

CÔNG TY CỔ PHẦN DỊCH VỤ Ô TÔ HÀNG XANH (HSX: HAX)

Giao hạt giống “VFG” giữa mùa hạn

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY26	Q1-FY26	+/- svqt	Q2-FY25	+/- svck
Doanh thu thuần	1.559	1.097	42,0%	1.029	51,5%
LNST-CĐM	14	5	+9 tỷ đồng	-4	+19 tỷ đồng
LNST & lãi vay	-30	-19	-11 tỷ đồng	4	-34 tỷ đồng
Tỷ suất LNST & lãi vay	-1,9%	-1,8%	-14bps	0,3%	-224bps

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Nửa đầu FY26: Cạnh tranh khốc liệt bào mòn đáng kể biên lợi nhuận

- Nửa đầu 2026, HAX ghi nhận doanh thu thuần 2.656 tỷ đồng (+33,6% svck) nhưng vẫn thấp hơn khoảng 9% so với kỳ vọng chúng tôi. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ hiệu ứng hợp nhất toàn bộ doanh thu của VFG (phân phối VinFast) từ quý 2 và sự phục hồi của mảng Mercedes-Benz từ nền thấp. Cụ thể, mảng kinh doanh ô tô đóng góp 2.389 tỷ đồng (+38,5% svck), trong đó MBZ đạt 896 tỷ (+27,3%) và phần hợp nhất VFG mang lại 1.194 tỷ (+231,7%), trong khi MG tiếp tục suy yếu mạnh còn 299 tỷ (-54,7%) dưới áp lực cạnh tranh khốc liệt và sụt giảm thị phần. Mảng phụ tùng – dịch vụ đi ngang ở mức 258 tỷ đồng, bị ảnh hưởng bởi việc đóng cửa đại lý MBZ lớn nhất tại Kim Giang, làm lu mờ sự cải thiện tại hệ thống xưởng MG và đóng góp từ VinFast.
- LNST công ty mẹ đạt 19 tỷ đồng (so với chỉ 1 tỷ đồng cùng kỳ), vượt kỳ vọng chúng tôi (13 tỷ đồng) tương ứng biên LN ròng cải thiện nhẹ lên 1,4%. Kết quả phản ánh sự phục hồi biên LNST & lãi vay mảng MBZ lên 1,1% (+188 bps svck) nhờ giảm áp lực tồn kho khó bán và tâm lý tiêu dùng tích cực hơn sau các động thái tái cấu trúc của hãng, kết hợp với dòng tiền thường/hỗ trợ lớn từ các nhà sản xuất (MBZ 14 tỷ, MG 21 tỷ, VinFast & khác 87 tỷ). Tuy nhiên, biên LNST & lãi vay của MG và VinFast vẫn duy trì mức âm đáng kể do chính sách chiết khấu sâu và đặc tính giá vốn cao của dòng xe điện Vinfast, trong khi chi phí lãi vay tăng mạnh 95,8% svck lên 34 tỷ đồng dưới tác động của lãi suất bình quân cao hơn và quy mô nợ vay mở rộng sau thương vụ VFG. Điểm tích cực là tỷ trọng lợi ích cổ đông thiểu số giảm rõ rệt nhờ sự phục hồi của mảng MBZ (sở hữu 100%), giúp chất lượng lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ được cải thiện.

Triển vọng FY26-27: Kỳ vọng cải thiện dần biên lợi nhuận khi áp lực tồn kho khó bán qua đi

- HAX quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng doanh thu cao với 42,6%/43,4% svck ở 2026/27 sau một năm 2025 ảm đạm (-15,6% svck) nhờ (1) sự phục hồi của dòng xe MBZ khi hoàn thành tái cơ cấu bộ máy & đi kèm đổi mới chiến lược quảng cáo, ra mắt xe, hợp tác với đại lý từ 2026, (2) hợp nhất VFG (chuyên phân phối xe Vinfast) từ nửa cuối 2026.
- Bên cạnh đó, áp lực tồn kho khó bán ở MBZ hay MG dần được giải quyết trong 2025 và nửa đầu 2026, đi kèm mức thưởng lớn của Vinfast trong giai đoạn đầu hợp tác (5,0-6,0% doanh thu thuần), hỗ trợ biên lợi nhuận tốt hơn cho cả năm 2026/27 sv 2025, chuyển hóa cho tăng trưởng LNST ấn tượng +575,6%/62,3% svck cho 2026/27, theo quan điểm chúng tôi.
- Cho Q3-2026, chúng tôi dự phóng LNST của HAX đạt khoảng 10 tỷ đồng, cải thiện mạnh so với mức lỗ cùng kỳ (+38 tỷ đồng svck) phản ánh sự phục hồi rõ nét biên LNST & lãi vay MBZ trong bối cảnh áp lực tồn kho giảm & khoản hỗ trợ/thưởng từ các hãng (đặc biệt VinFast đóng góp lớn). Tuy nhiên, chất lượng lợi nhuận vẫn bị giới hạn bởi biên kinh doanh mỏng của mảng VinFast và MG dưới áp lực cạnh tranh cao, cùng chi phí lãi vay duy trì ở mức cao do quy mô nợ vay mở rộng.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của HAX cho năm 2026/27 lần lượt đạt 6.631/9.506 tỷ đồng (+42,6%/+43,4% svck) và 38/62 tỷ đồng (+575,6%/+62,3% svck). EPS tương ứng lần lượt là 353/574 đồng.

Quan điểm và khuyến nghị

Với mô hình kinh doanh phân phối ô tô (hàng giá trị cao), vốn biên mỏng nên HAX dễ bị tổn thương trước môi trường lãi suất cao và cạnh tranh ngặt nghèo nhất là với phân khúc giá rẻ của MG và Vinfast. Các động thái hỗ trợ từ hãng trước các cơn gió ngược của ngành như chi hỗ trợ lớn, dường như không đủ kéo lợi nhuận Công ty về mức bình quân quá khứ. Đây cũng là lý do cho 2 năm (2025-26) bị suy giảm nặng nề về lợi nhuận của Công ty (về dưới mốc 100 tỷ đồng/năm thường niên). Do đó, chúng tôi cho rằng điểm chuyển trong triển vọng kinh doanh/giá cổ phiếu của HAX đến từ việc giảm lãi suất cho vay bình quân hay dịu nhẹ tình trạng “chiến giá” của các hãng ô tô khi có những hãng thu hẹp/rút lui hoàn toàn phạm vi hoạt động tại Việt Nam các năm về sau.

So với báo cáo gần nhất, chúng tôi thực hiện điều chỉnh giảm 28%/45% cho LNST Cty Mẹ của HAX năm 2026/27F do Công ty vẫn phải thực hiện nhiều chương trình giảm giá chiết khấu đối với hai dòng xe giá rẻ MG & Vinfast do tính cạnh tranh cao của hai hãng đối với các hãng xe khác của VAMA, Hyundai TC và thậm chí cạnh tranh cao giữa các đại lý phân phối chung một hãng. Do điều chỉnh giảm 28%/45% cho LNST của năm 2026/27, chúng tôi điều chỉnh giảm 17% giá mục tiêu một năm tới cho HAX về **9.500 đồng/cổ phiếu**, tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 26,9x và 16,6x. Qua đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với HAX sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh 16% trong ba tháng qua.

TÍCH LŨY +12%

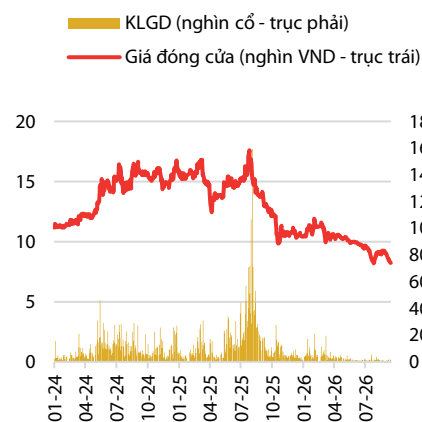
Giá thị trường (VND)	8.430
Giá mục tiêu (VND)	9.500
Cổ tức tiền kỳ vọng 12 tháng tới	VND 0

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ô tô và phụ tùng
Vốn hóa (tỷ đồng)	887
SLCPDLH (triệu CP)	107
KLGD bình quân 20 phiên ('000 CP)	124
Free Float (%)	50,0
Giá cao nhất 52 tuần	13.150
Giá thấp nhất 52 tuần	8.200
Beta	0,8

	FY2025	Hiện tại
EPS	869	222
Tăng trưởng EPS (%)	-42,1	-75,1
P/E	16,2	37,1
P/B	1,2	0,8
EV/EBITDA	15,3	20,1
ROE (%)	6,9	2,0

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Đỗ Tiến Dũng – Chủ tịch HĐQT	17,38
Vũ Thị Hạnh – Vợ chủ tịch HĐQT	16,61
AFC Vietnam Fund	4,64
Khác	61,37
Giới hạn sở hữu HĐQT còn lại (%)	43,45

Phòng Phân tích Ngành Ô tô & Phụ tùng

phantich@vdsc.com.vn

KẾT QUẢ KINH DOANH NỬA ĐẦU 2026: CẠNH TRANH KHỐC LIỆT BẢO MÒN ĐÁNG KỂ BIÊN LỢI NHUẬN

Với việc hợp nhất CTCP Tập đoàn Tương Lai Việt (VFG) chuyên phân phối xe Vinfast (hãng dẫn đầu thị trường ô tô về tăng trưởng sản lượng bán ra) đi kèm sự phục hồi mảng bán xe Mercedes-Benz (MBZ) giúp **nửa đầu 2026 của HAX cải thiện đáng kể doanh thu thuần, đạt 2.656 tỷ đồng (+33,6% svck), nhưng vẫn dưới 9,0% kỳ vọng chuyên viên** do mảng Vinfast chưa cao vượt trội như ước tính. Cụ thể:

- **Mảng kinh doanh ô tô**, đạt doanh thu 2.389 tỷ đồng (+38,5% svck), dẫn dắt bởi sự phục hồi của dòng xe MBZ từ nền thấp cùng kỳ (đạt 896 tỷ đồng, +27,3% svck) và hợp nhất toàn bộ doanh thu VFG (chuyên phân phối xe Vinfast) từ Q2-2026 trong doanh thu khác (đạt 1.194 tỷ đồng (+231,7% svck)). Ngược lại, dòng xe còn lại – MG ghi nhận KQKD “xám màu” (đạt 299 tỷ đồng, -54,7% svck) do cạnh tranh giữa các đại lý phân phối khốc liệt trong bối cảnh thị phần MG tại Việt Nam cũng sụt giảm mạnh.

Xét số liệu toàn ngành, chúng tôi nhận thấy sự chiếm ưu thế tuyệt đối của dòng xe điện Vinfast (đạt 115.916 ô tô, +71,6% svck) so với các dòng xe khác như liên doanh VEA bao gồm Toyota, Honda, Ford (đạt 67.947 ô tô, +9,2% svck), THACO chủ yếu Kia, Mazda (đạt 32.841 ô tô, +12,2% svck), Hyundai TC (đạt 25.069 ô tô, +3,6% svck), MG (4.309 ô tô, -19,5% svck), MBZ (1.029 ô tô, +21,1% svck). Qua đó, Vinfast tiến đến ngưỡng thị phần 40% ô tô toàn Việt Nam ở nửa đầu 2026 (sv mức 30% ở nửa đầu 2025) (Hình 1).

Liên quan đến thương vụ mua bán & sáp nhập VFG, ngày 20/03/2026, HAX đã hoàn tất việc nhận chuyển nhượng 65% cổ phần tại CTCP Tập đoàn Tương Lai Việt (VFG). Tổng giá trị thương vụ là 341,5 tỷ đồng theo ước tính chúng tôi, trong đó HAX thanh toán trước 20% (68,3 tỷ đồng) và 80% còn lại ghi nhận vào khoản phải trả dài hạn khác (273,2 tỷ đồng) sẽ được thanh toán 30% trong 6 tháng tới & 50% trong 12 tháng tới. HAX cũng phát sinh thêm 215 tỷ đồng lợi thế thương mại từ thương vụ trong quý này. Do đó, phần doanh thu/lợi nhuận từ HĐKD của VFG sẽ bắt đầu ghi nhận toàn bộ vào BCTC hợp nhất của HAX từ Q2-2026 thay vì chỉ thu nhập khác từ khoản thường từ hãng như trong Q1-2026.

- **Mảng kinh doanh phụ tùng**, sửa chữa ô tô, đạt doanh thu 258 tỷ đồng (đi ngang svck) do việc đóng cửa đại lý MBZ lớn nhất tại Kim Giang – Hà Nội ảnh hưởng giảm doanh thu mảng này cho hãng MBZ (đạt 159 tỷ đồng, -12,8% svck). Điều này làm che mờ việc cải thiện đáng kể hoạt động tại xưởng dịch vụ bảo dưỡng, sửa chữa và cung cấp phụ tùng chính hãng cho MG sau 2 năm đi vào hoạt động (đạt 24 tỷ đồng, +35,5% svck), hay hợp nhất thêm hãng Vinfast trong doanh thu khác (đạt 75 tỷ đồng, +43,4% svck).

LNST Cty Mẹ đạt 19 tỷ đồng (sv 1 tỷ đồng cùng kỳ) cao hơn kỳ vọng chuyên viên (13 tỷ đồng), tương đương biên LN ròng đạt 1,4% (+5bps svck). Điều này nhờ và sự phục hồi biên lợi nhuận mảng MBZ (từ mức đáy Q2-2025) và các khoản thưởng/hỗ trợ của hãng MG & Vinfast, cụ thể:

- **Mảng MBZ**, đạt biên LNTT & lãi vay 1,1% (+188bps svck) chủ yếu nhờ không còn áp lực tồn kho khó bán như giai đoạn trước. HAX thận trọng trong việc nhập hàng hơn và tâm lý người tiêu dùng với dòng xe MBZ cũng cởi mở hơn khi MBZ Việt Nam thực hiện loạt chiến lược khôi phục vị thế thương hiệu sau giai đoạn “đóng băng hoạt động ở 2025”, cụ thể các động thái:
 - Tái ổn định hoạt động sản xuất lắp ráp ô tô MBZ nội địa từ nửa cuối 2025, sau khi UBND TP.HCM gia hạn hợp đồng thuê khu đất hơn 100.000 m² tại quận Gò Vấp đến T4-2030, giúp nguồn cung xe MBZ trên thị trường Việt Nam phục hồi về mức ổn định so với đáy của nửa đầu 2025, thay vì hoạt động “cầm chừng” như đầu năm 2025 theo quan điểm chúng tôi;
 - Kiện toàn bộ máy lãnh đạo từ đầu năm 2026 với việc bổ nhiệm CEO mới René Neumann thay ông Gerd Bitterlich, tạo điều kiện ổn định đầu mối hợp tác và xây dựng chiến lược dài hạn với các đại lý chính hãng, trong đó có HAX;
 - Triển khai các chiến dịch tái định vị thương hiệu thông qua chuẩn hóa hệ thống phân phối theo tiêu chuẩn MAR20X (HAX cũng vừa nâng cấp hai đại lý tại Võ Văn Kiệt – TP.HCM và Láng Hạ – Hà Nội ở T8-2026 vừa qua), tái cấu trúc danh mục sản phẩm và ra mắt hàng loạt mẫu xe mới nổi bật như AMG GT 63 4Matic+ Coupé, Mercedes-Maybach SL 680 phiên bản giới hạn cùng Mercedes-AMG G 63 bản nâng cấp.
- **Mảng MG**, đạt biên LNTT & lãi vay âm 3,7% (-786bps svck) do HAX phải phối hợp với hãng để chi các chính sách chiết khấu giá bán, hỗ trợ bán hàng mạnh tay trong bối cảnh cạnh tranh cao với nhiều hãng xe xăng giá rẻ khác như Hyundai TC, Toyota, Mitsubishi, Honda.

Theo tạp chí VNEconomy mục ô tô, mức giảm giá trong nửa đầu năm không còn dừng lại ở vài chục triệu đồng mà đã nhảy vọt lên ngưỡng kỷ lục nhằm chốt khách trước giai đoạn thấp điểm. Các mẫu xe tồn sâu như Subaru Forester giảm trực tiếp từ 300 đến 360 triệu đồng, Hyundai Santa Fe xả kho với mức giảm tới 220 triệu đồng. Thậm chí ở dải xe phổ thông, hàng loạt hãng xe như Toyota, Mitsubishi, Honda hay Ford đồng loạt tung ưu đãi 100% lệ phí trước bạ, tặng kèm tiền mặt và bảo hiểm thân vỏ. Việc sử dụng phương án giảm giá kịch sàn trước mùa thấp điểm tháng Ngâu đã vô tình giáng ra một “bão tăng trưởng”: sản lượng xe tiêu thụ có thể nhích lên, nhưng giá trị thặng dư thực tế của toàn ngành công nghiệp lại đang bị bào mòn nghiêm trọng. Mặt tối tác động trực tiếp đến sức khỏe nền kinh tế ô tô chính là sự suy kiệt tài chính của hệ thống đại lý phân phối. Nhằm đạt chỉ tiêu doanh số khắt khe từ nhà sản xuất để lấy tiền thưởng cuối kỳ, không ít đại lý sẵn sàng “cắt” toàn bộ lợi nhuận, thậm chí chấp nhận bù lỗ chi phí vận hành trên từng chiếc xe giao đến tay khách hàng. Việc gánh chi phí lãi vay ngân hàng cho lượng xe tồn bãi trong bối cảnh giá bán thực tế lao dốc không phanh đã đưa nhiều đại lý vừa và nhỏ vào trạng thái báo động về mất cân đối dòng tiền.

- **Mảng Vinfast & khác**, đạt biên LNTT & lãi vay âm 3,8% (-159bps svck), do việc hợp nhất VFG vào mảng này từ Q2-2026. Theo quan điểm chúng tôi, dòng xe điện Vinfast với đặc tính giá rẻ so với giá vốn sản xuất (Hình 2), chiết khấu cao nhất thị trường lúc này khiến các nhà phân phối trung gian như HAX cũng chịu chi phối theo.

- Thêm vào đó, **chi phí lãi vay nửa đầu năm tăng mạnh**, ghi nhận 34 tỷ đồng (+95,7% svck) cũng bào mòn biên lợi nhuận do bối cảnh lãi suất vay cao (HAX ghi nhận lãi suất vay bình quân theo năm trong nửa đầu 2026 đạt 5,7%/năm, +119bps svck) và Công ty mở rộng quy mô nợ vay đáng kể 1.402 tỷ đồng (+66,0% svck) do hợp nhất VFG.
- **Điểm sáng bù trừ lại các bất lợi chi phí nói trên nằm ở việc HAX ghi nhận các khoản thưởng/hỗ trợ từ các hãng ở mức cao**, cho thấy sự hợp tác chặt chẽ cùng hãng trong pha tối của ngành ô tô, cụ thể MBZ (đạt 14 tỷ đồng, +107,5% svck), MG (đạt 21 tỷ đồng, +47,7% svck), Vinfast & khác (đạt 87 tỷ đồng, +636,5% svck).
- Chúng tôi lưu ý về **lợi ích cổ đông thiểu số đạt 18 tỷ đồng (-30,0% svck), chiếm 49,0% LNST trước MI của HAX (sv 97,4% cùng kỳ)** do công ty con phân phối MG – PTM (HAX chỉ nắm khoảng 52%, phần còn lại thuộc cổ đông thiểu số ~48%) bị suy giảm kết quả kinh doanh mạnh. Trong khi đó, mảng Mercedes-Benz (HAX sở hữu 100%) lại hồi phục mạnh, giúp tỷ trọng lợi ích CĐ thiểu số giảm rõ rệt.

Bảng 1: Mô tả KQKD nửa đầu năm 2026 của HAX

Đơn vị: Tỷ đồng	Nửa đầu 2026	+/-svck	%Kế hoạch 6T-2026 của Công ty	%Dự phóng 6T-2026 của VDS
Doanh thu thuần	2.656	33,6%	Không công bố	40%
Giá vốn hàng bán	-2.493	38,3%		
Lợi nhuận gộp	164	-11,4%		
Chi phí bán hàng và quản lý	-213	23,5%		
LNTT & lãi vay	-49	-483,7%		
Thu nhập tài chính	1	-43,4%		
Chi phí tài chính	-34	95,7%		
LN từ CTLK/LD	0			
Thu nhập khác (ròng)	132	201,6%		
Lợi nhuận trước thuế	50	23,7%	25%	45%
Lợi nhuận sau thuế	37	38,9%		
Lợi ích cổ đông thiểu số	18	-30,1%		
LNST Cty Mẹ	19	2.593,1%		
<i>Biên LN gộp</i>	<i>6,2%</i>	<i>-314bps</i>		
<i>CPBH&QLDN / D.thu thuần</i>	<i>8,0%</i>	<i>-66bps</i>		
<i>Biên LN ròng</i>	<i>1,4%</i>	<i>5bps</i>		

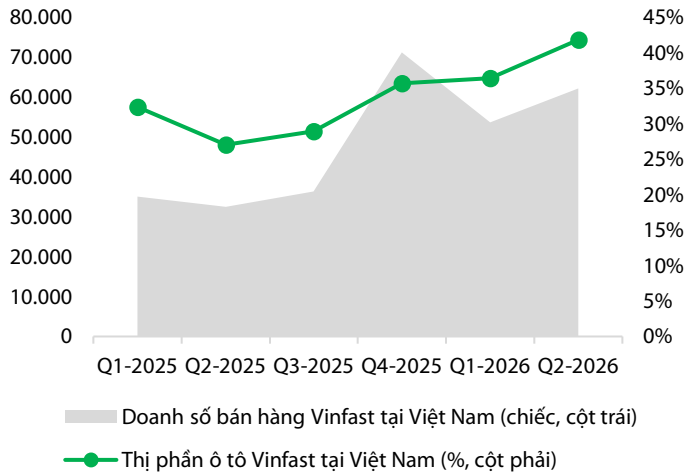
Nguồn: HAX, CTCK Rông Việt

Bảng 2: Mô tả lợi ích cổ đông thiểu số ở nửa đầu 2026 của HAX

Đơn vị: Tỷ đồng	Nửa đầu 2025			Nửa đầu 2026		
	LNST	Tỷ lệ sở hữu	Lợi ích CĐ thiểu số	LNST	Tỷ lệ sở hữu	Lợi ích CĐ thiểu số
CTCP Cơ khí Ô tô Cần Thơ	-1	90,82%	-0,6	0	90,82%	0
CTCP Sản xuất, Thương mại và Dịch vụ Ô tô PTM	31	51,62%	16	5	52,06%	3
CTCP Xe khách và Dịch vụ Miền Tây	5	62,11%	3	6	62,11%	4
CTCP VFG	0	0,00%	0	10	65,00%	6
CTCP Ô tô An Thái	23	32,51%	7	16	32,51%	5
CTCP XD và TM Đất Việt	0	0,00%	0	0	51,27%	0
Tổng	58		26	38		18

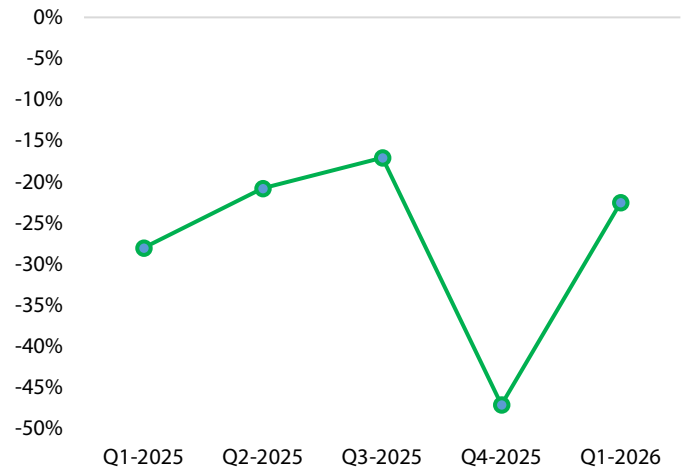
Nguồn: HAX, CTCK Rông Việt. CTCP Ô tô An Thái là công ty con cấp 2 gián tiếp thông qua công ty con cấp 1 là Công ty CP Xe khách và Dịch vụ Miền Tây (HAX chiếm 52,35% sở hữu). Do đó, tỷ lệ quyền biểu quyết của HAX trong An Thái đạt 52,35%, đủ điều kiện hợp nhất vào BCTC của HAX dưới dạng Công ty con.

Hình 1: Doanh số ô tô tiêu thụ toàn Việt Nam



Nguồn: VAMA, Vinfast, Hyundai TC, Cục đăng kiểm, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Biên lợi nhuận gộp (đã điều chỉnh) của Vinfast



Nguồn: Vinfast, CTCK Rồng Việt.

Ghi chú: Biên lợi nhuận gộp điều chỉnh chúng tôi để cập liên quan đến diễn giải của Vinfast trong bản tin NĐT: “Áp lực lên biên lợi nhuận gộp chủ yếu xuất phát từ khoản giảm trừ doanh thu trị giá 192 triệu USD, liên quan đến việc gia hạn và sửa đổi một số chương trình sạc miễn phí tại các thị trường của chúng tôi. Theo các chương trình này, những xe VinFast đủ điều kiện được bán ra đến ngày 10 tháng 2 năm 2029 sẽ được hưởng quyền lợi sạc miễn phí trong thời gian lên đến ba năm. Ngoài ra, tương tự như các quý trước, biên lợi nhuận gộp còn chịu ảnh hưởng bởi việc hoãn ghi nhận doanh thu đối với một số giao dịch bán xe và các khoản điều chỉnh giá trị thuần có thể thực hiện được (NRV). Nếu loại trừ các yếu tố này, biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện lên mức -22,5% trong Quý 1/2026 (so với -47,2% trong Quý 4/2025 và -28,1% trong Quý 1/2025), phản ánh sự cải thiện rõ rệt trong xu hướng hoạt động cốt lõi của doanh nghiệp.”

Xét về năng lực quản trị vốn lưu động, khả năng quản trị vốn lưu động là tiên quyết đối với một mô hình phân phối ô tô do biên lợi nhuận mỏng và đặc tính “lỗi thời” của hàng tồn kho đòi hỏi xoay vòng vốn nhanh. Chúng tôi nhận thấy HAX rơi vào tình trạng bất lợi đáng kể ở 2025 khi lượng tồn kho gia tăng cao ở cả hai phân khúc MBZ, MG đi kèm mở rộng chính sách công nợ dễ dàng hơn với khách hàng nhưng doanh thu chảy về không tương xứng với chính sách do bối cảnh ngành cạnh tranh “ngột ngạt” với Vinfast. Bước sang năm 2026 và thời gian sắp tới, chúng tôi cho rằng tình hình quản trị vốn lưu động sẽ cải thiện dần hơn khi Công ty phối hợp chặt chẽ với hãng trong việc điều phối nhập hàng & hỗ trợ HĐKD hơn cho tất cả phân khúc. Cụ thể:

- **Đối với phải thu khách hàng,** chúng tôi cho rằng HAX sẽ thu hẹp số ngày phải thu về mức trung bình ngành (10 ngày) nhờ vào ảnh hưởng của VFG (vốn có số ngày phải thu thấp 7 ngày) trong mô hình kinh doanh cao hơn từ nửa cuối năm 2026 sv giai đoạn trước (VFG hợp nhất toàn bộ KQKD từ Q2-2026). Trong khi đó, hai mô hình phân phối truyền thống dự kiến giữ nguyên chính sách phải thu khách hàng của mình với số ngày phải thu cho MBZ (11 ngày), MG (18 ngày).
- **Đối với hàng tồn kho,** như chúng tôi đã đề cập trên, HAX trải qua một năm 2025 gia tăng đáng kể hàng tồn kho với tâm lý tự tin về sức mua cải thiện (nhờ doanh số toàn ngành cải thiện 18,4% svck ở nửa sau 2024 từ hiệu ứng giảm lệ phí trước bạ 50%) đối với cả MBZ (đạt 519, +25,5% svck) và MG (đạt 297 tỷ đồng, +132,0% svck). Riêng MG, sau một năm 2024 hợp tác thành công với hãng cả về thị phần phân phối của HAX và thị phần MG tại Việt Nam, Công ty tự tin mở rộng thêm 7 đại lý phân phối toàn quốc đi kèm việc mở rộng quy mô tồn kho của mảng này. Tuy nhiên, 2025 chứng kiến sự đi xuống nhanh chóng về thị phần xe xăng Việt Nam (từ 75,0% ở năm 2024 về mức 60-65% ở năm 2025) trước sự bành trướng của Vinfast (đã đề cập). Do đó, HAX rơi vào thế khó trong việc vừa tăng lượng lớn hàng tồn kho nhưng lại không thể bán được hàng, đẩy số ngày tồn kho tăng cao cho cả MBZ và MG. Bước sang nửa đầu 2026, HAX đã đưa số ngày tồn kho về mức bình thường hơn, đặc biệt với MG (đổi lại mức hy sinh biên lợi nhuận đáng kể mảng này như đề cập trên). Chúng tôi cho rằng HAX sẽ duy trì mức quản trị này cho cả 2026 và 2027 ở cả mảng MBZ và MG. Riêng mảng mới – Vinfast (bắt đầu ghi nhận từ Q2-2026), chúng tôi cho rằng Công ty sẽ duy trì mức quản trị 45-50 ngày cho nguyên một năm ghi nhận (như 2027), riêng 2026, chỉ số tồn kho mảng này cao hơn 60 ngày do tính kỹ thuật tính toán chỉ số khi số dư đầu kỳ tồn kho (1/1/2026) của tổng Vinfast & khác chưa bao gồm mảng Vinfast này trong khi số dư cuối kỳ tồn kho (31/12/2026) đã bao gồm mảng Vinfast.
- **Đối với phải trả người bán,** chúng tôi duy trì mức 8-10 ngày cho 2026-27F tương tự nửa đầu 2026 do ảnh hưởng trong việc hợp nhất VFG (chuyên phân phối Vinfast) từ Q2-2026 sv trước.

Bảng 3: Năng lực quản trị vốn lưu động của HAX (ngày)

	2022	2023	2024	2025	YTM 2026	2026F	2027F
Số ngày phải thu	7	9	8	15	16	10	9
Số ngày tồn kho	62	69	48	78	89	103	77
MBZ	59	59	51	82	75	75	70
MG			78	127	62	70	65
Vinfast & khác					60	60	45
Số ngày phải trả	4	4	7	5	10	9	8

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Hiệu suất sinh lời gia tăng trở lại trong năm 2026 nhờ vượt qua áp lực tồn kho khó bán ở MBZ và MG đi kèm hợp nhất thêm mô hình kinh doanh mới – VFG

Mô hình phân phối xe MBZ của HAX bùng nổ theo đà của ngành ô tô hậu Covid khi lực cầu dồn nén trong mùa Covid được giải phóng ở năm 2022 kéo theo các chỉ số về biên lợi nhuận hay vòng quay tài sản đều rất ấn tượng, hỗ trợ chỉ số ROE của HAX tăng lên 28,5% năm này. Tuy nhiên, sau một năm thăng hoa, HAX hay các doanh nghiệp bán lẻ hàng giá trị cao khác (chẳng hạn MWG, FRT) đều tự tin hơn trong việc tăng tồn kho nhập hàng ở 2023, nhưng đối diện nhanh với bài toán suy thoái sức mua hậu Covid hay lực cầu đã bị hút phần lớn ở 2022, ROE của HAX nhanh chóng đẩy lùi về 3,2%. Trong giai đoạn khó khăn đó, Công ty xác lập quan hệ đại lý cấp 1 của MG vào 2024 (*), Việc hăng đầu tư nghiêm túc cho lần trở lại thứ ba này giúp cả doanh số/biên lợi nhuận kinh doanh/khoản thưởng từ hãng của HAX cải thiện mạnh mẽ trong năm này, giúp chỉ số ROE khôi phục trở lại, lên mức 9,4%. Mặc dù vậy, HAX vẫn không thoát khỏi hiệu ứng “năm được năm mất” ở năm kế tiếp (2025), ROE Công ty suy giảm về mức thấp kỷ lục 0,4% do tồn kho khó bán dâng cao (như đã đề cập)

(*) Lần thâm nhập thứ ba, đến T7-2023, đơn vị chủ quản SAIC Motor, chi nhánh Việt Nam (SMV) chính thức tiếp quản phân phối từ tay Tan Chong. Kỳ nguyên của MG tại thị trường Việt Nam mới thực sự bắt đầu từ 2024. Một MG non trẻ đã có một năm 2024 cực kỳ bứt phá với doanh số bán xe tăng trưởng +242% YoY, đạt 13.117 xe, vượt xa mức tăng trưởng chung của các thương hiệu ô tô lâu đời như Toyota, Mazda, KIA, Honda, Mitsubishi, Hyundai Thanhcong (0-2,5% YoY), vốn đang trong thời kỳ ảm đạm suốt 5 năm qua.

Cho giai đoạn 2026-27, như đã đề cập trong phần quản trị vốn lưu động, biên lợi nhuận HAX dự kiến “dễ thở” hơn nhờ tình trạng tồn kho giá cao của MBZ và MG dần qua đi (nhất là sau nửa đầu 2026) ở cả MG và MBZ cùng việc hợp nhất mô hình kinh doanh mới VFG (biên LN ròng dự kiến ở mức 2,0% cả năm). Ngoài ra, VFG vốn đang kinh doanh dòng xe “ưa chuộng nhất” hiện nay – Vinfast, hỗ trợ cả việc cải thiện vòng quay tài sản của HAX, tuy nhiên đi kèm mở rộng đòn bẩy tài chính của Công ty khi hoạt động đầu tư đại lý Vinfast vẫn chiếm dụng vốn vay đáng kể. Qua đó, ROE HAX dự kiến cải thiện lên mức 4,5%/6,6% cho giai đoạn 2026-27.

Bảng 4: Phân tích DUPONT cho hiệu suất sinh lời của HAX

	2022	2023	2024	2025	YTM 2026	2026F	2027F
ROE (%)	28,5	3,2	9,4	0,4	1,7	4,5	6,6
Trong đó:							
Biên LN ròng (%)	3,5	0,8	2,3	0,1	0,4	0,8	0,8
Vòng quay tài sản (x)	3,5	1,7	2,5	1,9	1,8	2,5	3,1
Đòn bẩy tài chính (x)	2,3	2,2	1,7	1,7	2,1	2,4	2,6

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt. Lưu ý, YTM 2026 là số liệu lấy tròn một năm tính tới 30-6-2026.

Dự phóng Q3-2026: MBZ & Vinfast tiếp tục là trợ lực bù đắp cho sự suy yếu của MG

Bảng 5: Dự phóng KQKD Q3-2026 của HAX

	Q3-2026	+/-svck	+/-svqt	Giải định
Doanh thu thuần	1.865	62,2%	19,6%	
Kinh doanh ô tô	1.718	197,7%	21,2%	
<i>Mercedes-Benz (MBZ)</i>	705	22,1%	53,3%	Tương tự nửa đầu 2026, tăng trưởng svck cao ở quý này nhờ nền thấp cùng kỳ (mức bán 577 chiếc MBZ ở Q3-2025, được xem thấp nhất trong lịch sử). Ngoài ra, các hoạt động khôi phục lại vị thế hãng tại Việt Nam như ra mắt dòng xe mới C, S, G – Class, nâng cấp showroom, đẩy mạnh quảng cáo, chiết khấu thông qua đại lý sau khi kiện toàn lại ban lãnh đạo ở MBZ Việt Nam, giúp hỗ trợ niềm tin tiêu dùng tốt hơn cho doanh số tại các đại lý. Riêng HAX, Công ty chiếm 2/3 showroom mới đạt tiêu chuẩn bán lẻ toàn cầu Mercedes-Benz Retail Architecture tại Việt Nam tại Láng Hạ và Võ Văn Kiệt. Qua đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu MBZ của HAX (22,1% svck) sẽ nhỉnh hơn sv toàn hãng (15,0% svck) ở quý này.
<i>MG</i>	175	-38,6%	34,6%	Chúng tôi giữ quan điểm kém lạc quan cho tăng trưởng dòng xe MG tại Việt Nam khi thiếu vắng hoạt động ra mắt xe mới hay các chiến dịch quảng cáo thương hiệu tại Việt Nam khi SAIC Motor đang đẩy mạnh tại thị trường châu Âu hơn. Riêng HAX, Công ty hiện có 17 đại lý MG (hầu như không mở mới thêm trong nửa cuối 2025 đến nay) trên tổng 40 đại lý MG tại Việt Nam (tăng khoảng 10 đại lý từ nửa cuối 2025 đến nay), hàm ý cho sự suy giảm thị phần của HAX trong phân phối dòng xe này. Qua đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu MG của HAX (-38,6% svck) thấp hơn toàn hãng (-20,0% svck).
<i>Vinfast & khác</i>	838	436,6%	1,2%	Việc vừa hợp nhất VFG – chuyên phân phối Vinfast vào HAX từ Q2-2026 nên mức tăng trưởng ở mảng này ấn tượng (x4 lần svck). Tuy nhiên, tăng trưởng svqt dự kiến đi ngang do lượng bán xe Vinfast bình quân T7 & T8 -2026 ~20.971 chiếc/tháng ngang với bình quân tháng ở Q2-2026.
Kinh doanh phụ tùng ô tô, sửa chữa thay thế	144	13,7%	5,0%	Chúng tôi lạc quan về tăng trưởng hai chữ số mảng này do lượng xe MG lưu hành trên thị trường tăng cao hay vừa tái cấu trúc 2/4 đại lý MBZ theo chuẩn Mercedes-Benz Retail Architecture toàn cầu, trong đó mở rộng công suất xưởng dịch vụ. Thêm vào đó, việc hợp nhất VFG vào cũng hỗ trợ hơn cho tăng trưởng svck mảng này.
Khác	3	-21,4%	-27,6%	
Lợi nhuận gộp	107	79,1%	18,4%	Biên LN gộp của HAX dự kiến cải thiện tốt (+54bps svck) nhờ áp lực tồn kho khó bán không cao như cùng kỳ, đặc biệt ở mảng MBZ. Mức cải thiện này có thể đã cao hơn nếu không hợp nhất mảng phân phối Vinfast – vốn có biên mỏng nhất trong các mô hình phân phối của HAX (đã đề cập).
CPBH & QLDN	-128	34,3%	6,7%	Tương tự biên LN gộp, tỷ lệ CPBH & QLDN / D.thu thuần dự kiến giảm 142bps svck nhờ không còn áp lực tồn kho khó bán lớn ở MBZ. Hoạt động VFG với đặc tính biên LN gộp thấp nhưng tỷ lệ CPBH & QLDN / D.thu thuần cũng thấp theo, hỗ trợ pha loãng tỷ lệ này ở tổng Công ty sau khi hợp nhất vào HAX từ Q2-2026. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ này ở VFG không đổi svqt.
LNTT & lãi vay	-21	+15 tỷ đồng	-29,0%	
Lợi nhuận từ CTLKLD	0			
Lợi nhuận tài chính ròng	-20	121,7%	1,1%	Duy trì ở mức cao tương tự nửa đầu năm 2026 do cả quy mô nợ vay và lãi suất cho vay vẫn neo ở mức cao.
Lợi nhuận khác	67	229,8%	-15,7%	Khoản thu nhập từ hãng của HAX dự kiến duy trì tăng trưởng svck cao nhờ MBZ quay trở lại hỗ trợ đại lý phân phối mạnh tay hơn sau khi ổn định hoạt động sản xuất – kinh doanh nội bộ và hợp tác cùng nâng cấp tiêu chuẩn đại lý với HAX từ đầu 2026 đến nay.

				Thêm vào đó, việc hợp nhất VFG giúp HAX ghi nhận khoản hỗ trợ lớn từ Vinfast (52 tỷ đồng quý này), tương tự Q2-2026.
Mercedes-Benz (MBZ)	3	206,7%	-34,9%	
MG	12	0,4%	-5,0%	
VFG & khác	52	604,3%	-16,4%	
Lợi nhuận trước thuế	26	+50 tỷ đồng	-12,4%	
Thuế TNDN	-7	347,6%	6,3%	
Lợi ích cổ đông thiểu số (MI)	9	283,0%	15,2%	
LNST Cty Mẹ	10	+38 tỷ đồng	-29,2%	LNST Cty mẹ dự kiến ở mức 14 tỷ đồng, cải thiện sv mức lỗ cùng kỳ nhưng vẫn ở mức thấp do vẫn phải hy sinh biên LN kinh doanh cho việc cạnh tranh tại VFG (Vinfast) và PTM (MG) ở mức cao.
Biên LN gộp	5,7%	54bps	-6bps	
Mercedes-Benz (MBZ)	5,8%	389bps	-209bps	
MG	12,0%	32bps	-141bps	
Vinfast (VFG) & khác	4,3%	-229bps	109bps	
CPBH & QLDN / D.thu thuần	6,9%	-142bps	-83bps	
Mercedes-Benz (MBZ)	4,4%	-73bps	-127bps	
MG	14,8%	24bps	-177bps	
Vinfast (VFG) & khác	6,3%	-170bps	-12bps	
Biên LNTT và lãi vay	-1,1%	196bps	77bps	
Biên LN ròng	0,5%	278bps	-94bps	

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

TRIỂN VỌNG NĂM 2026-2027 – KỲ VỌNG CẢI THIẾN DẪN BIẾN LỢI NHUẬN KHI ÁP LỰC TỔN KHO KHÓ BÁN QUA ĐI

HAX quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng doanh thu cao với 42,6%/43,4% svck ở 2026/27 sau một năm 2025 ảm đạm (-15,6% svck) nhờ (1) sự phục hồi của dòng xe MBZ khi hoàn thành tái cơ cấu bộ máy & đi kèm đổi mới chiến lược quảng cáo, ra mắt xe, hợp tác với đại lý từ 2026, (2) hợp nhất VFG (chuyên phân phối xe Vinfast) từ nửa cuối 2026.

Bên cạnh đó, áp lực tổn kho khó bán ở MBZ hay MG dần được giải quyết trong 2025 và nửa đầu 2026, đi kèm mức thưởng lớn của Vinfast trong giai đoạn đầu hợp tác (5,0-6,0% doanh thu thuần), hỗ trợ biên lợi nhuận tốt hơn cho cả năm 2026/27 sv 2025, chuyển hóa cho tăng trưởng LNST ấn tượng +575,6%/62,3% svck cho 2026/27, theo quan điểm chúng tôi.

Bảng 6: Dự phóng doanh thu HAX theo mảng (tỷ đồng)

	Nửa đầu 2026	2026	2027	Diễn giải dự phóng
Kinh doanh ô tô	3.667	6.056	8.840	
<i>Tăng trưởng svck</i>	<i>53,5%</i>	<i>47,2%</i>	<i>46,0%</i>	
Mercedes-Benz (MBZ)	1.621	2.517	2.643	Chúng tôi lạc quan về sản lượng tiêu thụ toàn hãng MBZ tại Việt Nam (+15,0%/5,0% svck ở năm 2026/27) nhờ hãng tập trung phát triển trở lại thị trường Việt Nam thông qua một loạt động thái tái cấu trúc ban lãnh đạo, ra mắt 5 dòng xe mới hay tăng cường hợp tác với các đại lý phân phối thông qua nâng cấp đại lý tiêu chuẩn Mercedes-Benz Retail Architecture và tăng chi hỗ trợ cho các đại lý. Riêng HAX, Công ty đi đầu trong việc nâng chuẩn đại lý với 2/3 đại lý tại Việt Nam theo chuẩn mới và cho thấy cam kết đồng hành cùng hãng qua việc nỗ lực giải phóng “hộ” tổn kho cho hãng năm trước. Qua đó, giúp thị phần của HAX trong phân phối MBZ tăng cao, thể hiện qua tăng trưởng doanh thu svck của Công ty cao hơn toàn hãng ở 2025 và cả nửa đầu 2026. Tổng hợp lại, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu của HAX về mảng này cho năm 2026/27 đạt 22,3%/5,0% svck).
<i>Tăng trưởng svck</i>	<i>81,0%</i>	<i>22,3%</i>	<i>5,0%</i>	
MG	350	650	682	Chúng tôi giữ quan điểm kém lạc quan cho sản lượng tiêu thụ toàn hãng MG tại Việt Nam (-20,0%/+5,0% svck ở năm 2026/27) do hãng không ưu tiên phát triển thị trường Việt Nam như thời kì 2024 (nhằm đón lực cho thị trường châu Âu) khi thiếu vắng các hoạt động ra mắt dòng xe mới hay tổ chức chương trình quảng cáo sản phẩm. Riêng HAX, Công ty chịu áp lực từ cạnh tranh tăng cao khi có ~10 đại lý MG mở mới trong một năm qua trong khi Công ty không gia tăng thêm đại lý MG, qua đó, đẩy tăng trưởng doanh thu svck của Công ty thấp hơn đáng kể toàn hãng ở năm 2025 và cả nửa đầu 2026. Tổng hợp lại, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu của HAX về mảng này cho năm 2026/27 đạt -47,8%/+5,0% svck).
<i>Tăng trưởng svck</i>	<i>17,0%</i>	<i>-47,8%</i>	<i>5,0%</i>	
Vinfast & khác	1.695	2.889	5.514	Vinfast liên tục bành trướng vị thế tại thị trường Việt Nam với mức tăng trưởng doanh số tiêu thụ 71,6% svck ở nửa đầu 2026. Do chưa nhìn thấy cơn gió ngược nào trong việc phát triển đại lý bán/trạm sạc tại Việt Nam, chúng tôi giữ góc nhìn tích cực cho tổng tăng trưởng doanh số tiêu thụ hãng ở 2026/27 lần lượt 71,3%/20,0% giúp hãng vượt mốc thị phần 40,0%. Riêng HAX, Công ty hiện có 15 đại lý trong đó có 6 đại lý vừa mở mới trong năm 2026 và chiếm khoảng 3,0% thị phần phân phối Vinfast tại Việt Nam. Chúng tôi cho rằng, Công ty sẽ tiếp tục mở rộng thêm 2-3 đại lý cho năm 2027 nhờ vào quan hệ thuận lợi đầu chu kỳ hợp tác với Vin, hàm ý cho việc nhích nhẹ 10bps thị phần năm sau. Tổng hợp lý, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu của HAX về mảng này cho năm 2026/27 đạt 256,4%/90,9% svck. <i>Lưu ý, việc hợp nhất VFG (chuyên phân phối Vinfast) từ Q2-2026, giúp năm 2026 ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng khi năm 2025 không có mảng này; năm 2027 cũng duy trì mức cao khi là năm đầu tiên ghi nhận cả 4 quý doanh thu từ Vinfast thay vì 3 quý như 2026.</i>
<i>Tăng trưởng svck</i>	<i>42,0%</i>	<i>256,4%</i>	<i>90,9%</i>	
Kinh doanh phụ tùng ô tô, sửa chữa, thay thế	300	559	650	
<i>Tăng trưởng svck</i>	<i>16,1%</i>	<i>8,1%</i>	<i>16,3%</i>	
Khác	8	17	17	
<i>Tăng trưởng svck</i>	<i>-13,6%</i>	<i>-15,1%</i>	<i>0,0%</i>	

Doanh thu thuần	3.975	6.631	9.506
Tăng trưởng svck	49,6%	42,6%	43,4%

Nguồn: CTCK Rông Việt

Bảng 7: Dự phóng thị phần HAX theo hãng (%)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tăng trưởng svck về sản lượng bán xe theo hãng					
MBZ	-52,3%	-8,8%	-29,5%	15,0%	5,0%
MG	-11,4%	243,7%	-25,5%	-20,0%	5,0%
Vinfast	374,0%	149,6%	101,3%	71,3%	20,0%
Thị phần HAX theo sản lượng					
MBZ	33,7%	32,6%	42,9%	43,0%	43,0%
MG	19,5%	25,2%	29,7%	20,0%	20,0%
Vinfast				3,0%	3,1%

Nguồn: VAMA, Vinfast, Hyundai TC, Cục đăng kiểm, CTCK Rông Việt

Bảng 8: Dự phóng giá bán ô tô bình quân HAX ước tính theo hãng (tỷ đồng/chiếc)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
Mercedes-Benz (MBZ)	2,76	2,76	2,29	2,42	2,42
Tăng trưởng svck	26,6%	0,1%	-17,1%	6,0%	0,0%
MG		0,42	0,43	0,41	0,41
Tăng trưởng svck			2,5%	-3,0%	0,0%
Vinfast			0,46	0,41	0,42
Tăng trưởng svck				-10,0%	2,0%

Nguồn: VAMA, Vinfast, Hyundai TC, Cục đăng kiểm, HAX, CTCK Rông Việt

Bảng 9: Dự phóng Kết quả kinh doanh của HAX giai đoạn 2026-27

	2026F	2027F	Giải định
Doanh thu thuần	6.631	9.506	Như trình bày ở bảng 6, HAX ghi nhận tăng trưởng doanh thu svck cao (42,6%/43,4%) ở 2026/27 nhờ vào sự phục hồi của MBZ và hợp nhất VFG (chuyên phân phối xe Vinfast) từ Q2-2026.
Kinh doanh ô tô	6.056	8.840	
Kinh doanh phụ tùng ô tô, sửa chữa, thay thế	559	650	
Khác	17	17	
Lợi nhuận gộp	383	520	
CPBH & QLDN	-477	-599	
LNTT & lãi vay	-94	-80	Áp lực tồn kho qua đi qua MBZ và MG dự kiến hỗ trợ biên LNTT & lãi vay tốt hơn cho hai hãng, tuy nhiên, do thiếu vắng các hoạt động quảng cáo sản phẩm và thương hiệu từ hãng nên MG có phần cải thiện chậm hơn sv MBZ. Về Vinfast, chúng tôi cho rằng quy mô phân phối của HAX mở rộng theo thời gian sẽ giúp Công ty có cơ hội nhập giá đầu vào thấp hơn cho năm 2027 và dài hạn sv 2026. Mặc dù vậy, xét trong phạm vi 2026-27, Vinfast vẫn chưa thể đem tiền về mẹ "HAX" nếu xét trên HDKD thuần "mua đi bán lại" không bao gồm khoản hỗ trợ từ hãng.
Mercedes-Benz (MBZ)	23	26	
MG	-20	-18	

Vinfast & khác	-68	-63	
Lợi thế thương mại	-29	-25	Khoản lợi thế thương mại phát sinh sau thương vụ VFG (214 tỷ đồng) phân bổ trong 8-9 năm khiến mỗi năm HAX ghi nhận thêm 25 tỷ đồng vào CP QLDN.
Lợi nhuận từ CTLKLD	0	0	
Lợi nhuận tài chính ròng	-73	-74	Lỗ tài chính ròng duy trì mức cao (âm ~75 tỷ đồng) do bối cảnh lãi suất cho vay cao (6,0%/năm) và chỉ hạ nhiệt nhẹ trong nửa cuối 2027 theo quan điểm vĩ mô của chúng tôi, đi kèm quy mô nợ vay khó hạ sớm từ việc thêm mô hình kinh doanh Vinfast (đòi hỏi vốn lưu động lớn) và áp lực trả nợ tới hạn liên quan đến khoản thanh toán cho thương vụ VFG vào cuối 2026-27.
Lợi nhuận khác	261	291	Chúng tôi duy trì mức hỗ trợ từng hãng MBZ/MG/Vinfast cho HAX không đổi giữa hai năm 2026-27 do bối cảnh quan hệ hợp tác hiện tại không thay đổi sv nửa đầu 2026.
Mercedes-Benz (MBZ)	23	24	
MG	42	44	
VFG & khác	196	222	
Lợi nhuận trước thuế	95	137	
Thuế TNDN	19	27	
Lợi ích cổ đông thiểu số	38	47	
LNST Cty Mẹ	38	62	Nhìn chung, HAX bước vào pha phục hồi lợi nhuận rõ nét ở 2027 khi áp lực tồn kho chính thức qua đi và mối quan hệ hợp tác với các hãng chặt chẽ hơn nhằm hưởng giá vốn nhập thấp/hỗ trợ từ hãng cao trở lại.
Chi số tài chính nổi bật			
Tăng trưởng doanh thu svck	42,6%	43,4%	
Tăng trưởng LNST Cty Mẹ svck	575,6%	62,3%	
Biên LN gộp	5,8%	5,5%	
Mercedes-Benz (MBZ)	5,9%	5,9%	
MG	12,0%	11,9%	
VFG & khác	4,2%	4,4%	
CPBH & QLDN / D.thu thuần	7,2%	6,3%	
Mercedes-Benz (MBZ)	5,1%	5,0%	
MG	14,8%	14,3%	
VFG & khác	6,4%	5,5%	
Biên LNTT và lãi vay	-1,4%	-0,8%	
Biên LN ròng	1,1%	1,2%	

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

ĐỊNH GIÁ

So với [Báo cáo Cập nhật KOKD: HAX – Chờ đợi động cơ tăng trưởng mới VFG ngày 22/06/2026](#), chúng tôi thực hiện điều chỉnh giảm 28%/45% cho LNST Cty Mẹ của HAX năm 2026/27 do Công ty vẫn phải thực hiện nhiều chương trình giảm giá chiết khấu đối với hai dòng xe giá rẻ MG & Vinfast do tính cạnh tranh cao của hai hãng đối với các hãng xe khác của VAMA, Hyundai TC và thậm chí cạnh tranh cao giữa các đại lý phân phối chung một hãng, cụ thể:

- **Về doanh thu**, chúng tôi điều chỉnh giảm 5% dự phóng cho 2026 do thị phần phân phối mảng Vinfast chưa cao vượt trội như ước tính ban đầu qua KOKD Q2-2026 (quý đầu tiên ghi nhận doanh thu hợp nhất từ VFG), nhưng tăng 9% dự phóng cho 2027 do lạc quan hơn về triển vọng mở rộng thị phần MBZ tại HAX khi Công ty quay trở lại hợp tác chặt chẽ cùng hãng và đi đầu trong đổi mới đại lý theo chuẩn mới -Mercedes-Benz Retail Architecture.
- **Về biên LNTT & lãi vay**, chúng tôi điều chỉnh giảm 130/155 bps cho 2026/27 do mảng Vinfast/MG đều là dòng xe giá rẻ, hiện chưa có tín hiệu dừng “chiến giá” trên thị trường cạnh tranh cao hiện nay tương tự nửa đầu 2026, ảnh hưởng đến cách chi chiết khấu/bán hàng hoặc đầu ra giá bán của các đại lý phân phối hai hãng xe này như HAX.
- **Về lợi nhuận khác**, chúng tôi điều chỉnh tăng 44%/33% cho 2026/27 nhờ sự hỗ trợ mạnh mẽ từ các hãng như MBZ, MG đối với HAX trong pha xám màu của thị trường ô tô, tương tự nửa đầu năm 2026. Riêng Vinfast, trong giai đoạn đầu đồng hành, mức chi hỗ trợ/doanh thu thuần thường có xu hướng cao cho đại lý như HAX nhằm hỗ trợ phát triển nhanh về các số lượng đại lý / doanh thu mỗi đại lý của hãng, nên chúng tôi phản ánh thêm kỳ vọng chi hỗ trợ cao này từ Vinfast (tăng 45%/39% cho 2026/27 sv dự phóng cũ).

Do điều chỉnh giảm 28%/45% cho LNST của năm 2026/27, chúng tôi điều chỉnh giảm 17% giá mục tiêu một năm tới cho HAX về **9.500 đồng/cổ phiếu**, tương ứng P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt là 26,9x và 16,6x. Qua đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với HAX sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh 16% trong ba tháng qua.

Về các giả định định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF), chúng tôi giữ nguyên tất cả chỉ số định giá ở các mô hình kinh doanh.

Bảng 10: Mô tả thay đổi dự phóng của HAX theo mảng (tỷ đồng)

	Thực tế	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		% Thay đổi Dự phóng mới sv cũ	
	2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	4.651	6.948	8.698	6.631	9.506	-5%	9%
Kinh doanh ô tô	4.114	6.346	8.066	6.056	8.840	-5%	10%
Kinh doanh phụ tùng ô tô, sửa chữa, thay thế	516	582	613	559	650	-4%	6%
Khác	20	20	20	17	17	-15%	-15%
LNTT & lãi vay	-3	-8	62	-94	-80	Giảm 86 tỷ đồng	Giảm 82 tỷ đồng
Lợi nhuận tài chính ròng	-36	-77	-82	-73	-74	-5%	-10%
Lợi nhuận khác	96	181	218	261	291	44%	33%
LNST Cty Mẹ	6	53	113	38	62	-28%	-45%

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

BỐI CẢNH ĐỊNH GIÁ

Sau KQKD Q2-2026 và mức giảm giá 14% trong ba tháng qua (khá tương đồng với các cổ phiếu cùng ngành toàn cầu), HAX hiện giao dịch với PB trượt 0,8x (một nửa giá trị sổ sách đến từ mảnh đất Võ Văn Kiệt với giá vốn 90-100 triệu đồng/m²). Nhìn chung, cổ phiếu có vẻ rẻ sv triển vọng kinh doanh nửa cuối năm của Công ty – thời điểm đẩy mạnh các dòng xe mới ra mắt ở cả MBZ, MG, Vinfast đi kèm các khoản thưởng từ hãng vẫn duy trì cao. Việc Ông Đỗ Tiến Dũng- Chủ tịch HĐQT Haxaco, hoàn tất mua vào 1 triệu cổ phiếu HAX trong khoảng thời gian từ 5/8-3/9/2026, hay chính HĐQT của HAX trình Đại hội đồng cổ đông phương án mua lại 5 triệu cổ phiếu sắp tới là chất xúc tác khác hỗ trợ chặn đà giảm của HAX thời gian tới.

Theo CBTT của HAX ngày 8/9/2026, Chủ tịch HĐQT của Haxaco đã tăng sở hữu từ gần 18,7 triệu cổ phiếu lên mức gần 19,7 triệu cổ phiếu, tương ứng tỷ lệ sở hữu tăng từ 17,38% lên 18,31% vốn. Cũng sau giao dịch mua vào cổ phiếu nêu trên, ông Đỗ Tiến Dũng và người có liên quan đang nắm giữ tổng cộng hơn 37,5 triệu cổ phiếu HAX, tương đương tỷ lệ sở hữu 34,95% vốn.

Theo nghị quyết vừa được thông qua, HĐQT Haxaco thống nhất trình Đại hội đồng cổ đông phương án mua lại 5 triệu cổ phiếu, chiếm 4,65% tổng số 107.439.681 cổ phiếu đã phát hành. Haxaco dự kiến lấy ý kiến cổ đông bằng văn bản về phương án mua lại cổ phiếu và các vấn đề liên quan thuộc thẩm quyền Đại hội đồng cổ đông. Ngày 2/10/2026 được chọn làm ngày đăng ký cuối cùng để cổ đông thực hiện quyền.

Tuy nhiên, với mô hình kinh doanh phân phối ô tô (hàng giá trị cao), vốn biên mỏng nên HAX dễ bị tổn thương trước môi trường lãi suất cao và cạnh tranh ngặt ngát nhất là với phân khúc giá rẻ của MG và Vinfast. Các động thái hỗ trợ từ hãng trước các cơn gió ngược của ngành như chi hỗ trợ lớn, dường như không đủ kéo lợi nhuận công ty về mức bình thường. Đây cũng là lý do cho 2 năm (2025-26) bị suy giảm nặng nề về lợi nhuận của Công ty (về dưới mốc 100 tỷ đồng/năm thường niên). Do đó, chúng tôi cho rằng điểm chuyển trong triển vọng kinh doanh/giá cổ phiếu của HAX đến từ việc giảm lãi suất cho vay bình quân hay dịu nhẹ tình trạng “chiến giá” của các hãng ô tô khi có những hãng thu hẹp/rút lui hoàn toàn phạm vi hoạt động tại Việt Nam các năm về sau. Hai điểm chuyển này chưa nhìn thấy tiềm năng tích cực ở nửa cuối năm 2026. Do đó, HAX chưa phải lựa chọn trong danh mục yêu thích chúng tôi thời gian tới cho đến khi hai yếu tố đề cập trên có chuyển biến tích cực hơn.

Bảng 11: Chỉ số tài chính của các Công ty cùng ngành với HAX (triệu đô)

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	+/- giá cổ phiếu đầu năm đến nay (%)	EVEBITDA trượt năm đầu 2026 (x)	PE trượt nửa đầu 2026 (x)	PB trượt nửa đầu 2026 (x)
Zhongshen Group (Trung Quốc)	952	-72,8	18,9	6,2	0,2
Inchcape PLC (Anh Quốc)	3.726	4,4	5,3	12,8	2,5
PT Indomobil Sukses Internasional Tbk (IMAS) (Indonesia)	202	-24,1	15,8	35,1	0,3
AutoNation, Inc. (Mỹ)	6.732	-36,9	10,3	9,5	3,0
Group 1 Automotive (Mỹ)	3.284	-37,4	11,0	11,8	1,2
Haxaco - HAX (Việt Nam)	34	-16,4	20,1	37,1	0,8
Trung vị ngành			11,0	11,8	1,2

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giá định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2026	12,4%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu dụng	20,0%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	1.325
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,3%	+ Tiền mặt & khoản đầu tư tại ngày định giá	66
Lãi suất phi rủi ro	4,5%	- Lợi ích cổ đông thiểu số	374
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	8,2%	- Nợ	769
Beta	1,2	Giá trị vốn chủ sở hữu	248
Exit EV/EBITDA	6,0	Giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu (đồng)	2.300

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 12: Độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu (chưa bao gồm bất động sản đầu tư) của HAX trên mỗi Cổ phiếu theo phương pháp FCFF (đồng/cổ phiếu)

WACC	Exit EV/EBITDA					
	4,0		5,0	6,0	7,0	8,0
	10,4%	402	1.734	3.066	4.398	5.730
	11,4%	119	1.398	2.677	3.956	5.235
	12,4%	-151	1.077	2.306	3.535	4.764
	13,4%	-409	771	1.952	3.133	4.314
	14,4%	-656	479	1.614	2.749	3.884

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 13: 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/m ²)	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

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ HAX

BẢNG TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ HAX (ĐỒNG/CỔ PHIẾU)		
Mảng	Phương pháp định giá	Giá trị
Mảng cốt lõi – phân phối ô tô	DCF (5 năm, WACC 12,4%, Exit EVEBITDA 6x)	2.300
Mảnh đất Võ Văn Kiệt	Giá thị trường (130 triệu đồng/m ²)	7.200
Tổng HAX		9.500
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu)		0
P/E mục tiêu 2026F		26,9

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

	Tỷ đồng			
KQ HKKD	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	5.513	4.651	6.631	9.506
Giá vốn	-5.001	-4.296	-6.248	-8.987
Lãi gộp	512	355	383	520
Chi phí bán hàng & QLDN	-312	-358	-477	-599
Thu nhập từ HĐTC	1	1	0	0
Chi phí tài chính	-23	-37	-73	-74
Lợi nhuận khác	81	98	264	293
Lợi nhuận trước thuế	258	56	95	137
Thuế TNDN	-55	-17	-19	-27
Lợi ích cổ đông thiểu số	79	33	38	47
LNST-CTM	125	6	38	62
LNST & lãi vay	200	-3	-94	-80

	2024A	2025A	2026F	2027F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	38,5	-15,6	42,6	43,4
LNST & lãi vay	259,7	NA	NA	NA
Lợi nhuận sau thuế	269,9	-95,5	575,6	62,3
Tổng tài sản	20,1	2,8	17,3	7,7
Vốn chủ sở hữu	7,9	-8,6	3,0	2,6
Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp/Doanh thu	9,3	7,6	5,8	5,5
LNST&lãi vay/DoanhThu	3,6	-0,1	-1,4	-0,8
LNST/Doanh thu	2,3	0,1	0,6	0,6
ROA	5,2	0,2	1,3	2,0
ROE	10,4	0,5	3,4	5,3
Hiệu quả hoạt động (ngày)				
Số ngày phải thu	8	13	10	9
Số ngày tồn kho	48	114	99	76
Số ngày phải trả	7	5	9	8
Khả năng thanh toán (lần)				
Hiện hành	1,4	1,8	1,8	1,7
Nhanh	0,7	0,4	0,2	0,2
Cấu trúc tài chính (lần)				
Tổng Nợ / VCSH	0,4	0,4	0,5	0,5
Tổng vay/VCSH	0,6	0,9	0,7	0,9
Vay ngắn hạn/VCSH	0,6	0,9	0,7	0,9

	Tỷ đồng			
Bảng CĐKT	2024A	2025A	2026F	2027F
Tiền	262	93	66	66
Đầu tư ngắn hạn	3	11	10	10
Khoản phải thu	340	354	179	237
Hàng tồn kho	661	1.457	1.688	1.880
Tài sản ngắn hạn khác	50	67	314	349
Tài sản cố định hữu hình	993	359	473	414
Tài sản cố định vô hình	11	37	37	37
Đầu tư dài hạn	83	93	132	132
Tài sản dài hạn khác	83	93	132	132
Tổng tài sản	2.409	2.477	2.907	3.131
Khoản phải trả	99	61	152	188
Vay và nợ ngắn hạn	670	951	769	1.094
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Vay và nợ khác	149	97	479	198
Quỹ khen thưởng phúc lợi	0	0	0	0
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
Tổng nợ	918	1.109	1.400	1.480
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	58	87
Thu nhập khác	0	0	0	0
Quỹ đầu tư và phát triển	0	0	0	0
Tổng vốn	1.203	1.100	1.133	1.162
Lợi ích cổ đông thiểu số	287	268	374	490

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	2024A	2025A	2026F	2027F
EPS (đồng)	1.163	52	353	574
P/E (x)	13,6	198,8	23,2	14,3
BV (đồng)	11.201	10.235	10.543	10.813
P/B (x)	1,4	1,0	0,8	0,8
DPS (đồng/cp)	300	1.000	0	0
Tỷ suất cổ tức (%)	2,7	6,3	0,0	0,0
MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân	
SoTP	9.500	100%	9.500	
Giá mục tiêu (đồng)		100%	9.500	

LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	GIÁ	KHUYẾN NGHỊ	THỜI HẠN
Tháng 9-2026	9.500	TÍCH LŨY	1 năm
Tháng 6-2026	11.500	TÍCH LŨY	1 năm
Tháng 3-2026	10.900	TRUNG LẬP	1 năm

BÁO CÁO CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ

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%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

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.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

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)

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên cao cấp

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Hàng không
- Dệt may

Tô Hạnh Trang

Chuyên viên cao cấp

trang.th@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Ngân hàng

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
P (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
P (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tần, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
P (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thẳng, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trăn Biên, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

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. Rong Viet 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 báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet 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 Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2026.**