

Ngành ô tô: Xu hướng chuyển dịch gây bất lợi cho các hãng xe truyền thống

Mai Đoàn Ngọc Hân

Chuyên viên phân tích cao cấp, Ngành Cơ
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 thời gian gần đây, Chính phủ đã ban hành nhiều chính sách cứng rắn nhằm loại bỏ dần xe xăng tại Hà Nội và TP.HCM trong giai đoạn 2026-2030. Trong giai đoạn này, xe xăng dự kiến sẽ mất dần thị phần, trong khi xe điện trở thành động lực tăng trưởng chính. Do đó, chúng tôi nhận thấy các hãng xe truyền thống không có kế hoạch chuyển đổi sang xe điện sẽ đối mặt với nhiều rủi ro.
- Việc áp thuế 0% (giảm từ 50%) đối với ô tô nhập khẩu từ Mỹ có tác động không đáng kể trong ngắn hạn do nhu cầu xe Mỹ tại Việt Nam còn rất thấp. Trong dài hạn, mức thuế này có thể tạo ra áp lực lên một số nhà sản xuất ô tô nhưng lại có lợi cho các đơn vị phân phối.
- Cổ phiếu ngành ô tô đi ngang trong 3 tháng qua. Tuy nhiên, những khó khăn trong ngắn hạn đối với xe xăng và triển vọng còn hạn chế đối với xe điện đã khiến định giá kém hấp dẫn hơn. HSC hạ khuyến nghị và giá mục tiêu đối với 2 cổ phiếu thuộc ngành ô tô trong danh sách khuyến nghị. VEA – khuyến nghị Tăng tỷ trọng, tiềm năng tăng giá 13% tại giá mục tiêu mới/thấp hơn của HSC – là lựa chọn ưu tiên của chúng tôi trong ngành ô tô.

Chính sách thúc đẩy xe điện sẽ định hình lại cục diện thị trường Việt Nam

Chính phủ đang đẩy mạnh phát triển giao thông xanh thông qua một loạt chính sách có tính hệ thống, bao gồm: (i) lệnh cấm xe xăng ở Hà Nội dự kiến được ban hành trong giai đoạn 2026-2030; và (ii) quy hoạch tổng thể vùng phát thải thấp (LEZ) của TP.HCM, với việc dự kiến thay thế 400.000 xe xăng đang được sử dụng trong ngành dịch vụ trong giai đoạn 2026-2028, tăng cường hạn chế xe xăng cá nhân trong khu vực nội thành vào năm 2030. Trong trung hạn, xe xăng dự kiến sẽ mất dần thị phần trong khi xe điện trở thành phân khúc tăng trưởng chính. Hơn nữa, mức thuế nhập khẩu xe Mỹ 0% có khả năng tạo điều kiện cho các hãng xe mới gia nhập thị trường (ví dụ: Tesla) nhưng cũng sẽ mở ra cơ hội mới cho các đơn vị phân phối xe có uy tín như HAX. Tác động ngắn hạn của mức thuế này đối với ngành có vẻ rất hạn chế do mức độ thâm nhập của ô tô lắp ráp tại Mỹ ở thị trường Việt Nam còn thấp.

Tác động: Viễn cảnh kém khả quan đối với các hãng xe truyền thống

Các thương hiệu truyền thống như Honda có thể sẽ gặp khó khăn trong việc bảo vệ thị phần trước các chương trình khuyến mãi xe điện từ VinFast và Yadea nếu không đẩy mạnh tiến độ ra mắt các mẫu xe điện và hạ tầng liên quan – điều này hiện tại có vẻ khó xảy ra. Khả năng sinh lời cũng gặp rủi ro do doanh thu xe xăng giảm, chi phí đầu tư cho điện khí hóa tăng cũng như áp lực cạnh tranh ngày càng gay gắt.

Doanh thu ô tô Q2/2025 tăng mạnh 34% so với cùng kỳ, dẫn dắt bởi VinFast

Thị trường ô tô Việt Nam trong Q2/2025 tăng trưởng 34% so với cùng kỳ lên 136.276 chiếc, được hỗ trợ bởi mức tăng trưởng 218% so với cùng kỳ của VinFast – công ty do Vingroup (Giảm tỷ trọng, giá mục tiêu 105.000đ) sở hữu 51,5% cổ phần – lên 32.466 chiếc (chiếm 24% thị phần). Nếu không tính VinFast, thị trường tăng trưởng 13% so với cùng kỳ. Doanh số bán xe của các công ty liên doanh Toyota/Honda/Ford của VEA tăng 19% so với cùng kỳ và chiếm 26% thị phần (Q2/2024 – 28,8% thị phần). Trái lại, doanh số xe Mercedes của HAX giảm 43% so với cùng kỳ, trước áp lực giảm giá bán và cạnh tranh giá tăng (bao gồm xe điện). Đối với xe máy, Honda bán 512.448 chiếc, tăng 8% so với cùng kỳ và chiếm 66,9% tổng sản lượng tiêu thụ của toàn ngành, thấp hơn so với mức 75,2% trong Q2/2024 do nhu cầu xe xăng suy yếu.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị đối với VEA xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với giá mục tiêu mới là 43.600đ (tiềm năng tăng giá 13%), sau khi điều chỉnh giảm 12% chủ yếu do chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn về doanh thu xe máy có xu hướng giảm trong dài hạn. VEA, hiện là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành ô tô, vẫn còn giá trị đầu tư và có lợi suất cổ tức hấp dẫn từ 11-13% trong 3 năm tới. Chúng tôi cũng hạ khuyến nghị đối với HAX xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ), với giá mục tiêu mới là 12.000đ (điều chỉnh giảm 19%, rủi ro giảm giá 15%). Chúng tôi giảm mạnh dự báo lợi nhuận năm 2025 do doanh thu mảng phân phối xe Mercedes kém khả quan và khả năng sinh lời của mảng phân phối xe MG yếu đi.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/8.

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	14,100	Giảm tỷ trọng	Nắm giữ	12,000	(18.9)	(14.9)	28.4	13.0	8.66	5.61	0	3.55
VEA	38,700	Tăng tỷ trọng	Mua vào	43,600	(11.9)	12.7	7.41	8.33	17.0	19.3	13.2	12.6

Giá cổ phiếu tại ngày 15/8/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Các chính sách mới của Chính phủ định hình lại động lực của thị trường ô tô 3

Các sáng kiến mới của Chính phủ vừa được công bố	3
Thuế suất 0% cho ô tô nhập khẩu nguyên chiếc từ Mỹ tác động khiếm tốn trong ngắn hạn	6
Cập nhật về sản lượng tiêu thụ	8
Dự báo mới cho VEA và HAX	12
Định giá và khuyến nghị	12

Báo cáo thành phần

Tổng CTCP Máy động lực và máy nông nghiệp Việt Nam (VEA)	14
CTCP Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh (HAX)	20

Các chính sách mới của Chính phủ định hình lại động lực của thị trường ô tô

Chính phủ đang đẩy mạnh quá trình chuyển đổi xe điện thông qua một loạt chính sách có tính cấu trúc được ban hành, bao gồm kế hoạch cấm xe xăng tại Hà Nội trong giai đoạn 2026-2030 và đề xuất các vùng phát thải thấp của TP.HCM (để thay thế 400.000 xe xăng dịch vụ trong giai đoạn 2026-2028) và hạn chế xe xăng (từ năm 2032). Trong khi đó, việc giảm thuế nhập khẩu đối với xe sản xuất tại Mỹ xuống 0% trong thời gian gần đây (từ 50%) có thể có tác động không đáng kể đến các hãng xe trong ngắn hạn nhưng có thể mở đường cho các hãng xe mới như Tesla vào thị trường Việt Nam. Nhìn chung, trong dài hạn, tỷ suất lợi nhuận của các hãng xe truyền thống sẽ giảm do cạnh tranh gay gắt, trong khi xe điện sẽ giành thêm thị phần. HSC hạ khuyến nghị đối với cả 2 cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị do có triển vọng lợi nhuận kém khả quan cũng như những thách thức đến từ các chính sách mới ban hành. VEA (Tăng tỷ trọng) là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành ô tô.

Các sáng kiến mới của Chính phủ vừa được công bố

Lên kế hoạch cấm xe xăng ở Hà Nội từ tháng 7/2026

Thủ tướng Phạm Minh Chính gần đây đã ban hành Chỉ thị số 20/CT-TTg giao cho Hà Nội cấm xe máy xăng (ICE-2W) trong đường Vành đai 1 ở Hà Nội từ tháng 7/2026 và mở rộng lệnh cấm trên toàn thành phố Hà Nội đối với tất cả các loại phương tiện chạy xăng kể cả ô tô từ năm 2030. Đây là một bước ngoặt quan trọng trong chiến lược giao thông của Việt Nam hướng tới các thành phố xanh và thông minh.

Các mốc thời gian chính bao gồm:

- **Trong Q3/2025:** Chính quyền thành phố Hà Nội sẽ hoàn thiện lộ trình thành lập vùng phát thải thấp (LEZ) và các ưu đãi cho hoạt động chuyển đổi xe điện. Cùng với Nghị quyết số 188/2025/QH15 của Quốc hội, Chính phủ có kế hoạch phân bổ ngân sách địa phương và tích cực huy động đầu tư tư nhân để phát triển mạng lưới giao thông công cộng đa phương thức và hỗ trợ giao thông công cộng sử dụng năng lượng sạch (ví dụ: xe buýt điện và đường sắt đô thị).
- **Từ ngày 1/7/2026:** Thực thi lệnh cấm tất cả xe máy xăng trong đường Vành đai 1.
- **Từ ngày 1/1/28:** Mở rộng lệnh cấm xe máy xăng và hạn chế ô tô chạy nhiên liệu hóa thạch trong đường Vành đai 1 và Vành đai 2.
- **Từ năm 2030:** Mở rộng lệnh cấm đối với tất cả các phương tiện chạy nhiên liệu hóa thạch trong đường Vành đai 1, 2 và 3.

TP.HCM: Tài xế dịch vụ chuyển sang dùng hoàn toàn xe điện từ năm 2028; thí điểm vùng phát thải thấp từ năm 2026

TP.HCM cũng đã chính thức công bố kế hoạch chuyển đổi 400.000 xe máy xăng được sử dụng trong dịch vụ gọi xe và giao hàng sang xe điện từ tháng 1/2026 đến tháng 12/2028, như một phần của kế hoạch phát triển vùng phát thải thấp hướng đến năm 2032. HSC đã thảo luận về các chính sách hỗ trợ tài chính, trợ cấp và lộ trình thực hiện trong báo cáo đã phát hành trước đó '[Ngành ô tô: Chính sách đẩy tham vọng thúc đẩy tăng trưởng xe điện](#)'.

Biểu đồ 1: Bản đồ các đường vành đai của Hà Nội

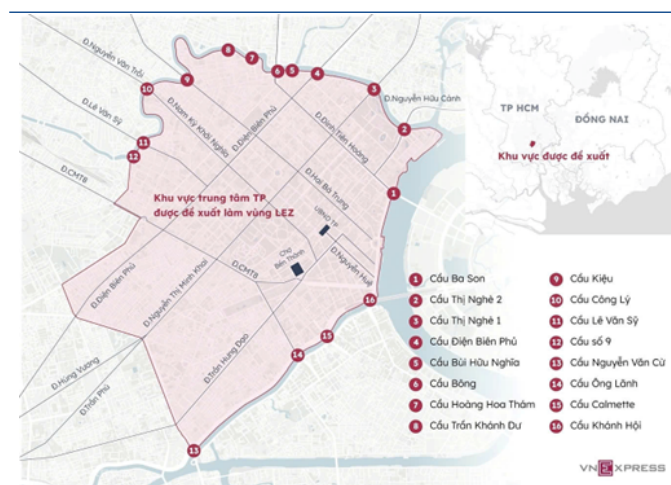
Từng bước loại bỏ hoàn toàn xe chạy xăng trên toàn thành phố vào năm 2030



Nguồn: Cổng Thông tin điện tử Chính phủ, HSC

Biểu đồ 2: TP.HCM đề xuất LEZ tại trung tâm thành phố

Hạn chế xe dịch vụ chạy xăng trong vùng LEZ từ T1/2026



Nguồn: Truyền thông trong nước, HSC

Bảng 3: Lộ trình chuyển đổi sang xe điện, Hà Nội và TP.HCM

Cả 2 thành phố đang lên kế hoạch đưa ra các chính sách nghiêm ngặt về việc loại bỏ xe xăng trong vòng 5 năm tới

	T1-26	T7-26	T1-27	T1-28	2029	2030	2032
Hà Nội	Hạn chế xe máy/ô tô dưới chuẩn Euro 2/Euro 4 lưu thông trong khu vực trung tâm TP	Thực hiện cấm xe 2 bánh chạy xăng trong khu vực Vành đai 1		Cấm xe máy và hạn chế ô tô cá nhân chạy xăng/dầu trong Vành đai 2		Cấm tất cả xe xăng/dầu lưu thông trong khu vực đường vành đai 3	
TP.HCM	- Thiết lập khu vực phát thải thấp tại trung tâm thành phố, Côn Đảo và huyện Cần Giờ; hạn chế ô tô dưới chuẩn Euro 4 và xe máy dưới chuẩn Euro 2. - Đối với xe dịch vụ/thương mại, tài xế bắt buộc phải sử dụng xe điện để đăng ký tài khoản mới trên các ứng dụng gọi xe	Chuyển đổi 30% xe 2 bánh chạy xăng sang xe điện vào cuối năm 2026.	Tất cả xe máy đi vào khu vực phát thải thấp đều phải kiểm tra khí thải. Đến cuối năm 2027, chuyển đổi 80% xe 2 bánh chạy xăng sang xe điện.	Chuyển đổi toàn bộ 400.000 xe xăng 2 bánh dịch vụ sang xe máy điện vào cuối năm 2028.	Từ tháng 12-2029, chính thức cấm xe máy chạy xăng tham gia dịch vụ gọi xe và giao hàng	Mục tiêu 100% xe buýt công cộng chuyển sang xe buýt điện và mở thêm 72 tuyến xe buýt mới (hiện có 164 tuyến).	Đang xem xét mở rộng khu vực phát thải thấp (LEZ) ra phạm vi Vành đai 1.

Nguồn: HSC

Theo tin tức cập nhật mới nhất, TP.HCM có kế hoạch triển khai khu phát thải thấp tại khu vực trung tâm thành phố từ tháng 1/2026. Thành phố đề xuất mở 72 tuyến xe buýt điện mới và bổ sung 8.000 xe đạp tại khu vực trung tâm trong giai đoạn 2026-2030; xây dựng ít nhất 3.000 điểm sạc & đổi pin (cho xe máy điện, taxi, xe điện) tại các địa điểm chiến lược (trạm xăng, trung tâm thương mại, bãi đậu xe) vào năm 2028. Thành phố cũng sẽ quy định các dự án BĐS mới phải dành ít nhất 35% không gian đỗ xe cho việc tích hợp hạ tầng sạc.

Hiện tại, thành phố đang thí điểm vùng phát thải thấp tại Côn Đảo và Cần Giờ, khuyến khích các phương tiện mới đăng ký sử dụng năng lượng sạch hoặc điện từ năm 2025. Vùng phát thải thấp dự kiến sẽ tiếp tục mở rộng trong đường Vành đai 1 của TP.HCM vào năm 2032, hạn chế cả xe dịch vụ và xe cá nhân chạy xăng.

Chúng tôi tin rằng chủ trương cứng rắn của Chính phủ ở cả Hà Nội và TP.HCM sẽ tạo ra làn sóng ứng dụng xe điện, làm tiền đề cho các tỉnh thành khác. Việc triển khai tập trung vào đô thị có khả năng thúc đẩy việc phát triển cơ sở hạ tầng, sự tham gia của các nhà sản xuất ô tô và nhu cầu của người tiêu dùng.

Để so sánh, chúng tôi dẫn chứng điểm tương đồng với các chính sách hỗ trợ/ưu đãi sản xuất xe điện ở Thái Lan và Indonesia. Các ví dụ bao gồm quy định về tiêu chuẩn tiêu thụ nhiên liệu, siết chặt tiêu chuẩn khí thải, miễn hoặc giảm thuế thu nhập doanh nghiệp và miễn thuế cho các nhà sản xuất trong một khoảng thời gian cụ thể; miễn hoặc giảm thuế và VAT cho nguyên liệu thô liên quan đến hoạt động sản xuất và linh kiện xe điện/pin nhập khẩu; cho phép các công ty FDI đầu tư vào hoạt động sản xuất xe điện; tài trợ vốn với lãi suất ưu đãi cho các nhà sản xuất xe điện; và cấp đất để phát triển các nhà máy lắp ráp. Việt Nam có thể đi theo quỹ đạo tương tự, với động lực đến từ các chính sách thúc đẩy sự thay đổi về mặt cơ sở hạ tầng và hành vi của người tiêu dùng.

Tác động: Triển vọng tiêu cực đối với các hãng xe truyền thống

Đối với mảng ô tô: Tương tự như xu hướng của mảng xe máy, các hãng xe ô tô truyền thống phải đối mặt với áp lực cạnh tranh gay gắt về giá và những thách thức từ chính sách đối với xe ô tô chạy xăng. Ngoài VinFast, sản lượng tiêu thụ của các nhà sản xuất ô tô khác tăng 13%/17% so với cùng kỳ trong Q2/2025/nửa đầu năm 2025, do giá bán giảm mạnh để giải phóng hàng tồn kho trong bối cảnh tâm lý người mua hàng trở nên thận trọng. Sản lượng tiêu thụ của các mẫu xe hybrid từ các nhà sản xuất thuộc VAMA tăng mạnh từ mức nền thấp, tăng 64% so với cùng kỳ lên 5.962 chiếc, trong đó sản lượng tiêu thụ xe Toyota tăng mạnh nhất với 3.444 chiếc, tăng 51% so với cùng kỳ.

Nhìn vào bức tranh lớn hơn

Môi trường pháp lý đang được siết chặt tạo điều kiện thuận lợi có tính cấu trúc cho các nhà sản xuất xe điện hiện có, đặc biệt là những công ty có lợi thế kinh tế về quy mô trong sản xuất và/hoặc cơ sở hạ tầng sạc như VinFast. Chúng tôi ước tính VinFast đã lắp đặt khoảng 7.700 trạm sạc (bao gồm cả ô tô và xe máy) trên khắp cả nước (thông qua cả các địa điểm thuộc sở hữu của Công ty và nhượng quyền kinh doanh), giúp Công ty trở thành nhà cung cấp mạng lưới sạc lớn nhất tại Việt Nam. Với Việc tích cực triển khai các chương trình khuyến mãi như chương trình “đổi xe xăng lấy xe điện” và ưu đãi sạc miễn phí, ô tô của VinFast đã giành được thị phần đáng kể từ các hãng xe xăng truyền thống (24% thị phần trong Q2/2025 so với 10% trong Q2/2024). HSC ghi nhận rằng VinFast đã đạt mức tăng trưởng doanh số ‘thực’ mạnh mẽ do hoạt động mua hàng của bên liên quan (ở đây là hãng taxi) đã giảm xuống 21% trong Q1/2025 từ 28% trong năm 2024 và mức 72% trong năm 2023. Đà tăng trưởng này đến từ sự cải thiện ở nhóm khách hàng bán lẻ nhờ sản phẩm có giá bán hợp lý, sự đa dạng về mẫu mã và các ưu đãi trong dịch vụ sạc pin.

Đáng chú ý, Toyota và Honda tiếp tục thúc đẩy đà tăng trưởng của dòng xe hybrid (xe 2 động cơ xăng-điện) tại Việt Nam, cho thấy các hãng xe này có lập trường khá thận trọng đối với xe điện. Các chiến lược xe điện của Honda và Toyota tại Việt Nam vẫn bị hạn chế bởi hai yếu tố: (i) lập trường toàn cầu thận trọng, vì doanh thu xe điện của các hãng này vẫn còn khiêm tốn và tốc độ ứng dụng xe điện còn chậm trên thị trường toàn cầu, và (ii) cơ sở hạ tầng sạc còn hạn chế và hiện đang bị chi phối bởi VinFast và không phổ biến cho các hãng xe khác. Mặc dù xe hybrid tạo ra vùng đệm chuyển tiếp cho các hãng xe truyền thống ở Việt Nam, quy mô của dòng xe này vẫn nhỏ hơn so với xe điện do có giá bán cao hơn nhiều và ít mẫu mã hơn.

Đối với Mercedes, một số mẫu xe điện đã được ra mắt tại Việt Nam như EQB, EQE, EQS và G580 EQ được hỗ trợ dịch vụ sạc tại các đơn vị phân phối. Tuy nhiên, tỷ lệ sử dụng còn hạn chế mặc dù những dòng xe này đang có sẵn trên thị trường. Nhu cầu thấp không chỉ do những hạn chế về cơ sở hạ tầng mà còn đến từ những thách thức từ phía cầu, khi người tiêu dùng chuyển sang lựa chọn các dòng xe điện thời trang và có giá rẻ hơn từ các thương hiệu như VinFast và thương hiệu Trung Quốc BYD, trong khi sự bất ổn kinh tế trên diện rộng đã làm giảm nhu cầu trải nghiệm các dòng xe cao cấp.

Đối với xe máy: Mặc dù Honda có nhận diện thương hiệu mạnh và hệ thống đại lý rộng khắp tại Việt Nam, thị phần của hãng đã giảm xuống 66,9% trong Q2/2025 từ 75,2% trong Q2/2024. Khả năng bảo vệ vị thế của công ty sẽ phụ thuộc phần lớn vào việc hãng thực hiện chiến lược điện hóa nhanh chóng và hiệu quả như thế nào.

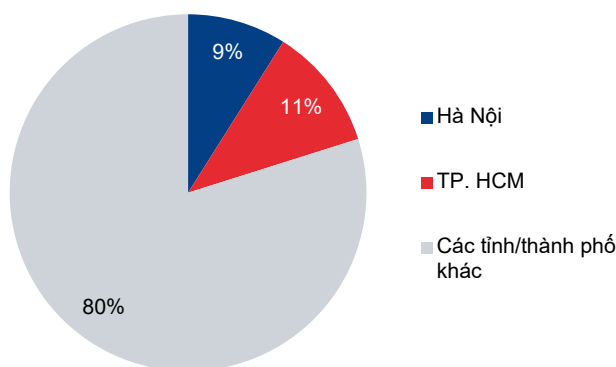
Cho đến nay, cách tiếp cận của Honda có vẻ thận trọng hơn so với các công ty chuyên sản xuất xe máy điện như VinFast, vốn đang tích cực mở rộng hạ tầng sạc và sự hiện

diện trên thị trường. Sự do dự của Honda có thể là do áp lực lợi nhuận trung hạn liên quan đến quá trình chuyển đổi. Do đó, Honda đang phải đối mặt với rủi ro mất thị phần trong ngắn hạn khi thị hiếu của người tiêu dùng và động lực đến từ chính sách ngày càng hỗ trợ xe điện. Tại Việt Nam, Honda đã ra mắt 2 mẫu xe máy điện vào tháng 4/2025 và mở rộng dịch vụ đổi pin thông qua hệ thống đại lý Honda 'HEAD'. Mô hình đổi pin có thể hỗ trợ công ty mở rộng quy mô nhanh, đặc biệt ở các vùng nông thôn, nhưng vẫn phải đối mặt với các rào cản về hạ tầng và chi phí ban đầu cao hơn so với xe xăng.

Theo Bộ Giao thông vận tải, tính đến cuối năm 2024, Việt Nam có khoảng 77 triệu xe máy đang lưu hành, trong đó xe máy điện chỉ chiếm 3% (khoảng 2,3 triệu chiếc), cho thấy tiềm năng thay thế còn rất lớn. Hà Nội và TP.HCM đóng góp khoảng 20% tổng số xe máy trên cả nước. Với việc dần loại bỏ xe máy xăng ở 2 thành phố này, nhu cầu thay thế có thể đạt khoảng 500.000 chiếc mỗi năm ở mỗi thành phố trong 5 năm tới, tương đương 37% sản lượng tiêu thụ bình quân hàng năm của Honda tại Việt Nam trong giai đoạn 2022-2024.

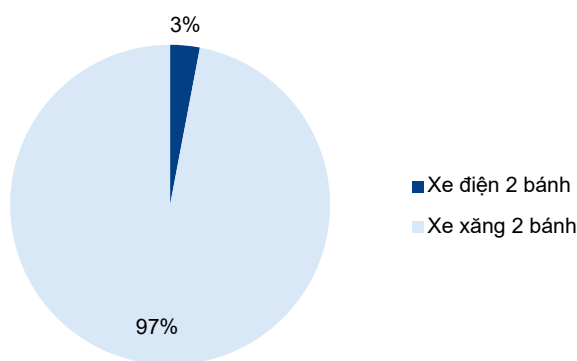
Bên cạnh các động lực cạnh tranh, áp lực về khả năng sinh lời đang gia tăng trên toàn ngành. Chúng tôi dự kiến sẽ có tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời của Honda và sau đó là lợi nhuận của VEA (xe máy Honda đóng góp khoảng 70%-75% lợi nhuận thuần của VEA). Honda có thể phải đối mặt với các tác động từ sản lượng tiêu thụ xe xăng giảm và việc tái trang bị dây chuyền sản xuất, đầu tư vào R&D, quản lý hàng tồn kho xe xăng. Tất cả các yếu tố trên sẽ tạo ra áp lực lên lợi nhuận của công ty.

Biểu đồ 4: Tỷ lệ xe máy trong đang lưu thông tại các thành phố lớn, Việt Nam
Số xe máy tại Hà Nội và TP. HCM chiếm 20% tổng số lượng xe máy lưu thông tại Việt Nam



Nguồn: Bộ giao thông, HSC

Biểu đồ 5: Tỷ trọng xe điện, xe xăng
Xe điện mới trong giai đoạn đầu sử dụng



Nguồn: Bộ giao thông, HSC

Bảng 6: Quy mô hạ tầng của các hãng xe điện tại Việt Nam

	Công suất sản xuất trong nước (xe/năm)	Trạm sạc/đổi pin	Thị phần xe điện ước tính
VinFast	250,000	7,700	45%
Pega	480,000*	Không có	16%
Yadea	500,000*	Không có	10%
Anbico	480,000*	Không có	8%
Selex	20,000	80	N/a

Ghi chú: * Bao gồm xe đạp điện.
Nguồn: Website các công ty, HSC

Bảng 7: Công suất sản xuất xe xăng tại Việt Nam

	Công suất sản xuất trong nước (xe/năm)	Điểm dealer chính hãng	Thị phần xe xăng ước tính
Honda	2,750,000	810	86%
Yamaha	1,500,000	514	10%
SYM	540,000	N/a	2%
Suzuki	100,000	N/a	1%
Piaggio	300,000	79	1%

Nguồn: Website các công ty, HSC

Thuế suất 0% cho ô tô nhập khẩu nguyên chiếc từ Mỹ tác động khiêm tốn trong ngắn hạn

Mỹ đã chính thức đạt được thỏa thuận thương mại với Việt Nam, áp thuế 20% đối với hàng hóa nhập khẩu (giảm đáng kể từ mức đề xuất 46% trước đó) và 40% đối với hàng hóa trung chuyển. Đổi lại, Việt Nam cam kết loại bỏ thuế nhập khẩu đối với hàng hóa của Mỹ, bao gồm việc áp mức thuế 0% đối với ô tô nhập khẩu từ Mỹ (trước đây khoảng 50% theo mức thuế tối huệ quốc (MFN)). Mặc dù mức thuế an ninh quốc gia

Mục 232 của Mỹ đối với ô tô và phụ tùng là 25% (không liên quan đến thuế đối ứng) vẫn còn hiệu lực, nhưng không ảnh hưởng đến VEA hoặc HAX, vì cả công ty đều không xuất khẩu sang Mỹ.

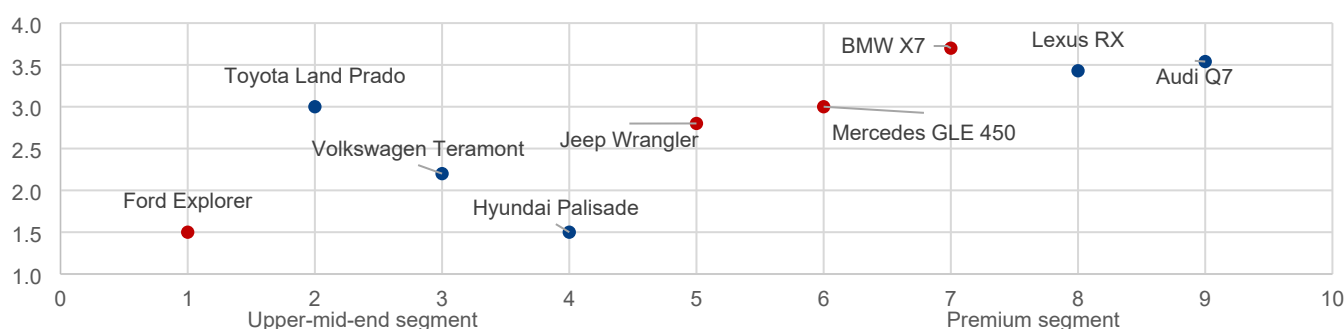
Bảng 8: Giá niêm yết dự kiến của một số dòng ô tô nhập khẩu từ Mỹ sau khi áp thuế nhập khẩu 0%

Việc xóa bỏ thuế nhập khẩu có thể hạ mức giá bán lẻ các dòng ô tô hạng sang nhập khẩu từ Mỹ với mức giá bán bình quân giảm 25-35%

Chi nhánh	Dòng xe	Loại xe	Giá bán bình quân trước khi áp dụng thuế NK 0%	Giá bán bình quân sau khi áp dụng thuế NK 0%	Thay đổi %
Ford	Explorer	SUV	VND2.0bn	VND1.5bn	-25%
Mercedes-Benz	GLE 450	SUV	VND4.5bn	VND3.0bn	-33%
	GLS 450	SUV	VND11.9bn	VND8.1bn	-32%
Jeep	Wrangler	SUV	VND4.0bn	VND2.8bn	-30%
BMW	X7	SUV	VND5.6bn	VND3.7bn	-34%

Nguồn: Truyền thông trong nước, HSC

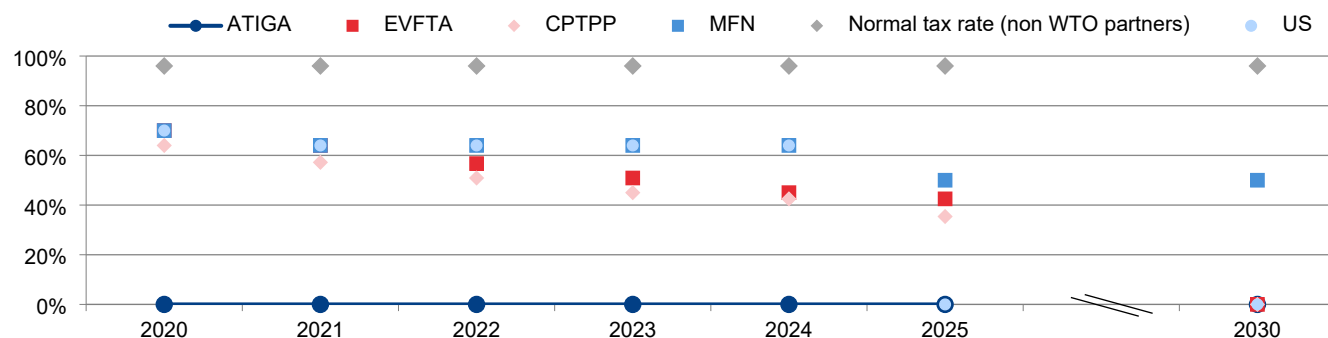
Biểu đồ 9: So sánh giá xe nhập khẩu của Mỹ (chấm màu đỏ) và các hãng xe khác (chấm màu xanh)



Nguồn: Truyền thông trong nước, HSC

Biểu đồ 10: Thuế nhập khẩu đối với xe nhập khẩu nguyên chiếc (loại xe 9 chỗ, dung tích động cơ bằng hoặc dưới 2.5 lít).

Đến năm 2030, Chính phủ sẽ dẫn xóa bỏ các rào cản nhập khẩu xe nguyên chiếc đối với các đối tác thương mại chính



Nguồn: Tổng cục Hải Quan Việt Nam, HSC

Trong ngắn hạn, tác động từ mức thuế 0% có thể còn hạn chế và chủ yếu ảnh hưởng đến phân khúc xe có động cơ lớn và xe hạng sang, trong khi tác động đến phân khúc phổ thông khá khiêm tốn. HSC dự báo giá bán bình quân của một số mẫu xe lắp ráp nguyên chiếc cao cấp của Mỹ có thể giảm từ 25-34% (Bảng 8). Tuy nhiên, ô tô nhập khẩu nguyên chiếc chỉ chiếm khoảng 5% sản lượng tiêu thụ ô tô của Việt Nam. Ví dụ, dòng xe Ford Explorer nhập khẩu từ Mỹ của Ford Việt Nam, có giá bán cạnh tranh hơn so với Hyundai Palisade, chỉ chiếm 1% sản lượng tiêu thụ của Ford trong nửa đầu năm 2025. Hầu hết các dòng xe Ford được lắp ráp trong nước hoặc nhập khẩu từ các quốc gia ASEAN theo Hiệp định Thương mại Hàng hóa ASEAN (ATIGA) (thuế suất 0%), điều này cũng giống như hầu hết các thương hiệu phổ thông (từ Nhật Bản và Hàn Quốc) đang có mặt tại Việt Nam.

Trong dài hạn, với mức thuế nhập khẩu 0% đối với các dòng xe Mỹ, các thương hiệu xe điện mới như hãng xe điện cao cấp Tesla của Mỹ có thể gia nhập thị trường Việt Nam. Nhìn rộng hơn, mức thuế suất 0% dành cho Mỹ tái khẳng định động lực của

ngành ô tô Việt Nam hướng tới một thị trường cởi mở và cạnh tranh hơn. Đến năm 2030, gần như toàn bộ ô tô nhập khẩu nguyên chiếc, từ các thành viên của Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP) và Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam-Liên minh Châu Âu (EVFTA), cũng sẽ hưởng mức thuế nhập khẩu 0%. Do đó, điều này có thể tạo ra thêm áp lực lên các nhà sản xuất ô tô nhưng có thể mang lại lợi ích cho các đơn vị phân phối có uy tín như HAX để mở rộng HĐKD. Đáng chú ý, PTM (công ty con do HAX sở hữu 51,6% cổ phần) đã bắt đầu phân phối ô tô VinFast, với showroom đầu tiên được khai trương vào tháng 12/2024. MG cũng bắt đầu phát triển loại hình xe điện. Chiến lược tham gia vào hoạt động phân phối xe điện có thể giúp Công ty giảm bớt áp lực lên mảng kinh doanh xe sang cốt lõi của HAX.

Cập nhật về sản lượng tiêu thụ

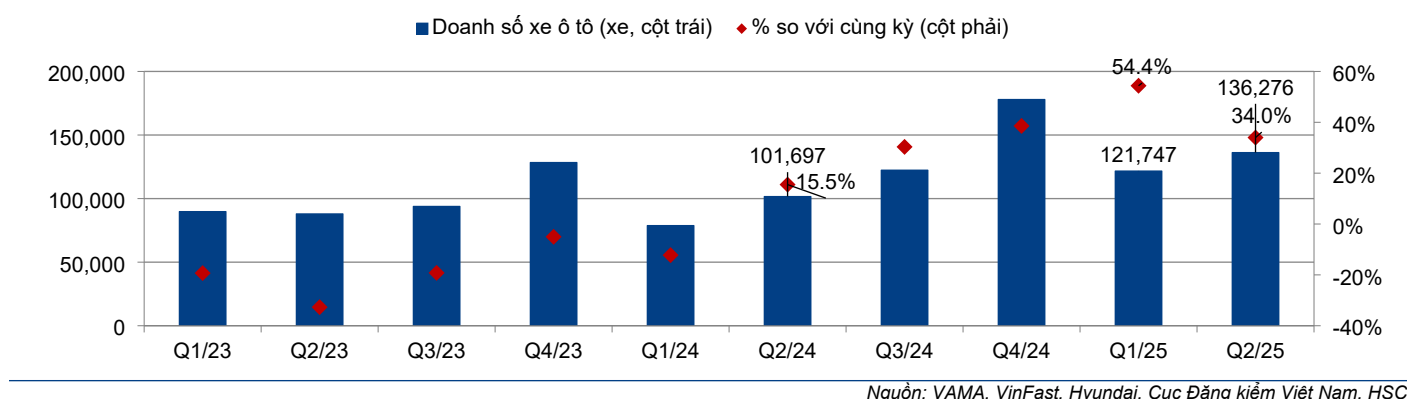
Sản lượng tiêu thụ ô tô: Đà tăng trưởng vượt trội tiếp diễn trong Q2/2025

Trong Q2/2025, tổng sản lượng tiêu thụ ô tô trên thị trường tăng 34% so với cùng kỳ (tăng 12% so với quý trước) lên 136.276 chiếc, tiếp tục đà tăng trưởng tích cực. HSC nhận thấy các chương trình khuyến mãi được tiếp tục áp dụng rộng rãi ở các phân khúc ô tô trong Q2/2025, chủ yếu là giảm 50-100% phí đăng ký cho các mẫu xe cũ.

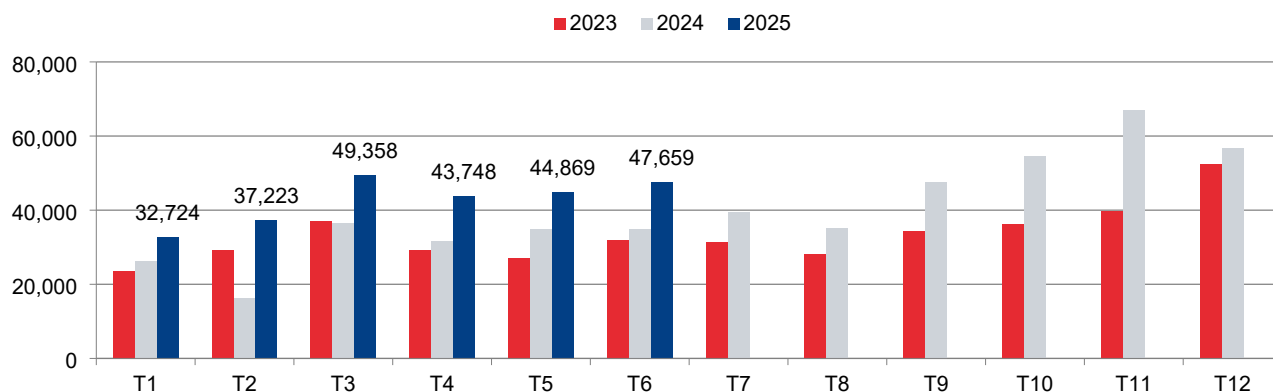
Trong Q2/2025, VinFast vẫn giữ vững vị trí dẫn đầu với với hiệu quả kinh doanh mạnh nhất, khi sản lượng tiêu thụ tăng vọt 218% so với cùng kỳ lên 32.466 chiếc trong Q2/2025 (nhưng giảm 8% so với quý trước). Với KQKD tích cực này, VinFast nắm giữ 24% thị phần trong Q2/2025 – cao hơn gấp đôi so với cùng kỳ. Chúng tôi lưu ý rằng một phần doanh thu của VinFast đến từ Green and Smart Mobility (GSM), một công ty cung cấp dịch vụ đặt xe và cho thuê xe của Chủ tịch Vingroup Phạm Nhật Vượng. VinFast chưa công bố mức đóng góp cụ thể trong Q2/2025/nửa đầu năm 2025 của GSM. Tuy nhiên – như đã đề cập ở phần trước đó – chúng tôi nhận thấy đóng góp doanh thu của bên liên quan đã giảm xuống 21% trong Q1/2025, thấp hơn các giai đoạn trước đó và tiếp tục chuyển dịch sang nhu cầu bán lẻ.

Biểu đồ 11: Doanh số bán xe ô tô theo quý (xe), Việt Nam

Trong Q2/2025, tổng doanh số toàn ngành tăng trưởng 34% so với cùng kỳ và 12% so với quý trước, đà tăng mạnh mẽ tiếp diễn



Biểu đồ 12: Doanh số bán xe ô tô theo tháng (xe), Việt Nam



Nguồn: VAMA, VinFast, Hyundai, Cục Đăng kiểm Việt Nam, HSC

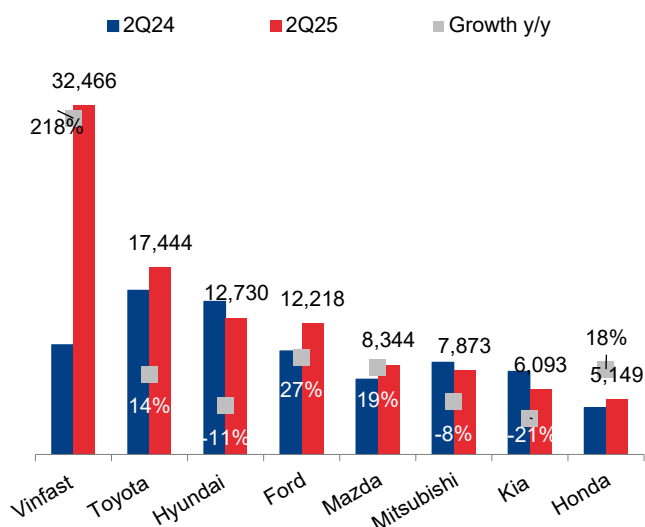
Không bao gồm VinFast, doanh thu của các nhà sản xuất ô tô khác tăng 13% so với cùng kỳ trong Q2/2025. Trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi, các liên doanh của VEA (Toyota, Honda và Ford) đạt mức tăng trưởng tổng hợp 19% so với cùng kỳ, với thị phần đạt 26% trong Q2/2025 (Q2/2024 – 28,8%; Q1/2025 – 22,5%). Mặt khác, sản lượng tiêu thụ xe Mercedes của HAX trong Q2/2025 giảm 43% so với cùng kỳ (theo ước tính của chúng tôi), sức chi tiêu cho xe hạng sang tại Việt Nam giảm trong giai đoạn bất ổn.

Theo đó, sản lượng tiêu thụ của ngành ô tô Việt Nam đạt 255.581 chiếc trong 6 tháng đầu năm 2025, với mức tăng mạnh 42% so với cùng kỳ, được thúc đẩy bởi mức tăng 235% so với cùng kỳ của VinFast. Nếu ngoại trừ Vinfast, sản lượng tiêu thụ của thị trường trong nửa đầu năm 2025 tăng 17% so với cùng kỳ.

Tổng sản lượng tiêu thụ trong 6 tháng đầu năm 2025 đã hoàn thành 46% dự báo tổng sản lượng tiêu thụ của toàn ngành trong năm 2025 của chúng tôi – sát với dự báo. Trong số các nhà sản xuất ô tô, trong 6 tháng đầu năm 2025, VinFast nắm giữ 26% thị phần và duy trì vị trí số 1 với 67.566 chiếc, kế đến là Toyota (tăng 30% so với cùng kỳ lên 29.274 chiếc, chiếm 11% thị phần). Duy trì vị trí thứ ba với 9% thị phần, sản lượng tiêu thụ của Hyundai giảm 1% so với cùng kỳ trong 6 tháng đầu năm 2025 (và giảm 11% so với cùng kỳ trong Q2/2025).

Biểu đồ 13: Doanh số bán xe ô tô của các hãng lớn trong Q2/2025 (xe), Việt Nam

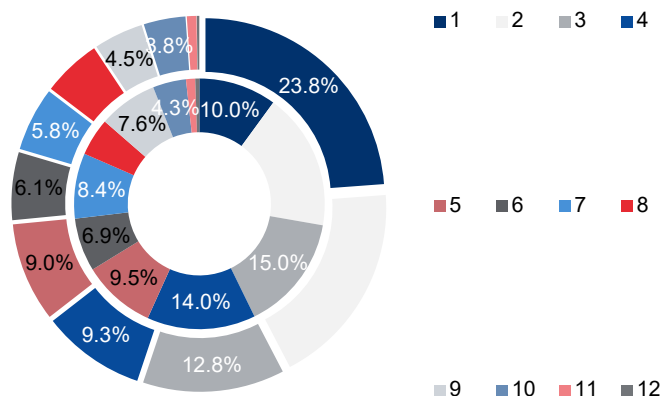
VinFast duy trì vị trí số 1, tăng 218% so với cùng kỳ trong 6 tháng đầu năm 2025



Nguồn: VAMA, VinFast, Hyundai, Cục Đăng kiểm Việt Nam, HSC

Biểu đồ 14: Thị phần bán xe ô tô trong Q2/2025, Việt Nam

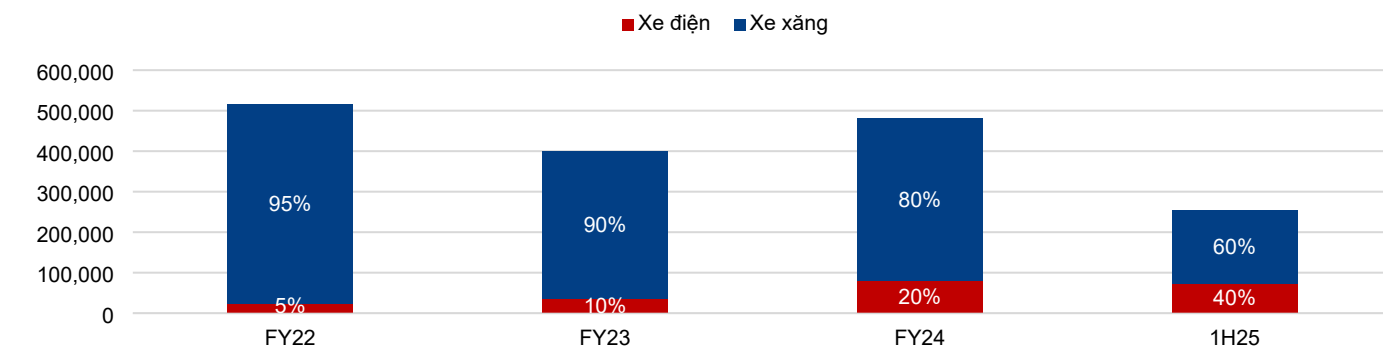
VinFast giành thị phần từ các đối thủ truyền thống



Ghi chú: Vòng tròn trong = Q2/24, Vòng tròn ngoài = Q2/2025.
 Nguồn: VAMA, VinFast, Hyundai, Cục Đăng kiểm Việt Nam, HSC

Biểu đồ 15: Doanh số bán xe ô tô theo năm (xe) phân theo xe điện, xe xăng/dầu, Việt Nam

Xe điện (cả xe điện thuần và xe hybrid) hiện đóng góp 40% doanh số bán xe ô tô khách



Nguồn: VAMA, VinFast, HSC

Hầu hết các hãng xe đều đánh mất thị phần trong khi VinFast giành thêm thị phần. Đối với các liên doanh của VEA, tổng sản lượng tiêu thụ ô tô trong 6 tháng đầu năm 2025 đạt 62.207 chiếc, tăng 23% so với cùng kỳ và chiếm 26% thị phần, thấp hơn so với mức 28% trong nửa đầu năm 2024 và 30% vào cuối năm 2024.

Để có góc nhìn tổng quan hơn về sức tiêu thụ xe điện tại Việt Nam, xe điện (cả xe thuần điện và hybrid) hiện chiếm khoảng 40% sản lượng tiêu thụ xe chở khách mới. Ngoại trừ VinFast, sản lượng tiêu thụ của các mẫu xe hybrid từ các nhà sản xuất thuộc VAMA tăng mạnh từ mức nền thấp, với mức tăng 64% so với cùng kỳ đạt 5.962 chiếc, trong đó sản lượng tiêu thụ xe Toyota tăng mạnh nhất với 3.444 chiếc, tăng 51% so với cùng kỳ.

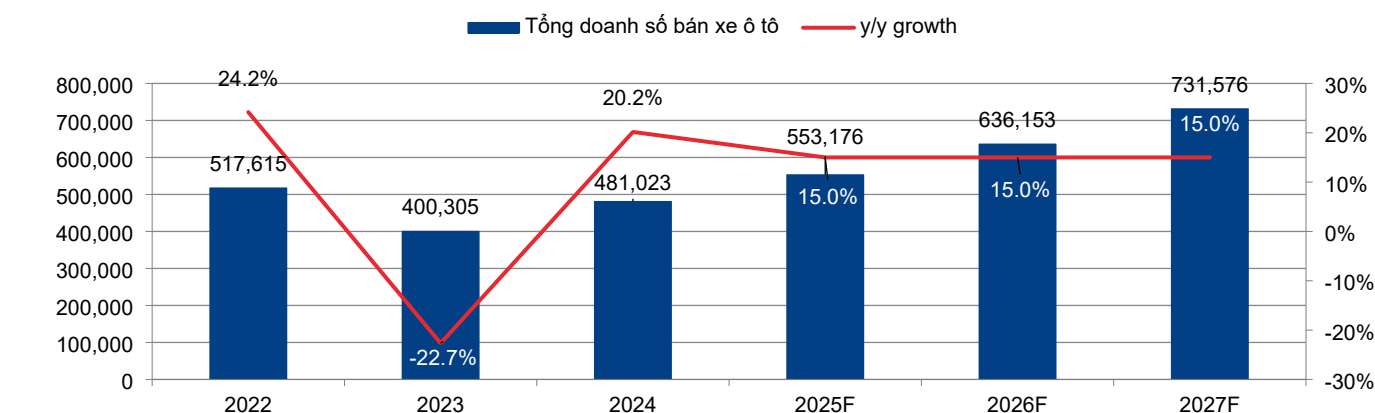
Giữ nguyên dự báo sản lượng tiêu thụ ô tô năm 2025 tăng trưởng 15%

Do sản lượng tiêu thụ ô tô 6 tháng đầu năm 2025 đạt 240.002 chiếc nhìn chung sát với kỳ vọng, HSC giữ nguyên dự báo tổng sản lượng tiêu thụ ô tô năm 2025 ở mức 553.177 chiếc, tăng 15% so với cùng kỳ.

Chúng tôi giữ nguyên dự báo sản lượng tiêu thụ trong nước của VinFast ở mức 120.000 chiếc trong năm 2025, tăng 70% so với cùng kỳ và sát với mức thấp của mục tiêu 120.000-150.000 chiếc do Công ty đề ra. Đối với các công ty khác, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ tăng 6% so với cùng kỳ lên 433.176 chiếc, dựa trên xu hướng dài hạn đến từ chính sách và sự thay đổi thị hiếu của người tiêu dùng đối với xe điện.

Biểu đồ 16: Dự báo của HSC về tổng doanh số bán xe ô tô tại Việt Nam

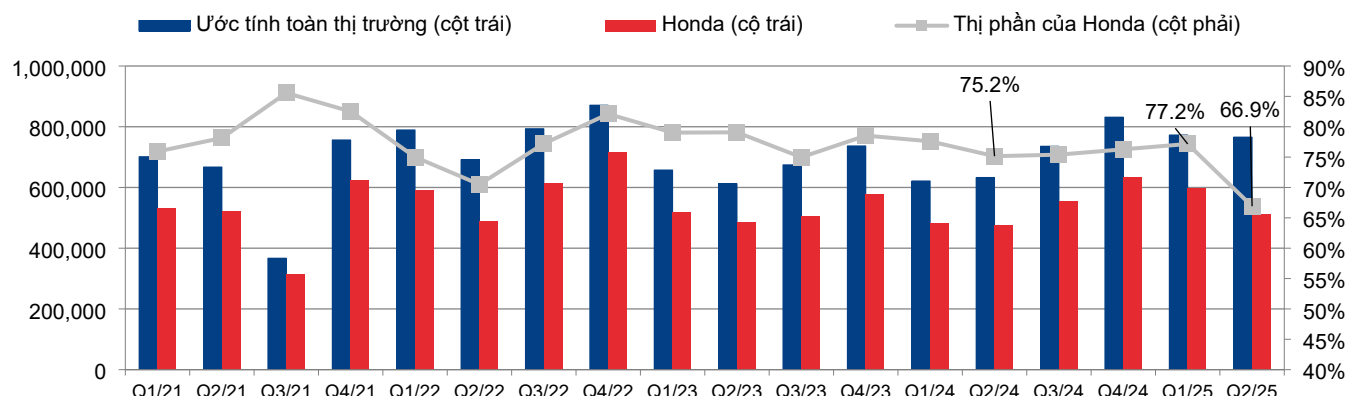
Chúng tôi duy trì dự báo doanh số bán xe ô tô năm 2025 đạt 553.177 xe, tăng 15% so với năm 2024



Nguồn: VAMA, Hyundai, VinFast, Cục Đăng kiểm Việt Nam, HSC

Biểu đồ 17: Ước tính của HSC về tổng doanh số bán xe 2 bánh của toàn ngành, theo quý

Thị phần của Honda giảm xuống 66,9% trong Q2/2025 do nhu cầu với xe máy chạy xăng giảm



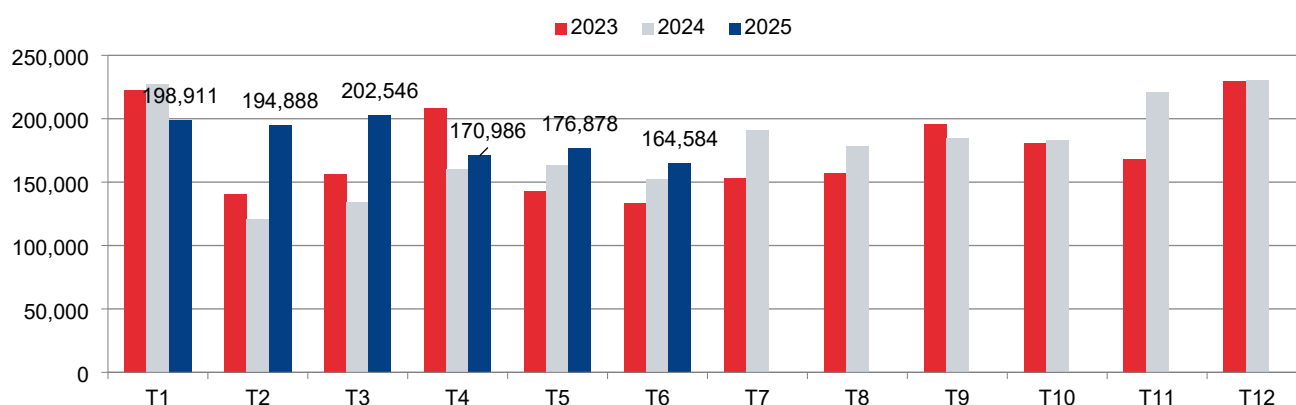
Nguồn: VAMM, Honda Việt Nam, HSC

Xe máy: Sản lượng tiêu thụ xe Honda tăng 8% so với cùng kỳ trong Q2/2025

Trong Q2/2025, sản lượng tiêu thụ xe máy Honda tăng 8% so với cùng kỳ (nhưng giảm 14% so với quý trước do quý 1 rơi vào mùa cao điểm) đạt 512.448 chiếc, trên dự báo tổng sản lượng tiêu thụ xe máy (cả xăng và xe điện) của toàn ngành là 765.858 chiếc (tăng 21% so với cùng kỳ nhưng giảm 1% so với quý trước). Honda chiếm 66,9% sản lượng tiêu thụ của toàn ngành trong Q2/2025, thấp hơn so với mức 75,2% trong Q2/2024. Thị phần xe Honda giảm so với cùng kỳ do nhu cầu xe xăng suy yếu.

Theo đó, tổng sản lượng tiêu thụ xe máy trong 6 tháng đầu năm 2025 tăng 23% so với cùng kỳ lên 1.538.700 chiếc, bao gồm sản lượng tiêu thụ xe máy Honda với mức tăng vững chắc 16% so với cùng kỳ, đạt 1.108.793 chiếc nhờ nhu cầu xe tay ga vững chắc. Kết quả trên hoàn thành 50% dự báo sản lượng tiêu thụ xe máy Honda cho cả năm 2025 (ở mức 2.211.436 chiếc) của chúng tôi.

Biểu đồ 18: Doanh số bán xe máy của Honda theo tháng (xe), Việt Nam



Nguồn: Honda Việt Nam, HSC

Bảng 19: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, VEA và HAX

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Tăng trưởng		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
VEA	7,077	7,261	7,501	6,939	6,174	5,665	-5.7%	-11.0%	-8.2%
HAX	143	173	195	53	116	126	-57.5%	118.0%	9.3%

Nguồn: HSC

Dự báo mới cho VEA và HAX

Đối với **VEA**, HSC giảm bình quân 14% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 dựa trên giả định sản lượng tiêu thụ xe máy xăng giảm trong dài hạn. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giảm lần lượt 6%/11%/8% so với cùng kỳ, xuống 6.939 tỷ đồng/6.174 tỷ đồng/5.665 tỷ đồng. Về sản lượng tiêu thụ của các liên doanh:

- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ xe Honda sẽ tăng nhẹ 2% so với cùng kỳ trong năm nay, sau đó giảm 11% so với cùng kỳ trong năm 2026 và giảm 5% so với cùng kỳ trong năm 2027. Do thiếu sự đa dạng về mẫu mã để cạnh tranh với các chương trình khuyến mãi của các đối thủ lớn như VinFast và Yadea, mức đóng góp sản lượng tiêu thụ của xe máy điện vào sản lượng tiêu thụ chung của Công ty vẫn còn rất thấp. Sản lượng tiêu thụ dự kiến sẽ giảm trong năm 2026-2027 khi các chính sách mới bắt đầu được thực thi tại Hà Nội và TP.HCM.
- Đối với ô tô, chúng tôi tăng giả định tổng sản lượng tiêu thụ ô tô của các liên doanh và kỳ vọng mức tăng trưởng 7-8% so với cùng kỳ trong giai đoạn 2025-2027, theo đợt tăng mạnh trong 6 tháng đầu năm 2025. Mặc dù vậy, chúng tôi kỳ vọng trong trung hạn các liên doanh ô tô sẽ đạt mức tăng trưởng một chữ số do chậm thích ứng trước những thay đổi liên quan đến xe điện so với các đối thủ thuần xe điện.

Đối với **HAX**, chúng tôi giảm bình quân 44% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 sau khi giảm dự báo lợi nhuận của cả hai mảng phân phối xe Mercedes và MG dựa trên triển vọng kém tích cực. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần đạt 53 tỷ đồng, giảm 58% so với cùng kỳ, trước khi phục hồi lên 116 tỷ đồng/126 tỷ đồng trong năm 2026-2027, lần lượt tăng trưởng 118% và 9%. Với những thách thức ngày càng tăng của phân khúc xe hạng sang, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ xe Mercedes của HAX trong năm 2025 sẽ giảm 18% so với cùng kỳ, phản ánh những khó khăn ngày càng gia tăng của kinh tế vĩ mô, mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt và tâm lý người tiêu dùng thận trọng hơn đối với phân khúc ô tô cao cấp. Chúng tôi cũng giảm dự báo sản lượng tiêu thụ xe MG do KQKD 6 tháng đầu năm 2025 kém hơn kỳ vọng.

Chính sách thúc đẩy ứng dụng xe điện tại Việt Nam, cùng với việc loại bỏ dần các biện pháp bảo hộ thuế quan như thuế nhập khẩu 0% đối với xe sản xuất tại Mỹ, đang định hình lại bối cảnh ô tô của Việt Nam. Trong khi người tiêu dùng được hưởng lợi với nhiều lựa chọn hơn và những cải tiến về mặt công nghệ, các nhà sản xuất ô tô truyền thống phải đối mặt với áp lực ngày càng tăng. Nếu không thực hiện chiến lược chuyển đổi có tính quyết đoán hơn để bắt kịp xu hướng điện khí hóa, các hãng xe truyền thống sẽ phải đối mặt với nguy cơ mất thị phần vào tay các đối thủ thuần xe điện vốn đang nhanh chóng đẩy mạnh ra mắt sản phẩm mới và phát triển cơ sở hạ tầng.

Định giá và khuyến nghị

Cổ phiếu của các công ty trong ngành ô tô đang giao dịch sideways trong 3 tháng qua. Diễn biến trên cùng với việc HSC giảm dự báo lợi nhuận thuần dựa trên các thách thức trong ngắn hạn khi nhu cầu xe xăng suy yếu và triển vọng đối với xe điện còn hạn chế nên định giá của cổ phiếu trở nên đắt hơn. Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị và giảm giá mục tiêu đối với cả hai cổ phiếu ngành ô tô trong danh sách khuyến nghị.

Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với **VEA** xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 12% giá mục tiêu xuống 43.600đ (tiềm năng tăng giá 13%) sau khi giảm dự báo lợi nhuận để phản ánh quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi về đà tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xe máy trong dài hạn (nguồn lợi nhuận chính của VEA). Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 3 tháng qua, VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 8,8 lần. Với tiềm năng tăng giá 11%, chúng tôi cho rằng cổ phiếu được định giá rẻ và có lợi suất cổ tức cao (11-13% mỗi năm) trong 3 năm tới. VEA là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong nhóm ngành ô tô.

Đối với **HAX**, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) và giảm 19% giá mục tiêu xuống 12.000đ (rủi ro giảm giá 15%). Chúng tôi giảm bình quân 44% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027 do giảm dự báo lợi nhuận đối với mảng phân phối xe MG và Mercedes. Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 3 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,3 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 11,4 lần.

Bảng 20: Định giá, VEA và HAX

	P/E trượt dự phóng 1 năm	P/E trượt 12 tháng	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng giá (%)
			Mới	Cũ	Mới	Cũ	
VEA	8.0	7.8	Tăng tỷ trọng	Mua vào	43,600	49,500	12.7
HAX	17.3	17.3	Giảm tỷ trọng	Nắm giữ	12,000	14,800	(14.9)

Nguồn: HSC

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

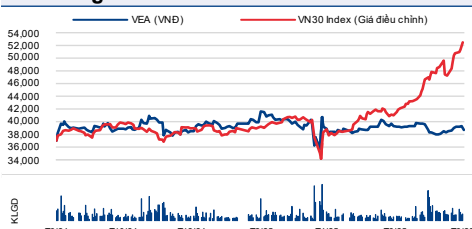
Giá mục tiêu: VNĐ43,600 (từ VNĐ49,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 12.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/8/2025) 38,700

Mã Bloomberg	VEA VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	35,500-41,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	39,120
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	51,425
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,957
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	1.04	(0.26)	4.53
So với chỉ số	(9.69)	(21.6)	(25.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2025F	5,196	5,326	(2.4)
2026F	4,623	5,464	(15.4)
2027F	4,242	5,645	(24.9)

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

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do phân khúc xe 2 bánh gặp khó khăn; cổ phiếu đầu tư giá trị

- HSC hạ khuyến nghị đối với VEA xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và tăng 12% giá mục tiêu lên 43.600đ (tiềm năng tăng giá là 13%) do giảm dự báo lợi nhuận (đặc biệt liên quan đến phân khúc xe 2 bánh).
- Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 được điều chỉnh giảm bình quân 14%. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần giảm liên tiếp lần lượt là 6%/11%/8% so với cùng kỳ, phản ánh mức đóng góp vào lợi nhuận thấp hơn của phân khúc xe máy trong trung hạn, do các chỉ thị mới của Chính phủ trong thời gian gần đây.
- Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn nhiều so với chỉ số VN-Index, VEA hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8 lần, thấp hơn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 8,8 lần. Cổ phiếu dự kiến có lợi suất cổ tức hấp dẫn từ 11-13% trong 3 năm tới.

Sự kiện: Triển vọng kém tích cực trong trung hạn do dịch chuyển sang xe điện

Mặc dù VEA gần đây đã công bố KQKD Q2/2025 vững chắc, áp lực đến từ các quy định mới ngày càng rõ nét hơn, bao gồm lệnh cấm xe động cơ đốt trong ở Hà Nội theo kế hoạch (giai đoạn 2026-2030) và quy định bắt buộc sử dụng xe điện của TP.HCM đối với dịch vụ giao hàng và gọi xe vào năm 2028 cùng với các thí điểm vùng phát thải thấp (LEZ) ở trung tâm thành phố, hạn chế một số loại xe máy bắt đầu từ tháng 1/2026. Do xe máy Honda đóng góp khoảng 70-75% lợi nhuận thuần của VEA, những thay đổi này có thể sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận trong trung hạn của Công ty. Hơn nữa, mặc dù chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ ô tô tại các liên doanh của VEA vẫn ổn định, nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp của phân khúc xe máy (vốn cao hơn và thay đổi theo cơ cấu doanh thu) sẽ làm giảm khả năng sinh lời của VEA.

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

HSC giảm bình quân 14% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 dựa trên dự báo doanh thu xe máy giảm trong dài hạn. Theo đó, lợi nhuận thuần giảm lần lượt 6%/11%/8% so với cùng kỳ, xuống 6.939 tỷ đồng/6.174 tỷ đồng/5.665 tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2027. Dự báo lợi nhuận thuần mới và thấp hơn của chúng tôi thấp hơn của chúng tôi – thấp hơn so với mức bình quân chậm điều chỉnh của thị trường – cho thấy tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là -8% trong 3 năm tới.

Đáng chú ý, mặc dù triển vọng lợi nhuận kém hấp dẫn, chúng tôi vẫn kỳ vọng VEA sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt vững chắc từ 4.867đ-5.121đ mỗi năm trong năm 2026-2027, tương đương với lợi suất cổ tức 11-12%. Trong khi đó, cổ tức bằng tiền mặt năm 2024, được thông qua ở mức 4.658đ tại ĐHCĐ năm 2025 (lợi suất cổ tức 11%), sẽ được chi trả vào cuối năm nay.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn nhiều so với chỉ số VN-Index, VEA hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 8,8 lần. Cổ phiếu có lợi suất cổ tức bằng tiền mặt cao như kỳ vọng như đã đề cập ở phần trên. HSC giảm 12% giá mục tiêu xuống 43.600đ sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận. Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá là 13% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 8,4 lần và 9,4 lần. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với VEA xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	5,649	7,014	6,621	5,904 ▼	5,426 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	6,201	7,357	6,939	6,174 ▼	5,665 ▼
EPS ĐC (đồng)	4,659	5,509	5,196	4,623 ▼	4,242 ▼
DPS (đồng)	5,035	4,658	5,121	4,867	4,331 ▼
BVPS (đồng)	19,363	19,746	20,329	19,873	19,286 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	20.0	16.1	17.0	19.3	21.2
P/E ĐC (lần)	8.31	7.03	7.45	8.37	9.12
Lợi suất cổ tức (%)	13.0	12.0	13.2	12.6	11.2
P/B (lần)	2.00	1.96	1.90	1.95	2.01
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(18.4)	18.2	(5.69)	(11.0)	(8.24)
ROAE (%)	24.3	28.3	26.1	23.1	21.8

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

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do triển vọng kém tích cực, nhưng định giá vẫn thấp

HSC hạ khuyến nghị VEA xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với giá mục tiêu thấp hơn là 43.600đ (tiềm năng tăng giá 13%). Sau khi điều chỉnh giảm 14% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 dựa trên giả định doanh thu xe máy giảm trong dài hạn do xu hướng chuyển đổi sang xe điện, chúng tôi dự báo doanh thu giảm lần lượt 6%/11%/8% so với cùng kỳ, xuống 6.939 tỷ đồng/6.174 tỷ đồng/5.665 tỷ đồng trong 3 năm. Doanh thu ô tô vẫn vững chắc, nhưng tác động lên lợi nhuận thuần không đáng kể vì lợi nhuận của VEA chủ yếu đến từ xe máy. Do đó, chúng tôi cho rằng cổ phiếu được định giá rẻ và có lợi suất cổ tức cao ở mức 11-13% mỗi năm trong 3 năm tới.

Q2/2025: Lợi nhuận của các công ty liên doanh vững chắc, nhờ sản lượng tiêu thụ vững chắc

Trong Q2/2025, lợi nhuận thuần tăng 18% so với cùng kỳ (và tăng 68% so với quý trước) đạt 2.113 tỷ đồng, cao hơn 35% so với dự báo của HSC ở mức 1.570 tỷ đồng. Lợi nhuận tăng là do lợi nhuận đóng góp từ các công ty liên doanh tăng 21% so với cùng kỳ, đạt 1.969 tỷ đồng trong quý (tăng 79% so với quý trước), cùng với lợi nhuận HĐ tài chính (đa phần từ tiền gửi ngân hàng) vững chắc ở mức 220 tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ và tăng 11% so với quý trước).

Mặc dù khả năng sinh lời của VEA trong Q2/2025 tích cực nhờ doanh thu xe máy vững chắc, HSC có quan điểm thận trọng về lợi nhuận trong nửa cuối năm 2025 vì doanh thu của Honda tăng chậm lại và việc tiếp tục đánh mất thị phần có thể tạo áp lực lên KQKD quý 3 và quý 4. Sản lượng tiêu thụ xe máy Honda tăng chậm lại ở mức 3% so với cùng kỳ trong tháng 7/2025, từ mức tăng 8% so với cùng kỳ trong Q2/2025 (giảm 14% so với quý trước). Thị phần cũng giảm xuống 67% trong Q2/2025 từ 75% trong Q2/2024 và 77% trong Q1/2025 do nhu cầu xe xăng giảm cũng như chịu áp lực cạnh tranh từ xe điện. Nếu xu hướng này tiếp diễn, lợi nhuận nửa cuối năm 2025 có thể kém tích cực do áp lực cạnh tranh và sản lượng tiêu thụ giảm.

Đối với mảng ô tô, thị phần chung của các công ty liên doanh của VEA (Toyota, Honda và Ford) đạt 25,5% trong Q2/2025 (so với 29% trong Q2/2024 và 23% trong Q1/2025) và đạt mức tăng trưởng 19% so với cùng kỳ. Hầu như tất cả các hãng ô tô truyền thống đều đánh mất thị phần trong khi VinFast giành được thị phần (24% trong Q2/2025 so với 10% trong Q2/2024 và 29% trong Q1/2025).

Bối cảnh ngành: Triển vọng lợi nhuận kém tích cực do các thay đổi mang tính cấu trúc nhằm hỗ trợ xe điện

Mặc dù VEA ghi nhận lợi nhuận Q2/2025 vững chắc, những diễn biến liên quan đến pháp lý cho thấy những thách thức mang tính cấu trúc đang nổi lên ở mảng kinh doanh xe máy cốt lõi của Công ty. Trong 1 tháng qua, nhiều sáng kiến đã được công bố nhằm đẩy mạnh quá trình chuyển đổi từ xe xăng sang xe điện, như chúng tôi đã thảo luận ở phần Báo cáo nhanh về ngành:

- **Chỉ thị số 20/CT-TTg** phác thảo lộ trình cấm xe xăng ở Hà Nội trong giai đoạn 2026-2030.
- **TP.HCM** có kế hoạch loại bỏ dần xe máy xăng được sử dụng trong các dịch vụ giao hàng và gọi xe vào cuối năm 2028, thay thế hoàn toàn bằng xe điện.
- **Thí điểm vùng phát thải thấp (LEZ)** bắt đầu được triển khai từ tháng 1/2026 tại trung tâm thành phố, hạn chế ô tô dưới tiêu chuẩn Euro 4 và xe máy dưới tiêu chuẩn Euro 2, trong khi Côn Đảo và Cần Giờ hiện khuyến khích đăng ký xe điện mới.

Những biện pháp này phản ánh sự chuyển hướng rõ ràng về mặt chính sách sang điện khí hóa, mang lại rủi ro lợi nhuận và định giá của VEA thấp hơn kỳ vọng. Đáng lưu ý, trong khi Honda đóng góp 83%/80% lợi nhuận thuần của VEA, mảng xe máy đóng góp khoảng 90% tổng lợi nhuận của Honda. Điều này có nghĩa là xe máy đóng góp 75% lợi nhuận thuần năm 2024 của VEA và 70% lợi nhuận thuần trong nửa đầu

năm 2025. Từ đó cho thấy, công ty lệ thuộc rất lớn vào doanh thu của xe máy động cơ đốt trong.

Mặc dù HSC dự báo mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ ô tô của các công ty liên doanh của VEA ổn định, nhưng những thay đổi trong cơ cấu doanh thu sẽ làm giảm khả năng sinh lời của Công ty. Tỷ suất lợi nhuận gộp của xe máy động cơ đốt trong của Honda ở trong khoảng 30-35% trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp của ô tô chỉ hơn 10%. Nếu các công ty liên doanh không đẩy mạnh chiến lược chuyển đổi sang xe điện, đặc biệt là xe máy điện, sản lượng tiêu thụ của VEA dự kiến sẽ phải đối mặt với áp lực trong những năm tới.

Giảm bình quân 14% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC giảm bình quân 14% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 dựa trên giả định sản lượng tiêu thụ xe máy xăng giảm trong dài hạn. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giảm lần lượt 6%/11%/8% so với cùng kỳ, xuống 6.939 tỷ đồng/6.174 tỷ đồng/5.665 tỷ đồng.

Các giả định chính cho dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 của chúng tôi như sau:

- Đối với sản lượng tiêu thụ của các liên doanh, chúng tôi giảm lần lượt 2%, 15% và 20% giả định đối với sản lượng tiêu thụ xe Honda trong các năm 2015, 2026 và 2027. Do đó, HSC kỳ vọng sản lượng tiêu thụ xe xăng của Honda sẽ tăng nhẹ 2% so với cùng kỳ trong năm nay, sau đó giảm 11% so với cùng kỳ trong năm 2026 và giảm 5% so với cùng kỳ trong năm 2027.

Trong Q2/2025, Honda cũng bắt đầu bàn giao mẫu xe máy điện mới ICON-e, và ra mắt dịch vụ cho thuê xe điện và đổi pin. Tuy nhiên, do mẫu mã không đa dạng để cạnh tranh với các chương trình khuyến mãi của các đối thủ xe điện lớn như VinFast và Yadea, mức đóng góp sản lượng tiêu thụ của xe máy điện vào sản lượng tiêu thụ chung của Công ty vẫn còn rất thấp. Sản lượng tiêu thụ dự kiến sẽ giảm trong năm 2026-2027 khi các chính sách mới bắt đầu được thực thi tại Hà Nội và TP.HCM.

- Đối với ô tô, chúng tôi tăng giả định tổng sản lượng tiêu thụ của các liên doanh và kỳ vọng mức tăng trưởng 4% so với cùng kỳ trong giai đoạn 2025-2027, sau đợt tăng mạnh trong 6 tháng đầu năm 2025.
- Do đó, dự báo mức đóng góp lợi nhuận từ các công ty liên doanh được điều chỉnh giảm bình quân 15% trong giai đoạn 2025-2027, cho thấy mức giảm 4%, 11% và 8% so với cùng kỳ trong năm 2025, 2026 và 2027.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận HĐ tài chính, vốn sát với kỳ vọng của chúng tôi.

Bảng 21: Điều chỉnh dự báo, VEA

Hạ 14% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 do lợi nhuận của các công ty liên doanh liên kết giảm

Tỷ đồng	2024	2025F	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh		
			2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận từ liên doanh	6,730	6,583	6,867	7,184	6,440	5,742	5,284	-2.2%	-16.4%	-26.5%
Lãi từ HĐ tài chính	851	829	760	717	829	760	717	0.0%	0.0%	0.0%
Lợi nhuận thuần	7,357	7,077	7,261	7,501	6,939	6,174	5,665	-2.0%	-15.0%	-24.5%
Tăng trưởng										
Lợi nhuận từ liên doanh	19.3%	-2.2%	4.3%	4.6%	-4.3%	-10.8%	-8.0%			
Lãi từ HĐ tài chính	-26.0%	-2.6%	-8.3%	-5.7%	-2.6%	-8.3%	-5.7%			
Lợi nhuận thuần	18.6%	-3.8%	2.6%	3.3%	-5.7%	-11.0%	-8.2%			

Nguồn: HSC

Bảng 22: Điều chỉnh dự báo doanh số bán hàng của các công ty liên doanh, VEA

Hạ dự báo doanh số bán xe máy 12% trong khi nâng dự báo doanh số bán ô tô 4% trong giai đoạn 2025-2027

Nhìn xe	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Xe máy Honda	2,147	2,211	2,256	2,301	2,174	1,925	1,837	-1.7%	-14.7%	-20.2%
Ô tô	138,143	143,636	155,127	165,508	148,624	160,514	171,249	3.5%	3.5%	3.5%
Toyota	67,691	71,076	76,762	82,135	73,106	78,955	84,482	2.9%	2.9%	2.9%
Honda	28,277	28,277	30,539	32,677	29,125	31,455	33,657	3.0%	3.0%	3.0%
Ford	42,175	44,284	47,826	50,696	46,393	50,104	53,110	4.8%	4.8%	4.8%
Tăng trưởng										
Xe máy Honda		3.0%	2.0%	2.0%	1.2%	-11.4%	-4.6%			
Ô tô		4.0%	8.0%	6.7%	7.6%	8.0%	6.7%			
Toyota		5.0%	8.0%	7.0%	8.0%	8.0%	7.0%			
Honda		0.0%	8.0%	7.0%	3.0%	8.0%	7.0%			
Ford		5.0%	8.0%	6.0%	10.0%	8.0%	6.0%			

Nguồn: HSC

Giảm giá mục tiêu xuống 43.600đ (tiềm năng tăng giá 12), hạ khuyến nghị xuống tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và giữ nguyên các giả định định giá, HSC giảm 12% giá mục tiêu xuống 43.600đ, với tiềm năng tăng giá 12%. Cổ phiếu đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2026-2026 lần lượt ở mức 8,4 lần và 26 lần.

Chúng tôi áp dụng phương pháp DDM để xác định giá mục tiêu và các giả định định giá cơ bản bao gồm:

- Lãi suất phi rủi ro 4%(không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (không đổi) và hệ số beta 1 lần(không đổi). Khi đó, chi phí vốn CSH không đổi ở mức 12,8%.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn được giữ nguyên ở mức 1%.
- Cơ sở định giá là vào giữa năm 2026 (không đổi).

Bảng 23: Chi phí vốn CSH, VEA

Chi phí vốn CSH không đổi tại 12,8%

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Beta	1.0
Chi phí vốn CSH	12.8%

Nguồn: HSC

Bảng 24: Định giá DDM, VEA

Giá mục tiêu dựa theo tính toán của chúng tôi là 43.600đ

	Năm	Cổ tức (đồng/CP)	Giá trị dài hạn (đồng)	Giá trị hiện tại (đồng)
0	2025	4,658		4,658
0.5	2026	5,121		4,823
1.5	2027	4,867		4,065
2.5	2028	4,331	37,229	30,789
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		1.0%		
Chi phí vốn CSH		12.8%		
Giá trị nội tại				44,335
Chiết khấu				-753
Giá mục tiêu				43,600

Nguồn: HSC

Bảng 25: 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%

Tốc độ tăng trưởng dài hạn		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	0.0%	44,100	42,600	41,200	39,900	38,700
	0.5%	45,500	43,800	42,300	40,900	39,700
	1.0%	47,000	45,200	43,600	42,100	40,700
	1.5%	48,600	46,700	45,000	43,300	41,900
	2.0%	50,500	48,400	46,400	44,700	43,100

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn nhiều so với chỉ số VN-Index, VEA hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 8,8 lần. Với tiềm năng tăng giá 13%, HSC hạ khuyến nghị đối với VEA xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và cho rằng cổ phiếu được định giá rẻ và có lợi suất cổ tức cao (11-13% mỗi năm) trong 3 năm tới.

Tại ĐHCĐ năm 2025 vào tháng 6/2025, Công ty đã thảo luận rằng hiện tại không thể niêm yết trên sàn HSX do có ý kiến kiểm toán ngoại trừ trong BCTC, bao gồm (i) các khoản phải thu khó đòi 41 tỷ đồng, (ii) hàng tồn kho chậm luân chuyển trị giá 82 tỷ đồng và (iii) các vấn đề tại nhà máy gang xốp của công ty con Matexim với giá trị 482 tỷ đồng tính đến cuối năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng VEA sẽ có thể giải quyết được ý kiến kiểm toán ngoại trừ này, nhưng có thể sẽ mất nhiều thời gian vì điều này không thể dựa vào BLĐ của VEA mà tùy thuộc vào kết luận từ phía công an đối với bất kỳ vi phạm nào cũng như quá trình tái cấu trúc của VEA tại các công ty con thuộc sở hữu Nhà nước.

Biểu đồ 26: P/E trượt dự phóng 1 năm, VEA

VEA hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ năm 2019 ở mức 8,8 lần



Nguồn: 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	6,440	5,742	5,284
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	5,391	6,769	6,356	5,634	5,150
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	7,185	6,393	5,866
Chi phí thuế TNDN	(252)	(193)	(185)	(165)	(151)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(64.1)	(65.0)	(61.3)	(54.6)	(50.1)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	6,201	7,357	6,939	6,174	5,665
Lợi nhuận thuần ĐC	6,191	7,320	6,904	6,143	5,637
EBITDA ĐC	5,649	7,014	6,621	5,904	5,426
EPS (đồng)	4,667	5,536	5,222	4,646	4,263
EPS ĐC (đồng)	4,659	5,509	5,196	4,623	4,242
DPS (đồng)	5,035	4,658	5,121	4,867	4,331
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	676	(371)	(1,608)
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	19,792	19,326	18,689
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	28,382	27,792	27,029
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	27,014	26,407	25,627
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	25,729	26,238	27,014	26,407	25,627
Tổng nợ phải trả và VCSH	27,136	27,562	28,382	27,792	27,029
BVPS (đ)	19,363	19,746	20,329	19,873	19,286
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(216)	(252)	(519)	534	1,777

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	5,391	6,769	6,356	5,634	5,150
Khấu hao	(258)	(246)	(265)	(270)	(276)
Lãi vay thuần	1,150	851	829	760	717
Thuế TNDN đã nộp	(183)	(278)	(185)	(165)	(151)
Thay đổi vốn lưu động	168	(66.6)	(742)	(571)	(588)
Khác	(138)	(146)	0	0	0
LCT thuần từ HKKD	31.4	(187)	48.1	155	90.9
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	6,535	5,727	5,268
LCT thuần từ HĐĐT	6,500	6,959	6,409	5,596	5,134
Cổ tức trả cho CSH	(5,600)	(6,738)	(6,190)	(6,805)	(6,467)
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)	(6,159)	(6,799)	(6,462)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	297	358	379	676	(371)
LCT thuần trong kỳ	60.6	19.1	297	(1,047)	(1,237)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.36	1.33	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	358	379	676	(371)	(1,608)
Dòng tiền tự do	31.4	(187)	48.1	155	90.9

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	158	136	122
Tỷ suất LNT (%)	163	179	165	143	127
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	(5.61)	(10.8)	(8.10)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(18.4)	18.2	(5.69)	(11.0)	(8.24)
Tăng trưởng EPS (%)	(18.4)	18.6	(5.69)	(11.0)	(8.24)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(18.4)	18.2	(5.69)	(11.0)	(8.24)
Tăng trưởng DPS (%)	20.3	(7.49)	9.94	(4.95)	(11.0)
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	108	84.1	98.1	105	102
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	24.3	28.3	26.1	23.1	21.8
ROACE (%)	21.1	26.0	23.8	21.1	19.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.14	0.15	0.15	0.15	0.16
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.01	(0.03)	0.01	0.03	0.02
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)	(1.86)	2.09	7.00
Nợ/tài sản (%)	0.59	0.52	0.61	0.65	0.69
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	15.0	14.5	13.8
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	29.7	27.4	26.8	26.3	25.8
EV/EBITDA ĐC (lần)	20.0	16.1	17.0	19.3	21.2
P/E (lần)	8.29	6.99	7.41	8.33	9.08
P/E ĐC (lần)	8.31	7.03	7.45	8.37	9.12
P/B (lần)	2.00	1.96	1.90	1.95	2.01
Lợi suất cổ tức (%)	13.0	12.0	13.2	12.6	11.2

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

Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ)

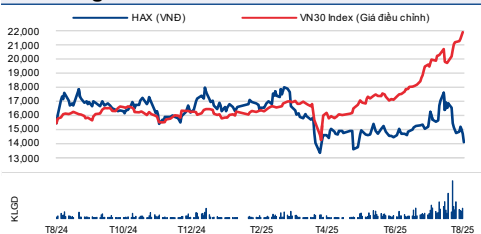
Giá mục tiêu: VNĐ12,000 (từ VNĐ14,800)

Tiềm năng tăng/giảm: -14.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/8/2025)	14,100
Mã Bloomberg	HAX VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,350-18,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	14,770
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	1,515
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	57.7
Slg CP lưu hành (tr.đv)	107
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	53.7
Slg CP NN được mua (tr.đv)	44.2
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	8.91%
Tỷ lệ freefloat	56.4%
Cổ đông lớn	Đền Dừng và gia đình (35.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(7.24)	(5.69)	(8.74)
So với chỉ số	(17.1)	(25.9)	(35.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	497	1,292	(61.6)
2026F	1,083	1,489	(27.3)
2027F	1,184	1,645	(28.0)

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 Giảm tỷ trọng do triển vọng xe động cơ đốt trong xấu đi

- HSC hạ khuyến nghị đối với HAX xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) và giảm 19% giá mục tiêu xuống 12.000đ (rủi ro giảm giá 15%) do giảm dự báo lợi nhuận và điều chỉnh các giả định định giá.
- Chúng tôi giảm lần lượt 63%/33%/35% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, sau khi giảm dự báo lợi nhuận mảng phân phối xe Mercedes và MG. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giảm 58% so với cùng kỳ trong năm 2025 trước khi phục hồi lần lượt 118% và 9% trong năm 2026-2027, nhờ khả năng sinh lời của mảng phân phối xe MG hồi phục.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 3 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,3 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 11,4 lần.

Sự kiện: KQKD yếu kém sẽ kéo sang nửa cuối năm 2025

KQKD Q2/2025 của HAX thấp hơn nhiều so với kỳ vọng, với doanh thu thuần 1.029 tỷ đồng (giảm 8% so với cùng kỳ) và lỗ thuần 4 tỷ đồng (so với lợi nhuận thuần 8 tỷ đồng trong Q2/2024 và 5 tỷ đồng trong Q1/2025) – thấp hơn nhiều so với dự báo của HSC ở mức 2 tỷ đồng. Thị trường phân phối ô tô Việt Nam đang đối mặt với đà suy thoái mạnh mẽ do áp lực cạnh tranh ngày càng tăng và xu hướng chuyển đổi từ xe động cơ đốt trong sang xe điện, dẫn đến số lượt hủy hợp đồng và trả cọc tăng cao. Mảng phân phối xe Mercedes cốt lõi của HAX vẫn kém tích cực, dẫn quyết định đóng cửa một showroom ở Hà Nội và lượng hàng tồn kho giảm đáng kể, trong khi Công ty chưa có kế hoạch nhập khẩu mẫu xe mới nào. Trong khi đó, mảng phân phối xe MG còn non trẻ tiếp tục là động lực tăng trưởng của HAX, nhờ mở rộng hệ thống showroom.

Tác động: Giảm bình quân 44% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC giảm bình quân 44% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, phản ánh triển vọng kém tích cực đối với sản lượng tiêu thụ xe Mercedes và áp lực sinh lời của mảng phân phối xe MG. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần đạt 53 tỷ đồng trong năm 2025, giảm 58% so với cùng kỳ, sau đó phục hồi lên 116 tỷ đồng/126 tỷ đồng (tăng trưởng 118%/9%) trong năm 2026/2027.

Dự báo lợi nhuận thuần mới của chúng tôi – thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đi ngang trong giai đoạn 2024-2027. Chúng tôi lưu ý rằng dự báo lợi nhuận của chúng tôi chưa phản ánh khoản lợi nhuận không thường xuyên (tiềm năng) từ việc thoái vốn tại một dự án BĐS.

Định giá và khuyến nghị.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn nhiều so với chỉ số VN-Index, HAX hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,3 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 11,4 lần. HSC giảm 19% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 12.000đ, sau khi giảm 21% định giá của mảng phân phối xe cốt lõi (đóng góp 87% tổng định giá của HAX). Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá là 15%. Cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 24,2 lần và 11,1 lần. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với HAX xuống Giảm tỷ trọng.

Trong khi đó, tiềm năng lãi vốn từ bán đất (13% tổng định giá của HAX) có thể dẫn đến lợi nhuận và định giá của HAX cao hơn/thấp hơn kỳ vọng nếu Công ty có thể bán lô đất với giá cao hơn/thấp 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	201 ▼	315 ▼	349 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	34.6	125	53.4 ▼	116 ▼	127 ▼
EPS ĐC (đồng)	370	1,163	497 ▼	1,083 ▼	1,184 ▼
DPS (đồng)	300	1,000	0 ▼	500 ▼	500 ▼
BVPS (đồng)	12,459	13,875	14,372	14,955 ▲	15,639 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	17.5	5.70	8.66	5.61	5.07
P/E ĐC (lần)	38.1	12.1	28.4	13.0	11.9
Lợi suất cổ tức (%)	2.13	7.09	0	3.55	3.55
P/B (lần)	1.13	1.02	0.98	0.94	0.90
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(85.6)	214	(57.3)	118	9.35
ROAE (%)	3.40	10.8	4.34	9.03	9.38

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

Hạ khuyến nghị do triển vọng kém khả quan

HSC hạ khuyến nghị đối với HAX xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) và giảm 19% giá mục tiêu xuống 12.000đ (rủi ro giảm giá 18%). Sau khi giảm bình quân 44% dự báo lợi nhuận do giảm dự báo lợi nhuận mảng phân phối xe Mercedes và mảng phân phối xe MG, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 đạt 53 tỷ đồng trong năm 2025 (giảm 58% so với cùng kỳ), trước khi phục hồi lên 116 tỷ đồng/126 tỷ đồng trong năm 2026-2027, tăng trưởng lần lượt 118%/9%. Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 3 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,3 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 11,4 lần. Hạ khuyến nghị xuống giảm tỷ trọng do định giá cao.

KQKD Q2/2025 đáng thất vọng do thua lỗ ở mảng phân phối xe Mercedes

KQKD Q2/2025 đáng thất vọng, với doanh thu thuần 1.029 tỷ đồng (giảm 8% so với cùng kỳ nhưng tăng 7% so với quý trước) và lỗ thuần 4 tỷ đồng (so với lợi nhuận thuần 8 tỷ đồng trong Q2/2024 và 5 tỷ đồng trong Q1/2025), thấp hơn nhiều so với kỳ vọng của chúng tôi. Trong nửa đầu năm 2025, doanh thu thuần đạt 1.988 tỷ đồng (giảm 8% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 1 tỷ đồng (giảm 98% so với cùng kỳ) – chỉ hoàn thành 0,5% dự báo của chúng tôi. Chúng tôi đã thảo luận về KQKD này trong báo cáo '[Q2/2025: Ghi nhận lỗ thuần do mảng phân phối xe Mercedes kém tích cực](#)'.

Triển vọng 6 tháng cuối năm: Mảng phân phối xe Mercedes có vẻ mờ nhạt

Thị trường phân phối ô tô Việt Nam đang trải qua một giai đoạn suy thoái mạnh mẽ với giá xe liên tục giảm để giải phóng hàng tồn kho trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt giữa các thương hiệu. Hơn nữa, xu hướng chuyển đổi từ xe động cơ đốt trong sang xe điện, một phần do chính sách của Chính phủ và thị hiếu tiêu dùng thay đổi, đã dẫn đến số lượt hủy hợp đồng và trả cọc tăng cao tại các đại lý. Những yếu tố này đã làm xói mòn tỷ suất lợi nhuận của đơn vị phân phối xe. Các công ty khác, như City Auto (CTF; chưa khuyến nghị) cũng ghi nhận lợi nhuận thuần giảm 36% so với cùng kỳ và giảm 12% so với quý trước.

Đối với **mảng phân phối xe Mercedes**, HAX đã phải đóng cửa một showroom ở Kim Giang, Hà Nội vào ngày 1/8/2025 do doanh thu giảm, còn lại bốn showroom dành cho Mercedes-Benz Việt Nam. HAX đã phải tung ra các chương trình khuyến mãi và chủ động giảm lượng hàng tồn kho khi nhu cầu thấp trong nửa đầu năm 2025 và chưa có kế hoạch nhập mẫu xe mới. Đến cuối Q2/2025, lượng xe Mercedes tồn kho của HAX giảm đáng kể xuống còn 370 tỷ đồng, thấp hơn mức tồn kho 471 tỷ đồng tính đến cuối Q1/2025 và 414 tỷ đồng tính đến cuối năm 2024. Do đó, chúng tôi dự báo KQKD của mảng phân phối xe Mercedes sẽ tiếp tục giảm trong nửa cuối năm 2025.

HAX vẫn giữ vững vị thế là đơn vị phân phối xe Mercedes lớn nhất tại Việt Nam với khoảng 40% thị phần sản lượng tiêu thụ của Mercedes trong Q2/2025. Sản lượng tiêu thụ xe Mercedes trong Q2/2025 giảm 43% so với cùng kỳ xuống 303 chiếc (nhưng tăng 85% so với quý trước), cho thấy sức chi tiêu cho xe hạng sang ở Việt Nam suy giảm trong giai đoạn bất ổn.

Mảng phân phối xe MG (do PTM (PTM; chưa khuyến nghị), công ty con do HAX sở hữu 51,6% cổ phần, điều hành) sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính cho HAX. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu tích cực của mảng phân phối xe MG sẽ tiếp tục được hỗ trợ từ việc mở rộng hệ thống showroom. HAX hiện đang vận hành 17 showroom MG trên cả nước và sẽ tiếp tục mở rộng lên 20 showroom (so với 12 showroom vào cuối năm 2024), trong đó 12 showroom sẽ đáp ứng tiêu chuẩn cao cấp toàn cầu của MG. Tuy nhiên, việc chi phí tăng cao trong bối cảnh cạnh tranh với các hãng xe truyền thống khác cùng với việc công ty mẹ SAIC Motors giảm các chính sách hỗ trợ sẽ tiếp tục tạo áp lực lên khả năng sinh lời của mảng này.

PTM đã đăng ký mã chứng khoán vào tháng 7/2025 và niêm yết trên sàn UPCoM vào ngày 22 tháng 8/2025. 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. HSC tin rằng chủ tịch HĐQT của HAX đang nắm giữ phần còn lại. Việc PTM niêm yết cổ phiếu có thể thúc

đẩy tâm lý nhà đầu tư đối với HAX và tăng cường tính linh hoạt của PTM trong việc huy động vốn để hỗ trợ các kế hoạch mở rộng kinh doanh trong tương lai.

Giảm bình quân 44% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC giảm bình quân 44% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 sau khi giảm dự báo lợi nhuận của cả hai mảng phân phối xe Mercedes và MG dựa trên triển vọng kém tích cực. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần đạt 53 tỷ đồng, giảm 58% so với cùng kỳ, trước khi phục hồi lên 116 tỷ đồng/126 tỷ đồng trong năm 2026-2027, lần lượt tăng trưởng 118% và 9%.

Mảng phân phối xe Mercedes: Với những thách thức ngày càng tăng của phân khúc xe hạng sang, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ xe Mercedes của HAX trong năm 2025 sẽ giảm 18% so với cùng kỳ xuống còn 954 chiếc (điều chỉnh giảm từ mức tăng 5% so với cùng kỳ lên 1.221 chiếc). Việc điều chỉnh giảm này phản ánh những khó khăn vĩ mô gia tăng, cạnh tranh gay gắt và tâm lý người tiêu dùng thận trọng hơn trong phân khúc ô tô cao cấp. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ sẽ phục hồi dần dần, với mức tăng 10% so với cùng kỳ mỗi năm trong năm 2026 và 2027 lên 1.049/1.154 chiếc, dựa trên mức nền thấp trong năm 2025, sức chi tiêu hồi phục và việc ra mắt các mẫu xe mới phù hợp với các xu hướng hiện tại của ngành ô tô Việt Nam.

Mảng phân phối xe MG: HSC giữ nguyên kỳ vọng Công ty sẽ có tổng số 20 showroom MG (thêm 8 showroom mới) trong năm 2025. Sau khi ghi nhận sản lượng tiêu thụ kém hơn kỳ vọng (khoảng 2.100 chiếc) trong nửa đầu năm 2025, chúng tôi giảm dự báo sản lượng tiêu thụ xe MG năm 2025, 2026 và 2027 của HAX xuống còn 5.352/7.405/8.543 chiếc (so với 8.000/10.250/11.825 chiếc trước đó), cho thấy mức tăng lần lượt 17%/38%/15% so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng PTM vẫn là đơn vị phân phối lớn nhất của MG tại Việt Nam, chiếm khoảng 40% tổng sản lượng tiêu thụ của MG Việt Nam. Trong năm 2026-2027, chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ mở một showroom mới mỗi năm nhưng nâng cao sản lượng tiêu thụ trên mỗi cửa hàng nhằm cắt giảm chi phí.

Về khả năng sinh lời, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận thuần của MG sẽ giảm xuống 4% trong năm 2025 (so với 6,9% trong năm 2024), phản ánh những thách thức trong cuộc chiến giá cả, áp lực mở rộng HĐKD và sự hỗ trợ từ công ty mẹ SAIC Motor Corp. ít hơn. Trong năm 2026-2027, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận thuần sẽ phục hồi lên 4,2% khi việc mở showroom mới chậm lại và doanh thu trên mỗi showroom cải thiện.

Bảng 27: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, HAX

Hạ 44% dự báo lợi nhuận năm 2025 do hạ ước tính lợi nhuận của Mercedes and MG business

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	7,394	9,193	10,588	5,347	6,770	7,643	-27.7%	-26.4%	-27.8%
Mercedes	3,248	3,394	4,068	4,675	2,822	3,101	3,409	-16.9%	-23.8%	-27.1%
MG	2,266	4,000	5,125	5,913	2,526	3,669	4,233	-36.9%	-28.4%	-28.4%
LNST	204	230	282	321	101	189	211	-55.9%	-32.8%	-34.2%
Mercedes	61	50	56	61	2	37	36	-96.9%	-34.0%	-41.5%
MG	143	180	226	260	100	152	176	-44.6%	-32.5%	-32.5%
Lợi nhuận thuần	125	143	173	195	53	116	126	-62.8%	-33.0%	-35.3%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần	38.5%	34.1%	24.3%	15.2%	-3.0%	26.6%	12.9%			
Mercedes	7.1%	4.5%	19.9%	14.9%	-13.1%	9.9%	9.9%			
MG	138.4%	76.5%	28.1%	15.4%	11.5%	45.3%	15.4%			
LNST	449.4%	12.9%	22.6%	14.1%	-50.2%	86.9%	11.7%			
Mercedes	359.2%	-18.3%	12.7%	8.8%	-97.4%	2267.6%	-3.6%			
MG	499.7%	26.3%	25.3%	15.4%	-30.0%	52.7%	15.4%			
Lợi nhuận thuần	261.3%	14.2%	20.9%	13.2%	-57.5%	118.0%	9.3%			

Nguồn: HSC

Giảm giá mục tiêu xuống 12.000đ (rủi ro giảm giá 15%); hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 19% giá mục tiêu xuống 12.000đ, cho thấy rủi ro giảm giá 15% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 24,2 lần và 11,1 lần. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với HAX xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) nhằm phản ánh quan điểm thận trọng hơn đối với triển vọng lợi nhuận của mảng phân phối xe Mercedes và 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.

Đối với **mảng phân phối xe cốt lõi**, chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá. Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá, HSC giảm 21% định giá mảng phân phối xe cốt lõi xuống còn 10.400đ, đóng góp 87% tổng định giá của HAX và HĐKD cốt lõi của HAX có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 20,9 lần và 9,6 lần.

Các giả định chính như sau:

- Lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (không đổi) và hệ số beta 1,1 lần (không đổi). Theo đó, giả định WACC ở mức 12,1%.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1% (so với 2% trước đó) dựa trên quan điểm thận trọng về đà tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn của HAX.
- Cơ sở định giá là vào giữa năm 2026.

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

- Tháng 8/2022, HAX đã mua một khu đất rộng 5.798m2 trên đường Võ Văn Kiệt, Phường An Lạc, Quận Bình Tân, TP.HCM với giá 470 tỷ đồng. Khu đất này được ghi nhận trong BCTC của HAX là tài sản đầu tư với giá trị sổ sách là 469 tỷ đồng (chỉ 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 mảnh đất đầu tiên từ Chủ tịch HĐQT Đỗ Tiến Dũng với giá trị giao dịch là 73 tỷ đồng. Mảnh 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 28: Định giá SOTP, HAX

Giá mục tiêu mới của HAX là 12.000đ

	Tỷ đồng	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	Đồng/cp	Tỷ trọng giá trị
Mảng phân phối xe (Tỷ đồng)	1,115	107.4	10,400	86.7%
Thu nhập từ bán đất (Tỷ đồng)	170	107.4	1,600	13.3%
Tổng giá trị của HAX (Tỷ đồng)	1,285	107.4	12,000	100.0%

Nguồn: HSC

Bảng 29: 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%

CAPM	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH m	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 30: Tính toán WACC, HAX

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 12,1%

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	76.1%
Nợ / Tổng nguồn vốn	23.9%
WACC	12.1%

Nguồn: HSC

Bảng 31: Định giá mảng kinh doanh cốt lõi, HAX

Hạ 12% giá mục tiêu HĐQT 'cốt lõi' xuống 10.400đ (giảm 29% so với thị giá)

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F
Lợi nhuận thuần	53	116	127	134	142	150
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	21	22	25	27	28	29
+ Khấu hao	48	51	53	55	58	60
- Thay đổi vốn lưu động	103	-43	-43	-36	-36	-24
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	-17	-61	-61	-59	-56	-51
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	209	85	101	121	136	164
Tốc độ tăng trưởng dài hạn						1%
Giá trị dài hạn						1,495
Dòng tiền tương lai	209	85	101	121	136	1,659
Hệ số chiết khấu	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	1.7
Giá trị hiện tại	209	80	85	91	91	993
Giá trị mảng kinh doanh cốt lõi của DN		1,341				
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030		446				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn		894				
Trừ: Tổng nợ		-649				
Cộng: Tiền & các khoản tương đương tiền		424				
Giá trị vốn CSH, mảng kinh doanh cốt lõi		1,115				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		107.4				
Giá trị của cổ phiếu (mảng kinh doanh cốt lõi)		10,400				

Nguồn: HSC
Bảng 32: 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	11,000
110	29	168	134	11,500
120	39	212	170	12,000
130	49	284	227	12,400
140	59	342	273	12,900

Nguồn: HSC

Ngày 1/8/2025, Công ty công bố kế hoạch đấu giá không thành công do không có nhà đầu tư quan tâm. Chúng tôi được biết, HAX có thể sẽ làm việc trực tiếp với nhà đầu tư tiềm năng và công bố kết quả sau. Mặc dù BLĐ Công ty muốn bán lô đất với giá 180 triệu đồng/m², 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 13% vào tổng giá trị hợp lý của HAX. Nếu HAX bán khu đất này với giá cao hơn/thấp hơn giá mục tiêu của chúng tôi, điều này có thể tạo ra tiềm năng tăng hoặc rủi ro giảm đối với giá mục tiêu đối với cổ phiếu 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 32).

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 3 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,3 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 11,4 lần.

Biểu đồ 33: P/E trượt dự phóng 1 năm, HAX

HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,2 lần, cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân ở mức 12,2 lần (dữ liệu từ năm 2019)



Nguồn: 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	5,347	6,770	7,643
Lợi nhuận gộp	277	512	436	546	613
Chi phí BH&QL	(221)	(312)	(377)	(349)	(394)
Thu nhập khác	30.0	80.7	93.6	67.7	76.4
Chi phí khác	(0.80)	(0.37)	(0.35)	(0.45)	(0.51)
EBIT	84.9	280	153	265	296
Lãi vay thuần	(36.7)	(22.1)	(25.7)	(27.2)	(30.4)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	48.1	258	127	238	265
Chi phí thuế TNDN	(11.1)	(54.8)	(25.4)	(47.5)	(53.1)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2.47)	(78.6)	(48.3)	(73.7)	(85.0)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	34.6	125	53.4	116	127
Lợi nhuận thuần ĐC	34.6	125	53.4	116	127
EBITDA ĐC	108	337	201	315	349
EPS (đồng)	370	1,163	497	1,083	1,184
EPS ĐC (đồng)	370	1,163	497	1,083	1,184
DPS (đồng)	300	1,000	0	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	93.4	107	107	107	107
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	93.4	107	107	107	107
Slg 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	424	501	560
Đầu tư ngắn hạn	0	3.00	3.00	3.00	3.00
Phải thu khách hàng	213	340	281	339	363
Hàng tồn kho	696	661	615	643	688
Các tài sản ngắn hạn khác	42.6	49.8	53.5	67.7	76.4
Tổng tài sản ngắn hạn	1,072	1,316	1,376	1,553	1,690
TSCĐ hữu hình	370	453	964	974	982
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	85.6	108	122
Tổng tài sản dài hạn	935	1,091	1,062	1,095	1,117
Tổng cộng tài sản	2,006	2,407	2,438	2,648	2,807
Nợ ngắn hạn	700	670	649	755	814
Phải trả người bán	44.7	99.3	80.2	102	115
Nợ ngắn hạn khác	29.3	39.4	39.4	39.4	39.4
Tổng nợ ngắn hạn	839	915	893	1,041	1,126
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	893	1,041	1,126
Vốn chủ sở hữu	1,115	1,203	1,257	1,319	1,393
Lợi ích cổ đông thiểu số	49.0	287	287	287	287
Tổng vốn chủ sở hữu	1,164	1,491	1,544	1,607	1,680
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,006	2,407	2,438	2,648	2,807
BVPS (đ)	12,459	13,875	14,372	14,955	15,639
Nợ thuần*/(tiền mặt)	579	408	226	254	254

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	84.9	280	153	265	296
Khấu hao	(23.4)	(56.6)	(48.2)	(50.6)	(53.1)
Lãi vay thuần	(36.7)	(22.1)	(25.7)	(27.2)	(30.4)
Thuế TNDN đã nộp	(35.7)	(20.2)	(25.4)	(47.5)	(53.1)
Thay đổi vốn lưu động	367	80.6	103	(43.4)	(43.0)
Khác	39.2	(0.24)	(51.7)	(87.0)	(92.7)
LCT thuần từ HĐKD	433	367	201	109	129
Đầu tư TS dài hạn	(401)	(371)	(17.0)	(60.9)	(61.1)
Góp vốn & đầu tư	0	(3.00)	0	0	0
Thanh lý	402	210	0	0	0
Khác	0.58	0.70	(1.49)	(22.8)	(14.0)
LCT thuần từ HĐĐT	0.77	(164)	(18.5)	(83.7)	(75.1)
Cổ tức trả cho CSH	(36.0)	(31.5)	0	(53.7)	(53.7)
Thu từ phát hành CP	14.0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(452)	(29.9)	(20.2)	105	59.0
Khác	0	0	(0.20)	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(474)	(61.4)	(20.4)	51.4	5.28
Tiền & tương đương tiền đầu kì	160	120	262	424	501
LCT thuần trong kỳ	(40.3)	142	162	77.2	58.8
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	120	262	424	501	560
Dòng tiền tự do	31.5	(4.33)	184	48.5	67.5

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	8.16	8.07	8.03
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	2.72	6.11	3.76	4.66	4.56
Tỷ suất LNT (%)	0.87	2.27	1.00	1.72	1.66
Thuế TNDN hiện hành (%)	23.0	21.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(41.2)	38.5	(3.01)	26.6	12.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(68.4)	211	(40.4)	57.0	10.6
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(85.6)	261	(57.3)	118	9.35
Tăng trưởng EPS (%)	(85.6)	214	(57.3)	118	9.35
Tăng trưởng DPS (%)	(40.0)	233	(100)	nm	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	81.0	86.0	0	46.2	42.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	3.40	10.8	4.34	9.03	9.38
ROACE (%)	7.31	21.1	10.1	16.8	18.0
Vòng quay tài sản (lần)	1.74	2.50	2.21	2.66	2.80
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	5.10	1.31	1.31	0.41	0.44
Số ngày tồn kho	68.6	48.2	45.7	37.7	35.7
Số ngày phải thu	21.0	24.8	20.9	19.9	18.9
Số ngày phải trả	4.40	7.25	5.96	5.96	5.95
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	56.9	39.2	24.4	26.9	26.5
Nợ/tài sản (%)	37.6	30.5	29.9	32.3	33.1
EBIT/lãi vay (lần)	2.31	12.7	5.94	9.73	9.73
Nợ/EBITDA (lần)	6.97	2.17	3.63	2.71	2.66
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.28	1.44	1.54	1.49	1.50
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.48	0.35	0.33	0.26	0.23
EV/EBITDA ĐC (lần)	17.5	5.70	8.66	5.61	5.07
P/E (lần)	38.1	12.1	28.4	13.0	11.9
P/E ĐC (lần)	38.1	12.1	28.4	13.0	11.9
P/B (lần)	1.13	1.02	0.98	0.94	0.90
Lợi suất cổ tức (%)	2.13	7.09	0	3.55	3.55

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