

Ngành ô tô: Xe điện dẫn dắt tăng trưởng, nhưng khả năng sinh lời vẫn còn kém

Mai Đoàn Ngọc Hân

Chuyên viên cao cấp, Ngành Công Nghiệp
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

- Tổng sản lượng tiêu thụ ô tô 10 tháng đầu năm 2025 của Việt Nam tăng 29% so với cùng kỳ – nhờ mức tăng vượt trội của VinFast, trong khi tiêu thụ của các hãng xe truyền thống khác tăng 7% so với cùng kỳ. Trong Q3/2025, sản lượng tiêu thụ xe máy tăng 8% so với cùng kỳ nhờ tiêu thụ xe máy điện tăng mạnh trong khi Honda giảm 7% so với cùng kỳ.
- Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ ô tô trong Q4/2025 sẽ giảm 2% so với cùng kỳ (từ nền cao), cho thấy sản lượng tiêu thụ năm 2025 tăng 19% so với cùng kỳ. Cho năm 2026/2027, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ tăng 17%/16% so với cùng kỳ – được dẫn dắt bởi VinFast, với sản lượng tiêu thụ của các hãng xe truyền thống tăng khiêm tốn 5%/6% so với cùng kỳ. Sản lượng tiêu thụ xe máy của Honda năm 2026/2027 dự kiến giảm 11%/4% so với cùng kỳ do xe điện giành mất thị phần.
- Nhìn chung, chúng tôi có quan điểm thận trọng đối với ngành ở mức giá hiện tại. Mặc dù vậy, VEA (Tăng tỷ trọng) có vẻ đang được định giá rẻ, dựa trên lợi suất cổ tức hấp dẫn. HSC khuyến nghị Nắm giữ đối với DRC và HAX (từ Giảm tỷ trọng) vì định giá của những cổ phiếu này có vẻ đang sát với giá trị hợp lý.

Các hãng xe truyền thống bước vào giai đoạn điện hóa

Việt Nam dẫn đầu ASEAN trong ứng dụng xe điện, với doanh số bán xe điện chiếm 28% trong 10T/2025 (từ 22% của năm 2024). Xe điện bán ra chủ yếu là của VinFast (92% tổng sản lượng bán xe điện) và xe hybrid của Toyota (5%). Các thương hiệu khác, bao gồm các hãng Trung Quốc, vẫn có thị phần khiêm tốn nhưng đang có xu hướng mở rộng danh mục sản phẩm.

Các chính sách hỗ trợ ngày càng tích cực, với việc giảm thuế tiêu thụ đặc biệt cho xe Hybrid và xe chạy bằng nhiên liệu sinh học (bằng 70% của xe động cơ đốt trong) từ tháng 1/2026. Toyota đang mở rộng dây chuyền sản xuất xe hybrid tại Việt Nam - 15.000 chiếc/năm (14% tổng công suất), với mẫu Yaris Cross hybrid sẽ cạnh tranh với VinFast VF6. Trong 10T/2025, sản lượng tiêu thụ xe hybrid của Toyota tăng 54% so với cùng kỳ đạt 6.505 chiếc (10% sản lượng tiêu thụ ô tô của Toyota). Ford cũng ra mắt mẫu xe điện Mach-E, với 50 trạm sạc tại các đại lý.

Sản lượng tiêu thụ ô tô 10T/2025 tăng 17% so với cùng kỳ, dẫn đầu là VinFast

Trong 10T/2025, tổng sản lượng bán ô tô của Việt Nam đạt 462.299 chiếc, tăng 29% so với cùng kỳ, nhờ VinFast tăng 194% so với cùng kỳ. Nếu ngoại trừ VinFast, doanh số bán của thị trường tăng 7% so với cùng kỳ. Sản lượng bán của các công ty liên doanh của VEA (Toyota, Honda, Ford) tăng 12% so với cùng kỳ, chiếm 25% thị phần, trong khi doanh số của Mercedes và MG giảm 28% và 13% so với cùng kỳ. VinFast vẫn là hãng xe lớn nhất với 27% thị phần. Hiện chúng tôi dự doanh số bán ô tô năm 2025 sẽ tăng 19% đạt 572.616 chiếc, chủ yếu bởi VinFast. Do đó, doanh số bán của Q4/2025 dự kiến giảm 2% so với cùng kỳ xuống 174.095 chiếc. Theo đó, HSC ước doanh số bán ô tô năm 2026 sẽ tăng 17%, đạt 668.747 chiếc.

Đối với xe máy, VinFast cũng giành thêm thị phần, với sản lượng tiêu thụ 120.052 chiếc trong Q3/2025, vượt trội so với đối thủ. Mặc dù Honda vẫn chiếm ưu thế nhưng họ đang mất thị phần (giảm xuống còn 65% trong Q3/2025 so với 75% trong Q3/2024) khi các thành phố lớn dần loại bỏ xe xăng và thị hiếu người tiêu dùng chuyển sang xe điện ngày càng tăng. Hiện chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ xe máy trong năm 2025 của Honda sẽ tăng 1% lên 2.173.495 chiếc, cho thấy sản lượng tiêu thụ trong Q4/2025 giảm 13% so với cùng kỳ xuống 548.967 chiếc. Cho năm 2026, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ của Honda giảm 11% so với cùng kỳ.

VEA (Tăng tỷ trọng) là lựa chọn hàng đầu; HAX và DRC (khuyến nghị Nắm giữ cho cả hai) đang sát với giá trị hợp lý

Đối với VEA, chúng tôi giảm 10% giá mục tiêu xuống 39.300đ (tiềm năng tăng giá 10%), phản ánh việc giảm dự báo lợi suất cổ tức do triển vọng xe 2 bánh suy yếu trong trung hạn cũng như lợi nhuận đóng góp từ các liên doanh thấp hơn, nhưng duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng do định giá (lợi suất cổ tức vững chắc). HSC nâng khuyến nghị đối với HAX lên Nắm giữ (từ Giảm tỷ trọng), với giá mục tiêu 10.900đ (tiềm năng tăng giá 2%) sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh và kỳ vọng hồi phục trong năm 2026, dù còn nhiều thách thức. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với DRC, với giá mục tiêu 16.000đ (tiềm năng tăng giá 3%) do những khó khăn ngắn hạn từ Bảo số 13 và biến động chi phí, trong khi sản lượng tiêu thụ ổn định trong trung hạn.

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
DRC	15,550	Nắm giữ	-	16,000	(1.23)	2.89	18.8	12.6	9.43	7.01	0	3.22
HAX	10,700	Nắm giữ	Giảm tỷ trọng	10,900	(9.17)	1.87	N/a	20.8	16.4	6.49	0	0
VEA	35,600	Tăng tỷ trọng	-	39,300	(9.86)	10.4	6.75	7.49	16.4	18.1	14.5	13.7

Giá cổ phiếu tại ngày 24/11/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Triển vọng ngành ô tô có vẻ yếu 3

Các hãng xe tăng tốc chuyển đổi sang xe điện 3

Cập nhật sản lượng tiêu thụ 6

Định giá và khuyến nghị 8

Báo cáo thành phần

Tổng CTCP Máy động lực và máy nông nghiệp Việt Nam (VEA) 11

CTCP Cao su Đà Nẵng (DRC) 17

CTCP Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh (HAX) 23

Triển vọng ngành ô tô có vẻ yếu

Việt Nam dẫn đầu ASEAN trong việc ứng dụng xe điện, với sản lượng tiêu thụ xe điện chiếm tỷ trọng 28% trong 10 tháng đầu năm 2025, được dẫn dắt bởi VinFast (đóng góp 92% sản lượng tiêu thụ xe điện) và kế đến là Toyota, với 5%. Các chính sách ưu đãi, bao gồm việc giảm thuế tiêu thụ đặc biệt cho xe hybrid/xe chạy bằng nhiên liệu sinh học từ tháng 1/2026 đã hỗ trợ cho Toyota trong việc mở rộng sản xuất xe hybrid tại Việt Nam (đầu tư 360 triệu USD). Tuy nhiên, các chính sách này không thể bù đắp cho triển vọng ngày càng xấu đi ở mảng xe máy của Honda, vốn đang mất thị phần vào tay VinFast và các hãng xe điện 2 bánh khác (xe máy Honda đóng góp 75%/74% lợi nhuận thuần của VEA trong năm 2024/9 tháng đầu năm 2025). Ford cũng bắt đầu gia nhập thị trường xe điện với mẫu xe chủ lực Mach-E và lắp đặt các trạm sạc tại các đại lý, mặc dù doanh thu vẫn khiêm tốn. HSC nâng khuyến nghị đối với HAX lên Nắm giữ (từ Giảm tỷ trọng) dựa trên định giá và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VEA và Nắm giữ đối với DRC.t

Các hãng xe tăng tốc chuyển đổi sang xe điện

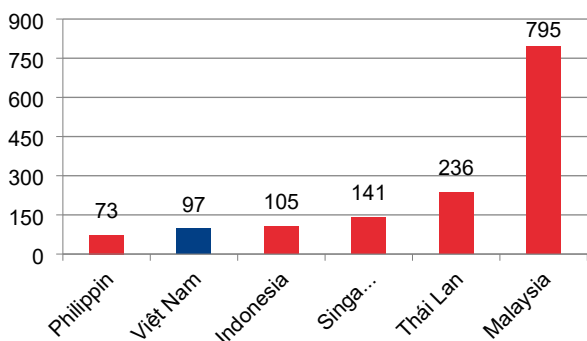
Việt Nam trở thành nước ứng dụng xe điện lớn nhất trong khu vực

Tỷ lệ sở hữu xe ô tô (trên 1.000 dân) của Việt Nam tăng 54% so với cùng kỳ lên 97 xe trong năm 2024 (từ 63 xe trong năm 2023) nhưng vẫn thấp hơn so với các nước khác trong khu vực ASEAN, cho thấy tiềm năng tăng trưởng ngành ô tô tại đây rất lớn (Biểu đồ 1).

Đáng chú ý, HSC nhận thấy tỷ lệ sử dụng xe điện tại Việt Nam đang tăng tốc nhờ các chính sách thuận lợi và sự chuyển dịch về nhu cầu. Theo ước tính của HSC, tỷ lệ tiêu thụ xe điện trên tổng số ô tô được bán ra tại Việt Nam đạt mức cao nhất trong khu vực ASEAN, khoảng 22,1% trong năm 2024 (Biểu đồ 2) và chiếm 27,5% tổng sản lượng tiêu thụ ô tô trong 10 tháng đầu năm 2025 (Biểu đồ 3). Trong đó, xe điện VinFast đóng góp khoảng 92% và xe hybrid của Toyota đóng góp khoảng 5%.

Biểu đồ 1: Tỷ lệ sở hữu ô tô (số xe/1.000 dân), năm 2024

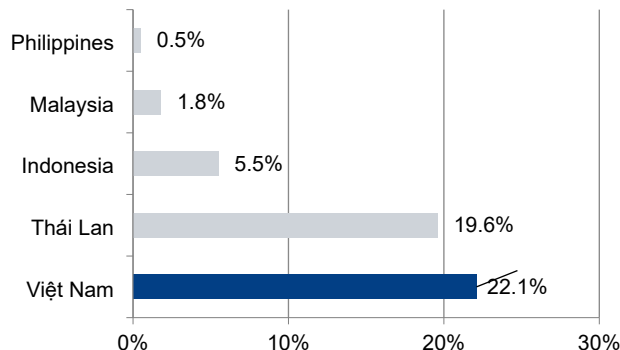
Tỷ lệ sở hữu ô tô của Việt Nam vẫn ở mức thấp so với các quốc gia khác



Nguồn: OICA, PwC, HSC

Biểu đồ 2: Tỷ lệ tiêu thụ xe điện (trên tổng số ô tô bán ra), 2024

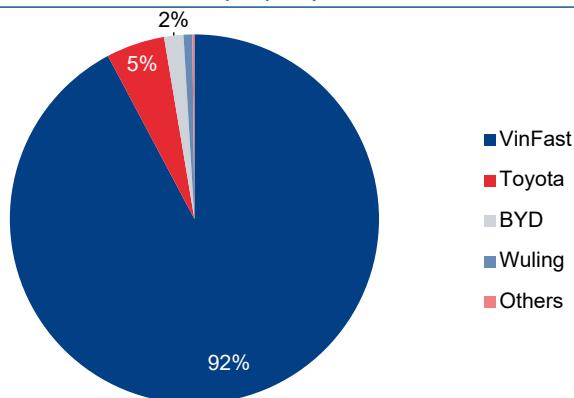
Việt Nam có mức tiêu thụ xe điện mạnh nhất trong khu vực



Nguồn: International Council on Clean Transportation, HSC

Biểu đồ 3: Tỷ trọng xe điện 10 tháng đầu năm 2025 theo hãng, Việt Nam

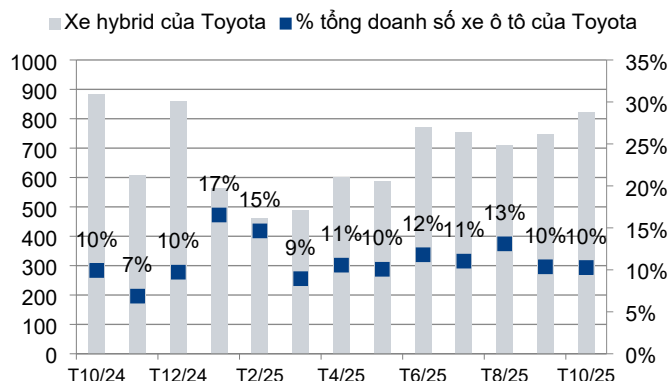
Phần lớn doanh số bán xe điện tại Việt Nam đến từ VinFast



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

Biểu đồ 4: Số lượng bán xe hybrid của Toyota tại Việt Nam

Toyota sẽ bổ sung công suất sản xuất xe hybrid tại Việt Nam trong giai đoạn 2026 - 2028



Nguồn: Toyota Việt Nam, HSC

Trong 10 tháng đầu năm 2025, Toyota bán ra 6.505 xe hybrid (tăng 54% so với cùng kỳ và bằng 11% tổng sản lượng tiêu thụ ô tô của Toyota), phần nào hỗ trợ cho mức tăng trưởng vững chắc 14% so với cùng kỳ của tổng sản lượng tiêu thụ ô tô của Toyota trong giai đoạn này (Biểu đồ 4). Sự hiện diện của các thương hiệu xe điện khác (chủ yếu là các thương hiệu Trung Quốc) vẫn còn khiêm tốn do thiếu cơ sở hạ tầng sạc và chiến lược giá bán không phù hợp (bán giá rất cao trong thời gian đầu và nhanh chóng giảm giá sau đó, tạo ra phản ứng tiêu cực từ những khách mua sớm và làm khách hàng khác lo ngại).

Sản lượng tiêu thụ xe điện tăng mạnh chủ yếu được hỗ trợ bởi hoạt động sản xuất trong nước và các chính sách hỗ trợ tích cực của Chính phủ như miễn thuế trước bạ, mức thuế tiêu thụ đặc biệt cho xe hybrid và xe chạy bằng nhiên liệu sinh học rõ ràng hơn, cấm xe xăng trên toàn thành phố vào năm 2030. Tất cả các chính sách này nhằm hỗ trợ cho mục tiêu quốc gia là đạt được tỷ lệ tiêu thụ xe điện trên tổng sản lượng tiêu thụ xe ô tô ở mức 80-85% vào năm 2045 (Biểu đồ 5). Hơn nữa, nhà sản xuất xe điện lớn nhất tại Việt Nam - VinFast đã lắp đặt khoảng 150.000 trạm sạc (cho xe máy và cả ô tô) trên khắp cả nước (tại các địa điểm thuộc sở hữu của công ty hoặc được cấp phép), giúp công ty sở hữu mạng lưới trạm sạc lớn nhất tại Việt Nam. Với các chương trình khuyến mãi tích cực như chương trình “đổi xe xăng lấy xe điện” và ưu đãi sạc pin miễn phí cho khách hàng, VinFast đã trở thành thương hiệu có vị thế vững chắc tại Việt Nam.

Biểu đồ 5: Các chính sách hỗ trợ việc triển khai và phát triển xe điện tại Việt Nam

Các chính sách đã được siết chặt hỗ trợ đẩy phát triển xe điện tại Việt Nam

Chính sách	Thời gian áp dụng	Tác động
Quyết định 876/QĐ-TTg	Lộ trình giai đoạn 2022–2030, với tầm nhìn đến năm 2050	Chương trình quốc gia về chuyển dịch năng lượng xanh cho lĩnh vực giao thông vận tải: + Đến 2030: Thúc đẩy sản xuất / nhập khẩu xe điện; phát triển hạ tầng trạm sạc; mục tiêu ít nhất 50% phương tiện tại khu vực đô thị sử dụng “điện hoặc năng lượng xanh”; 100% taxi mới phải sử dụng điện hoặc năng lượng xanh. + Đến 2050: Chuyển đổi 100% phương tiện đường bộ sang sử dụng điện / năng lượng xanh. Đồng thời tạo nền tảng thể chế: giao nhiệm vụ cho các bộ, ngành xây dựng chính sách và hạ tầng hỗ trợ
Nghị định 51/2025 (sửa đổi Nghị định 10/2022)	Từ tháng 3/2022 đến tháng 2/2027	Xe điện chạy pin (BEV) được áp dụng mức lệ phí trước bạ 0% đến ngày 28/2/2027 (lệ phí trước bạ thông thường chiếm khoảng 10%–12% giá xe)
Luật số 66/2025/QH15 (cập nhật từ Luật số 03/2022/QH15)	Có hiệu lực từ tháng 3/2022	Thuế tiêu thụ đặc biệt (TTĐB) áp dụng đối với xe điện: + Mức TTĐB áp dụng cho xe hybrid (tiêu thụ không quá 70% năng lượng từ nhiên liệu hóa thạch) và xe sử dụng nhiên liệu sinh học (tiêu thụ không quá 70% năng lượng từ nhiên liệu hóa thạch) được giảm xuống còn 70% so với xe động cơ đốt trong (ICE) tương đương, có hiệu lực từ ngày 1/1/2026 + Mức TTĐB áp dụng cho xe điện chạy pin (BEV) ở mức 1–3% trong năm 2026 và 4–11% từ năm 2027 (không thay đổi)
Đề xuất bắt buộc sử dụng xăng E10	Có hiệu lực từ ngày 1/1/2026	Bộ Công Thương đề xuất bắt buộc sử dụng xăng sinh học E10 từ năm 2026 và E15 từ FY31. Mời xem ‘Đề xuất bắt buộc sử dụng xăng sinh học E10: Các doanh nghiệp chuẩn bị sẵn sàng sẽ hưởng lợi’ .
Lệnh cấm ở cấp thành phố đối với toàn bộ phương tiện sử dụng nhiên liệu hóa thạch	Từ tháng 7/2026	Cấm lưu thông xe máy chạy xăng tại một số khu vực ở Hà Nội và TP.HCM từ giữa năm 2026, và mở rộng sang toàn bộ phương tiện sử dụng nhiên liệu hóa thạch từ FY30. Mời xem ‘Ngành ô tô: Xu hướng chuyển dịch gây bất lợi cho các hãng xe truyền thống’ .

Nguồn: local media, HSC thu thập

Các hãng xe lắp ráp trong nước truyền thống bắt đầu thích ứng với xu hướng dùng xe điện

Dựa trên những thay đổi mang tính cấu trúc của ngành, Toyota gần đây công bố khoản đầu tư trị giá 360 triệu USD để mở rộng khu phức hợp sản xuất ở miền Bắc, tại tỉnh Phú Thọ. Đây là khoản đầu tư lớn nhất của hãng tại Việt Nam. Việc mở rộng này sẽ cho phép công ty sản xuất xe hybrid tại thị trường trong nước. Dự án kiến bắt đầu vận hành vào năm 2027, phù hợp với lộ trình điện khí hóa của Toyota trên toàn cầu cũng như chiến lược quốc gia về giao thông xanh của Việt Nam.

Chúng tôi đánh giá việc mở rộng đầu tư của Toyota là yếu tố tích cực đối với VEA, vì dự án này đảm bảo khả năng sản xuất trong thời gian dài hơn cũng như triển vọng lợi nhuận cho Toyota và cả VEA trong bối cảnh thị trường Việt Nam đang chứng kiến sự thay đổi về mặt cấu trúc. Với chính sách ưu đãi thuế tiêu thụ đặc biệt đối với xe hybrid (giảm xuống bằng 70% so với xe động cơ đốt trong) và chủ trương khuyến khích sử dụng nhiên liệu sinh học E10 của Chính phủ (cả hai đều có hiệu lực từ tháng 1/2026), chúng tôi kỳ vọng sự cải thiện về mặt sản lượng tiêu thụ và lợi nhuận của xe hybrid lắp ráp trong nước sẽ phần nào bù đắp cho sự sụt giảm nhu cầu xe xăng.

Thời gian đầu tư:

- Giai đoạn 1 (năm 2026-2028): Xây dựng dây chuyền lắp ráp 35.000 m2, bổ sung công suất lắp ráp 15.000 chiếc/năm. Chúng tôi lưu ý rằng công suất thiết kế hiện tại của Toyota là 90.000 chiếc/năm, mặc dù sản lượng bình quân hằng năm trong ba năm qua chỉ ở mức 27.000 chiếc, cho thấy công suất hoạt động của nhà máy còn khá thấp, khoảng 30%. Khi dây chuyền lắp ráp xe hybrid mới đi vào vận hành, tổng công suất sẽ tăng lên 105.000 chiếc mỗi năm, với xe điện chiếm khoảng 14% sản lượng. Toyota đã xác nhận mẫu xe Hybrid Yaris Cross sẽ là mẫu xe đầu tiên được sản xuất trên dây chuyền mới này. Chúng tôi cho rằng dòng xe này nhắm đến khách hàng trẻ ở các thành phố lớn và định vị sẽ cạnh tranh trực tiếp với VF6 của VinFast.
- Giai đoạn 2 (năm 2028-2029): Xây thêm cơ sở lắp ráp và kiểm tra chất lượng (40.000 m2).
- Tổng vốn đầu tư khoảng 360 triệu USD, chủ yếu do Toyota tài trợ.

Trong khi đó, Ford đã chính thức ra mắt mẫu xe điện Mach-E (thuộc phân khúc cao cấp) tại Việt Nam vào tháng 9/2025, với 13 chiếc đã được bán ra trong tháng. Công ty cũng đã lắp đặt khoảng 50 trạm sạc tại các đại lý ủy quyền ở Hà Nội, TP.HCM và Hải Dương, đánh dấu bước đi ban đầu hướng đến việc thiết lập hệ sinh thái xe điện tại thị trường Việt Nam.

Đối với các nhà sản xuất xe điện khác, BYD đã đẩy mạnh giới thiệu mẫu xe mới tại Việt Nam trong Q3/2025. Chúng tôi lưu ý rằng Việt Nam đang áp mức thuế nhập khẩu 50% đối với ô tô Trung Quốc, điều này phần nào làm giảm khả năng cạnh tranh về giá bán tại thị trường này. Vào tháng 10/2025, thương hiệu xe Trung Quốc Omoda & Jaecoo đã bắt đầu xây dựng nhà máy sản xuất xe điện tại Thái Bình, với công suất 120.000 chiếc mỗi năm và đặt mục tiêu tung ra thị trường mẫu xe đầu tiên trong năm 2026. Song song với đó, liên doanh giữa thương hiệu Séc Skoda và TC Group đã chính thức vận hành nhà máy mới với công suất 120.000 chiếc/năm tại Quảng Ninh trong Q3/2025. Mặc dù cả Omoda và Skoda chủ yếu chọn Việt Nam là nơi để xuất khẩu hơn là tập trung vào thị trường trong nước, những diễn biến này cho thấy các công ty toàn cầu đang đẩy mạnh tham gia vào hoạt động sản xuất xe điện tại Việt Nam.

Đối với xe máy, VinFast đã giành được thị phần từ các hãng xe 2 bánh truyền thống. Trong Q3/2025, VinFast đã bán giao 120.052 chiếc xe máy điện, tăng 5,5 lần so với cùng kỳ và tăng 1,7 lần so với quý trước. Chúng tôi ước tính, trên thị trường xe máy nói chung, bao gồm các thành viên VAMA và các nhà sản xuất xe máy điện, Honda chiếm đến 65% thị phần về sản lượng trong Q3/2025, thấp hơn so với mức 68% trong Q2/2025 và 75% trong Q3/2024.

Trong thời gian gần đây, sản lượng tiêu thụ xe máy Honda bắt đầu chịu áp lực khi Hà Nội và TP.HCM chuẩn bị ban hành các chính sách nhằm loại bỏ dần xe xăng tại các thành phố này trong giai đoạn 2026-2030. Trong Q3/2025, sản lượng tiêu thụ xe máy Honda giảm 7% so với cùng kỳ (nhưng tăng 1% so với quý trước) đạt 515.735 chiếc, nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi (giảm 5% so với cùng kỳ xuống 527.661 chiếc trong quý). Trong tháng 10/2025, sản lượng tiêu thụ xe máy Honda tăng 3% so với cùng kỳ và tăng 15% so với tháng trước đạt 188.036 chiếc. Theo đó, trong 10 tháng đầu năm 2025, sản lượng tiêu thụ xe máy của Honda giảm 7% so với cùng kỳ xuống 1.812.564 chiếc.

Các hãng xe máy điện tiếp tục mở rộng danh mục sản phẩm trong Q3/2025. VinFast mở rộng phân khúc thị trường phổ thông với hai mẫu xe có chi phí thấp được ra mắt vào tháng 10/2025, nhằm đến sinh viên và khách hàng có nhu cầu đi lại trong nội đô. Thương hiệu Trung Quốc Yadea cũng ra mắt ba mẫu xe mới trong phân khúc phổ thông trong Q3/2025. Trái lại, Honda vẫn chủ yếu dựa vào mẫu Icon-e được ra mắt vào tháng 4/2025.

Cập nhật sản lượng tiêu thụ

Sản lượng tiêu thụ ô tô 10 tháng đầu năm 2025 vẫn tăng mạnh 29% so với cùng kỳ

Trong Q3/2025, tổng sản lượng tiêu thụ ô tô trên thị trường tăng 17% so với cùng kỳ (tăng 5% so với quý trước) lên 142.890 chiếc, tăng chậm hơn so với mức tăng 34% trong Q2/2025. Sản lượng tiêu thụ trong Q3/2025 cao hơn 8% so với dự báo của chúng tôi ở mức 132.825 chiếc, nhờ sản lượng tiêu thụ của VinFast cao hơn kỳ vọng, tăng 152% so với cùng kỳ (và tăng 12% so với quý trước) đạt 36.315 chiếc. Không bao gồm VinFast, sản lượng tiêu thụ của các nhà sản xuất ô tô khác trong Q3/2025 tăng 1% so với cùng kỳ. Trong tháng 10/2025, tổng sản lượng tiêu thụ ô tô tăng 17% so với cùng kỳ và tăng 16% so với tháng trước đạt 63.778 chiếc.

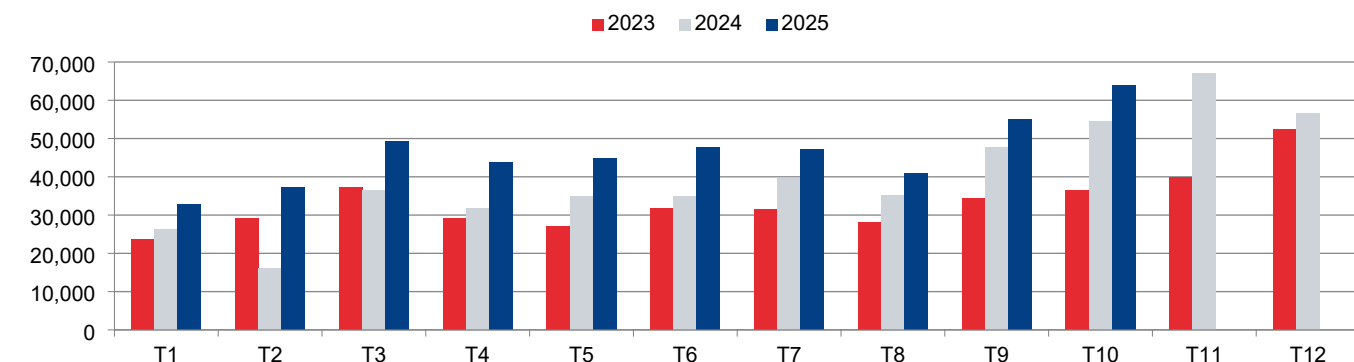
Trong 10 tháng đầu năm 2025, tổng sản lượng tiêu thụ ô tô của Việt Nam đạt 462.299 chiếc, tăng mạnh 29% so với cùng kỳ, nhờ sản lượng tiêu thụ của VinFast tăng 194% so với cùng kỳ. Nếu ngoại trừ Vinfast, sản lượng tiêu thụ của thị trường trong 10 tháng đầu năm 2025 tăng 7% so với cùng kỳ.

Trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi, các liên doanh của VEA (Toyota, Honda và Ford) đạt mức tăng trưởng chung 12% so với cùng kỳ trong 10 tháng đầu năm 2025, với thị phần đạt 26% trong Q3/2025 và 25,4% trong 10 tháng đầu năm 2025 (Q3/2024 – 29,4%; 10 tháng đầu năm 2024 – 29,3%). Mặt khác, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ của Mercedes-Benz và MG lần lượt giảm 28% và 13% so với cùng kỳ

trong 10 tháng đầu năm 2025. Với KQKD tích cực, VinFast tiếp tục là hãng xe lớn nhất, với thị phần 25,4% và 26,9% trong Q3/2025 và 10 tháng đầu năm 2025 (Q3/2024 – 11,8%; 10 tháng đầu năm 2024 – 11,8%). HSC 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 ông Phạm Nhật Vượng, chủ tịch HĐQT của tập đoàn Vingroup. Trong nửa đầu năm 2025, các bên liên quan đóng góp 22% tổng sản lượng tiêu thụ ô tô của VinFast, thấp hơn so với các giai đoạn trước đây và công ty tiếp tục dịch chuyển sang phục vụ nhu cầu bán lẻ.

Biểu đồ 6: Doanh số ô tô tại Việt Nam theo tháng (xe), Việt Nam

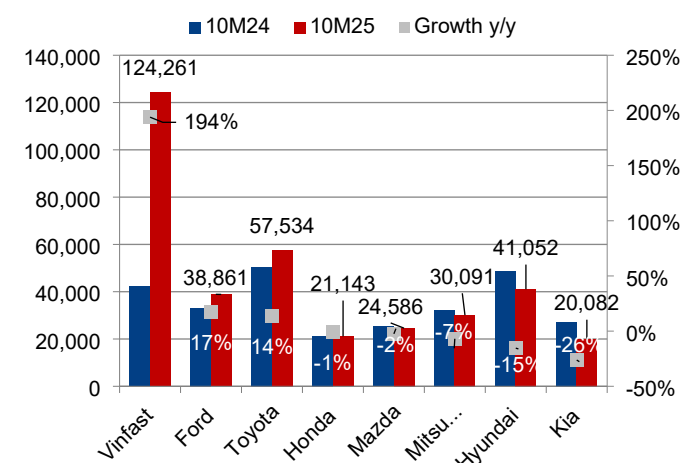
Trong Q3/2025, tổng sản lượng tiêu thụ ô tô trên thị trường tăng 17% so với cùng kỳ (tăng 5% so với quý trước) lên 142.890 chiếc. Riêng trong tháng 10/2025, tổng sản lượng tiêu thụ ô tô tăng 17% so với cùng kỳ và tăng 16% so với tháng trước



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

Biểu đồ 7: Sản lượng tiêu thụ ô tô trong 10T 2025 của các hãng lớn (xe), VN

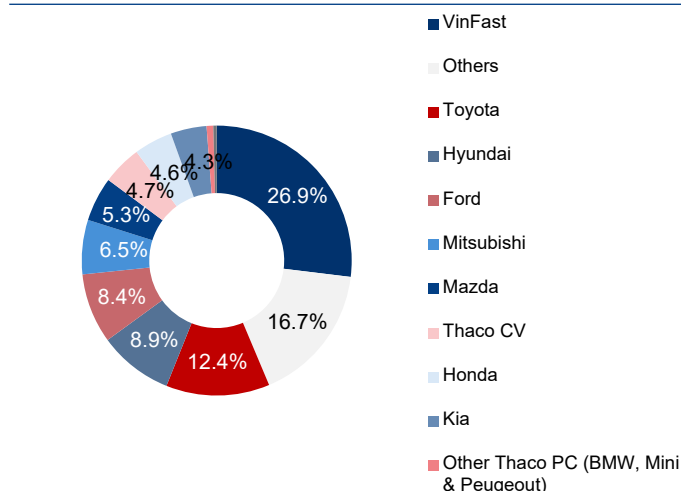
Hầu hết doanh số các hãng xe trong 10 tháng đầu năm đều giảm so với cùng kỳ



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

Biểu đồ 8: Thị phần ô tô theo sản lượng tiêu thụ trong 10T 2025, Việt Nam

VinFast dẫn đầu với 26,9% thị phần trong 10 tháng đầu năm



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

Sản lượng tiêu thụ ô tô dự kiến tăng trưởng 19% và 17% năm 2025 và 2026

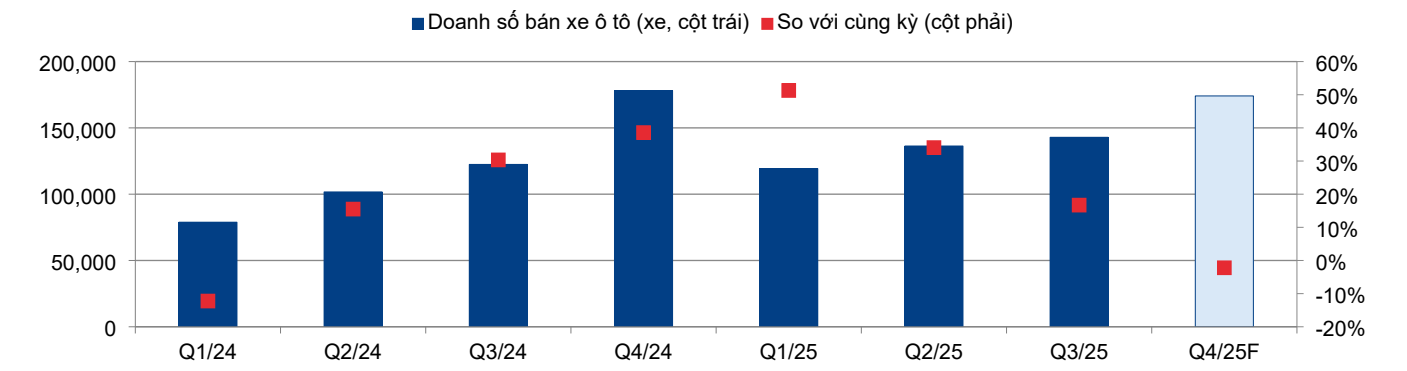
HSC dự báo sản lượng tiêu thụ ô tô năm 2025 sẽ tăng 19% so với cùng kỳ đạt 572.616 chiếc, chủ yếu được dẫn dắt bởi VinFast. Chúng tôi dự báo VinFast bán giao 150.000 chiếc trong năm 2025, tăng 112% so với cùng kỳ (so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi là 130.000 chiếc). Không bao gồm VinFast, chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng sản lượng tiêu thụ năm 2025 của các hãng xe khác xuống còn 3% (đạt 422.616 chiếc), so với 6% trước đó.

Lưu ý rằng chính sách miễn 50% lệ phí trước bạ cho xe lắp ráp trong nước (có hiệu lực từ tháng 9/2024 đến tháng 11/2024) đã thúc đẩy nhu cầu vào cuối năm ngoái, tạo mức nền cao cho Q4/2025. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của thị trường trong Q4/2025 sẽ giảm 2% so với cùng kỳ xuống khoảng 174.095 chiếc.

Trong thời gian tới, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ ô tô năm 2026 vẫn sẽ đạt mức tăng trưởng hai chữ số là 17%, lên 668.747 chiếc. VinFast dự kiến sẽ đóng góp 225.000 chiếc (tăng 50% so với cùng kỳ), trong khi sản lượng tiêu thụ của các thương hiệu khác có thể sẽ tăng 5% so với cùng kỳ lên 443.747 chiếc. HSC tin rằng việc các hãng xe lớn thích ứng với những thay đổi về mặt cấu trúc trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng phục hồi, thị trường sẽ tiếp tục mở rộng trong năm 2026.

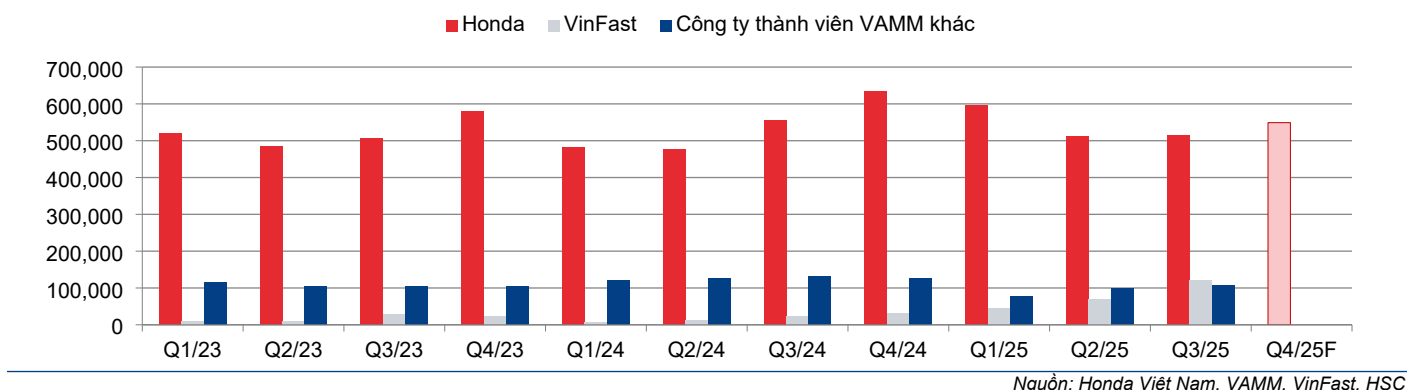
Biểu đồ 9: Doanh số tiêu thụ ô tô theo quý và dự báo cho Q4 (xe), Việt Nam

Chúng tôi dự báo doanh số xe toàn thị trường trong Q4/2025 sẽ giảm 2% so với cùng kỳ (y/y) do mức nền so sánh cao, đạt khoảng 174.095 xe



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

HSC dự báo doanh số xe máy Honda trong Q4/2025 sẽ giảm 13% so với cùng kỳ



Dự báo sản lượng tiêu thụ xe máy Honda tăng 1% trong năm 2025 nhưng giảm 11% trong năm 2026

Hiện chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ xe máy trong năm 2025 của Honda sẽ tăng 1% lên 2.173.495 chiếc, cho thấy sản lượng tiêu thụ trong Q4/2025 giảm 13% so với cùng kỳ xuống 548.967 chiếc. Cho năm 2026, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ của Honda sẽ giảm 11% so với cùng kỳ. Lưu ý rằng 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 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.

Định giá và khuyến nghị

Dựa trên những bất ổn liên quan đến ngành, HSC vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với cả VEA và HAX, những công ty bị ảnh hưởng đáng kể từ các thách thức của ngành. Chi tiết như sau:

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VEA, mặc dù giảm 10% giá mục tiêu xuống 39.300đ (tiềm năng tăng giá 10%) dựa trên tác động tiêu cực từ giá định

lợi suất cổ tức giảm khi triển vọng của phân khúc xe máy yếu đi trong trung hạn và lợi nhuận đóng góp từ các công ty liên doanh thấp hơn trong vài năm tới lớn hơn tác động tích cực của việc điều chỉnh cơ sở định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2026 và việc tăng nhẹ dự báo lợi nhuận.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 7.008 tỷ đồng (giảm 5% so với cùng kỳ), cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 1.835 tỷ đồng, giảm 26% so với cùng kỳ nhưng tăng 2% so với quý trước).

Biểu đồ 11: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, các công ty ngành ô tô HSC khuyến nghị

Chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026 - 2027 cho VEA, trong khi hạ dự báo đối với HAX và DRC

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
VEA	7,357	6,939	6,174	5,665	7,008	6,314	5,899	-0.3%	1.6%	3.7%
HAX	125	53	116	127	-17	55	60	-132.0%	-52.4%	-52.9%
DRC	232	151	209	233	126	185	214	-16.5%	-11.6%	-8.3%
Tăng trưởng										
VEA	18.6%	-5.7%	-11.0%	-8.2%	-4.6%	-9.2%	-6.1%			
HAX	261.3%	-57.3%	118.1%	9.3%	N/m	N/m	8.2%			
DRC	-24.9%	-34.6%	37.7%	11.7%	-45.4%	45.9%	15.8%			

Nguồn: VEA, HAX, HSC

Biểu đồ 12: Định giá, các công ty ngành ô tô HSC khuyến nghị

Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng đối với ngành ô tô và giữ khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VEA, Nắm giữ đối với HAX và DRC

	Thị giá	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá	Khuyến nghị mới	Khuyến nghị cũ	P/E trượt dự phóng 1 năm	P/E bình quân	+1 SD	-1 SD
VEA	35,600	39,300	10.4%	Add	Add	7.4x	8.0x	8.9x	7.2x
HAX *	10,700	10,900	1.9%	Hold	Reduce	0.7x	0.8x	1.0x	0.5x
DRC	15,550	16,000	2.9%	Hold	Hold	14.4x	14.9x	20.7x	9.1x

Lưu ý: * Hệ số P/E của HAX bị biến thiên lớn do khả năng ghi nhận lỗ ròng trong năm 2025; do đó, chúng tôi sử dụng hệ số P/B trượt dự phóng 1 năm làm cơ sở tham chiếu trong bảng này
 Nguồn: HSC

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 3 tháng qua, VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,7 lần, sát với bình quân 5 năm ở mức 8 lần. Mặc dù vậy, VEA vẫn là ý tưởng đầu tư an toàn trong bối cảnh thị trường biến động, nhờ có các đặc điểm của một cổ phiếu phòng thủ và lợi suất cổ tức cao từ 10,8-13,3% mỗi năm trong giai đoạn dự báo.

- Đối với **HAX**, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Nắm giữ (từ Giảm tỷ trọng) sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh, nhưng giảm 9% giá mục tiêu xuống 10.800đ do giảm 46% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 dựa trên dự báo lợi nhuận mảng phân phối xe Mercedes và MG giảm.

Chúng tôi dự báo lỗ thuần 16 tỷ đồng trong năm 2025, cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2025 có thể đạt 11 tỷ đồng – giảm 66% so với cùng kỳ, nhưng có chuyển biến từ lỗ thuần 28 tỷ đồng trong Q3/2025 – trên doanh thu thuần 1.106 tỷ đồng (giảm 39% so với cùng kỳ và giảm 4% so với quý trước).

Sau khi giá cổ phiếu giảm 23% trong 3 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 0,7 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 0,8 lần. Tại giá mục tiêu mới, cổ phiếu có tiềm năng tăng giá là 2% và đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 19 lần và 16,8 lần.

- Đối với **DRC**, chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ nhưng giảm 1% giá mục tiêu xuống 16.000đ sau khi giảm dự báo lợi nhuận, dựa trên việc giảm dự báo doanh thu và tăng dự báo chi phí hoạt động do các tác động tiêu cực, ngắn hạn của Bảo số 13 trong năm 2025.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận tăng trưởng lần lượt 46% và 16% trong năm 2026-2027, đạt 185 tỷ đồng (điều chỉnh giảm 12%) và 214 tỷ đồng (điều chỉnh giảm 8%), sau mức giảm 45% trong năm 2025 xuống 126 tỷ đồng (điều chỉnh giảm 17%). Dự

báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần năm 2024 tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là -3%.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, DRC hiện đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần, sát với bình quân 5 năm ở mức 10 lần.

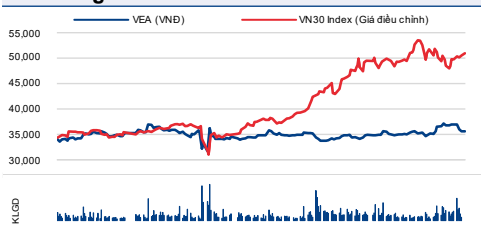
Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ39,300 (từ VNĐ43,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 10.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (24/11/2025)	35,600
Mã Bloomberg	VEA VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	31,535-37,131
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	35,633
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	47,305
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,793
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	1.20	4.37	4.09
So với chỉ số	2.69	(1.21)	(30.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2025F	5,247	5,484	(4.3)
2026F	4,728	4,995	(5.3)
2027F	4,417	4,717	(6.4)

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

Giảm 10% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng dựa trên lợi suất cổ tức vững chắc

- HSC giảm 10% giá mục tiêu xuống 39.300đ dựa trên tác động tiêu cực từ việc dự báo lợi suất cổ tức giảm (do triển vọng xe 2 bánh yếu đi trung hạn và lợi nhuận đóng góp từ các công ty liên doanh thấp hơn) lớn hơn tác động tích cực từ việc dự báo lợi nhuận trong ngắn hạn tăng nhẹ và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026.
- Chúng tôi tăng bình quân 3% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 nhờ doanh thu từ Toyota và lợi nhuận tài chính tăng cao, nhưng cũng giảm dự báo tỷ lệ chi trả cổ tức của liên doanh cho VEA xuống 95% (từ 98%) khi Toyota bước vào chu kỳ đầu tư dây chuyền lắp ráp xe hybrid mới.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 3 tháng qua, VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,7 lần, thấp hơn so với bình quân 5 năm ở mức 8 lần và lợi suất cổ tức dự kiến đạt mức cao 10,9-13,3%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 10% tại giá mục tiêu mới.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q3/2025

KQKD Q3/2025 của VEA nhìn chung sát với dự báo, trong khi sản lượng tiêu thụ xe máy Honda trong quý thấp hơn so với cùng kỳ. Do xe máy Honda đóng góp khoảng 74% lợi nhuận thuần của VEA trong 9 tháng đầu năm 2025, HSC vẫn giữ quan điểm thận trọng về lợi nhuận của VEA trong trung hạn, vì áp lực chính sách đối với xe máy sẽ gia tăng từ giữa năm 2026.

Gần đây, Toyota công bố đầu tư 360 triệu USD vào hoạt động lắp ráp xe điện trong nước trong giai đoạn 2026-2029, cho thấy những thay đổi tích cực nhằm thích ứng với xu hướng xe điện. Tuy nhiên, điều này khó có thể bù đắp cho triển vọng tiêu cực của phân khúc xe máy Honda. Chúng tôi dự báo cổ tức từ liên doanh trả cho VEA sẽ thấp hơn do Toyota bước vào chu kỳ đầu tư dây chuyền lắp ráp xe Hybrid mới trong giai đoạn 2026-2029.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, nhưng giảm dự báo cổ tức từ liên doanh

HSC tăng bình quân 3% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, nhằm phản ánh lợi nhuận tài chính và sản lượng tiêu thụ ô tô Toyota tăng cao trong những năm tới. Chúng tôi cũng giảm tỷ lệ chi trả cổ tức từ liên doanh cho VEA xuống 95% (từ 98% trước đây) do Toyota bước vào chu kỳ đầu tư dây chuyền lắp ráp xe hybrid mới. Lợi nhuận thuần của VEA trong giai đoạn 2025-2027 dự kiến giảm lần lượt 5%, 10%, và 7% so với cùng kỳ, xuống 7.008 tỷ đồng, 6.314 tỷ đồng, và 5.899 tỷ đồng.

Dự báo mới của chúng tôi – thấp hơn so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt -7%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 3 tháng qua, VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,7 lần, thấp hơn bình quân 5 năm ở mức 8 lần, với lợi suất cổ tức (mặc dù chúng tôi giảm nhẹ dự báo tỷ lệ chi trả cổ tức) dự kiến ở mức 10,9-13,3% trong giai đoạn dự báo. HSC giảm 10% giá mục tiêu xuống 39.300đ sau khi thay đổi dự báo lợi nhuận và điều chỉnh các giả định định giá (chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026).

Tại giá mục tiêu mới và thấp hơn ở mức 39.300đ, cổ phiếu có tiềm năng tăng giá là 10% và đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 8,3 lần và 9 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. VEA mang lại ý tưởng đầu tư an toàn trong bối cảnh thị trường biến động nhờ có các đặc điểm của một cổ phiếu phòng thủ và cổ tức bằng tiền mặt cao.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	5,649	7,014	6,604	5,994	5,621
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	6,201	7,357	7,008	6,314	5,899
EPS ĐC (đồng)	4,659	5,509	5,247	4,728	4,417
DPS (đồng)	5,035	4,658	5,175	4,888	4,295
BVPS (đồng)	19,363	19,746	20,382	19,977	19,545
EV/EBITDA ĐC (lần)	19.3	15.5	16.4	18.1	19.3
P/E ĐC (lần)	7.64	6.46	6.78	7.53	8.06
Lợi suất cổ tức (%)	14.1	13.1	14.5	13.7	12.1
P/B (lần)	1.84	1.80	1.75	1.78	1.82
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(18.4)	18.2	(4.74)	(9.89)	(6.57)
ROAE (%)	24.3	28.3	26.3	23.5	22.5

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

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

Chuyên viên cao cấp, Ngành Công
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

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhờ định giá rẻ

HSC giảm 10% giá mục tiêu xuống 39.300đ (tiềm năng tăng giá 10%), dựa trên tác động tiêu cực từ việc dự báo lợi suất cổ tức giảm (do triển vọng xe 2 bánh yếu đi trung hạn và lợi nhuận đóng góp từ các công ty liên doanh thấp hơn) lớn hơn tác động tích cực từ việc dự báo lợi nhuận tăng nhẹ trong ngắn hạn và chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 cũng như dự báo lợi nhuận tăng nhẹ 3% trong giai đoạn 2025-2027 (dự báo sản lượng tiêu thụ ô tô Toyota cải thiện và lợi nhuận tài chính cao hơn). Mặc dù nâng dự báo, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ giảm lần lượt 5%, 10%, và 7% so với cùng kỳ trong giai đoạn 2025-2027. Sản lượng tiêu thụ ô tô dự kiến vẫn vững chắc, đặc biệt khi Toyota tập trung vào xe Hybrid tại thị trường Việt Nam, nhưng lợi nhuận thuần vẫn bị kéo giảm bởi phân khúc xe máy. Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 1 tháng qua, VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,7 lần, thấp hơn so với bình quân 5 năm ở mức 8 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VEA, với lợi suất cổ tức cao 10,9-13,3% mỗi năm.

Q3/2025: Lợi nhuận thuần tăng 9% so với cùng kỳ, sát với dự báo

Trong Q3/2025, lợi nhuận thuần tăng 9% so với cùng kỳ (nhưng giảm 15% so với quý trước) đạt 1.799 tỷ đồng, đa phần sát với dự báo của HSC ở mức 1.735 tỷ đồng. Lợi nhuận tăng là nhờ loại nhuận HĐ tài chính tăng 26% so với cùng kỳ (đa phần từ tiền gửi ngân hàng) đạt 251 tỷ đồng trong quý (tăng 14% so với quý trước), cùng với lợi nhuận vững chắc từ các công ty liên doanh ở mức 1.590 tỷ đồng (tăng 6% so với cùng kỳ nhưng giảm 19% so với quý trước). Trong 9 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần đạt 5.172 tỷ đồng, tăng 6% so với cùng kỳ và hoàn thành 75% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi ở mức 6.939 tỷ đồng (giảm 6% so với cùng kỳ), sát với dự báo. Thông tin chi tiết được trình bày trong báo cáo [‘Q3/2025: Lợi nhuận thuần tăng 9% so với cùng kỳ, sát với dự báo’](#).

Chúng tôi xin lưu ý, các chính sách nhằm thúc đẩy quá trình loại bỏ xe xăng như sau:

- **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 dần loại bỏ xe 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.

Đáng lưu ý, trong khi Honda đóng góp 83%/80% lợi nhuận thuần của VEA, phân khúc xe máy đóng góp khoảng 90% tổng lợi nhuận của Honda. Điều này có nghĩa là xe máy đóng góp 74% lợi nhuận trong 9 tháng đầu năm 2025, cho thấy công ty có mức độ phụ thuộc vào sản lượng tiêu thụ xe máy rất cao trong khi đã tăng trưởng lợi nhuận của VEA ngày càng suy yếu. Trong Q3/2025, sản lượng tiêu thụ xe máy của Honda giảm 7% so với cùng kỳ xuống 515.735 chiếc (đi ngang so với quý trước), phản ánh tác động tiêu cực từ các chính sách mới được ban hành.

Tăng 3% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, nhưng giảm mức đóng góp từ các liên doanh

HSC tăng 3% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, bao gồm việc tăng 2-4% dự báo lợi nhuận đóng góp từ các công ty liên doanh dựa trên việc tăng dự báo sản lượng tiêu thụ ô tô của Toyota, trong khi gần như giữ nguyên dự báo sản lượng tiêu thụ xe máy Honda. Chúng tôi cũng tăng dự báo lợi nhuận HĐ chính của VEA sau khi công ty công bố KQKD Q3/2025 cao hơn kỳ vọng. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giảm 5% trong năm 2025 xuống 7.008 tỷ đồng, cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2025 dự kiến đạt 1.835 tỷ đồng (giảm 26% so với cùng kỳ nhưng tăng 2% so với quý trước). Cho năm 2026/2027, lợi nhuận thuần được dự báo giảm lần lượt 10% và 7%, xuống 6.314 tỷ đồng và 5.899 tỷ đồng.

Bảng 13: Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2025-2027, VEA

Nâng bình quân 3% ước tính lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận từ liên doanh	6,730	6,440	5,742	5,284	6,423	5,832	5,479	-0.3%	1.6%	3.7%
Lãi từ HĐ tài chính	851	829	760	717	917	814	763	10.7%	7.2%	6.5%
Lợi nhuận thuần	7,357	6,939	6,174	5,665	7,008	6,314	5,899	1.0%	2.3%	4.1%
Tăng trưởng										
Lợi nhuận từ liên doanh	19.3%	-4.3%	-10.8%	-8.0%	-4.6%	-9.2%	-6.1%			
Lãi từ HĐ tài chính	-26.0%	-2.6%	-8.3%	-5.7%	7.9%	-11.2%	-6.3%			
Lợi nhuận thuần	18.6%	-5.7%	-11.0%	-8.2%	-4.7%	-9.9%	-6.6%			

Nguồn: VEA, HSC

Bảng 14: Điều chỉnh dự báo doanh số bán hàng của các công ty liên doanh, VEA

Chúng tôi nâng 2-5% dự báo doanh số bán ô tô trong khi giữ nguyên dự báo doanh số bán xe máy trong giai đoạn 2026-2027

Xe	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Xe máy Honda (nghìn)	2,147	2,173	1,925	1,837	2,173	1,943	1,867	0.0%	0.9%	1.6%
Ô tô	138,143	148,624	160,514	171,249	149,412	164,344	179,517	0.5%	2.4%	4.8%
Toyota	67,691	73,106	78,955	84,482	74,460	83,395	93,403	1.9%	5.6%	10.6%
Honda	28,277	29,125	31,455	33,657	28,560	30,845	33,004	-1.9%	-1.9%	-1.9%
Ford	42,175	46,393	50,104	53,110	46,393	50,104	53,110	0.0%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng										
Xe máy Honda		3.0%	2.0%	2.0%	1.2%	-10.6%	-3.9%			
Ô tô		4.0%	8.0%	6.7%	8.2%	10.0%	9.2%			
Toyota		5.0%	8.0%	7.0%	10.0%	12.0%	12.0%			
Honda		0.0%	8.0%	7.0%	1.0%	8.0%	7.0%			
Ford		5.0%	8.0%	6.0%	10.0%	8.0%	6.0%			

Nguồn: VAMA, Honda Vietnam, HSC

Như đã thảo luận ở phần Báo cáo nhanh về ngành ở trên, Toyota vừa công bố kế hoạch đầu tư 360 triệu USD để xây dựng dây chuyền lắp ráp xe hybrid mới tại Việt Nam trong giai đoạn 2026-2029. Khi dây chuyền lắp ráp xe hybrid này đi vào vận hành, tổng công suất sẽ tăng lên 105.000 chiếc mỗi năm, với xe điện chiếm khoảng 14% sản lượng. Toyota đã xác nhận mẫu xe Hybrid Yaris Cross sẽ là mẫu xe đầu tiên được sản xuất trên dây chuyền mới này. Chúng tôi cho rằng dòng xe này nhắm đến khách hàng trẻ ở các thành phố lớn và định vị sẽ cạnh tranh trực tiếp với VF6 của VinFast.

Việc Toyota tập trung vào xe hybrid tại Việt Nam sẽ hỗ trợ lợi nhuận của VEA thông qua công ty liên doanh với Toyota. Tuy nhiên, điều này khó có thể bù đắp cho triển vọng suy yếu của xe máy Honda (đóng góp 75%/74% lợi nhuận thuần của VEA trong năm 2024/9 tháng đầu năm 2025). Hơn nữa, với dự án mới này, Toyota có thể sẽ giảm mức chi trả lợi nhuận cho VEA nhằm giảm gánh nặng chi phí đầu tư. Chúng tôi lưu ý rằng lợi nhuận từ Toyota đóng góp 3%/4% tổng lợi nhuận của các công ty liên doanh của VEA trong năm 2024/9 tháng đầu năm 2025.

Chúng tôi dự báo cổ tức bằng tiền mặt hiện sẽ ở mức 4.295đ-5.175đ mỗi cổ phiếu trong 3 năm tới, tương đương lợi suất cổ tức 10,9-13,3% mỗi năm. HSC giả định rằng (i) các công ty liên doanh sẽ giảm mức chi trả lợi nhuận dưới dạng cổ tức xuống 95% trong giai đoạn 2026-2028 (so với 98% trước đó) do Toyota cần khoản chi phí đầu tư lớn trong giai đoạn 2026-2029; và (ii) VEA sẽ dùng 99% lợi nhuận để chi trả cổ tức bằng tiền mặt, vì công ty không có nhu cầu về vốn đầu tư.

Giảm 10% giá mục tiêu xuống 39.300đ; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng (tiềm năng tăng giá 10%)

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 10% giá mục tiêu đối với VEA xuống 39.300đ nhưng duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 10% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 8,3 lần và 9 lần.

Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp định giá DDM để định giá VEA nhờ dòng cổ tức tiền mặt ổn định của công ty. Các giả định định giá cơ bản của chúng 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 lần (không đổi). Theo đó, chi phí vốn CSH được giữ nguyên ở mức 12,8%.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn không đổi ở mức 1%.
- Chúng tôi lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2026.
- Chúng tôi tăng 3% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, sau khi tăng nhẹ dự báo lợi nhuận của các công ty liên doanh nhưng giảm tỷ lệ chi trả lợi nhuận của các công ty liên doanh cho VEA trong giai đoạn 2026-2028.

Bảng 15: Chi phí vốn CSH, VEA

Chi phí vốn CSH không đổi ở mức 12,8%

CAPM	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	1.0
Chi phí vốn CSH	12.8%

Nguồn: HSC

Bảng 16: Định giá DDM, VEA

Giá mục tiêu dựa theo tính toán của chúng tôi là 49.300đ

No	Năm	Cổ tức (đồng/CP)	Giá trị dài hạn (đồng)	Giá trị hiện tại (đồng)
0	2026	5,175		5,175
1	2027	4,888		4,335
2	2028	4,295		3,379
3	2029	4,060	34,895	27,177
Tốc độ tăng trưởng dài hạn		1.0%		
Chi phí vốn CSH		12.8%		
Giá trị nội tại				40,066
Chiết khấu				-753
Giá mục tiêu				39,300

Nguồn: HSC

Bảng 17: 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%	39,900	38,500	37,200	36,000	34,900
	0.5%	41,100	39,600	38,200	36,900	35,700
	1.0%	42,500	40,800	39,300	37,900	36,600
	1.5%	44,000	42,200	40,500	39,000	37,700
	2.0%	45,600	43,600	41,800	40,200	38,700

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4% trong 3 tháng qua, VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8 lần. Mặc dù vậy, VEA vẫn là ý tưởng đầu tư an toàn trong bối cảnh thị trường biến động, nhờ có các đặc điểm của một cổ phiếu phòng thủ và lợi suất cổ tức cao từ 10,9-13,3% mỗi năm trong 3 năm tới.

Tại ĐHCĐ năm 2025 được tổ chức vào tháng 6/2025, lãnh đạo công ty cho biết hiện VEA 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 xộp 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 sẽ mất 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 18: P/E trượt dự phóng 1 năm, VEA

VEA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,7 lần so với bình quân 5 năm ở mức 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	6,423	5,832	5,479
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	5,391	6,769	6,339	5,724	5,346
Lãi vay thuần	1,150	851	917	814	763
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	7,256	6,539	6,109
Chi phí thuế TNDN	(252)	(193)	(187)	(168)	(157)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(64.1)	(65.0)	(61.9)	(55.8)	(52.1)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	6,201	7,357	7,008	6,314	5,899
Lợi nhuận thuần ĐC	6,191	7,320	6,973	6,283	5,870
EBITDA ĐC	5,649	7,014	6,604	5,994	5,621
EPS (đồng)	4,667	5,536	5,274	4,752	4,440
EPS ĐC (đồng)	4,659	5,509	5,247	4,728	4,417
DPS (đồng)	5,035	4,658	5,175	4,888	4,295
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,329	1,329	1,329	1,329	1,329
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,329	1,329	1,329	1,329	1,329
Sig 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	610	710	602
Đầu tư ngắn hạn	12,888	13,130	17,645	15,145	15,600
Phải thu khách hàng	4,466	3,854	630	2,164	1,337
Hàng tồn kho	1,284	1,247	1,109	1,149	1,190
Các tài sản ngắn hạn khác	154	130	132	136	140
Tổng tài sản ngắn hạn	19,150	18,740	20,126	19,304	18,869
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	210	649	669
Đầu tư vào Cty LD,LK	5,720	6,705	6,704	6,704	6,704
Tài sản dài hạn khác	112	95.5	100.0	105	110
Tổng tài sản dài hạn	7,987	8,822	8,295	8,594	8,473
Tổng cộng tài sản	27,136	27,562	28,421	27,899	27,342
Nợ ngắn hạn	143	127	134	139	144
Phải trả người bán	334	355	362	372	384
Nợ ngắn hạn khác	692	699	699	699	699
Tổng nợ ngắn hạn	1,350	1,272	1,287	1,302	1,318
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	1,338	1,353	1,370
Vốn chủ sở hữu	25,729	26,238	27,083	26,545	25,972
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	25,729	26,238	27,083	26,545	25,972
Tổng nợ phải trả và VCSH	27,136	27,562	28,421	27,899	27,342
BVPS (đ)	19,363	19,746	20,382	19,977	19,545
Nợ thuần/(tiền mặt)	(216)	(252)	(475)	(571)	(458)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	5,391	6,769	6,339	5,724	5,346
Khấu hao	(258)	(246)	(265)	(270)	(276)
Lãi vay thuần	1,150	851	917	814	763
Thuế TNDN đã nộp	(183)	(278)	(187)	(168)	(157)
Thay đổi vốn lưu động	168	(66.6)	(1,149)	933	338
Khác	(138)	(146)	0	0	0
LCT thuần từ HKKD	31.4	(187)	(272)	1,710	1,056
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	6,812	5,393	5,460
LCT thuần từ HĐĐT	6,500	6,959	6,686	5,263	5,326
Cổ tức trả cho CSH	(5,600)	(6,738)	(6,190)	(6,877)	(6,495)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(871)	(15.7)	7.17	4.82	4.98
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(6,471)	(6,753)	(6,182)	(6,872)	(6,490)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	297	358	379	610	710
LCT thuần trong kỳ	60.6	19.1	231	101	(108)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.36	1.33	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	358	379	610	710	602
Dòng tiền tự do	31.4	(187)	(272)	1,710	1,056

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	157	139	126
Tỷ suất LNT (%)	163	179	167	146	132
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	(5.85)	(9.23)	(6.22)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(18.4)	18.2	(4.74)	(9.89)	(6.57)
Tăng trưởng EPS (%)	(18.4)	18.6	(4.74)	(9.89)	(6.57)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(18.4)	18.2	(4.74)	(9.89)	(6.57)
Tăng trưởng DPS (%)	20.3	(7.49)	11.1	(5.54)	(12.1)
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	108	84.1	98.1	103	96.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	24.3	28.3	26.3	23.5	22.5
ROACE (%)	21.1	26.0	23.7	21.3	20.3
Vòng quay tài sản (lần)	0.14	0.15	0.15	0.15	0.16
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.01	(0.03)	(0.04)	0.30	0.20
Số ngày tồn kho	140	130	110	110	109
Số ngày phải thu	485	402	62.2	206	123
Số ngày phải trả	36.3	37.0	35.7	35.5	35.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(0.77)	(0.89)	(1.69)	(2.09)	(1.70)
Nợ/tài sản (%)	0.59	0.52	0.53	0.56	0.59
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.03	0.02	0.02	0.03	0.03
Chỉ số TT hiện thời (lần)	14.2	14.7	15.6	14.8	14.3
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	28.6	26.4	25.9	25.1	24.4
EV/EBITDA ĐC (lần)	19.3	15.5	16.4	18.1	19.3
P/E (lần)	7.63	6.43	6.75	7.49	8.02
P/E ĐC (lần)	7.64	6.46	6.78	7.53	8.06
P/B (lần)	1.84	1.80	1.75	1.78	1.82
Lợi suất cổ tức (%)	14.1	13.1	14.5	13.7	12.1

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

Năm giữ (giữ nguyên)

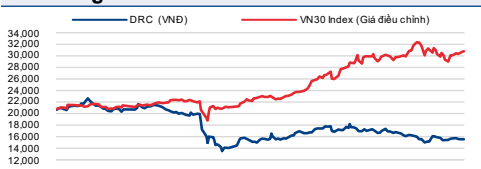
Giá mục tiêu: VNĐ16,000 (từ VNĐ16,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 2.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (24/11/2025)	15,550
Mã Bloomberg	DRC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,487-22,640
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,550
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	2,401
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	91.0
Slg CP lưu hành (tr.đv)	154
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	0
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	3.55%
Tỷ lệ freefloat	41.7%
Cổ đông lớn	Hóa chất Việt Nam (50.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	2.64	(8.26)	(24.8)
So với chỉ số	4.15	(13.2)	(49.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	743	1,015	(26.8)
2026F	1,111	1,420	(21.8)
2027F	1,246	1,403	(11.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

DRC là một trong những doanh nghiệp nội địa sản xuất lốp xe lớn nhất Việt Nam và là thành viên của Tập đoàn Hóa chất Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Mai Đoàn Ngọc Hân

Chuyên viên cao cấp, Ngành Công
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

Vẫn còn khó khăn về mặt chi phí; định giá sát với giá trị hợp lý

- HSC giảm 1% giá mục tiêu đối với DRC xuống 16.000đ sau khi giảm 11% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 nhằm phản ánh tác động tiêu cực trong ngắn hạn của Báo số 13 trong Q4/2025 cũng như việc giảm giá định tỷ suất lợi nhuận gộp và tăng giá định tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu cho giai đoạn 2025-2027 trong bối cảnh nhu cầu xuất khẩu lốp xe suy yếu.
- Dự báo cho giai đoạn 2025-2027 của chúng tôi (sau khi được điều chỉnh giảm bình quân 11%) cho thấy lợi nhuận thuần giảm 45% so với cùng kỳ trong năm 2025 (giảm 16% so với dự báo trước đó) xuống 127 tỷ đồng, sau đó tăng trưởng 50% (giảm 9%) lên 191 tỷ đồng trong năm 2026 và tiếp tục tăng trưởng 12% (giảm 8%) lên 214 tỷ đồng trong năm 2027 – tương đương với mức tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là -3%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, DRC đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần, sát với bình quân 5 năm ở mức 10 lần. Duy trì khuyến nghị Năm giữ, với tiềm năng tăng giá là 3%.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q3/2025

Báo số 13 đổ bộ vào miền Trung Việt Nam vào giữa tháng 10 đến đầu tháng 11, làm gián đoạn hoạt động sản xuất của DRC và kéo giảm doanh số lốp bias (19% tổng doanh thu) trong ngắn hạn tại thị trường trong nước. Chúng tôi dự báo chi phí hoạt động Q4/2025 sẽ tăng. Về mặt tích cực, cơ sở sản xuất của DRC không chịu thiệt hại đáng kể nào và dự kiến sẽ khôi phục hoạt động sản xuất khi các điều kiện bên ngoài được cải thiện sau bão.

Trong thời gian tới, mặc dù kết quả Q3/2025 sát với kỳ vọng, doanh thu xuất khẩu trong quý giảm do nhu cầu tại Brazil (thị trường xuất khẩu chính của DRC) suy yếu và giá bán bình quân của các sản phẩm xuất khẩu thấp. Do chi phí đầu vào và chi phí hoạt động kém thuận lợi đối với DRC, chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027.

Tác động: Giảm bình quân 11% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 50% và 12% trong năm 2026-2027, đạt 191 tỷ đồng và 214 tỷ đồng sau khi giảm 45% trong năm 2025 xuống 127 tỷ đồng. Cho năm 2025, chúng tôi giảm dự báo doanh thu do tác động tiêu cực trong ngắn hạn của Báo số 13 và phản ánh chi phí nguyên liệu và chi phí hoạt động cao hơn. Trong khi đó, cho năm 2026-2027, chúng tôi nhìn chung giữ nguyên dự báo doanh thu nhưng tăng dự báo tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu. Dự báo sau điều chỉnh của chúng tôi – thấp hơn so với bình quân dự báo chậm điều chỉnh của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức -3%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, DRC đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần, sát với bình quân 5 năm ở mức 10 lần. Dựa trên việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, HSC giảm 1% giá mục tiêu xuống 16.000đ do tác động tiêu cực của việc giảm 11% lợi nhuận phần nào được bù bởi việc chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026. Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá là 3% so với thị giá hiện tại. Theo quan điểm của chúng tôi, triển vọng vững chắc của DRC đối với hoạt động xuất khẩu sang Mỹ cùng với đã phục hồi lợi nhuận mạnh mẽ dự kiến trong năm 2026-2027 đã được phản ánh lớn vào giá cổ phiếu, trong khi biến động chi phí đầu vào vẫn là rủi ro chính đối với khả năng sinh lời của DRC. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với DRC.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	395	285	310 ▼	414	446
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	247	232	127	191	214
EPS ĐC (đồng)	1,438	1,350	743	1,111	1,246
DPS (đồng)	1,200	1,500	0	500	1,000
BVPS (đồng)	11,995	12,402	13,227	13,962	14,347
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.77	11.0	9.43	7.01	6.47
P/E ĐC (lần)	10.8	11.5	20.9	14.0	12.5
Lợi suất cổ tức (%)	7.72	9.65	0	3.22	6.43
P/B (lần)	1.30	1.25	1.18	1.11	1.08
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(20.0)	(6.13)	(45.0)	49.5	12.2
ROAE (%)	13.1	12.3	6.44	9.08	9.79

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

Động lực tăng trưởng đối với nhu cầu còn hạn chế, sát với giá trị hợp lý

HSC giảm 1% giá mục tiêu xuống 16.000đ, sau khi giảm 11% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi giảm dự báo doanh thu và tăng dự báo chi phí hoạt động do các tác động tiêu cực và ngắn hạn của Bão số 13 trong năm 2025. Cho năm 2026-2027, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo doanh thu trong khi tăng giả định tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu sau khi phân tích KQKD Q3/2025. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức -3%. Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, DRC đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần, sát với bình quân 5 năm ở mức 10 lần. Theo quan điểm của chúng tôi, triển vọng tăng trưởng doanh thu đã được phản ánh vào giá cổ phiếu, trong khi biến động chi phí đầu vào vẫn là rủi ro chính đối với lợi nhuận của công ty. Duy trì khuyến nghị Nắm giữ, với tiềm năng tăng giá 3%.

Bão số 13 ảnh hưởng đến doanh thu Q4/2025

Sự gián đoạn trong hoạt động do Bão số 13 tại Việt Nam trong khoảng giữa tháng 10/2025 đến đầu tháng 11/2025 dẫn đến những khó khăn tức thời đối với KQKD Q4/2025 của DRC, chủ yếu ảnh hưởng đến doanh thu và chi phí hoạt động. Yếu tố này làm sản lượng tiêu thụ trong nước suy yếu, chủ yếu là lớp bias phục vụ ngành nông nghiệp, chiếm khoảng 19% tổng doanh thu trong 9 tháng đầu năm 2025.

Chúng tôi dự báo điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận trong quý, mặc dù mức độ ảnh hưởng còn phụ thuộc vào thời gian sản xuất bị gián đoạn và khả năng tích trữ hàng tồn kho sau bão. Bên cạnh việc hoạt động sản xuất tạm thời bị gián đoạn, công ty cũng đã hỗ trợ nhân viên có gia đình bị ảnh hưởng nặng từ bão, điều này có thể làm chi phí hoạt động trong Q4/2025 tăng cao. Quan trọng hơn hết, cơ sở sản xuất của DRC không có thiệt hại đáng kể và dự kiến sẽ hoạt động trở lại bình thường khi các điều kiện bên ngoài cải thiện.

Triển vọng xuất khẩu trong trung hạn vẫn còn khó khăn

Mặc dù KQKD Q3/2025 sát với kỳ vọng của HSC (vui lòng xem báo cáo '[Q3/2025: Lợi nhuận tiếp tục hồi phục so với quý trước như kỳ vọng](#)'), chúng tôi nhận thấy nhu cầu xuất khẩu toàn cầu vẫn còn yếu, với tổng doanh thu xuất khẩu giảm 20% so với cùng kỳ (và giảm 17% so với quý trước) xuống 28,3 triệu USD trong Q3/2025. Đáng chú ý, mặc dù thị trường Mỹ (đóng góp 39% doanh thu xuất khẩu của DRC trong Q3/2025) vẫn tăng vững chắc 18% so với cùng kỳ, doanh thu xuất khẩu sang thị trường Brazil (35% doanh thu xuất khẩu của DRC trong Q3/2025) trong Q3/2025 giảm 50% so với cùng kỳ và giảm 34% so với quý trước. Về khả năng sinh lời, ngoại trừ lớp bias, tỷ suất lợi nhuận gộp của hầu hết các sản phẩm chủ lực khác thu hẹp do giá bán bình quân giảm trong khi chi phí nguyên liệu cao su tự nhiên trong quý vẫn tăng 12% so với cùng kỳ. Ngoài ra, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu vẫn ở mức cao 9% trong Q3/2025, so với 6,1% trong Q3/2024.

Lưu ý, DRC vẫn đang sản xuất lớp PCR cho nhà sản xuất xe điện lớn nhất Việt Nam VinFast, công ty được Vingroup (VIC; Bán ra, giá mục tiêu 125.000đ) sở hữu 51% cổ phần, dự kiến sẽ bàn giao lô hàng lần đầu tiên từ tháng 6/2026. Điều này có thể mang lại cho DRC khả năng tăng trưởng bền vững trong dài hạn. Mặc dù vậy, chúng tôi nhận thấy các động lực tăng trưởng trong ngắn hạn còn hạn chế vì rủi ro thuế quan của Mỹ và tình hình suy thoái kinh tế tại các thị trường trên toàn cầu vẫn tạo ra áp lực lên nhu cầu xuất khẩu lớp xe – đóng góp 66% tổng doanh thu của DRC trong 9 tháng đầu năm 2025. Do đó, chúng tôi cho rằng chi phí tăng cao trong bối cảnh nhu cầu suy yếu là những thách thức chính đối với tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận của DRC.

Giảm bình quân 11% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC giảm bình quân 11% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, cho thấy tốc độ tăng trưởng CAGR trong 3 năm là -3% (trên doanh thu tăng trưởng với tốc độ CAGR là 8% và tỷ suất lợi nhuận yếu).

Chúng tôi đánh giá Bão số 13 tạo ra tác động trong ngắn hạn đối với lợi nhuận Q4/2025 của DRC. Trong năm 2025, chúng tôi giảm 1% dự báo doanh thu của DRC chủ yếu do giảm 4% sản lượng tiêu thụ lớp bias. Trong khi đó, các giả định liên quan

đến chi phí được điều chỉnh tăng, bao gồm tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 13% trong năm 2025 (so với 13,8% trước đó); tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu tăng lên 9,3%, so với dự báo trước đó là 9% (năm 2024: 9,5%). Hiện chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 127 tỷ đồng (sau khi điều chỉnh giảm 16%, thấp hơn 45% so với cùng kỳ), cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2025 là 46 tỷ đồng (giảm 22% so với cùng kỳ nhưng tăng 15% so với quý trước) trên doanh thu thuần 1.192 tỷ đồng (tăng 7% so với cùng kỳ nhưng giảm 3% so với quý trước).

Cho năm 2026-2027, lợi nhuận thuần dự kiến đạt lần lượt 191 tỷ đồng (tăng trưởng 50%) và 214 tỷ đồng (tăng trưởng 12%). Chi phí nguyên vật liệu thấp hơn giúp tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 14,3%-14,4% trong năm 2026-2027, trong khi tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm xuống 9,1% trong hai năm này, nhưng vẫn cao hơn dự báo trước đó của HSC ở mức 9%.

Bảng 19: Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2025-2027, DRC

HSC hạ bình quân 11% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	4,673	5,043	5,513	5,946	4,984	5,462	5,893	-1.2%	-0.9%	-0.9%
Lợi nhuận gộp	729	694	803	872	649	779	847	-6.4%	-3.0%	-2.9%
LNTT	289	189	261	291	159	238	267	-15.8%	-8.6%	-8.2%
Lợi nhuận thuần	232	151	209	233	127	191	214	-15.8%	-8.6%	-8.3%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần	-4.6%	7.9%	9.3%	7.9%	6.6%	9.6%	7.9%			
Lợi nhuận gộp	-10.3%	-4.8%	15.7%	8.7%	-11.0%	20.0%	8.8%			
LNTT	-25.3%	-34.5%	37.7%	11.7%	-44.9%	49.5%	12.2%			
Lợi nhuận thuần	-24.9%	-34.6%	37.7%	11.7%	-45.0%	49.5%	12.2%			
% tỷ trọng doanh thu										
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15.6%	13.8%	14.6%	14.7%	13.0%	14.3%	14.4%			
Chi phí BH&QL/doanh thu	9.5%	9.0%	9.0%	9.0%	9.3%	9.1%	9.1%			
Tỷ suất LNTT	6.2%	3.8%	4.7%	4.9%	3.2%	4.4%	4.5%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.0%	3.0%	3.8%	3.9%	2.6%	3.5%	3.6%			

Nguồn: DRC, HSC

Bảng 20: Dự báo sản lượng tiêu thụ, DRC

HSC hạ dự báo sản lượng tiêu thụ lớp bias là 3%

Đơn vị	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Lớp Bias	441,156	427,921	436,480	445,209	411,378	423,719	432,194	-3.9%	-2.9%	-2.9%
TBR	738,404	849,165	934,081	1,027,489	849,165	934,081	1,027,489	0.0%	0.0%	0.0%
PCR	355,198	479,517	575,421	661,734	479,517	575,421	661,734	0.0%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng										
Lớp Bias	2.6%	-3.0%	2.0%	2.0%	-6.8%	3.0%	2.0%			
TBR	-2.9%	15.0%	10.0%	10.0%	15.0%	10.0%	10.0%			
PCR	276.3%	35.0%	20.0%	15.0%	35.0%	20.0%	15.0%			

Nguồn: DRC, HSC

Giảm 1% giá mục tiêu xuống 16.000đ; duy trì khuyến nghị Nắm giữ với tiềm năng tăng giá 3%

Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, HSC giảm 1% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 16.000đ. Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá 3% và cổ phiếu có EV/EBITDA dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 7,7 lần và 7,1 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với DRC.

Các giả định định giá cơ bản như sau:

- Lãi suất phi rủi ro là 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75% (không đổi) và hệ số beta 1 lần (không đổi). Theo đó, chi phí vốn CSH ở mức 12,4% (so với 12,3% trước đó do thay đổi cơ cấu vốn).
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn được giữ nguyên ở mức 1%.
- Thời điểm định giá là cuối năm 2026.

HSC cũng trình bày các tính toán và giả định chính trong Bảng 21-23 cũng như phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 24.

Bảng 21: Giả định chi phí vốn CSH và chi phí nợ, DRC

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

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	1.0
Chi phí vốn CSH	13.2%
Chi phí nợ trước thuế	9.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	7.2%

Nguồn: HSC
Bảng 22: Tính toán WACC, DRC

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 12,4%

	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	86.0%
Nợ / Tổng nguồn vốn	14.0%
WACC	12.4%

Nguồn: HSC
Bảng 23: Định giá DCF, DRC

Giá mục tiêu mới là 16.000đ

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Thu nhập thuần	191	214	227	240	253	268
+ Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)	39	39	40	41	42	43
+ Khấu hao	129	132	135	137	139	140
- Thay đổi vốn lưu động	(125)	(101)	(59)	(57)	(59)	(61)
- Chi phí đầu tư cơ bản	(55)	(59)	(49)	(38)	(33)	(35)
FCFF	180	225	293	322	341	355
Tốc độ tăng trưởng dài hạn						2.0%
Giá trị dài hạn						3,494
Dòng tiền tương lai	180	225	293	322	341	3,849
Hệ số chiết khấu	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8
Giá trị hiện tại	180	200	232	227	214	2,150
Giá trị của doanh nghiệp	3,203					
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do đến năm 2030	2,989					
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	214					
- Tổng nợ	(959)					
+ Tiền & các khoản tương đương tiền	221					
Giá trị của vốn CSH	2,465					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (nghìn)	154.4					
Giá mục tiêu (đồng)	16,000					

Nguồn: HSC
Bảng 24: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính (đồng), DRC

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	1.0%	16,500	15,600	14,700	13,900	13,200
	1.5%	17,300	16,200	15,300	14,500	13,700
	2.0%	18,100	17,000	16,000	15,000	14,200
	2.5%	19,000	17,800	16,700	15,700	14,800
	3.0%	20,000	18,600	17,500	16,400	15,400

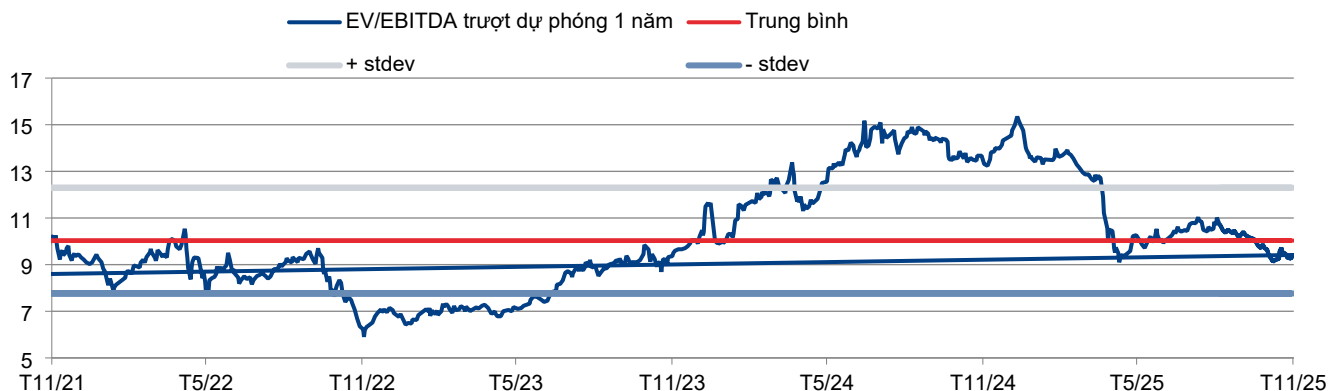
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, DRC đang giao dịch với EV/ EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần, sát với bình quân 5 năm ở mức 10 lần. Theo quan điểm của chúng tôi, triển vọng vững chắc của DRC đến từ hoạt động xuất khẩu sang Mỹ phần lớn đã được phản ánh vào giá cổ phiếu trong khi chi phí đầu vào vẫn ở mức cao đang là mối lo ngại chính đối với khả năng sinh lời của DRC.

Bảng 25: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm, DRC

DRC đang giao dịch với EV/ EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần, sát với bình quân 5 năm ở mức 10 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	4,495	4,673	4,984	5,462	5,893
Lợi nhuận gộp	649	729	649	779	847
Chi phí BH&QL	(340)	(443)	(463)	(494)	(533)
Thu nhập khác	0.30	0.26	0	0	0
Chi phí khác	0.20	(1.79)	0	0	0
EBIT	309	285	186	285	314
Lãi vay thuần	(2.01)	3.69	(26.4)	(46.4)	(46.5)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	307	289	159	238	267
Chi phí thuế TNDN	(60.7)	(57.4)	(31.9)	(47.7)	(53.5)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	247	232	127	191	214
Lợi nhuận thuần ĐC	222	208	115	172	192
EBITDA ĐC	395	285	310	414	446
EPS (đồng)	1,598	1,500	826	1,234	1,385
EPS ĐC (đồng)	1,438	1,350	743	1,111	1,246
DPS (đồng)	1,200	1,500	0	500	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	154	154	154	154	154
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	154	154	154	154	154
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	154	154	154	154	154

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	321	221	489	531	553
Đầu tư ngắn hạn	134	45.0	74.8	109	118
Phải thu khách hàng	456	697	632	666	689
Hàng tồn kho	1,185	1,491	1,495	1,638	1,768
Các tài sản ngắn hạn khác	196	341	249	273	295
Tổng tài sản ngắn hạn	2,291	2,794	2,940	3,217	3,422
TSCĐ hữu hình	938	1,212	1,186	1,112	1,039
TSCĐ vô hình	1.32	0.79	0.26	(0.41)	(1.08)
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	129	132	132	132	132
Đầu tư vào Cty LD,LK	4.68	5.12	5.12	5.12	5.12
Tài sản dài hạn khác	42.8	56.1	50.2	55.0	59.3
Tổng tài sản dài hạn	1,115	1,406	1,373	1,304	1,235
Tổng cộng tài sản	3,407	4,200	4,314	4,520	4,657
Nợ ngắn hạn	565	826	881	911	924
Phải trả người bán	558	946	867	913	959
Nợ ngắn hạn khác	268	264	263	282	299
Tổng nợ ngắn hạn	1,529	2,139	2,127	2,233	2,319
Nợ dài hạn	24.9	133	131	119	110
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	12.8	12.8	12.8	12.8
Tổng nợ dài hạn	24.9	146	144	131	122
Tổng nợ phải trả	1,554	2,285	2,271	2,364	2,441
Vốn chủ sở hữu	1,852	1,915	2,043	2,156	2,216
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.35	0.26	0.26	0.26	0.26
Tổng vốn chủ sở hữu	1,853	1,915	2,043	2,156	2,216
Tổng nợ phải trả và VCSH	3,407	4,200	4,314	4,520	4,657
BVPS (đ)	11,995	12,402	13,227	13,962	14,347
Nợ thuần*/(tiền mặt)	269	738	523	499	481

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	309	285	186	285	314
Khấu hao	(85.2)	0	(124)	(129)	(132)
Lãi vay thuần	(2.01)	3.69	(26.4)	(46.4)	(46.5)
Thuế TNDN đã nộp	(60.7)	0	(31.9)	(47.7)	(53.5)
Thay đổi vốn lưu động	413	0	(18.7)	(130)	(107)
Khác	63.5	0	73.5	(28.6)	(3.04)
LCT thuần từ HKKD	426	(108)	307	161	236
Đầu tư TS dài hạn	-	-	-	-	-
Góp vốn & đầu tư	(124)	(482)	(97.3)	(54.6)	(58.9)
Thanh lý	0	234	0	0	0
Khác	0.74	(3.35)	5.84	(4.78)	(4.32)
LCT thuần từ HĐĐT	6.67	(238)	(91.5)	(59.4)	(63.3)
Cổ tức trả cho CSH	(185)	(143)	0	(77.2)	(154)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(97.3)	375	53.3	17.3	4.11
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(271)	231	53.3	(59.9)	(150)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	155	321	221	489	531
LCT thuần trong kỳ	162	(115)	268	41.4	22.2
Ảnh hưởng của tỷ giá	3.71	15.3	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	321	221	489	531	553
Dòng tiền tự do	426	(108)	307	161	236

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	14.4	15.6	13.0	14.3	14.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	8.78	6.11	6.22	7.58	7.56
Tỷ suất LNT (%)	5.49	4.96	2.56	3.49	3.63
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.8	19.9	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(8.24)	3.96	6.65	9.59	7.91
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(5.31)	(27.7)	8.69	33.4	7.73
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(20.0)	(6.13)	(45.0)	49.5	12.2
Tăng trưởng EPS (%)	(20.0)	(6.13)	(45.0)	49.5	12.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(20.0)	(6.13)	(45.0)	49.5	12.2
Tăng trưởng DPS (%)	(33.3)	25.0	(100)	nm	100
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	75.1	100	0	40.5	72.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	13.1	12.3	6.44	9.08	9.79
ROACE (%)	16.3	14.5	8.75	12.7	13.6
Vòng quay tài sản (lần)	1.32	1.23	1.17	1.24	1.28
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.38	(0.38)	1.65	0.56	0.75
Số ngày tồn kho	112	138	126	128	128
Số ngày phải thu	43.2	64.5	53.2	51.9	49.8
Số ngày phải trả	52.9	87.6	73.0	71.2	69.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	20.6	43.2	30.5	28.2	27.0
Nợ/tài sản (%)	20.6	24.9	25.8	25.2	24.7
EBIT/lãi vay (lần)	154	N/a	7.03	6.14	6.75
Nợ/EBITDA (lần)	1.78	3.67	3.59	2.75	2.58
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.50	1.31	1.38	1.44	1.48
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.59	0.67	0.59	0.53	0.49
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.77	11.0	9.43	7.01	6.47
P/E (lần)	9.73	10.4	18.8	12.6	11.2
P/E ĐC (lần)	10.8	11.5	20.9	14.0	12.5
P/B (lần)	1.30	1.25	1.18	1.11	1.08
Lợi suất cổ tức (%)	7.72	9.65	0	3.22	6.43

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

Năm giữ (từ Giảm tỷ trọng)

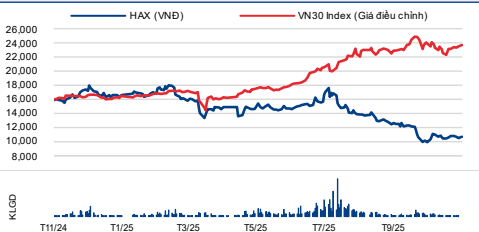
Giá mục tiêu: VNĐ10,900 (từ VNĐ12,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 1.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (24/11/2025)	10,700
Mã Bloomberg	HAX VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	9,850-18,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	10,600
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	1,150
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	43.6
Slg CP lưu hành (tr.đv)	107
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	53.7
Slg CP NN được mua (tr.đv)	46.1
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	7.05%
Tỷ lệ freefloat	64.9%
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	7.86	(23.0)	(32.7)
So với chỉ số	9.45	(27.1)	(54.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	(159)	308	(151.6)
2026F	515	378	36.2
2027F	557	975	(42.8)

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 cao cấp, Ngành Công
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

Nâng khuyến nghị lên Năm giữ do định giá; khó khăn vẫn còn

- HSC nâng khuyến nghị đối với HAX lên Năm giữ (từ Giảm tỷ trọng) sau khi giá cổ phiếu giảm trong thời gian gần đây. Chúng tôi giảm 9% giá mục tiêu xuống 10.900đ (tiềm năng tăng giá 2%), do tác động tiêu cực từ việc giảm dự báo lợi nhuận lớn hơn tác động tích cực của việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2026.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận 17 tỷ đồng trong năm 2025 (lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 10 tỷ đồng, giảm 69% so với cùng kỳ), cho thấy lợi nhuận thuần chuyển biến tích cực lên 55 tỷ đồng và 60 tỷ đồng trong năm 2026-2027. Chúng tôi giảm 53% dự báo lợi nhuận dựa trên lợi nhuận mảng phân phối xe Mercedes và MG sụt giảm do triển vọng kém tích cực.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 23% trong 3 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,7 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 0,8 lần. Sản lượng tiêu thụ xe VinFast tăng mạnh có thể dẫn đến lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng, nhưng mảng phân phối xe Mercedes và mảng phân phối xe MG vẫn còn nhiều thách thức.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q3/2025

KQKD Q3/2025 của HAX đáng thất vọng, với lỗ thuần 28 tỷ đồng, so với lợi nhuận thuần 62 tỷ đồng trong Q3/2024 và lỗ thuần 4 tỷ đồng trong Q2/2025. Trong 9 tháng đầu năm 2025, công ty ghi nhận 27 tỷ đồng lỗ thuần (so với lợi nhuận thuần 91 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2024) – thấp hơn nhiều so với dự báo KQKD trước đó của chúng tôi. Q3/2025 là quý có KQKD kém nhất kể từ Q3/2021.

HAX và các nhà phân phối ô tô khác phải đối mặt với áp lực nặng nề trong Q3/2025, trong bối cảnh lượng hàng tồn kho cao, chính sách ảnh hưởng đến nhu cầu ô tô chạy bằng xăng và cuộc chiến giá bán. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng lợi nhuận đã chạm đáy trong Q3/2025, với đà phục hồi đang diễn ra, bắt đầu từ Q4/2025 khi áp lực hàng tồn kho của HAX giảm bớt. Trong khi đó, việc sản lượng tiêu thụ xe VinFast tăng mạnh (thông qua PTM; công ty con do HAX sở hữu 51,6% cổ phần; chưa khuyến nghị) có thể trở thành chất xúc tác dẫn đến lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng, nhưng chúng tôi chưa phản ánh mảng kinh doanh này vào mô hình dự báo lợi nhuận do chưa có thông tin chi tiết.

Tác động: Giảm bình quân 53% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

Chúng tôi dự báo lợi nhuận 17 tỷ đồng trong năm 2025 (lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 10 tỷ đồng, giảm 69% so với cùng kỳ nhưng cao hơn so với quý trước), với lợi nhuận thuần năm 2026-2027 có chuyển biến tích cực lên 55 tỷ đồng và 60 tỷ đồng (tăng trưởng 8%). Chúng tôi giảm 132% dự báo lợi nhuận cho năm 2025 và giảm 53% mỗi năm dự báo cho năm 2026-2027 do lợi nhuận mảng phân phối xe Mercedes và mảng phân phối xe MG thấp hơn kỳ vọng do triển vọng kém tích cực sau khi Chính phủ ban hành các chính sách nhằm hạn chế ô tô chạy bằng xăng.

Dự báo lợi nhuận thuần mới của chúng tôi – thấp hơn so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm là -22%. Lưu ý rằng dự báo lợi nhuận của chúng tôi chưa phản ánh khoản lợi nhuận không thường xuyên tiềm năng từ kế hoạch thoái vốn tại dự án BDS.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Năm giữ (từ Giảm tỷ trọng) – một phần là do giá cổ phiếu giảm trong thời gian gần đây, mặc dù đã giảm giá mục tiêu xuống 10.900đ (từ 12.000đ trước đó) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và điều chỉnh các giả định định giá. Sau khi giá cổ phiếu giảm 23% trong 3 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,7 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 0,8 lần. Lợi nhuận dường như đã chạm đáy trong Q3/2025, mặc dù vẫn còn nhiều thách thức. Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng khi sản lượng tiêu thụ ô tô thấp hơn dự kiến. Tiềm năng lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng khi sản lượng tiêu thụ xe MG/VinFast cao hơn dự kiến.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	108	337	86.5 ▼	191 ▼	200 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	34.6	125	(17.1) ▼	55.3 ▼	59.9 ▼
EPS ĐC (đồng)	370	1,163	(159) ▼	515 ▼	557 ▼
DPS (đồng)	300	1,000	0	0 ▼	500
BVPS (đồng)	12,459	13,875	13,716	14,231	14,288 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.6	4.62	16.4	6.49	6.17
P/E ĐC (lần)	28.9	9.20	N/a	20.8	19.2
Lợi suất cổ tức (%)	2.80	9.35	0	0	4.67
P/B (lần)	0.86	0.77	0.78	0.75	0.75
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(85.6)	214	(114)	424	8.20
ROAE (%)	3.40	10.8	(1.43)	4.56	4.81

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

Giảm 9% giá mục tiêu do lợi nhuận giảm, trong bối cảnh nhu cầu ô tô chạy bằng xăng sụt giảm

HSC giảm 9% giá mục tiêu xuống 10.900đ (tiềm năng tăng giá 2%) do tác động tiêu cực từ việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận lớn hơn tác động tích cực của việc lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2026. Sau khi điều chỉnh giảm bình quân 53% dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027 dựa trên các giả định thận trọng hơn cho cả mảng phân phối xe Mercedes và mảng phân phối xe MG, chúng tôi dự báo HAX sẽ ghi nhận lỗ thuần 17 tỷ đồng trong năm 2025 (điều chỉnh giảm 132% so với lợi nhuận thuần 53 tỷ đồng trước đó), sau đó chuyển sang lợi nhuận thuần lần lượt 55 tỷ đồng và 60 tỷ đồng trong năm 2026-2027, tương đương với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm là -22%. Sau khi giá cổ phiếu giảm 23% trong 3 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,7 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 0,8 lần HSC nâng khuyến nghị đối với HAX lên Nắm giữ (từ Giảm tỷ trọng) dựa trên định giá và dự báo lợi nhuận dần hồi phục, mặc dù vẫn còn nhiều thách thức đối với mảng phân phối xe Mercedes và mảng phân phối xe MG trong môi trường chính sách ngày càng nghiêm ngặt hơn đối với xe xăng.

KQKD Q3/2025 thấp hơn kỳ vọng do mảng phân phối xe Mercedes và MG suy yếu

HAX công bố KQKD Q3/2025 đáng thất vọng, với doanh thu thuần 1.150 tỷ đồng (giảm 25% so với cùng kỳ nhưng tăng 12% so với quý trước) và lỗ thuần 28 tỷ đồng (so với lợi nhuận thuần 62 tỷ đồng trong Q3/2024 và lỗ thuần 4 tỷ đồng trong Q2/2025), thấp hơn nhiều so với kỳ vọng lợi nhuận thuần 20 tỷ đồng của chúng tôi.

Trong 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu thuần đạt 3.137 tỷ đồng (giảm 15% so với cùng kỳ) và lỗ thuần 27 tỷ đồng (so với lợi nhuận thuần 91 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2024), thấp hơn nhiều so với dự báo trước đó của chúng tôi và Q3/2025 là quý có KQKD kém nhất kể từ Q3/2021.

Bảng 26: KQKD hợp nhất Q3 và 9 tháng đầu năm 2025, HAX

Q3/25 ghi nhận khoản lỗ thuần 28 tỷ đồng, so với lợi nhuận thuần 62 tỷ đồng trong Q3/24

Tỷ đồng	Q3/24	Q2/25	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T24	9T25	So với cùng kỳ	Dự báo cũ HSC	% dự báo
Doanh thu thuần	1,536	1,029	1,150	-25.1%	11.7%	3,696	3,137	-15.1%	5,347	58.7%
Lợi nhuận gộp	174	91	60	-65.7%	-34.5%	366	245	-33.2%	436	56.2%
LNTT	113	18	-24	N/m	N/m	183	16	-91.2%	127	12.6%
LNST	90	10	-26	N/m	N/m	144	1	-99.3%	102	1.0%
Lợi nhuận thuần	62	-4	-28	N/m	533.7%	91	-27	N/m	53	N/m
Tỷ suất LN gộp	11.3%	8.9%	5.2%			9.9%	7.8%			
Tỷ suất LNTT	7.4%	1.7%	-2.1%			4.9%	0.5%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.0%	-0.4%	-2.4%			2.5%	-0.9%			

Nguồn: HAX, HSC ước tính

Bảng 27: KQKD của Công ty mẹ, HAX

Doanh thu thuần Q3/2025 đạt 669 tỷ đồng (giảm 20% so với cùng kỳ nhưng tăng 60% so với quý trước) và lỗ thuần 27 tỷ đồng (so với lợi nhuận thuần 36 tỷ đồng trong Q3/2024)

Tỷ đồng	Q3/24	Q2/25	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T24	9T25	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	839	424	669	-20.3%	57.9%	2,205	1,560	-29.2%
Lợi nhuận gộp	72	20	13	-82.3%	-34.8%	141	65	-54.0%
Chi phí BH&QL	-31	-30	-34	12.0%	15.2%	-98	-93	-4.6%
EBIT	41	-10	-22	N/m	N/m	43	-29	N/m
Lãi/lỗ HĐ tài chính	-2	-10	-6	162.0%	-37.1%	0	-4	N/m
Thu nhập thuần khác	6	8	1	-82.8%	-87.8%	16	12	-26.9%
LNTT	45	-12	-27	N/m	N/m	61	-21	N/m
LNST	36	-12	-27	N/m	N/m	49	-21	N/m
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>8.6%</i>	<i>4.6%</i>	<i>1.9%</i>			<i>6.4%</i>	<i>4.1%</i>	
<i>Tỷ suất LNTT</i>	<i>5.3%</i>	<i>-2.9%</i>	<i>-4.0%</i>			<i>2.8%</i>	<i>-1.3%</i>	

Ghi chú: * Bao gồm mảng kinh doanh Mercedes.
Nguồn: HAX, HSC

Mảng phân phối xe Mercedes: (do công ty mẹ vận hành) tiếp tục ghi nhận KQKD yếu kém, với doanh thu thuần 669 tỷ đồng (giảm 20% so với cùng kỳ nhưng tăng 60% so với quý trước) và lỗ thuần 27 tỷ đồng (so với lợi nhuận thuần 36 tỷ đồng trong Q3/2024 và lỗ thuần 12 tỷ đồng trong Q2/2025). Sản lượng tiêu thụ xe Mercedes giảm 25% so với cùng kỳ xuống 577 chiếc trong Q3/2025 (nhưng tăng 61% so với quý trước), do nhu cầu xe hạng sang vẫn mờ nhạt trong bối cảnh người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu và quá trình chuyển đổi sang tính cấu trúc từ xe xăng sang xe điện ngày càng nhanh hơn.

Bảng 28: KQKD của MG

Trong Q3/2025, doanh thu thuần 300 tỷ đồng, giảm 27% so với cùng kỳ và giảm 23% so với quý trước trong khi lợi nhuận giảm mạnh 99% so với cùng kỳ, xuống chỉ còn 0,36 tỷ đồng (giảm 98% so với quý trước)

Tỷ đồng	Q3/24	Q2/25	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T24	9T25	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	412	391	300	-27.0%	-23.2%	872	988	13.4%
Lợi nhuận gộp	85	59	35	-58.6%	-40.2%	167	142	-14.8%
Chi phí BH&QL	-31	-42	-44	41.6%	5.2%	-64	-122	90.2%
EBIT	54	17	-9	-116.0%	-150.6%	103	20	-80.4%
Lãi/lỗ HĐ tài chính	-2	-3	-3	83.9%	-6.0%	-3	-6	71.1%
Thu nhập thuần khác	11	10	12	4.8%	24.7%	16	28	77.2%
LNTT	64	24	1	-99.1%	-97.7%	115	43	-63.1%
LNST	51	19	0	-99.3%	-98.1%	92	34	-63.4%
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>20.6%</i>	<i>15.0%</i>	<i>11.7%</i>			<i>19.2%</i>	<i>14.4%</i>	
<i>Tỷ suất LNTT</i>	<i>15.5%</i>	<i>6.1%</i>	<i>0.2%</i>			<i>13.2%</i>	<i>4.3%</i>	

Nguồn: PTM, HSC

Mảng phân phối xe MG được vận hành bởi PTM (công ty con do HAX sở hữu 51,6% cổ phần; chưa khuyến nghị) cũng ghi nhận KQKD kém tích cực, với doanh thu thuần 300 tỷ đồng, giảm 27% so với cùng kỳ và giảm 23% so với quý trước trong khi lợi nhuận giảm mạnh 99% so với cùng kỳ, xuống chỉ còn 0,36 tỷ đồng (giảm 98% so với quý trước). Trong Q3/2025, sản lượng tiêu thụ xe MG giảm 25% so với cùng kỳ và giảm 3% so với quý trước xuống 2.467 chiếc, sát với dự báo của chúng tôi.

Q4/2025 và năm 2026: Xe xăng gặp thách thức, ảnh hưởng đến mảng phân phối xe MG và Mercedes

HSC nhận thấy HAX phải đối mặt với áp lực giảm mạnh gián bán trong Q3/2025 vì hàng tồn kho còn ở mức cao, nhu cầu đối với xe xăng tăng chậm lại do các chính sách nhằm hạn chế xe xăng và áp lực cạnh tranh giữa các thương hiệu xe. Doanh thu Q3/2025 của các đơn vị phân phối xe khác như CTF (chưa khuyến nghị) và TMT Motors (chưa khuyến nghị) thấp hơn so với cùng kỳ trong khi lợi nhuận giảm mạnh do tích cực triển khai các chương trình khuyến mãi. Chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng đối mảng phân phối ô tô tại Việt Nam trong bối cảnh trường hầu như không có dấu hiệu phục hồi sau Q3/2025.

Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng thị trường đã chạm đáy trong Q3/2025 và dần dần hồi phục trong Q4/2025 do quý này là mùa cao điểm. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 10 tỷ đồng, giảm 69% so với cùng kỳ, nhưng có chuyển biến từ lỗ thuần 28 tỷ đồng trong Q3/2025, trên doanh thu thuần 1.106 tỷ đồng (giảm 39% so với cùng kỳ và giảm 4% so với quý trước). Dự báo trên đã phản ánh khoản lỗ giảm xuống còn 9 tỷ đồng của mảng phân phối xe Mercedes và khoản LNST 14 tỷ đồng của mảng phân phối xe MG/PTM.

Đối với mảng phân phối xe Mercedes, mảng kinh doanh đang kém sôi động và chịu áp lực từ các chính sách bất lợi nhằm hạn chế xe xăng trong năm 2025 và sự sụt giảm có tính cấu trúc liên quan đến sức chi tiêu cho phân khúc xe hạng sang của người tiêu dùng trong vài năm gần đây. Trong 9 tháng đầu năm 2025, HAX đã đẩy mạnh giải phóng hàng tồn kho đối với các xe được sản xuất trong năm 2022-2023 bằng cách đưa ra mức chiết khấu giá lớn, dẫn đến khoản lỗ đáng kể trong Q2/2025 và Q3/2025. Dự kiến hoạt động xả hàng tồn kho sẽ kết thúc vào cuối Q4/2025, nên các khoản lỗ có thể sẽ thu hẹp trong Q4/2025.

Đối với mảng phân phối xe MG, thương hiệu này hiện không có kế hoạch đầu tư vào hạ tầng sạp tại Việt Nam. Trong số 9 mẫu xe đang được phân phối tại thị trường Việt Nam, chỉ có MG4 là xe thuần điện. Chúng tôi cho rằng tình trạng hạn chế đối với cơ sở hạ tầng sạc là điểm nghẽn chính ngăn cản hầu hết các hãng xe như MG và Mercedes mở rộng quy mô kinh doanh xe điện. Hiện tại, HAX đang vận hành 18 showroom MG trên cả nước (so với 12 showroom vào cuối năm 2024), trong đó 10 showroom sẽ đáp ứng tiêu chuẩn cao cấp toàn cầu của MG.

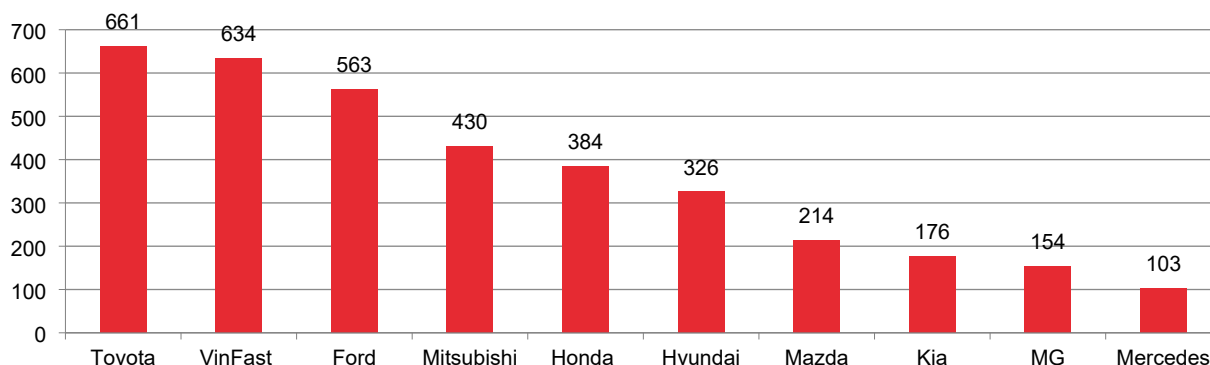
Nhìn chung, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ của Mercedes-Benz và MG trong 10 tháng đầu năm 2025 giảm lần lượt 28% và 13% so với cùng kỳ và chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ xe MG và Mercedes trong Q4/2025 sẽ giảm lần lượt 23% và 33%.

Đẩy mạnh phân phối xe VinFast: HAX bắt đầu tham gia phân phối xe VinFast từ nửa cuối năm 2024 với một showroom tại TP.HCM qua công ty con là An Thái Auto, nhưng đóng góp ban đầu là rất thấp. Kể từ cuối Q3/2025, HAX đã đẩy mạnh mảng kinh doanh xe VinFast, hiện được phân phối thông qua PTM, chuyển đổi showroom Mercedes Kim Giang thành showroom VinFast tại Hà Nội vào tháng 9/2025.

HAX cũng đang có kế hoạch nâng cấp khoảng 10 showroom MG thành các showroom kép cho hai thương hiệu xe MG và VinFast vào cuối Q1/2026. Chiến lược này cho phép HAX tham gia vào mảng phân phối xe điện mà có thể tận dụng được cơ sở hạ tầng hiện có, giúp giảm bớt áp lực lên tỷ suất lợi nhuận ngắn hạn trong Q4/2025-năm 2026. Mặc dù thông tin chi tiết về việc phân phối xe VinFast của HAX vẫn chưa được công bố, HSC ước tính sản lượng tiêu thụ xe VinFast tăng 194% so với cùng kỳ lên 124.261 chiếc trong 10 tháng đầu năm 2025. Điều này cho thấy sản lượng tiêu thụ bình quân của mỗi showroom trong 10 tháng đầu năm 2025 đạt 634 chiếc (trên tổng số 196 showroom VinFast trên toàn quốc), đứng thứ hai về sản lượng tiêu thụ bình quân mỗi showroom trên thị trường, chỉ sau Toyota. Kết quả trên cho thấy HAX có tiềm năng tăng trưởng tích cực nếu công ty có thể mở rộng quy mô mảng phân phối xe VinFast trong năm 2026. Tuy nhiên, do chưa có thông tin chi tiết về việc phân phối xe VinFast, chúng tôi chưa phản ánh mảng kinh doanh mới này vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Biểu đồ 29: Số lượng xe bán ra trung bình mỗi showroom trong 10 tháng đầu năm 2025, Việt Nam

VinFast xếp thứ hai về số xe bán ra trên mỗi showroom tại Việt Nam trong 10 tháng đầu năm 2025, chỉ đứng sau Toyota



Nguồn: websites các công ty, HSC thu thập

Bảng 30: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, HAX

Hạ 53% 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	5,347	6,770	7,643	4,283	4,980	5,289	-19.9%	-26.4%	-30.8%
Mercedes	3,248	2,822	3,101	3,409	2,470	2,515	2,561	-12.4%	-18.9%	-24.9%
MG	2,266	2,526	3,669	4,233	1,813	2,465	2,728	-28.2%	-32.8%	-35.6%
LNST	204	102	190	212	6	91	99	-93.9%	-52.1%	-53.1%
Mercedes	75	2	38	37	-42	17	18	-2343%	-54.5%	-51.8%
MG	128	100	152	176	48	74	82	-51.8%	-51.4%	-53.4%
Lợi nhuận thuần	125	53	116	127	-17	55	60	-132.0%	-52.4%	-52.9%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần	38.5%	-3.0%	26.6%	12.9%	-22.3%	16.3%	6.2%			
Mercedes	7.1%	-13.1%	9.9%	9.9%	-23.9%	1.8%	1.8%			
MG	138.4%	11.5%	45.3%	15.4%	-20.0%	36.0%	10.7%			
LNST	449.4%	-50.1%	87.0%	11.7%	-97.0%	1378%	9.2%			
Mercedes	54.2%	-96.9%	1920.9%	-3.2%	N/m	N/m	2.7%			
MG	1,258%	-30.0%	52.7%	15.4%	-62.5%	53.8%	10.7%			
Lợi nhuận thuần	261.3%	-57.3%	118.1%	9.3%	N/m	N/m	8.2%			

Nguồn: HSC

Giảm bình quân 53% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

HSC giảm bình quân 53% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và hiện dự báo HAX sẽ ghi nhận lỗ thuần trong năm 2025 (so với lợi nhuận thuần 53 tỷ đồng trước đó). Dự báo mới của chúng tôi cho thấy HAX sẽ lỗ thuần 17 tỷ đồng trong năm 2025 (so với lợi nhuận thuần 125 tỷ đồng trong năm 2024), trước khi phục hồi lên 55 tỷ đồng/60 tỷ đồng trong năm 2026-2027, bắt đầu có lãi và sau đó tăng trưởng lợi nhuận 13%.

Mảng phân phối xe Mercedes: HSC dự báo sản lượng tiêu thụ xe Mercedes của HAX trong năm 2025 sẽ giảm 28% so với cùng kỳ xuống còn 837 chiếc (điều chỉnh giảm từ 954 chiếc trước đó). Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ năm 2026-2027 sẽ đi ngang ở mức 845/853 chiếc, dựa trên quan điểm thận trọng hơn khi ngày càng có nhiều chính sách có lợi cho xe điện và điều này có thể cản trở sức chi tiêu cho xe hạng sang tăng trở lại.

Mảng phân phối xe MG: Hiện chúng tôi dự báo công ty có tổng cộng 18 showroom MG (thêm 6 showroom mới) trong năm 2025 (so với dự báo 20 showroom MG trước đó). 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. Sau khi ghi nhận sản lượng tiêu thụ xe MG trong 10 tháng đầu năm 2025 kém tích cực, chúng tôi giảm dự báo sản lượng tiêu thụ xe MG năm 2025, 2026 và 2027 của HAX xuống còn 4.561/5.906/6.537 chiếc (so với 5.352/7.405/8.543 chiếc trước đó), đi ngang trong năm 2025 sau đó tăng lần lượt 30%/11% so với cùng kỳ.

Về khả năng sinh lời, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận thuần của MG sẽ giảm xuống 2,5% trong năm 2025 (so với 5,7% trong năm 2024), phản ánh những thách thức trong cuộc chiến về giá bán, áp lực mở rộng HĐKD và sự hỗ trợ ít hơn từ công ty mẹ SAIC Motor Corp. trước khi hồi phục 3% trong năm 2026-2027.

Giảm giá mục tiêu xuống 10.900đ (tiềm năng tăng giá 2%); nâng khuyến nghị lên Nắm giữ

HSC giảm 9% giá mục tiêu xuống 10.900đ, cho thấy tiềm năng tăng giá là 2% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 20,6 lần và 19 lần. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với HAX lên Nắm giữ (từ Giảm tỷ trọng) dựa trên định giá và kỳ vọng công ty sẽ có chuyển biến lợi nhuận trong năm 2026.

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 12% định giá mảng phân phối xe cốt lõi xuống còn 9.200đ, đóng góp 85% tổng định giá của HAX và HĐKD cốt lõi của HAX có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 16,2 lần và 14,3 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 là 11,1% (so với mức 12,1% trước đó).
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn không đổi ở mức 1%.
- Chúng tôi lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2026.

Bảng 31: Định giá SOTP, HAX

Giá mục tiêu mới của HAX là 10.900đ

	Tỷ đồng	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	Đồng/cp	Tỷ trọng giá trị
Mảng phân phối xe (Tỷ đồng)	1,001	107.4	9,300	85.3%
Thu nhập từ bán đất (Tỷ đồng)	170	107.4	1,600	14.7%
Tổng giá trị của HAX (Tỷ đồng)	1,171	107.4	10,900	100.0%

Nguồn: HSC

Bảng 32: 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	8.75%
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 33: Tính toán WACC, HAX

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 11,1%

	Value
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	60.5%
Nợ / Tổng nguồn vốn	39.5%
WACC	11.1%

Nguồn: HSC

Bảng 34: Định giá mảng kinh doanh cốt lõi, HAX

Giá trị mảng kinh doanh cốt lõi tăng 12% lên 9.300đ/cp

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F	FY31F
Lợi nhuận thuần	55	60	61	62	62	62
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	23	20	20	20	20	20
+ Khấu hao	50	51	53	54	55	57
- Thay đổi vốn lưu động	139	2	-5	0	1	3
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	-45	-42	-39	-36	-32	-27
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	222	91	91	100	108	116
Tốc độ tăng trưởng dài hạn						1.0%
Giá trị dài hạn						1,159
Dòng tiền tương lai	222	91	91	100	108	1,275
Hệ số chiết khấu	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5	1.7
Giá trị hiện tại	222	82	73	73	71	754
Giá trị mảng kinh doanh cốt lõi của DN	1,275					
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2030	589					
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	685					
Trừ: Tổng nợ	-642					
Cộng: Tiền & các khoản tương đương tiền	369					
Giá trị vốn CSH, mảng kinh doanh cốt lõi	1,001					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	107.4					
Giá trị của cổ phiếu (mảng kinh doanh cốt lõi)	9,300					

Nguồn: HSC

Trong khi đó, 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 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 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.
- Vào 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.
- Vào tháng 7/2025, HAX đã lên kế hoạch đấu giá tìm đơn vị để chuyển nhượng cả hai lô đất này nhưng thất bại do không có nhà đầu tư nào quan tâm. Công ty chưa công bố kế hoạch đấu giá tiếp theo sau đó.
- 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 15% vào tổng giá trị hợp lý của HAX. Nếu HAX bán khu 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 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 35).

Bảng 35: 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	9,900
110	29	168	134	10,300
120	39	212	170	10,800
130	49	284	227	11,300
140	59	342	273	11,700

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 23% trong 3 tháng qua, HAX đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,7 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 0,8 lần.

Lợi nhuận dường như đã chạm đáy trong Q3/2025, mặc dù vẫn còn nhiều thách thức. Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng khi sản lượng tiêu thụ ô tô thấp hơn dự kiến. Tiềm năng lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng khi sản lượng tiêu thụ xe MG/VinFast cao hơn dự kiến.

Do HAX mới bắt đầu phân phối xe VinFast nên chúng tôi tiếp tục theo dõi chặt chẽ các diễn biến tiếp theo.

Biểu đồ 36: P/B trượt dự phóng 12 tháng, HAX

HAX đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,7 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 0,8 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	3,982	5,513	4,283	4,980	5,289
Lợi nhuận gộp	277	512	339	391	414
Chi phí BH&QL	(221)	(312)	(343)	(299)	(317)
Thu nhập khác	30.0	80.7	42.8	49.8	52.9
Chi phí khác	(0.80)	(0.37)	(0.28)	(0.33)	(0.35)
EBIT	84.9	280	38.8	142	149
Lãi vay thuần	(36.7)	(22.1)	(31.1)	(28.0)	(24.5)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	48.1	258	7.71	114	124
Chi phí thuế TNDN	(11.1)	(54.8)	(1.54)	(22.8)	(24.9)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2.47)	(78.6)	(23.3)	(35.8)	(39.6)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	34.6	125	(17.1)	55.3	59.9
Lợi nhuận thuần ĐC	34.6	125	(17.1)	55.3	59.9
EBITDA ĐC	108	337	86.5	191	200
EPS (đồng)	370	1,163	(159)	515	557
EPS ĐC (đồng)	370	1,163	(159)	515	557
DPS (đồng)	300	1,000	0	0	500
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	369	405	418
Đầu tư ngắn hạn	0	3.00	3.00	3.00	3.00
Phải thu khách hàng	213	340	257	286	291
Hàng tồn kho	696	661	642	498	502
Các tài sản ngắn hạn khác	42.6	49.8	42.8	49.8	52.9
Tổng tài sản ngắn hạn	1,072	1,316	1,314	1,242	1,268
TSCĐ hữu hình	370	453	952	948	939
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	70.7	82.2	87.3
Tổng tài sản dài hạn	935	1,091	1,035	1,042	1,038
Tổng cộng tài sản	2,006	2,407	2,350	2,285	2,306
Nợ ngắn hạn	700	670	642	498	502
Phải trả người bán	44.7	99.3	85.7	99.6	106
Nợ ngắn hạn khác	29.3	39.4	39.4	39.4	39.4
Tổng nợ ngắn hạn	839	915	876	755	771
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	876	756	771
Vốn chủ sở hữu	1,115	1,203	1,186	1,242	1,248
Lợi ích cổ đông thiểu số	49.0	287	287	287	287
Tổng vốn chủ sở hữu	1,164	1,491	1,474	1,529	1,535
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,006	2,407	2,350	2,285	2,306
BVPS (đ)	12,459	13,875	13,716	14,231	14,288
Nợ thuần/(tiền mặt)	579	408	274	92.6	84.0

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	84.9	280	38.8	142	149
Khấu hao	(23.4)	(56.6)	(47.7)	(49.5)	(51.2)
Lãi vay thuần	(36.7)	(22.1)	(31.1)	(28.0)	(24.5)
Thuế TNDN đã nộp	(35.7)	(20.2)	(1.54)	(22.8)	(24.9)
Thay đổi vốn lưu động	367	80.6	89.0	139	1.79
Khác	39.2	(0.24)	(15.0)	(42.2)	(42.2)
LCT thuần từ HKKD	433	367	126	237	110
Đầu tư TS dài hạn	(401)	(371)	(5.22)	(44.8)	(42.3)
Góp vốn & đầu tư	0	(3.00)	0	0	0
Thanh lý	402	210	0	0	0
Khác	0.58	0.70	13.4	(11.5)	(5.10)
LCT thuần từ HĐĐT	0.77	(164)	8.18	(56.3)	(47.4)
Cổ tức trả cho CSH	(36.0)	(31.5)	0	0	(53.7)
Thu từ phát hành CP	14.0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(452)	(29.9)	(27.2)	(144)	4.48
Khác	0	0	(0.20)	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(474)	(61.4)	(27.4)	(144)	(49.2)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	160	120	262	369	405
LCT thuần trong kỳ	(40.3)	142	107	36.6	13.1
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	120	262	369	405	418
Dòng tiền tự do	31.5	(4.33)	121	193	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	7.91	7.86	7.82
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	2.72	6.11	2.02	3.84	3.78
Tỷ suất LNT (%)	0.87	2.27	(0.40)	1.11	1.13
Thuế TNDN hiện hành (%)	23.0	21.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(41.2)	38.5	(22.3)	16.3	6.21
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(68.4)	211	(74.3)	121	4.49
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(85.6)	261	(114)	424	8.20
Tăng trưởng EPS (%)	(85.6)	214	(114)	424	8.20
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(85.6)	214	(114)	424	8.20
Tăng trưởng DPS (%)	(40.0)	233	(100)	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	81.0	86.0	0	0	89.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	3.40	10.8	(1.43)	4.56	4.81
ROACE (%)	7.31	21.1	2.62	9.45	9.71
Vòng quay tài sản (lần)	1.74	2.50	1.80	2.15	2.30
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	5.10	1.31	3.25	1.67	0.74
Số ngày tồn kho	68.6	48.2	59.5	39.6	37.6
Số ngày phải thu	21.0	24.8	23.8	22.8	21.8
Số ngày phải trả	4.40	7.25	7.93	7.92	7.92
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	56.9	39.2	28.5	13.5	13.1
Nợ/tài sản (%)	37.6	30.5	30.1	25.1	25.2
EBIT/lãi vay (lần)	2.31	12.7	1.25	5.07	6.08
Nợ/EBITDA (lần)	6.97	2.17	8.17	2.99	2.91
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.28	1.44	1.50	1.64	1.64
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.40	0.28	0.33	0.25	0.23
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.6	4.62	16.4	6.49	6.17
P/E (lần)	28.9	9.20	N/a	20.8	19.2
P/E ĐC (lần)	28.9	9.20	N/a	20.8	19.2
P/B (lần)	0.86	0.77	0.78	0.75	0.75
Lợi suất cổ tức (%)	2.80	9.35	0	0	4.67

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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