

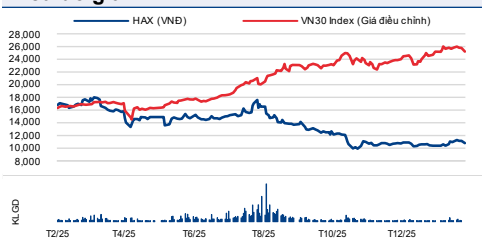
Nắm giữ

Giá mục tiêu: VNĐ10,900
Tiềm năng tăng/giảm: 0.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/1/2026)	10,800
Mã Bloomberg	HAX VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	9,850-18,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	11,100
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	1,160
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	44.3
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	Tiền Dũng và gia đình (35.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-24A	12-25F	12-26F
DT thuần (tỷ đồng)	5,513	4,283	4,980
EBITDA đc (tỷ đồng)	337	86.5	191
LN TT (tỷ đồng)	258	7.71	114
LNT ĐC (tỷ đồng)	125	(17.1)	55.3
FCF (tỷ đồng)	(4.33)	121	193
EPS ĐC (đồng)	1,163	(159)	515
DPS (đồng)	1,000	0	0
BVPS (đồng)	13,875	13,716	14,231
T.trưởng EBITDA (%)	211	(74.3)	121
T.trưởng EPS ĐC (%)	214	(114)	424
Tăng trưởng DPS (%)	233	(100)	nm
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	6.11	2.02	3.84
Tỷ suất LN TT (%)	4.69	0.18	2.29
Tỷ suất LNT ĐC (%)	2.27	(0.40)	1.11
Tỷ lệ LN trả CT (%)	86.0	0	0
Nợ thuần/VCSH (%)	39.2	28.5	13.5
ROAE (%)	10.8	(1.43)	4.56
ROACE (%)	21.1	2.62	9.45
EV/doanh thu (lần)	0.28	0.33	0.25
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.65	16.6	6.55
P/E ĐC (lần)	9.28	N/a	21.0
P/B (lần)	0.78	0.79	0.76
Lợi suất cổ tức (%)	9.26	0	0

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Mai Đoàn Ngọc Hân

Chuyên viên 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

Công ty con mới trong mảng phân phối xe VinFast

- HAX vừa công bố tài liệu giới thiệu về CTCP Tập đoàn Tương lai Việt (VFG), công ty con mới do HAX sở hữu 85% với vốn điều lệ 150 tỷ đồng. Bước đi này đóng vai trò then chốt trong việc đa dạng hóa danh mục sản phẩm của HAX nhằm hướng tới mảng kinh doanh xe điện, vốn đang tăng trưởng nhanh.
- Công ty con này đặt mục tiêu trở thành đối tác hàng đầu của VinFast trong năm 2026 bằng cách tích cực mở rộng mạng lưới phân phối lên 18 showroom, với mục tiêu sản lượng tiêu thụ là 15.000 xe thông qua việc tận dụng kinh nghiệm dày dặn trong mảng phân phối ô tô của HAX.
- Tiềm năng hợp nhất 85% cổ phần của VFG sẽ mang lại tác động tích cực cho BCTC hợp nhất của HAX. HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với HAX (giá mục tiêu là 10.900đ, tiềm năng tăng giá 1%).

Sự kiện: Giới thiệu VFG vào tháng 1/2026

HAX vừa công bố tài liệu giới thiệu về CTCP Tập đoàn Tương lai Việt (VFG), công ty con mới do HAX sở hữu 85% với vốn điều lệ (150 tỷ đồng), được thành lập vào tháng 8/2025. Công ty con này đặt mục tiêu trở thành đối tác chiến lược trong hệ sinh thái của VinFast trong năm 2026.

Sau khi tiến hành khảo sát qua một số kênh thông tin, HSC được biết HAX chuẩn bị chính thức nhận chuyển nhượng 85% cổ phần VFG từ BLĐ của HAX. Thông tin này dự kiến sẽ được công bố tại ĐHCĐ năm 2026 vào tháng 2/2026. Đây được xem là nền tảng cho chiến lược xoay chuyển của HAX nhằm bù đắp cho những thách thức ngành mang tính cấu trúc cũng như tình trạng lợi nhuận giảm hiện đang ảnh hưởng đến các mảng phân phối xe truyền thống như Mercedes-Benz và MG.

Chi tiết như sau::

Thành lập hệ thống phân phối với 18 showroom vào cuối năm 2026

Kể từ khi hoạt động vào Q4/2025, VFG đã nhanh chóng thành lập mạng lưới vững chắc với 9 showroom, tất cả đều tuân thủ mô hình 3S toàn diện (Bán hàng - Sales, Dịch vụ - Service, và Phụ tùng - Spare parts).

Showroom 3S là cơ sở tích hợp cả ba chức năng – bán hàng, dịch vụ, phụ tùng – tại cùng một địa điểm nhằm cung cấp trải nghiệm dịch vụ trọn vẹn vòng đời sản phẩm cho khách hàng.

Cấu trúc 3S này có ý nghĩa chiến lược đối với các đơn vị phân phối xe VinFast. Với ưu thế độc quyền về hạ tầng trạm sạc của VinFast và phụ tùng chính hãng, mảng Dịch vụ & Phụ tùng dự kiến sẽ mang lại dòng tiền ổn định với tỷ suất lợi nhuận cao, giúp VFG giữ vững khả năng sinh lời trước các biến động có tính chu kỳ của doanh số bán xe.

Trong năm 2026, HAX dự kiến tăng gấp đôi số lượng đại lý ủy quyền lên 18, bao gồm 16 showroom 3S tiêu chuẩn và 2 showroom Lạc Hồng độc quyền – loại showroom chuyên biệt dành cho các mẫu xe siêu sang VinFast thiết kế dành riêng cho khách hàng VIP và lãnh đạo Nhà nước. Điều này cho thấy công ty có tham vọng chiếm lĩnh cả phân khúc phổ thông và hạng sang.

Tại thời điểm cuối năm 2025, tổng tài sản của VFG đạt 350 tỷ đồng với vốn đầu tư bình quân cho mỗi showroom là 20 tỷ đồng.

(Xem tiếp trang 2)

Kỳ vọng khả năng sinh lời của công ty con sẽ vững chắc

Trong Q4/2025, tại 6 showroom, VFG ghi nhận 22 tỷ đồng lợi nhuận hoạt động, 45 tỷ đồng LNTT, trên doanh thu thuần 360 tỷ đồng. Điều này cho thấy tỷ suất lợi nhuận hoạt động/LNTT trong quý đạt 6,1%/12,5% – cao hơn nhiều so với mức bình quân 2-5% của ngành bán lẻ ô tô phổ thông. Kết quả này phản ánh nhu cầu thị trường vững chắc, tỷ lệ đòn bẩy hoạt động cao và các chính sách hỗ trợ/ưu đãi tài chính tích cực từ VinFast. Tổng sản lượng tiêu thụ đạt 684 chiếc trong Q4/2025, tương đương 114 chiếc mỗi showroom/quý.

Trong năm 2026, công ty đặt mục tiêu tiêu thụ 15.000 chiếc trên toàn hệ thống 18 showroom, tương đương 209 xe mỗi showroom/quý. Đây là mục tiêu khá tham vọng so với KQKD đạt được trong Q4/2025 của của công ty và bình quân trên cả nước trong năm 2025 ở mức 223 xe/quý.

Dựa trên mục tiêu sản lượng tiêu thụ cho năm 2026, HSC ước tính VFG hướng tới mục tiêu doanh thu thuần 7.895 tỷ đồng – cao gấp ba lần tổng doanh thu năm 2025 của công ty mẹ HAX (2.435 tỷ đồng).

Tác động tích cực lên BCTC hợp nhất của HAX

Việc hợp nhất VFG (với 85% cổ phần sở hữu) vào BCTC của HAX mang lại động lực tăng trưởng cho HAX, trong bối cảnh mảng phân phối xe Mercedes và MG đều đang suy yếu. Lưu ý, HAX đã báo cáo KQKD kém khả quan với lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 33 tỷ đồng, giảm 2% so với cùng kỳ (nhưng đã phục hồi so với lỗ thuần 28 tỷ đồng trong Q3/2025) và lợi nhuận thuần cả năm 2025 chỉ đạt 6 tỷ đồng, giảm mạnh 96% so với cùng kỳ.

Nếu VFG đạt được các mục tiêu đã đề ra cho năm 2026, HSC ước tính công ty có thể đóng góp khoảng 6.710 tỷ đồng vào doanh thu thuần hợp nhất của tập đoàn – con số này sẽ thay đổi quy mô tài chính của HAX. Lưu ý rằng hiện tại chúng tôi chưa phản ánh VFG vào mô hình dự báo lợi nhuận cho HAX.

Chúng tôi khuyến nghị Nắm giữ đối với HAX, với giá mục tiêu 10.900đ (tiềm năng tăng giá là 1%) và đang xem xét lại dự báo lợi nhuận.

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/lỗ 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	0.24
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.7	4.65	16.6	6.55	6.22
P/E (lần)	29.2	9.28	N/a	21.0	19.4
P/E ĐC (lần)	29.2	9.28	N/a	21.0	19.4
P/B (lần)	0.87	0.78	0.79	0.76	0.76
Lợi suất cổ tức (%)	2.78	9.26	0	0	4.63

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