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

Thách thức lớn vẫn còn phía trước, chờ đợi biến số VFG

Chỉ tiêu (tỉ đồng)	Q4-FY25	Q3-FY25	+/- qoq	Q4-FY24	+/- yoy
Doanh thu thuần	1.513	1.150	31,7%	1.817	-16,7%
Lợi nhuận sau thuế	33	-28	-217,5%	34	-1,9%
LNTT & lãi vay	18	-36	-150,5%	47	-62,1%
LNTT & lãi vay/DT thuần	1,2%	-3,1%	427bps	2,6%	-142bps

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Q4-FY25: KQKD vượt kỳ vọng chuyên viên nhờ hiệu quả vận hành MBZ cải thiện mạnh QoQ.

- Doanh thu thuần đạt 1.513 tỷ đồng (-16,7% YoY) vượt kỳ vọng chuyên viên 20,0% nhờ hoạt động bán xe MBZ tốt bất ngờ (đi ngang YoY) sv tình hình KD của hãng này tại Việt Nam (-35,9% YoY). Tuy nhiên, KQ này chưa giúp HAX thoát khỏi tăng trưởng âm YoY do suy thoái mạnh ở mảng MG (-31,0% YoY) ở một quý cao điểm của ngành, hàm ý sự "cạnh tranh nghẹt thở" từ các hãng phổ thông khác (Vinfast, Toyota, Honda….).
- LNST Cty Mẹ Q4-2025 hồi phục trở lại, đạt 33 tỷ đồng sv mức lỗ kỷ lục quý trước (-28 tỷ đồng) nhờ mảng MBZ & khoản thưởng cuối năm của MG. Cụ thể, biên LNTT & lãi vay MBZ đạt 3,4% (sv lỗ ở hai quý gần nhất) nhờ không còn thực hiện các biện pháp giảm giá bán "cực đoan" để đẩy lượng tồn kho khó bán như hai quý trước. Trong khi đó, MG có xu hướng chi thưởng đại lý nhiều nhất (35-40% tổng năm) ở quý 4 thường niên.

Triển vọng FY26: Hồi phục nhờ các tín hiệu hỗ trợ từ hãng tốt hơn nhưng khó ở mức cao do vị thế hai hãng này (MBZ & MG) ở Việt Nam đã suy giảm đáng kể. Biến số VFG & giao dịch mảnh đất cần được chú ý như một tiềm năng tăng lợi nhuận.

- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán hàng của HAX sẽ có phục hồi trong năm 2026 (MBZ +7,1% YoY, MG +17,2% YoY) nhờ yếu tố ngành tích cực hơn & khoản hỗ trợ thu nhập/ra mắt mẫu xe mới của hai hãng sẽ đến ở nửa sau 2026. Chúng tôi cũng kỳ vọng sự kiện bất ngờ như giảm giá bán mạnh MBZ không còn xảy ra tương tự quan điểm doanh nghiệp.
- Qua đó, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2026 đạt 5.225 tỷ đồng (+12,3% YoY), LNST Cty Mẹ/EPS đạt 44 tỷ đồng sv 6 tỷ đồng năm trước) và 413 đồng.
- Các tiềm năng gia tăng LN chưa được chúng tôi đưa vào dự phóng/khuyến nghị này và sẽ được cập nhật khi có cơ sở chắc chắn: (1) Việc hợp nhất VFG, cấu trúc thương vụ, chi tiết BCTC VFG hợp nhất vào HAX (dự kiến phát sinh trong Q2-2026 nếu các điều kiện thuận lợi), (2) Chuyển nhượng mảnh đất Võ Văn Kiệt. Đại hội đồng cổ đông đã ủy quyền cho HĐQT toàn quyền xử lý việc bán khu đất mặt tiền đại lộ Võ Văn Kiệt (quận Bình Tân, TP.HCM) từ FY26 trở đi, diện tích 6.283 m^2, giá trị sổ sách 582 tỷ đồng cuối FY25.

Quan điểm và khuyến nghị

Trong bối cảnh ngành ô tô ảm đạm và thị phần MBZ giảm, HAX coi MG là động lực tăng trưởng mới. Tuy nhiên, lợi nhuận từ MG giảm dần khiến đà tăng LNST 2025 chậm lại. Việc chuyển nhượng đất Võ Văn Kiệt không như kỳ vọng, gây thêm khó khăn cho KQKD 2025.

Do không thay đổi dự phóng doanh thu/LNST đáng kể sv lần gần nhất, chúng tôi duy trì giá mục tiêu ***10.900 đồng/cổ phiếu*** *tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 26,4x và 25,1x. Cộng với mức cổ tức tiền mặt 300 đồng/cổ phiếu (ứng trước cho năm 2026), chúng tôi duy trì khuyến nghị* ***TRUNG LẬP*** *đối với HAX dựa trên giá đóng cửa ngày 20/03/2026.*

TRUNG LẬP

Giá thị trường (đồng)	10.500
Giá mục tiêu (đồng)	10.900

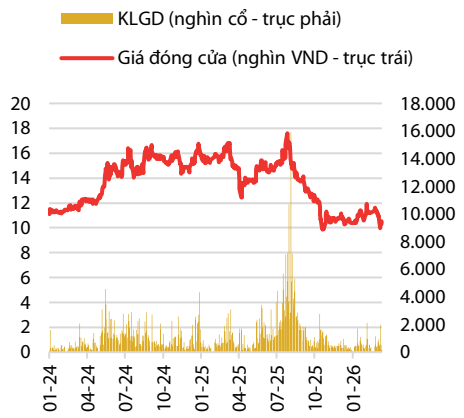
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu): 300

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ô tô và phụ tùng
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.117
SLCPDLH (triệu CP)	107
KLGD bình quân 20 phiên ('000 CP)	526
Free Float (%)	65,0
Giá cao nhất 52 tuần	17.600
Giá thấp nhất 52 tuần	9.850
Beta	0,7

	FY2025	Hiện tại
EPS	52	52
Tăng trưởng EPS (%)	-95,5	-95,5
P/E	197,9	197,9
P/B	1,0	1,0
EV/EBITDA	34,2	34,2
ROE (%)	0,5	0,5

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Vợ chồng Ông Đỗ Tiến Dũng	33,99
PYN Fund Management Oy	5,68
Các TV Ban điều hành khác	4,23
AFC VF Limited	5,87
Khác	50,23
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	42,71

KQKD Q4-2025 vượt kỳ vọng chuyên viên nhờ hiệu quả vận hành MBZ cải thiện mạnh QoQ

Doanh thu thuần đạt 1.513 tỷ đồng (+31,7% QoQ, -16,7% YoY), vượt 20,0% kỳ vọng chuyên viên nhờ mảng MBZ, cụ thể:

- ***Doanh thu bán xe MBZ*** đạt 777 tỷ đồng (+34,7% QoQ, -3,5% YoY). Mặc dù MBZ tiếp tục giảm thị phần bán ô tô tại Việt Nam (-35,9% YoY về sản lượng tiêu thụ, tương ứng thị phần 0,3%, -24bps YoY), HAX bất ngờ phục hồi thị phần phân phối xe MBZ (*) giúp HAX ghi nhận mức giảm YoY thấp hơn nhiều sv mức tổng MBZ.

(*) Ngày 19/01/2026, theo thông tin từ Văn phòng UBND TPHCM ngày 19/01/2026, Tasco Auto đã chính thức đề xuất mua lại 70% cổ phần của Mercedes-Benz Group AG tại liên doanh Mercedes-Benz Việt Nam (MBV) – công ty sở hữu nhà máy sản xuất ô tô MBZ Gò Vấp, lắp ráp nội địa duy nhất tại Việt Nam. Tasco Auto là công ty mẹ của Sovico với 54% sở hữu (phân phối 16 thương hiệu ô tô từ phổ thông đến cao cấp như Ford, Toyota, Mitsubishi, Volvo…) – được coi là đối thủ cạnh tranh của HAX, nay tiềm năng trở thành bên kiểm soát số lượng xe nhập và chính sách bán hàng của HAX.

Tuy nhiên, thông tin này có thể chưa tác động ngay đến KQKD Q4-2025 do phát sinh ở T1-2026 hoặc chưa có tiềm năng lớn xảy ra khi chỉ dừng lại ở giai đoạn đề xuất "tự phát" từ Tasco Auto. HAX cũng chưa ghi nhận thông tin xác thực liên quan từ MBZ, nên thị phần phân phối xe MBZ của HAX "có thể" chưa bị ảnh hưởng trong năm 2026.

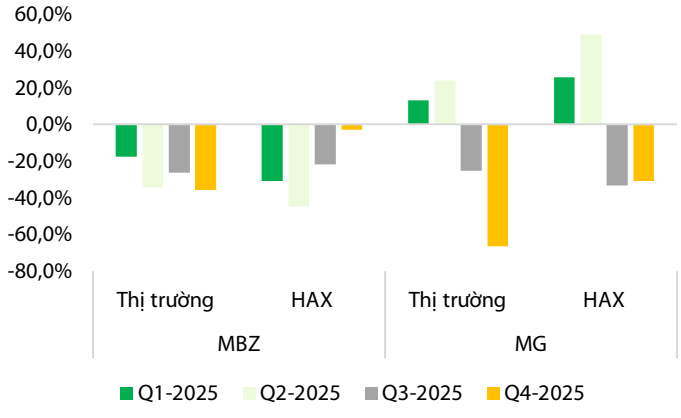
- ***Doanh thu bán xe MG*** đạt 593 tỷ đồng (+34,2% QoQ,-31,0% YoY). Mặc cho mở mới 5/15 showroom trong năm 2025 nhưng HAX không ổn định được doanh số/showroom với tăng trưởng âm, có thể đến từ ảnh hưởng chung của ngành ô tô (thiếu vắng chính sách giảm lệ phí trước bạ và cạnh tranh mạnh từ mẫu mã mới, chiết khấu cao từ nhiều hãng ô tô) & sụt giảm thị phần trước các đối thủ xe xăng/điện khác. (*)

(*) Tăng trưởng doanh số bán xe ô tô Q4-2025 của các thành viên VAMA +2,9% YoY, Hyundai TC -33,7% YoY, Vinfast +50,2% YoY, MBZ -35,9% YoY, MG -66,4% YoY.

LNST Cty Mẹ Q4-2025 hồi phục trở lại, đạt 33 tỷ đồng sv mức lỗ kỷ lục quý trước (-28 tỷ đồng). Điều này gần như đến từ mảng MBZ & khoản thưởng cuối năm của MG, cụ thể:

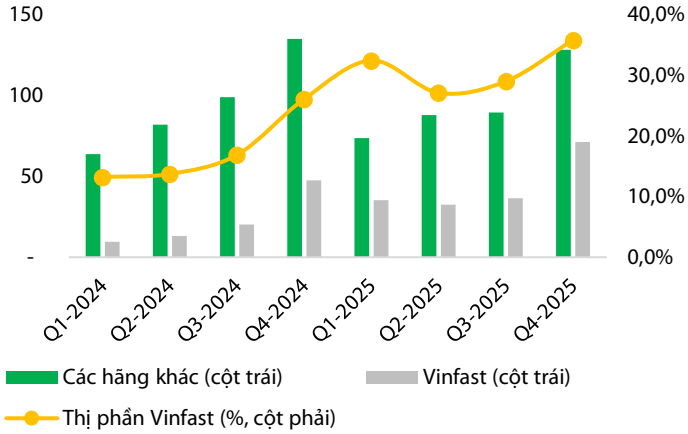
- ***HAX đã khôi phục biên LNTT & lãi vay trong mảng MBZ*** ở quý này, đạt 3,4% (sv lỗ ở hai quý gần nhất) nhờ không còn thực hiện các biện pháp giảm giá "cực đoan" để đẩy lượng tồn kho khó bán như hai quý trước. Số ngày tồn kho của MBZ duy trì mức 36 ngày ở Q3 và 58 ngày ở Q4 thấp hơn đáng kể mức 80-100 ngày ở nửa đầu 2025.
- ***Mặc dù HAX cố gắng giảm biên LNTT & lãi vay của mảng MG đạt âm 1,9%,*** nhưng không tạo được hiệu quả đầu ra ở Q4 này như đã trình bày, chứng tỏ tình hình "căng cứng" của thị trường ô tô nơi sản lượng tăng trưởng chậm nhưng lại nhiều đối thủ gia nhập.
- ***Đáng chú ý, HAX tiếp tục ghi nhận thu nhập khác từ các công ty con (chủ yếu MG)*** ghi nhận khoảng 35 tỷ đồng (khoản hỗ trợ chi phí xây dựng showroom/chi phí chiết khấu/thưởng doanh số như đã đề cập trước đó).

Hình 1: Tăng trưởng YoY về sản lượng tiêu thụ thị trường & doanh thu thuần bán xe HAX theo hãng (%)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt tổng hợp và ước tính

Hình 2: Doanh số bán xe ô tô tại Việt Nam theo hãng (nghìn chiếc)



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

Bảng 1: KQKD HAX Q4-2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q4-2025	Q3-2025	+/- (qoq)	Q4-2024	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	**1513**	**1150**	**31,7%**	**1817**	**-16,7%**
Bán ô tô	1371	1019	34,5%	1662	-17,5%
Mercedes-Benz (MBZ)	777	577	34,7%	802	-3,1%
MG và khác	593	442	34,2%	859	-31,0%
Sửa chữa, thay thế phụ tùng	137	127	8,2%	150	-8,7%
Mercedes-Benz (MBZ)	94	89	5,3%	116	-19,1%
MG và khác	43	37	15,1%	34	26,8%
Khác	6	4	50,2%	6	1,9%
Mercedes-Benz (MBZ)	3	3	5,3%	4	-21,4%
MG và khác	5	1	387,5%	2	157,5%
Lợi nhuận gộp	**113**	**60**	**89,4%**	**146**	**-22,6%**
Mercedes-Benz (MBZ)	65	13	408,6%	33	94,1%
MG và khác	48	47	2,7%	113	-57,2%
CPBH&QLDN	**-95**	**-95**	**-0,1%**	**-99**	**-3,7%**
Mercedes-Benz (MBZ)	-35	-34	1,7%	-30	18,3%
MG và khác	-60	-61	-1,1%	-69	-13,1%
Lợi nhuận tài chính ròng	**-11**	**-9**	**21,0%**	**-8**	**44,9%**
Lợi nhuận khác	**31**	**20**	**54,9%**	**36**	**-12,6%**
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	**5**	**2**	**114,1%**	**26**	**-80,5%**
LNST Cty Mẹ	**33**	**-28**	**+61 tỷ đồng**	**34**	**-1,9%**
Chỉ tiêu tài chính	**Q4-2025**	**Q3-2025**	**+/- (qoq)**	**Q4-2024**	**+/- (yoy)**
Biên Ln gộp	***7,5%***	***5,2%***	***228bps***	***8,0%***	***-57bps***
Mercedes-Benz (MBZ)	*7,4%*	*1,9%*	*551bps*	*3,6%*	*379bps*
MG và khác	*7,5%*	*9,8%*	*-225bps*	*12,6%*	*-507bps*
CPBH&QLDN/D.thu thuần	***6,3%***	***8,3%***	***-200bps***	***5,4%***	***85bps***
Mercedes-Benz (MBZ)	*4,0%*	*5,1%*	*-114bps*	*3,2%*	*79bps*
MG và khác	*9,4%*	*12,7%*	*-328bps*	*7,7%*	*166bps*
Biên LNTT và lãi vay	***1,2%***	***-3,1%***	***427bps***	***2,6%***	***-142bps***
Biên LN ròng	***2,2%***	***-2,4%***	***463bps***	***1,9%***	***33bps***

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Dự phóng Q1-2026: Những đợt sóng dữ ngành ô tô chưa qua

Bảng 2: Dự phóng KQKD Q1-2026 của HAX

	Q1/2026	+/-YoY	+/-QoQ	Giả định
Doanh thu thuần	**971**	**1,2%**	**-35,9%**	
Bán ô tô	**825**	**-0,5%**	**-39,8%**	Yếu tố mùa vụ (tháng tết) gây bất lợi cho tăng trưởng QoQ, trong khi tăng trưởng YoY dự kiến chưa khởi sắc do thiếu vắng các mẫu xe mới từ cả MBZ & MG, theo chia sẻ của HAX. Theo ghi nhận chúng tôi, các hãng "đổ bộ" dày đặc các mẫu xe mới để tranh thị phần ngay từ quý đầu, nhưng MG và MBZ lại có cách tiếp cận khá khác biệt so với các ông lớn phổ thông (Toyota, Honda, Hyundai, VinFast...).
Mercedes-Benz (MBZ)	391	4,8%	-49,7%	Sản lượng tiêu thụ của MBZ ở Việt Nam khó sụt giảm thêm YoY do nền thấp kỷ lục năm ngoái (~500 xe) trong khi thị phần phân phối của HAX cũng chưa có rủi ro giảm mạnh (như đã đề cập phần trên). Qua đó kéo tăng trưởng HAX ở mảng này cải thiện nhẹ 4,8% YoY
MG và khác	434	-4,9%	-26,9%	MG ghi nhận sản lượng tiêu thụ thấp nhất trong một quý kể từ thời điểm quay trở lại Việt Nam (~1.800 xe) ở Q4-2025, vốn là quý cao điểm cả ngành chứng tỏ sự suy giảm mạnh về vị thế xe phổ thông sv trước do thiếu vắng các hỗ trợ từ chính MG (do họ đang tập trung nguồn lực tại thị trường châu Âu). Do MG chỉ quay lại "tấn công" thị trường Việt Nam với các mẫu xe mới và đẩy mạnh các chiến dịch chiết khấu/quảng cáo từ nửa sau 2026 (theo chia sẻ HAX) nên chúng tôi dự phóng thận trọng về doanh thu mảng này (-4,9% YoY).
Sửa chữa, thay thế phụ tùng	**140**	**12,6%**	**2,2%**	
Mercedes-Benz (MBZ)	101	9,5%	7,0%	Bị ảnh hưởng bởi thị phần xe MBZ bán ra tại thị trường Việt Nam giảm dần. Mặc dù vậy, lượng xe MBZ lưu thông có sẵn vẫn cần bảo dưỡng, sửa chữa định kỳ là yếu tố duy nhất hỗ trợ ngăn chặn đà giảm sâu của mảng này so với mảng bán xe, vốn chỉ ghi nhận doanh thu 1 lần.
MG và khác	40	21,3%	-8,1%	Doanh thu mảng này tỷ lệ thuận với số lượng xe MG đăng kiểm gia tăng dần tại thị trường Việt Nam 2 năm qua và việc HAX bổ sung nhiều đại lý MG tiêu chuẩn 3S hơn (có khu vực sửa chữa, bao dưỡng bên cạnh khu vực trưng bày như ở tiêu chuẩn 1S).
Khác	**6**	**9,0%**	**0,7%**	
Mercedes-Benz (MBZ)	3	18,7%	-10,4%	
MG và khác	3	1,5%	-32,8%	
Lợi nhuận gộp	**87**	**-7,5%**	**-23,4%**	
Mercedes-Benz (MBZ)	37	13,0%	-43,6%	Duy trì ngang mức Q4-2025 do áp lực tồn kho cao của xe MBZ đã được giải quyết ở Q3-2025 (có thời điểm HAX phải giảm giá bình quân hơn 1 tỷ đồng), nên biên LN gộp mảng này quay trở về mức bình thường ~7,5%.
MG và khác	50	-18,3%	3,8%	Do thiếu vắng hỗ trợ từ hãng, HAX đã phải hy sinh mạnh biên LN gộp mảng này ở Q4-2025, vốn là quý cao điểm "ra hàng". Quay trở lại quý này, do là quý thấp điểm (mùa vụ tết), chúng tôi cho rằng HAX không nhiều động lực để giảm giá bán sâu, tăng cạnh tranh như trước đó, giúp biên LN gộp mảng này hồi phục nhẹ ~8,5%.
CPBH&QLDN	**-84**	**0,0%**	**-11,2%**	Do HAX quản trị chi phí này tương đối chặt chẽ, không nhiều biến động ở từng quý: MBZ (30-35 tỷ đồng), MG (55-60 tỷ đồng), chúng tôi tiếp tục duy trì mức chi phí này cho dự phóng Q1-2026.
Mercedes-Benz (MBZ)	-30	2,1%	-15,0%	
MG và khác	-55	-1,1%	-9,0%	
LNTT và lãi vay	**2**	**-76,6%**	**-88,0%**	
Lợi nhuận từ CTLKLD	0			

Lợi nhuận tài chính ròng	-9	74,9%	-12,6%	Việc lãi suất vay gia tăng thêm 100-150bps YoY tương tự các Công ty khác đi kèm quy mô nợ vay gia tăng +42,0% YoY kéo lợi nhuận tài chính ròng lỗ 9 tỷ đồng (+74,9% YoY).
Lợi nhuận khác	22	17,1%	-29,3%	
Lợi nhuận trước thuế	**15**	**-33,3%**	**-62,1%**	
Thuế TNDN	-3		58,6%	
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	6		19,3%	
LNST Cty Mẹ	**6**	**19,0%**	**-81,5%**	
Chỉ số tài chính chính				
Biên LN gộp	***8,9%***	***-84bps***	***145bps***	
Mercedes-Benz (MBZ)	*7,4%*	*47bps*	*-1bps*	
MG và khác	*10,5%*	*-196bps*	*298bps*	
CPBH&QLDN/D.thu thuần	***8,7%***	***-11bps***	***241bps***	
Mercedes-Benz (MBZ)	*6,0%*	*-22bps*	*201bps*	
MG và khác	*11,5%*	*23bps*	*210bps*	
Biên LNTT và lãi vay	*0,2%*	*-74bps*	*-96bps*	
Biên LN ròng	***0,6%***	***9bps***	***-155bps***	

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Định giá

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán hàng của HAX sẽ có phục hồi trong năm 2026 (MBZ +7,1% YoY, MG +17,2% YoY). nhờ yếu tố ngành tích cực hơn và sự đầu tư về hãng xe mới & khoản hỗ trợ của cả hai hãng sẽ đến ở nửa sau 2026. Chúng tôi cũng kỳ vọng sự kiện bất ngờ như giảm giá bán mạnh MBZ không còn xảy ra tương tự quan điểm doanh nghiệp. Qua đó, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2026 đạt 5.225 tỷ đồng (+12,3% YoY), LNST Cty Mẹ/EPS đạt 44 tỷ đồng sv 6 tỷ đồng năm trước) và 413 đồng.

Do không thay đổi dự phóng doanh thu/LNST đáng kể sv lần gần nhất, chúng tôi duy trì giá mục tiêu **10.900 đồng/cổ phiếu** tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 26,4x và 25,1x. Cộng với mức cổ tức tiền mặt 300 đồng/cổ phiếu (ứng trước cho năm 2026), chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với HAX.

Về các giả định định giá, chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), beta 1,2 (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn 8,15% (không đổi), tỷ trọng vốn CSH 40% (không đổi), và chi phí nợ vay trước thuế 6,0%. Theo đó, giả định WACC duy trì mức 12,0% (không đổi).

Các tiềm năng gia tăng LN chưa được chúng tôi đưa vào dự phóng/khuyến nghị này và sẽ được cập nhật khi có cơ sở chắc chắn:

- Việc hợp nhất VFG bao gồm cấu trúc thương vụ, chi tiết BCTC VFG hợp nhất vào HAX (dự kiến phát sinh trong Q2-2026 nếu các điều kiện thuận lợi). Tham khảo ở phần phụ lục
- Chuyển nhượng mảnh đất Võ Văn Kiệt. Đại hội đồng cổ đông đã ủy quyền cho HĐQT toàn quyền xử lý việc bán khu đất mặt tiền đại lộ Võ Văn Kiệt (quận Bình Tân, TP.HCM) từ FY26 trở đi, diện tích 6.283 m^2, giá trị sổ sách 582 tỷ đồng cuối 2025. Ban lãnh đạo đang tìm đối tác phù hợp, Chủ tịch khẳng định giữ nguyên mục đích sử dụng "đất ở" để đẩy nhanh giao dịch và bảo vệ tối đa lợi ích cổ đông.

Bảng 3: Tóm tắt định giá HAX

BẢNG TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ HAX (ĐỒNG/CỔ PHIẾU)		
Mảng	**Phương pháp định giá**	**Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)**
Mảng cốt lõi – phân phối ô tô	DCF (5 năm, WACC 12,0%, Exit EVEBITDA 6x)	3.678
Mảnh đất Võ Văn Kiệt	Giá thị trường (130 triệu đồng/m2)	7.180
Tổng HAX		**10.900**
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		*300*
P/E mục tiêu 2026F		*26,4*

Nguồn: HAX, CTCK Rồng VIệt

Bảng 4: Bảng độ nhạy giá trị VCSH HAX mảng cốt lõi – phân phối ô tô theo EVEBITDA trong phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) (đồng/cổ phiếu)

		Exit EVEBITDA				
		4,0	5,0	6,0	7,0	8,0
WACC	10,0%	1.985	3.353	4.721	6.089	7.458
	11,0%	1.571	2.879	4.187	5.495	6.802
	12,0%	1.178	2.428	**3.678**	4.929	6.179
	13,0%	8.03	1.999	3.195	4.391	5.587
	15,0%	445	1.589	2.734	3.878	5.023

Nguồn: CTCK Rồng VIệt

Bảng 5: Bảng độ nhạy giá trị mảnh đất Võ Văn Kiệt đóng góp vào định giá chung HAX theo hai phương pháp (đồng/cổ phiếu)

Giá thị trường (triệu đồng/m2)	**90**	**100**	**110**	**120**	**130**	**140**	**150**
Giá trị đóng góp vào định giá của HAX (đồng/cổ phiếu)	4.841	5.425	6.010	6.595	**7.180**	7.765	8.349

Nguồn: CTCK Rồng VIệt

Phụ lục về thương vụ đầu tư tiềm năng VFG

HAX dự kiến hoàn tất thương vụ đầu tư chiến lược 65-85% CTCP Tập đoàn Tương lai Việt (VFG) trong nửa đầu 2026 với giá trị chuyển nhượng và hình thức giao dịch chưa được tiết lộ. HAX hiện tính toán tất cả phương án sắp xếp nguồn vốn (vốn vay ngân hàng, huy động vốn từ quỹ đầu tư, chuyển nhượng khu đất Võ Văn Kiệt).

Thông tin tài chính cơ bản của VFG:

- VFG có vốn điều lệ 150 tỷ đồng, tương ứng 15 triệu cổ phần. Công ty chuyên về quản lý hệ thống đại lý (showroom) của Vinfast bao gồm: mua bán ô to đi kèm dịch vụ sửa chữa, bảo dưỡng.
- Thành lập từ T8-2025, hiện tại sở hữu 9 đại lý Vinfast (Kim Giang-Hà Nội, Ninh Bình, Vĩnh Phúc, Nam Định, Bắc Giang, Lâm Đồng, Long An, An Giang, Cần Thơ), đang xây dựng 3 đại lý (Hải Dương, Bình Chánh, Châu Đốc), kế hoạch mở thêm 4 đại lý năm nay (Hà Nội, Hưng Yên, Đà Nẵng, Nha Trang)

- Số liệu tài chính VFG năm 2025 ở bảng dưới:

Đơn vị: Tỷ đồng	Kinh doanh xe	Kinh doanh dịch vụ	Tổng
Số lượng xe/Lượt xe sửa chữa, bảo dưỡng	776	1.608	
Doanh thu	356,3	3,1	359,4
Lợi nhuận trước hỗ trợ từ Vinfast	6,8	-4,4	2,4
Khoản thu nhập từ hỗ trợ của Vinfast			42,4
LNTT			**45,1**
Tỷ suất LNTT			*12,56%*

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

- Kế hoạch kinh doanh năm 2026 sau sáp nhập với HAX ở bảng dưới…

Đơn vị: Tỷ đồng	Kinh doanh xe	Kinh doanh dịch vụ	Tổng
Số lượng xe/Lượt xe sửa chữa, bảo dưỡng	10.605 xe chiếm 3,5% thị phần phân phối xe Vinfast (dựa trên số kế hoạch 300.000 xe hãng này)	180.025	
Bình quân số lượng xe/lượt xe	88 xe/tháng/đại lý	50 lượt/ngày/đại lý	
Doanh thu	5.298,1	466,6	5.764,4
LNTT	**115,7**	**86,4**	**200,2**
Tỷ suất LNTT			*3,47%*

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

… dựa trên hoạt động phân phối xe Vinfast của đại lý Vinfast An Thái – Kinh Dương Vương (Công ty liên quan HAX) năm qua. An Thái dự kiến sẽ trở thành Công ty con của HAX trong năm 2026 liên quan các giao dịch sẽ thông báo sau, hiện HAX sở hữu gián tiếp 32,51% cổ phần An Thái.

Đơn vị: Tỷ đồng	Kinh doanh xe	Kinh doanh dịch vụ	Tổng
Số lượng xe/Lượt xe sửa chữa, bảo dưỡng	977	20.470	
Bình quân số lượng xe/lượt xe	82 xe/tháng	57 lượt/ngày	
LNTT sổ sách	**4,5**	**16,5**	**21,0**
Khoảng tiền thưởng từ HĐKD năm 2025 chưa về kịp	11,8		11,8
LNTT thực tế	**16,3**	**16,5**	**32,8**

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Phụ lục

Bảng 6: Kết quả kinh doanh Q4-2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q4-2025	Q3-2025	+/-QoQ	Q4-2024	+/-YoY
Doanh thu thuần	**1.513**	**1.150**	**31,7%**	**1.817**	**-16,7%**
Mercedes-Benz (MBZ)	875	669	30,7%	922	-5,2%
MG và khác	641	480	33,4%	895	-28,4%
Lợi nhuận gộp	**113**	**60**	**89,4%**	**146**	**-22,6%**
CPBH&QLDN	**-95**	**-95**	**-0,1%**	**-99**	**-3,7%**
LN trước thuế và lãi vay	**18**	**-36**	**-150,5%**	**47**	**-62,1%**
Lợi nhuận từ CTLKLD	0	0		0	
Lợi nhuận tài chính ròng	-11	-9	**21,0%**	-8	**44,9%**
Lợi nhuận khác	31	20	54,9%	36	-12,6%
Lợi nhuận trước thuế	**40**	**-24**	**-265,1%**	**76**	**-47,2%**
Thuế TNDN	-2	-2		-16	
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	5	2		26	
LNST Cty Mẹ	**33**	**-28**	**-217,5%**	**34**	**-1,9%**

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Bảng 7: Phân tích HĐKD Q4-2025

Chỉ tiêu	Q4-2025	Q3-2025	+/- (qoq)	Q4-2024	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	7,5%	5,2%	228bps	8,0%	-57bps
LNTT & lãi vay/Doanh thu	1,2%	-3,1%	427bps	2,6%	-142bps
TS lợi nhuận ròng	2,2%	-2,4%	463bps	1,9%	33bps
Hiệu quả hoạt động (x)					
Số ngày tồn kho	12	17	-6 ngày	6	5 ngày
Số ngày phải thu	59	67	-8 ngày	36	23 ngày
Số ngày phải trả	4	14	-10 ngày	5	-1 ngày
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	69%	53%		45%	

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Tỷ đồng

KQ HĐKD	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	**5.513**	**4.651**	**5.225**	**5.482**
Giá vốn	-5.001	-4.296	-4.812	-5.039
Lãi gộp	**512**	**355**	**413**	**443**
Chi phí bán hàng & QLDN	-312	-358	-367	-406
Thu nhập từ HĐTC	1	1	0	0
Chi phí tài chính	-23	-37	-52	-42
Lợi nhuận khác	80	96	117	129
Lợi nhuận trước thuế	**258**	**56**	**111**	**124**
Thuế TNDN	-55	-17	-27	-30
Lợi ích cổ đông thiểu số	79	33	40	48
Lợi nhuận sau thuế	**125**	**6**	**44**	**47**
LNTT & lãi vay	200	-3	46	37

	2024A	2025A	2026F	2027F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	38,5	-15,6	12,3	4,9
LNTT & lãi vay	259,7	-101,7	NA	-20,1
Lợi nhuận sau thuế	269,9	-95,5	688,8	5,2
Tổng tài sản	20,1	2,8	-1,8	-0,6
Vốn chủ sở hữu	28,1	-8,2	5,8	3,9
Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp/Doanh thu	9,3	7,6	7,9	8,1
LNTT&lãi vay/DoanhThu	3,6	-0,1	0,9	0,7
LNST/Doanh thu	2,3	0,1	0,8	0,9
ROA	8,2	-0,1	1,8	1,4
ROE	5,2	0,2	1,8	1,9
Hiệu quả hoạt động (ngày)				
Số ngày phải thu	8	13	13	14
Số ngày tồn kho	48	78	70	64
Số ngày phải trả	7	5	6	6
Khả năng thanh toán (lần)				
Hiện hành	1,4	1,8	2,0	2,1
Nhanh	0,7	0,4	0,4	0,5
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng Nợ / VCSH	0,4	0,4	0,4	0,4
Tổng vay/VCSH	0,4	0,7	0,6	0,5
Vay ngắn hạn/VCSH	0,4	0,7	0,6	0,5

Tỷ đồng

Bảng CĐKT	2024A	2025A	2026F	2027F
Tiền	262	93	131	137
Đầu tư ngắn hạn	3	11	10	10
Khoản phải thu	340	354	299	313
Hàng tồn kho	661	1.457	1.461	1.426
Tài sản ngắn hạn khác	50	67	67	67
Tài sản cố định hữu hình	993	359	329	330
Tài sản cố định vô hình	11	37	37	37
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	83	93	93	93
Tổng tài sản	**2.409**	**2.477**	**2.432**	**2.419**
Khoản phải trả	99	61	78	80
Vay và nợ ngắn hạn	670	951	798	720
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Vay và nợ khác	149	97	109	114
Quỹ khen thưởng phúc lợi	0	0	0	0
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
Tổng nợ	**918**	**1.109**	**985**	**915**
Vốn đầu tư của CSH	1.074	1.074	1.074	1.074
Cổ phiếu quỹ	0	1	2	3
Lợi nhuận giữ lại	129	25	65	73
Thu nhập khác	0	0	0	0
Quỹ đầu tư và phát triển	0	0	0	0
Tổng vốn	**1.491**	**1.368**	**1.447**	**1.504**
Lợi ích cổ đông thiểu số	287	268	308	356

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	2024A	2025A	2026F	2027F
EPS (đồng)	1.163	52	413	434
P/E (x)	13,6	198,8	25,9	24,7
BV (đồng)	13.875	12.734	13.473	13.998
P/B (x)	1,1	0,8	0,8	0,8
DPS (đồng/cp)	300	1000	300	500
Tỷ suất cổ tức (%)	2,7	6,3	2,9	4,7

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
SoTP	10.900	100%	10.900
Giá mục tiêu (đồng)		**100%**	**10.900**

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	GIÁ	KHUYẾN NGHỊ	THỜI HẠN
Tháng 3-2026	10.900	TRUNG LẬP	1 năm
Tháng 1-2026	10.900	TRUNG LẬP	1 năm
Tháng 8-2025	14.000	TRUNG LẬP	1 năm

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

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

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Phân tích
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam
Trưởng phòng cao cấp
lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà
Trưởng phòng Vận hành
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản cáo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2026.**