doanh số bán hàng của liên doanh VEA trong giai đoạn 2025-2027

Xe	2024	Dự báo			Tăng trưởng		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Xe máy Honda	2,147,025	2,211,436	2,255,664	2,300,778	3.0%	2.0%	2.0%
Ô tô	138,143	143,636	155,127	165,508	4.0%	8.0%	6.7%
Toyota	67,691	71,076	76,762	82,135	5.0%	8.0%	7.0%
Honda	28,277	28,277	30,539	32,677	0.0%	8.0%	7.0%
Ford	42,175	44,284	47,826	50,696	5.0%	8.0%	6.0%

Nguồn: HSC

Giảm 5% giá mục tiêu xuống 49.500đ; duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DDM để định giá VEA nhờ có cổ tức bằng tiền mặt ổn định. Sau khi giữ nguyên dự báo lợi nhuận nhưng tăng giả định chi phí vốn CSH (do áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH 'nội bộ' mới/cao hơn), chúng tôi giảm 5% giá mục tiêu xuống 49.500đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 26% ở giá thị giá hiện tại. VEA đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 9,3 lần và 9,1 lần.

- Các giả định định giá cơ bản bao gồm:
- Lãi suất phi rủi ro không đổi ở mức 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (so với 8,5% trước đó), được điều chỉnh giảm để phù hợp với những điều chỉnh đối với tiêu chuẩn nội bộ trong thời gian gần đây và hệ số beta 1 lần (không đổi). Khi đó, chi phí vốn CSH ở mức 12,8% (so với 11,5% trước đó).
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn không đổi ở mức 1%.
- Chúng tôi chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025.

Bảng 13: Chi phí vốn CSH, VEA

Chi phí vốn CSH được giả định là 12,8%

	Dự báo mới	Dự báo cũ
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%	7.5%
Beta	1.0	1.0
Chi phí vốn CSH	12.8%	11.5%

Nguồn: HSC

Bảng 14: Định giá DDM, VEA

Giá mục tiêu dựa theo tính toán của chúng tôi là 49.500đ

Thời điểm chiết khấu	Năm	Cổ tức (đồng/CP)	Giá trị dài hạn (đồng)	Giá trị hiện tại (đồng)
0	2025	4,656		4,656
0.5	2026	5,117		4,819
1.5	2027	4,968		4,149
2.5	2028	5,149	44,257	36,600
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		1.0%		
Chi phí vốn CSH		12.8%		
Giá trị nội tại				50,225
Khấu trừ				-753
Giá mục tiêu				49,500

Nguồn: HSC

Bảng 15: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, VEA

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1%

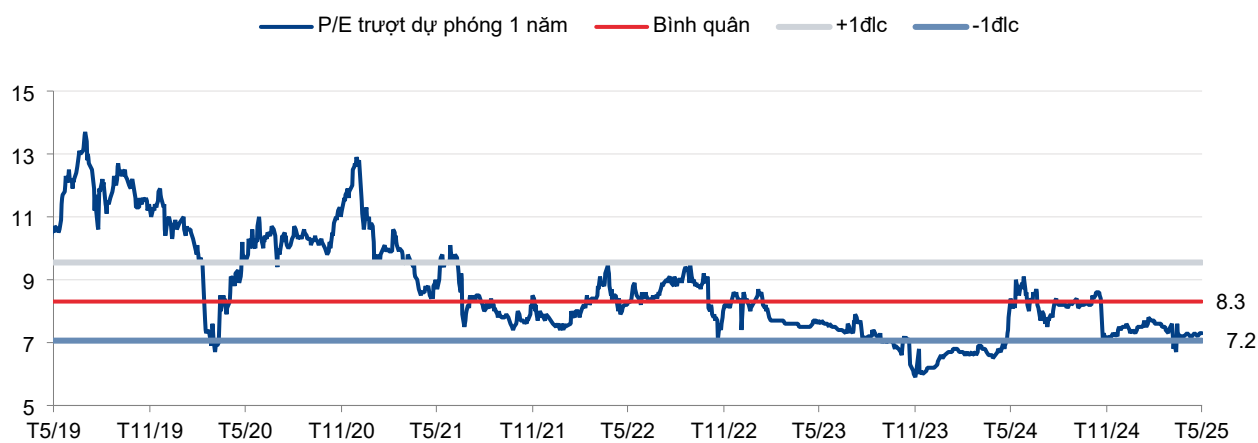
Đồng	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro					
		0.0%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	0.0%	50,000	48,300	46,600	45,100	43,700	
	0.5%	51,700	49,800	48,000	46,300	44,800	
	1.0%	53,500	51,400	49,500	47,700	46,100	
	1.5%	55,500	53,200	51,100	49,200	47,400	
	2.0%	57,700	55,100	52,900	50,800	48,900	

Nguồn: HSC

Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 3 tháng qua, VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,2 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 8,8 lần. Cổ phiếu có định giá thấp, theo quan điểm của chúng tôi.

Bảng 16: P/E trượt dự phóng 1 năm, VEA

VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,2 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 8,8 lần.



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	3,806	4,119	4,201	4,327	4,457
Lợi nhuận gộp	448	619	504	498	490
Chi phí BH&QL	(697)	(580)	(588)	(606)	(624)
Thu nhập khác	5,640	6,730	6,583	6,867	7,184
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	5,391	6,769	6,499	6,759	7,051
Lãi vay thuần	1,150	851	829	760	717
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(23.8)	(4.11)	0	0	0
LNTT	6,517	7,615	7,328	7,519	7,767
Chi phí thuế TNDN	(252)	(193)	(189)	(194)	(200)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(64.1)	(65.0)	(62.5)	(64.2)	(66.3)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	6,201	7,357	7,077	7,261	7,501
Lợi nhuận thuần ĐC	6,191	7,320	7,042	7,225	7,464
EBITDA ĐC	5,649	7,014	6,764	7,029	7,327
EPS (đồng)	4,667	5,536	5,326	5,464	5,645
EPS ĐC (đồng)	4,659	5,509	5,299	5,437	5,617
DPS (đồng)	5,035	4,656	5,117	4,968	5,149
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,329	1,329	1,329	1,329	1,329
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,329	1,329	1,329	1,329	1,329
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,329	1,329	1,329	1,329	1,329

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	358	379	817	867	1,339
Đầu tư ngắn hạn	12,888	13,130	12,603	12,982	13,371
Phải thu khách hàng	4,466	3,854	4,929	5,077	5,229
Hàng tồn kho	1,284	1,247	1,413	1,464	1,516
Các tài sản ngắn hạn khác	154	130	170	175	180
Tổng tài sản ngắn hạn	19,150	18,740	19,933	20,564	21,635
TSCĐ hữu hình	1,519	1,347	1,194	1,038	879
TSCĐ vô hình	71.9	76.4	87.0	98.5	111
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	564	599	504	519	535
Đầu tư vào Cty LD,LK	5,720	6,705	6,704	6,704	6,704
Tài sản dài hạn khác	112	95.5	101	106	111
Tổng tài sản dài hạn	7,987	8,822	8,590	8,466	8,340
Tổng cộng tài sản	27,136	27,562	28,523	29,030	29,976
Nợ ngắn hạn	143	127	157	163	169
Phải trả người bán	334	355	369	380	392
Nợ ngắn hạn khác	692	699	699	699	699
Tổng nợ ngắn hạn	1,350	1,272	1,317	1,334	1,351
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	43.6	40.9	40.9	40.9	40.9
Nợ dài hạn khác	13.6	10.4	10.4	10.4	10.4
Tổng nợ dài hạn	57.2	51.3	51.3	51.3	51.3
Tổng nợ phải trả	1,407	1,324	1,368	1,385	1,402
Vốn chủ sở hữu	25,729	26,238	27,155	27,645	28,574
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	25,729	26,238	27,155	27,645	28,574
Tổng nợ phải trả và VCSH	27,136	27,562	28,523	29,030	29,976
BVPS (đ)	19,363	19,746	20,436	20,805	21,503
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(216)	(252)	(660)	(704)	(1,170)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	5,391	6,769	6,499	6,759	7,051
Khấu hao	(258)	(246)	(265)	(270)	(276)
Lãi vay thuần	1,150	851	829	760	717
Thuế TNDN đã nộp	(183)	(278)	(189)	(194)	(200)
Thay đổi vốn lưu động	168	(66.6)	(742)	(571)	(588)
Khác	(138)	(146)	0	0	0
LCT thuần từ HKKD	31.4	(187)	43.8	121	32.7
Đầu tư TS dài hạn	-	-	-	-	-
Góp vốn & đầu tư	(102)	(84.0)	(127)	(130)	(134)
Thanh lý	0	0.26	0	0	0
Khác	6,602	7,043	6,679	6,852	7,169
LCT thuần từ HĐĐT	6,500	6,959	6,552	6,722	7,035
Cổ tức trả cho CSH	(5,600)	(6,738)	(6,187)	(6,799)	(6,601)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(871)	(15.7)	30.1	5.64	5.83
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(6,471)	(6,753)	(6,157)	(6,794)	(6,595)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	297	358	379	817	867
LCT thuần trong kỳ	60.6	19.1	439	49.3	472
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.36	1.33	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	358	379	817	867	1,339
Dòng tiền tự do	31.4	(187)	43.8	121	32.7

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	11.8	15.0	12.0	11.5	11.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	148	170	161	162	164
Tỷ suất LNT (%)	163	179	168	168	168
Thuế TNDN hiện hành (%)	3.87	2.54	2.57	2.57	2.57
Tăng trưởng doanh thu (%)	(19.8)	8.21	2.00	3.00	3.00
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(22.1)	24.2	(3.56)	3.92	4.23
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(18.4)	18.2	(3.80)	2.60	3.30
Tăng trưởng EPS (%)	(18.4)	18.6	(3.80)	2.60	3.30
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(18.4)	18.2	(3.80)	2.60	3.30
Tăng trưởng DPS (%)	20.3	(7.53)	9.89	(2.91)	3.64
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	108	84.1	96.1	90.9	91.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	24.3	28.3	26.5	26.5	26.7
ROACE (%)	21.1	26.0	24.3	24.6	25.0
Vòng quay tài sản (lần)	0.14	0.15	0.15	0.15	0.15
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.01	(0.03)	0.01	0.02	0.00
Số ngày tồn kho	140	130	140	140	140
Số ngày phải thu	485	402	487	484	481
Số ngày phải trả	36.3	37.0	36.4	36.2	36.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(0.77)	(0.89)	(2.37)	(2.48)	(4.04)
Nợ/tài sản (%)	0.59	0.52	0.61	0.62	0.62
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.03	0.02	0.03	0.03	0.03
Chỉ số TT hiện thời (lần)	14.2	14.7	15.1	15.4	16.0
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	29.9	27.6	26.9	26.2	25.3
EV/EBITDA ĐC (lần)	20.1	16.2	16.7	16.1	15.4
P/E (lần)	8.40	7.08	7.36	7.17	6.94
P/E ĐC (lần)	8.41	7.12	7.40	7.21	6.98
P/B (lần)	2.02	1.99	1.92	1.88	1.82
Lợi suất cổ tức (%)	12.8	11.9	13.1	12.7	13.1

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Năm giữ (từ Mua vào)

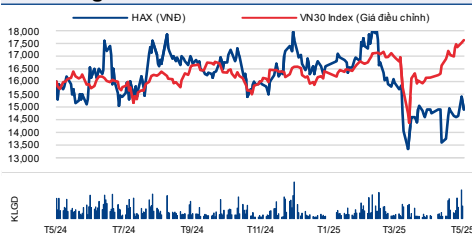
Giá mục tiêu: VNĐ14,800 (từ VNĐ19,800)

Tiềm năng tăng/giảm: -0.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/5/2025) **14,900**

Mã Bloomberg	HAX VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,350-18,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,233
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	1,601
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	61.6
Slg CP lưu hành (tr.đv)	107
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	53.7
Slg CP NN được mua (tr.đv)	29.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	22.2%
Tỷ lệ freefloat	56.7%
Cổ đông lớn	Đền Dừng và gia đình (33.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	0	(14.4)	(6.88)
So với chỉ số	(8.37)	(18.9)	(15.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,329	1,433	(7.3)
2026F	1,606	1,654	(2.9)
2027F	1,818	1,882	(3.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

HAX là nhà phân phối của Mercedes-Benz Việt Nam (MBV) và gần đây đã mở rộng phân phối cho một số thương hiệu khác như Nissan và MG.

Chuyên viên phân tích**Mai Đoàn Ngọc Hân**

Chuyên viên phân tích cao cấp, Ngành
han.mdn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Hạ khuyến nghị xuống Năm giữ do triển vọng thận trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với HAX xuống Năm giữ (từ Mua vào) và giảm 25% giá mục tiêu xuống 14.800đ (rủi ro giảm giá 1%), phản ánh quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi về đà tăng trưởng của Mercedes và triển vọng lợi nhuận của mảng kinh doanh xe MG – phù hợp với quan điểm của BLĐ HAX.
- Chúng tôi giảm bình quân 19% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 sau khi giảm dự báo lợi nhuận của cả hai mảng kinh doanh xe Mercedes và MG. Dự báo mới của chúng tôi – thấp hơn 3-7% so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt là 14%/21%/13% trong năm 2025/2026/2027.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 3 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần, sát với bình quân từ năm 2019 ở mức 10,4 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q1/2025

Lợi nhuận thuần Q1/2025 của HAX đạt 5 tỷ đồng (giảm 77% so với cùng kỳ) trên doanh thu thuần 959 tỷ đồng (giảm 8% so với cùng kỳ). Chi phí bán hàng & quản lý tăng 44% so với cùng kỳ trong Q1/2025, chủ yếu do việc mở rộng showroom MG. Lợi nhuận Q1/2025 chỉ đạt 3% dự báo cho cả năm 2025 – cho thấy dự báo của chúng tôi quá cao.

Doanh thu của mảng phân phối xe Mercedes và MG diễn biến hoàn toàn trái chiều. Mảng phân phối xe Mercedes (do công ty mẹ điều hành) ghi nhận doanh thu giảm 28% so với cùng kỳ do sản lượng tiêu thụ giảm 30% so với cùng kỳ trong quý. Trong khi đó, mảng phân phối xe MG (được điều hành bởi PTM, công ty con do HAX sở hữu 51,6% cổ phần – chưa niêm yết) là động lực tăng trưởng doanh thu chính với doanh thu tăng 27% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 30% so với cùng kỳ khi Công ty mở thêm showroom mới. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận giảm do chi phí khuyến mãi và chi phí mở cửa hàng mới.

Tác động: Giảm bình quân 19% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC giảm bình quân 19% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 sau khi giảm dự báo lợi nhuận của cả hai mảng kinh doanh xe Mercedes và MG. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt là 14%/21%/13% trong các năm 2025/2026/2027. Dự báo mới – thấp hơn một chút so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR3 năm ở mức 16%. Chúng tôi lưu ý rằng dự báo của chúng tôi chưa phản ánh khoản lợi nhuận không thường xuyên từ hoạt động đầu tư BDS.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 3 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần, sát với bình quân từ năm 2019 ở mức 10,4 lần. HSC tăng 25% giá mục tiêu đối với HAX lên 14.800đ, cho thấy rủi ro giảm giá 1% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 11 lần và 9,1 lần. Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP để định giá HAX. Chúng tôi điều chỉnh giảm 27% định giá theo phương pháp DCF cho mảng phân phối xe cốt lõi (89% tổng định giá của HAX) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận. Trong khi đó, tiềm năng lãi vốn từ bán đất (11% tổng định giá của HAX) có thể là động lực tăng trưởng chính cho HAX nếu Công ty có thể bán lô đất với giá cao hơn mức giá mục tiêu của chúng tôi đưa ra 120 triệu đồng/m2.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	108	337	365 ▼	442 ▼	501 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	34.6	125	143 ▼	173 ▼	195 ▼
EPS ĐC (đồng)	370	1,163	1,329 ▼	1,606 ▼	1,818 ▼
DPS (đồng)	300	1,000	1,200	1,500	1,800
BVPS (đồng)	12,459	13,875	14,004	14,110	14,128 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	18.2	5.96	5.74	5.28	4.99
P/E ĐC (lần)	40.2	12.8	11.2	9.28	8.19
Lợi suất cổ tức (%)	2.01	6.71	8.05	10.1	12.1
P/B (lần)	1.20	1.07	1.06	1.06	1.05
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(85.6)	214	14.2	20.9	13.2
ROAE (%)	3.40	10.8	11.8	14.1	15.9

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Giảm giá mục tiêu do mảng phân phối xe Mercedes có triển vọng mờ nhạt

HSC hạ khuyến nghị đối với HAX xuống Nắm giữ (từ Mua vào) và giảm 25% giá mục tiêu xuống 14.800đ (rủi ro giảm giá 1%), cho thấy mức điều chỉnh giảm bình quân 19% trong giai đoạn 2025-2027. Hiện chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt là 14%/21%/13% trong năm 2025/2026/2027, chủ yếu do doanh thu xe Mercedes giảm. Với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 10,7 lần, định giá của HAX có vẻ sát với mức bình quân từ năm 2019 ở mức 10,4 lần.

KQKD Q1/2025 thấp hơn kỳ vọng

Lợi nhuận thuần Q1/2025 giảm mạnh 11% so với cùng kỳ xuống 5 tỷ đồng trên doanh thu thuần 959 tỷ đồng (giảm 8% so với cùng kỳ). Lợi nhuận giảm chủ yếu do tỷ suất lợi nhuận thu hẹp xuống 0,5% (so với 2,1% trong Q1/2024), trong khi chi phí bán hàng & quản lý tăng 44% so với cùng kỳ, do đẩy mạnh tiến độ mở rộng hệ thống showroom MG. Lợi nhuận thuần Q1/2025 chỉ hoàn thành 3% dự báo cho cả năm 2025 – cho thấy dự báo của chúng tôi quá cao.

Bảng 17: KQKD Q1/2025, HAX

Lợi nhuận ròng quý 1/25 giảm 77% so với cùng kỳ và 85% so với quý trước xuống còn 5 tỷ đồng

Tỷ đồng	Q1/24	Q4/24	Q1/25	Tăng trưởng	So với quý trước	Dự báo 2025 – HSC	% hoàn thành dự báo
Doanh thu thuần	1,038	1,817	959	-7.6%	-47.3%	8,064	11.9%
Lợi nhuận gộp	95	146	94	-1.9%	-35.9%	648	14.4%
LNTT	41	76	23	-44.5%	-70.0%	325	7.0%
LNST	32	60	17	-48.0%	-72.3%	260	6.3%
Lợi nhuận thuần	22	34	5	-76.9%	-84.7%	171	3.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9.2%	8.0%	9.8%				
Tỷ suất LNTT	3.9%	4.2%	2.4%				
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.1%	1.9%	0.5%				

Nguồn: HAX, HSC

Bảng 18: KQKD của công ty mẹ, HAX

Trong Q1/2025, công ty mẹ (vận hành mảng kinh doanh Mercedes) có lợi nhuận thuần tăng 44% so với cùng kỳ và 50% so với quý trước lên 18 tỷ đồng

Tỷ đồng	Q1/24	Q4/24	Q1/25	Tăng trưởng	So với quý trước
Doanh thu thuần	652	922	467	-28.3%	-49.4%
Lợi nhuận gộp	39	33	32	-16.9%	-3.1%
Chi phí BH&QL	-34	-29	-29	-14.0%	-1.5%
EBIT	5	4	3	-36.0%	-15.5%
Lợi nhuận HĐ tài chính	4	-4	12	233.9%	-375.9%
Thu nhập khác	7	15	3	-61.2%	-83.3%
LNTT	15	15	18	17.3%	21.7%
LNST	12	12	18	43.9%	50.3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	6.0%	3.6%	6.9%		
Tỷ suất EBIT	0.8%	0.4%	0.7%		
Tỷ suất LNTT	2.4%	1.6%	3.9%		

Nguồn: HAX, HSC

Trong Q1/2025, **mảng phân phối xe Mercedes** (do công ty mẹ điều hành) đạt doanh thu thuần 467 tỷ đồng (giảm 28% so với cùng kỳ và giảm 49% so với quý trước). Chúng tôi cho rằng doanh thu xe Mercedes giảm 30% so với cùng kỳ do sức chi tiêu cho hàng tiêu dùng không thiết yếu có vẻ thận trọng hơn trong bối cảnh tranh gay gắt trong lĩnh vực ô tô, trong khi doanh thu toàn quốc của Mercedes giảm 18% so với cùng kỳ trong Q1/2025. Theo đó, EBIT giảm 36% so với cùng kỳ (và giảm 16% so với quý trước), trong khi tỷ suất lợi nhuận giảm 10 điểm cơ bản xuống 0,7% trong Q1/2025 (mặc dù tăng 30 điểm cơ bản so với 0,4% trong Q4/2024). Tuy nhiên, lợi nhuận HĐ tài chính tăng vọt 234% nhờ cổ tức/lợi nhuận chia sẻ từ các công ty con, dẫn đến LNST tăng 44% so với cùng kỳ và tăng 50% so với quý trước đạt 18 tỷ đồng. HAX đóng góp khoảng 38% sản lượng tiêu thụ xe Mercedes tại Việt Nam.

Màng phân phối xe MG (được điều hành bởi PTM, công ty con do HAX sở hữu 51,6% cổ phần) ghi nhận doanh thu tăng 27% so với cùng kỳ trong Q1/2025 nhưng chứng kiến khoản lỗ thuần 1 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ xe MG tăng 30% so với cùng kỳ và dẫn dắt tăng trưởng doanh thu. Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh được ghi nhận từ nửa cuối năm 2023, kể từ khi công ty mẹ của MG, hãng xe SAIC của Trung Quốc, tiếp quản hoạt động phân phối MG tại Việt Nam từ nhà phân phối độc quyền trước đây là Tanchong của Malaysia vào tháng 7/2023. MG đã nhanh chóng giành được thị phần nhờ các sản phẩm có giá bán cạnh tranh và dịch vụ hậu mãi tốt ở các phân khúc sản phẩm của mình.

Bảng 19: KQKD công ty con, HAX

Trong Q1/2025, các công ty con (chủ yếu kinh doanh MG) có LNST giảm 1 tỷ đồng

Công ty con	Q1/24	Q4/24	Q1/25	Tăng trưởng	So với quý trước
Doanh thu thuần	386	895	492	27.4%	-45.1%
Lợi nhuận gộp	57	113	61	8.4%	-45.6%
Chi phí BH&QL	-25	-69	-55	122.4%	-20.1%
EBIT	32	43	6	-81.4%	-86.5%
Lợi nhuận HĐ tài chính	-9	-3	-18	105.6%	474.4%
Thu nhập khác	2	21	16	568.9%	-20.1%
LNTT	25	61	5	-82.0%	-92.5%
LNST	19	48	-1	-106.8%	-102.8%
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>14.6%</i>	<i>12.6%</i>	<i>12.5%</i>		
<i>Tỷ suất EBIT</i>	<i>8.2%</i>	<i>4.9%</i>	<i>1.2%</i>		
<i>Tỷ suất LNTT</i>	<i>6.6%</i>	<i>6.8%</i>	<i>0.9%</i>		

Nguồn: HAX, HSC

Trong khi đó, do các chương trình khuyến mãi/giảm giá phục vụ cho hoạt động mở thêm showroom mới và việc cắt giảm hỗ trợ tài chính từ công ty mẹ SAIC, chi phí bán hàng & quản lý của MG đã tăng gấp đôi so với cùng kỳ, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận giảm 7 điểm phần trăm so với cùng kỳ xuống 1,2% trong Q1/2025 (và giảm 3,7 điểm phần trăm so với mức 4,9% trong Q4/2024). Trong Q1/2025, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ xe MG trên toàn quốc tăng 13% so với cùng kỳ đạt 2.442 chiếc (so với mức tăng 51% so với cùng kỳ của thị trường). Đáng lưu ý, PTM hiện là đơn vị phân phối xe MG lớn nhất tại thị trường Việt Nam với khoảng 41% thị phần.

Đến cuối Q1/2025, PTM có 17 showroom MG trên toàn quốc (tăng mạnh từ 5 showroom vào cuối năm 2024). Công ty sẽ tiếp tục mở rộng hệ thống của hàng trong năm 2025 lên 20 showroom, trong đó 12 showroom sẽ đáp ứng tiêu chuẩn cao cấp toàn cầu của MG.

Giảm dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027

HSC giảm bình quân 19% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 sau khi giảm dự báo lợi nhuận của cả hai mảng kinh doanh xe Mercedes và MG. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt là 14%/21%/13% trong các năm 2025/2026/2027.

Màng phân phối xe Mercedes: Với bối cảnh cạnh tranh và phân mảnh ngày càng tăng đối với phân khúc ô tô hạng sang, cùng với tâm lý thận trọng của người tiêu dùng, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ xe Mercedes của HAX sẽ đạt mức tăng trưởng khiêm tốn 5% so với cùng kỳ trong năm 2025 đạt 1.221 chiếc (sau khi điều chỉnh giảm từ mức tăng trưởng 30% so với cùng kỳ xuống 1.300 chiếc trong báo cáo trước đó). Chúng tôi vẫn kỳ vọng sản lượng tiêu thụ sẽ phục hồi mạnh hơn trong năm 2026 và 2027, với mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ là 20%/15% đạt lần lượt 1.465/1.685 chiếc. Điều này phù hợp với kỳ vọng của BLĐ đề cập tại ĐHCĐ năm 2025. Tại đại hội, BLĐ đặt mục tiêu tăng trưởng mờ nhạt cho Mercedes do không có mẫu xe mới nào được ra mắt trong nửa đầu năm 2025, trong khi xe MG dự kiến sẽ là động lực chính cho kế hoạch mở rộng sản lượng tiêu thụ.

Bảng 20: Dự báo cũ và dự báo mới, HAX

Hạ dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 lần lượt 5% và 10%, do hạ ước tính lợi nhuận mảng phân phối xe Mercedes

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	5,513	8,064	10,200	11,998	7,394	9,193	10,588	-8.3%	-9.9%	-11.8%
Mercedes	2,680	4,064	5,075	6,085	3,394	4,068	4,675	-16.5%	-19.8%	-23.2%
MG	2,834	4,000	5,125	5,913	4,000	5,125	5,913	0.0%	0.0%	0.0%
LNST	204	260	324	378	230	282	321	-11.6%	-13.1%	-15.0%
Mercedes	61	76	94	112	50	56	61	-34.4%	-40.3%	-45.5%
MG	143	184	231	266	180	226	260	-2.2%	-2.4%	-2.2%
Lợi nhuận thuần	125	171	213	250	143	173	195	-16.5%	-19.0%	-21.9%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần	38.5%	46.3%	26.5%	17.6%	34.1%	24.3%	15.2%			
Mercedes	-11.6%	51.7%	24.9%	19.9%	26.7%	19.9%	14.9%			
MG	198.2%	41.2%	28.1%	15.4%	41.2%	28.1%	15.4%			
LNST	449.4%	27.7%	24.6%	16.7%	12.9%	22.6%	14.1%			
Mercedes	84.4%	25.0%	23.7%	19.1%	-18.0%	12.7%	8.8%			
MG	3386.5%	28.9%	25.5%	15.2%	26.1%	25.3%	15.4%			
Lợi nhuận thuần	261.3%	36.8%	24.6%	17.4%	14.2%	20.9%	13.2%			

Nguồn: HSC

Mảng phân phối xe MG: MG đặt mục tiêu bán 20.000 chiếc trong năm 2025 (tăng 53% so với cùng kỳ), được hỗ trợ từ việc ra mắt mẫu xe SUV 7 chỗ ngồi có giá cạnh tranh, nhắm trực tiếp vào xe Mitsubishi Xpander (sản lượng tiêu thụ của Xpander năm 2024: 19.498 chiếc). Công ty kỳ vọng xe mẫu mới này sẽ đóng góp 7.000 chiếc vào sản lượng tiêu thụ chung của xe MG. PTM vẫn là đại lý lớn nhất của MG tại Việt Nam, chiếm khoảng 40% tổng sản lượng tiêu thụ của MG Việt Nam. Đến cuối năm 2025, PTM đặt mục tiêu có tổng cộng 20 showroom MG. Do đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo sản lượng tiêu thụ xe MG của HAX sẽ tăng lần lượt 75%/28%/15% so với cùng kỳ đạt 8.000/10.250/11.825 chiếc trong năm 2025/2026/2027.

Về lợi nhuận, HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận thuần của MG sẽ giảm xuống 4,5% trong năm 2025 (so với 6,9% trong năm 2024), do công ty mẹ SAIC Motor Corp. giảm hỗ trợ từ trong việc phát triển hoạt động của MG tại Việt Nam. Áp lực tỷ suất lợi nhuận này sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận trong ngắn hạn, bất chấp doanh thu thuần tăng mạnh.

Chúng tôi lưu ý rằng HAX có kế hoạch tiến hành IPO PTM trong thời gian tới, với tiến độ rõ ràng và dự kiến vào cuối năm 2025 hoặc đầu năm 2026. Lưu ý, HAX đang sở hữu 51,62% cổ phần tại PTM, giảm từ mức 98,3% trong Q1/2024 sau khi Công ty phát hành riêng lẻ. Chủ tịch HĐQT giải thích rằng HAX giảm tỷ lệ sở hữu tại PTM để thỏa mãn quy định của ngành về việc không cho phép một nhà đầu tư sở hữu nhiều thương hiệu xe mà không có sự phân chia rõ ràng (HAX đã nhận được phản hồi này từ MG và Mercedes-Benz). Do đó, HAX phải tìm giải pháp vừa tạo điều kiện cho Công ty phát triển vừa duy trì quyền kiểm soát, đồng thời phải có tính hiệu quả và có lợi cho cổ đông.

Giảm giá mục tiêu xuống 14.800đ; hạ khuyến nghị xuống Năm giữ do triển vọng kém khả quan

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 25% giá mục tiêu xuống 14.800đ, cho thấy rủi ro giảm giá 1% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 11 lần và 9,1 lần. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với HAX xuống Năm giữ (từ Mua vào) nhằm phản ánh quan điểm thận trọng hơn đối với đà tăng trưởng của mảng phân phối xe Mercedes và triển vọng lợi nhuận của xe MG.

Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp SoTP để định giá HAX, với định giá riêng cho mảng phân phối xe cốt lõi và lãi vốn từ bán đất.

Bảng 21: Định giá SOTP, HAX

Giá mục tiêu mới của HAX là 14.800đ

Tỷ đồng	Tỷ đồng	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	Đồng/cp	Tỷ trọng giá trị
Mảng phân phối xe	1,419	107.4	13,200	89.2%
Thu nhập từ bán đất	170	107.4	1,600	10.8%
Tổng giá trị của HAX	1,589	107.4	14,800	100.0%

Nguồn: HSC
Bảng 22: Giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ, HAX

Chi phí vốn CSH (CAPM) là 13,6% và chi phí nợ là 7,2%

	Value
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Beta	1.1
Chi phí vốn CSH	13.6%
Chi phí nợ	9.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	7.2%

Nguồn: HSC
Bảng 23: Tính toán WACC, HAX

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 12,2%

	Value
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	78.1%
Nợ / Tổng nguồn vốn	21.9%
WACC	12.2%

Nguồn: HSC

Đối với mảng **phân phối xe** cốt lõi, chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá. Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và giữ nguyên các giả định định giá, chúng tôi giảm 27% giả định định giá mảng phân phối xe cốt lõi xuống còn 13.200đ, đóng góp 89% tổng định giá của HAX và HĐKD cốt lõi của HAX có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 9,9 lần và 8,2 lần.

Bảng 24: Định giá mảng kinh doanh cốt lõi, HAX

'Giá mục tiêu HĐKD 'cốt lõi' là 13.200đ

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	143	173	195	223	246	266
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	25	32	37	41	45	47
+ Khấu hao	48	51	54	58	61	64
- Thay đổi vốn lưu động	(86)	(170)	(102)	(107)	(83)	(56)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(2)	(83)	(85)	(85)	(82)	(76)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	127	3	100	130	186	245
Tốc độ tăng trưởng dài hạn						2.0%
Giá trị dài hạn						2,450
Dòng tiền tương lai		3	100	130	186	2,695
Hệ số chiết khấu		1.1	1.2	1.3	1.5	1.7
Giá trị hiện tại		3	84	97	124	1,604
Giá trị mảng kinh doanh cốt lõi của DN		1,912				
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030		454				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn		1,458				
Trừ: Tổng nợ		(887)				
Cộng: Tiền & các khoản tương đương tiền		394				
Giá trị vốn CSH, mảng kinh doanh cốt lõi		1,419				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		107.4				
Giá trị của cổ phiếu (mảng kinh doanh cốt lõi)	13,200					

Nguồn: HSC

Các giả định chính như sau:

- Lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (tăng từ 7,5% trước đó khi chúng tôi điều chỉnh tiêu chuẩn 'nội bộ') và hệ số beta 1,1 lần (so với 1,2 lần trước đó, để phản ánh các điều chỉnh theo Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 12,2%, tăng từ mức 11,7% trước đó).
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn không đổi ở mức 2%.
- Chúng tôi chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025.

Đối với **lãi vốn từ bán đất**, chúng tôi đưa ra những lưu ý như sau:

- Tháng 8/2022, HAX đã mua một lô đất rộng 5.798m² trên đường Võ Văn Kiệt, Phường An Lạc, Quận Bình Tân, TP.HCM với giá 470 tỷ đồng. Lô đất này được ghi nhận trên BCTC của HAX là tài sản đầu tư với giá trị sổ sách là 469 tỷ đồng (chi phí thực tế, sau khi trừ phí môi giới và các chi phí khác).
- Vào tháng 11/2024, HAX nhận thêm một lô đất rộng 485m² liền kề lô đất đầu tiên từ Chủ tịch HĐQT Đỗ Tiến Dũng với giá trị giao dịch là 73 tỷ đồng. Lô đất thứ hai này làm tăng giá trị của lô đất đầu tiên khi kết hợp lại.
- Tại thời điểm cuối năm 2024, HAX ghi nhận giá trị của khoản đầu tư BĐS này là 542 tỷ đồng, với tổng diện tích đất là 6.283 m².

Bảng 25: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với doanh thu từ bán đất, HAX

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định HAX có thể bán đất với giá 120 triệu đồng/m²

Giá bán (triệu đồng/m ²)	Lợi nhuận mỗi m ² (triệu)	LNTT (Tỷ đồng)	LNST (Tỷ đồng)	Giá mục tiêu (đồng/cp)
100	19	110	88	13,900
110	29	168	134	14,300
120	39	212	170	14,800
130	49	284	227	15,300
140	59	342	273	15,700

Nguồn: HSC

Ngày 12/5, HAX đã ban hành nghị quyết HĐQT về việc tìm đối tác để bán hai lô đất này. Mặc dù Công ty đang muốn bán lô đất với giá cao hơn, chúng tôi đưa ra giả định thận trọng rằng lô đất này chỉ có thể bán với giá 120 triệu đồng/m², thu về 212 tỷ đồng LNTT và 170 tỷ đồng LNST (chưa phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận), tương đương với 1.600đ/cp, đóng góp 11% vào tổng giá trị hợp lý của HAX. Tuy nhiên, nếu HAX bán lô đất này với giá cao hơn/thấp hơn giá mục tiêu, điều này có thể tạo ra tiềm năng tăng hoặc rủi ro giảm đối với giá mục tiêu mà HSC đưa ra. Chúng tôi đưa ra một số kịch bản cho thấy định giá của HAX thay đổi như thế nào dựa trên các giả định khác nhau về giá đất (Bảng 25).

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 3 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần, sát với bình quân từ năm 2019 ở mức 10,4 lần.

Bảng 26: P/E trượt dự phóng 1 năm, HAX

HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần, sát với bình quân từ năm 2019 ở mức 10,4 lần.



Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	3,982	5,513	7,394	9,193	10,588
Lợi nhuận gộp	277	512	592	731	839
Chi phí BH&QL	(221)	(312)	(348)	(432)	(498)
Thu nhập khác	30.0	80.7	73.9	91.9	106
Chi phí khác	(0.80)	(0.37)	(0.49)	(0.61)	(0.70)
EBIT	84.9	280	317	391	447
Lãi vay thuần	(36.7)	(22.1)	(30.2)	(38.6)	(45.1)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	48.1	258	287	352	402
Chi phí thuế TNDN	(11.1)	(54.8)	(57.5)	(70.4)	(80.3)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2.47)	(78.6)	(87.1)	(109)	(126)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	34.6	125	143	173	195
Lợi nhuận thuần ĐC	34.6	125	143	173	195
EBITDA ĐC	108	337	365	442	501
EPS (đồng)	370	1,163	1,329	1,606	1,818
EPS ĐC (đồng)	370	1,163	1,329	1,606	1,818
DPS (đồng)	300	1,000	1,200	1,500	1,800
Sig CP bình quân (triệu đv)	93.4	107	107	107	107
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	93.4	107	107	107	107
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	93.4	107	107	107	107

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	120	262	394	373	320
Đầu tư ngắn hạn	0	3.00	3.00	3.00	3.00
Phải thu khách hàng	213	340	407	496	561
Hàng tồn kho	696	661	739	873	953
Các tài sản ngắn hạn khác	42.6	49.8	73.9	91.9	106
Tổng tài sản ngắn hạn	1,072	1,316	1,617	1,838	1,943
TSCĐ hữu hình	370	453	949	981	1,012
TSCĐ vô hình	10.9	10.7	10.6	10.4	10.2
Bất động sản đầu tư	469	542	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1.25	1.86	1.86	1.86	1.86
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	82.8	84.1	118	147	169
Tổng tài sản dài hạn	935	1,091	1,080	1,141	1,193
Tổng cộng tài sản	2,006	2,407	2,697	2,978	3,137
Nợ ngắn hạn	700	670	887	1,103	1,218
Phải trả người bán	44.7	99.3	111	138	159
Nợ ngắn hạn khác	29.3	39.4	39.4	39.4	39.4
Tổng nợ ngắn hạn	839	915	1,192	1,462	1,618
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	2.53	0.34	0.34	0.34	0.34
Nợ dài hạn khác	0.32	0.20	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	2.85	0.54	0.34	0.34	0.34
Tổng nợ phải trả	842	916	1,193	1,462	1,619
Vốn chủ sở hữu	1,115	1,203	1,217	1,229	1,231
Lợi ích cổ đông thiểu số	49.0	287	287	287	287
Tổng vốn chủ sở hữu	1,164	1,491	1,505	1,516	1,518
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,006	2,407	2,697	2,978	3,137
BVPS (đ)	12,459	13,875	14,004	14,110	14,128
Nợ thuần*/(tiền mặt)	579	408	493	730	897

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	84.9	280	317	391	447
Khấu hao	(23.4)	(56.6)	(47.6)	(50.9)	(54.3)
Lãi vay thuần	(36.7)	(22.1)	(30.2)	(38.6)	(45.1)
Thuế TNDN đã nộp	(35.7)	(20.2)	(57.5)	(70.4)	(80.3)
Thay đổi vốn lưu động	367	80.6	(85.7)	(170)	(102)
Khác	39.2	(0.24)	(111)	(126)	(138)
LCT thuần từ HKKD	433	367	80.0	35.8	133
Đầu tư TS dài hạn	(401)	(371)	(2.07)	(82.7)	(84.7)
Góp vốn & đầu tư	0	(3.00)	0	0	0
Thanh lý	402	210	0	0	0
Khác	0.58	0.70	(34.2)	(28.8)	(22.3)
LCT thuần từ HĐĐT	0.77	(164)	(36.3)	(112)	(107)
Cổ tức trả cho CSH	(36.0)	(31.5)	(129)	(161)	(193)
Thu từ phát hành CP	14.0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(452)	(29.9)	218	216	114
Khác	0	0	(0.20)	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(474)	(61.4)	88.5	54.7	(78.9)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	160	120	262	394	373
LCT thuần trong kỳ	(40.3)	142	132	(21.0)	(52.7)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	120	262	394	373	320
Dòng tiền tự do	31.5	(4.33)	78.0	(47.0)	48.5

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	6.96	9.29	8.00	7.96	7.92
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	2.72	6.11	4.94	4.80	4.73
Tỷ suất LNT (%)	0.87	2.27	1.93	1.88	1.85
Thuế TNDN hiện hành (%)	23.0	21.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(41.2)	38.5	34.1	24.3	15.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(68.4)	211	8.31	21.0	13.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(85.6)	261	14.2	20.9	13.2
Tăng trưởng EPS (%)	(85.6)	214	14.2	20.9	13.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(85.6)	214	14.2	20.9	13.2
Tăng trưởng DPS (%)	(40.0)	233	20.0	25.0	20.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	81.0	86.0	90.3	93.4	99.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	3.40	10.8	11.8	14.1	15.9
ROACE (%)	7.31	21.1	21.2	25.9	29.4
Vòng quay tài sản (lần)	1.74	2.50	2.90	3.24	3.46
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	5.10	1.31	0.25	0.09	0.30
Số ngày tồn kho	68.6	48.2	39.7	37.7	35.7
Số ngày phải thu	21.0	24.8	21.8	21.4	21.0
Số ngày phải trả	4.40	7.25	5.95	5.95	5.95
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	56.9	39.2	49.6	70.6	85.8
Nợ/tài sản (%)	37.6	30.5	37.0	41.7	43.9
EBIT/lãi vay (lần)	2.31	12.7	10.5	10.1	9.91
Nợ/EBITDA (lần)	6.97	2.17	2.73	2.81	2.75
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.28	1.44	1.36	1.26	1.20
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.50	0.36	0.28	0.25	0.24
EV/EBITDA ĐC (lần)	18.2	5.96	5.74	5.28	4.99
P/E (lần)	40.2	12.8	11.2	9.28	8.19
P/E ĐC (lần)	40.2	12.8	11.2	9.28	8.19
P/B (lần)	1.20	1.07	1.06	1.06	1.05
Lợi suất cổ tức (%)	2.01	6.71	8.05	10.1	12.1

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn