

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

Lấy lại đà tăng trưởng nhờ cú huých MG

Trong bối cảnh ảm đạm của ngành ô tô sau Covid-19, HAX tìm thấy “ngọn hải đăng” MG để mở lối tăng trưởng đã đánh mất từ MBZ trong năm 2024 và trung hạn. Tuy nhiên, việc giảm dần các lợi ích được nhận từ MG sẽ khiến đà tăng LNST của HAX dự kiến giảm tốc theo thời gian.

• Hoạt động phân phối & hậu mãi ô tô Mercedes-Benz (MBZ)

- Thị trường ô tô xe sang ảm đạm từ sau Covid-19 do các yếu tố nội tại nền kinh tế như thu nhập khả dụng, niềm tin tiêu dùng, thuế phí liên quan, hạ tầng giao thông vẫn chưa cải thiện đáng kể, tăng trưởng CAGR 2025-29 được dự báo đạt 3-5%/năm.
- Thị phần của MBZ sụt giảm nhanh (từ 3,0-4,0% giai đoạn 2018-20 về 0,8% ở năm 2024) do sự trỗi dậy của các hãng ô tô phổ thông từ Trung Quốc (MG) hay nội địa (Vinfast) đi kèm việc “giảm tập trung” MBZ ở thị trường Việt Nam. Qua đó, thị phần MBZ dự kiến giữ mức thấp trong 2025-29 ở mức 0,8%.
- Thị phần phân phối HAX trong MBZ dự kiến giảm dần từ mức cao 32,0% năm 2024 về 27,6% năm 2029 do MBZ thực hiện mở Công ty con phân phối ở Việt Nam. Ngược lại, biên LN liên quan được dự đoán hồi phục dần từ mức khiêm tốn năm 2024 (1,9%) lên 2,0% năm 2029 do định hướng gia tăng hoạt động hậu mãi ô tô MBZ thời gian tới của HAX.

• Hoạt động phân phối & hậu mãi ô tô Morris Garages (MG)

- Với vị thế nhà phân phối số 1 (30-35% thị phần), doanh thu HAX hưởng lợi tối đa từ câu chuyện SAIC Motor tấn công mạnh mẽ thị trường Việt Nam ở lần trở lại thứ 3 với thị phần MG tăng mạnh năm 2024 (+219 bps YoY), và được dự đoán tiếp tục tăng lên 5,0% năm 2029 nhờ duy trì chiến lược giá rẻ, sản phẩm đa dạng ở phân khúc phổ thông, mở rộng showroom mạnh mẽ với nhà phân phối.
- HAX cũng đạt biên LN mảng MG (6,0%) cao vượt trội trung bình ngành (2,0%) do các hỗ trợ lớn từ MG (tài trợ chi phí xây dựng đại lý, giá thành nhập ô tô rẻ) trong 2024. Tuy nhiên, lợi thế này dự kiến sẽ giảm dần khi MG “phổ biến” tại Việt Nam và bước vào thời kỳ thu hồi vốn cho Công ty mẹ, đẩy biên LN mảng MG giảm dần về 3,0% đến 2029.

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2025 tiếp đà tăng trưởng, với LNST Cty Mẹ là 137 tỷ đồng (+9,5% YoY). EPS tương ứng là 1.274 đồng. Trong dài hạn, LNST sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) giai đoạn 2025-29 là 4,4%, hay 163 tỷ đồng vào năm 2029.

Sử dụng kết hợp phương pháp SoTP (DCF cho mảng phân phối xe và GTSS cho miếng đất 6ha) và P/E với tỷ trọng 50:50, giá trị hợp lý cho một năm tới của HAX ở mức **16.200 VNĐ/cổ phiếu**. Dựa trên giá đóng cửa ngày 16/4/2025, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cho HAX.

Rủi ro của khuyến nghị:

- Rủi ro tăng giá của cổ phiếu HAX đến từ việc chuyển nhượng khu đất 6ha tại Võ Văn Kiệt, Q. Bình Tân, TP.HCM, hiện đang được chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách để xác định giá trị hợp lý cho cổ phiếu.
- Rủi ro giảm giá đến từ sự suy giảm niềm tin tiêu dùng hàng không thiết yếu trước bối cảnh vĩ mô bất định bởi thuế quan hoặc lợi ích của HAX liên quan tới Công ty con PTM phân phối MG tiếp từ suy giảm.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Doanh thu thuần	6.775	3.982	5.513	6.772	7.589	8.576
Tăng trưởng (%)	22,0%	-41,2%	38,5%	22,8%	12,1%	13,0%
EBITDA	304	117	257	309	345	370
LNST	239	34	125	137	143	155
Tăng trưởng (%)	49,9%	-85,9%	269,9%	9,5%	4,3%	8,3%
Biên ròng (%)	3,5%	0,8%	2,3%	2,0%	1,9%	1,8%
ROA (%)	9,3%	1,7%	5,2%	5,4%	5,4%	5,5%
ROE (%)	25,9%	3,0%	10,4%	11,1%	11,3%	12,0%
EPS cơ bản (VNĐ)	4.203	362	1.163	1.274	1.329	1.439
GTSS (VNĐ)	16.199	11.935	11.201	11.474	11.707	12.003
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	500	632	337	1.000	1.096	1.143
P/E (x)	3,8	38,4	14,6	11,0	10,5	9,7
P/BV (x)	1,0	1,2	1,5	1,2	1,2	1,2

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 10/04/2025.

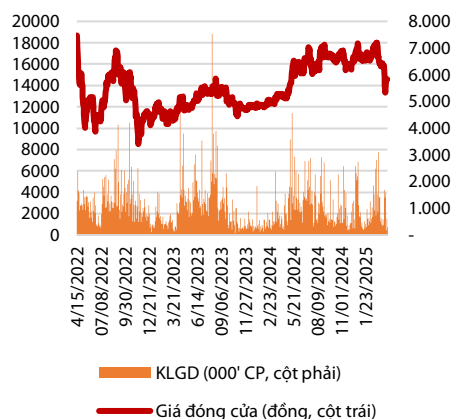
TÍCH LŨY

Giá thị trường (VNĐ)	14.400
Giá mục tiêu (VNĐ)	16.200

Cổ tức tiền dự kiến 12 tháng tới 1.000 (VNĐ)

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Ô tô & phụ tùng
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.569
SLCPDLH (triệu cp)	107,44
Beta	0,93
Free Float (%)	50,0
Giá cao nhất 52 tuần	18.000
Giá thấp nhất 52 tuần	12.800
KLGD bình quân 20 phiên	972,7



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
HAX	-11,8	11,0	18,6
VN30 Index	-0,7	0,9	16,6
VN-Index	1,0	6,7	23,3

Cổ đông lớn (%)

Vợ chồng Ông Đỗ Tiến Dũng	34,0%
PYN Fund Management Oy	5,7%
Các TV Ban điều hành khác	5,2%
AFC VF Limited	5,1%
Khác	50,0%
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	26,2%

Hưng Nguyễn

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 1526

hung.nb@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ

ĐỊNH GIÁ MẢNG KINH DOANH CỐT LÕI – PHÂN PHỐI Ô TÔ

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2025	12,1%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,0%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	2.149
Chi phí vốn chủ sở hữu	14,1%	+ Tiền mặt & Vốn chủ sở hữu tại ngày định giá	265
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	- Nợ & Lợi ích CĐTS	957
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	12,0%	Giá trị vốn chủ sở hữu	1.457
Beta	0,93	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	104,44
Exit EV/EBITDA	6,0x	Giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu (VND)	13.561

Bảng 1: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của HAX trên mỗi Cổ phiếu (VND)

WACC	Exit EV/EBITDA							
		3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0
	9,1%	6.774	9.101	11.428	13.755	16.082	18.408	20.735
	10,1%	6.305	8.528	10.751	12.974	15.197	17.420	19.643
	11,1%	5.858	7.983	10.108	12.233	14.358	16.483	18.608
	12,1%	5.433	7.465	9.497	11.529	13.561	15.592	17.624
	13,1%	5.029	6.972	8.916	10.860	12.803	14.747	16.690
	14,1%	4.643	6.503	8.363	10.223	12.083	13.943	15.803
	15,1%	4.276	6.057	7.837	9.618	11.398	13.179	14.959

ĐỊNH GIÁ NGẮN HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

Chúng tôi cũng thực hiện định giá bằng phương pháp so sánh (PE) cho HAX. Mô tả chi tiết phương pháp định giá so sánh như sau:

Công ty	Vốn hóa	Doanh thu thuần 2024	EBITDA 2024	Biên gộp	Biên ròng	P/E 2024	EV/EBITDA 2024
Zhongsheng (Trung Quốc)	4.254	25.319	1.426	7,7	2,8	6,3	5,2
China Grand Automotive Services Group (Trung Quốc)	908	19.488	731	8,3	0,3	15,6	14,0
Inchcape PLC (Anh Quốc)	3.799	11.838	883	17,3	4,5	11,6	5,2
PT Indomobil Sukses Internasional Tbk (Indonesia)	223	1.897	269	20,4	2,2	5,7	10,3
AutoNation, Inc. (Mỹ)	6.734	26.765	1.613	17,9	2,6	14,0	9,3
Group 1 Automotive (Mỹ)	5.613	19.934	1.062	16,3	2,5	11,6	10,2
Haxaco (Việt Nam)	70	221	13	9,3	2,3	14,1	9,8
Trung bình 5 năm của nhà phân phối ô tô toàn cầu (2019-24)						12,4	10,4

Nhà đầu tư có thể tham khảo bảng độ nhạy định giá HAX và chỉ số PE dưới đây, tùy vào khẩu vị rủi ro mà lựa chọn định giá hợp lý cho HAX.

Bảng 2: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của VNM trên mỗi Cổ phiếu (VND)

EPS (VND)	P/E									
		8,4	9,4	10,4	11,4	12,4	13,4	14,4	15,4	16,4
	2025	1.274	10.655	11.929	13.203	14.478	15.752	17.026	18.300	19.574
	2026	1.329	11.112	12.440	13.769	15.098	16.427	17.755	19.084	20.413

ĐỊNH GIÁ THAM KHẢO KHU ĐẤT VỎ VĂN KIỆT 6HA

Bên cạnh mảng kinh doanh cốt lõi – phân phối ô tô, HAX còn sở hữu khu đất 6ha tại đường Võ Văn Kiệt, Q.Bình Tân, TP.HCM. Nhà đầu tư có thể tham khảo thông tin chi tiết về miếng đất 6ha này được chúng tôi trình bày trong phần PHỤ LỤC 2. [\(Tham khảo trang 31\)](#)

Hiện tại, do chưa có cơ sở chắc chắn trong việc thực hiện giao dịch trong tương lai gần nên chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách để xác định giá trị hợp lý của HAX.

Mảnh đất này có thể giao dịch với giá trị thị trường cao hơn trong trung dài hạn, được xem là rủi ro tăng giá mục tiêu cho HAX. Nhà đầu tư có thể tham khảo bảng độ nhạy định giá khu đất đóng góp vào mỗi cổ phiếu HAX và giá bán thị trường (triệu đồng/m²) dưới đây, tùy vào khẩu vị rủi ro mà lựa chọn định giá hợp lý cho miếng đất này.

Giá thị trường (triệu đồng/m ²)	110	130	150	170	190
Giá trị đóng góp vào HAX (đồng/cổ phiếu)	6.010	7.180	8.349	9.519	10.689

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ HAXACO

Bảng 3: Bảng tóm tắt định giá HAX (đồng/cổ phiếu)

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)
Định giá dài hạn của HAX = (a)+(b)	50%	16.574
DCF cho mảng phân phối xe (5 năm, WACC: 12,1%, EVEBITDA: 6,0x) (a)		11.529
Giá trị sổ sách cho mảnh đất Võ Văn Kiệt (b)		5.045
Định giá ngắn hạn theo PE (12,4x, EPS 2025F)	50%	15.750
Tổng HAX	100%	16.163

Tổng hợp hai phương pháp SoTP trong dài hạn và PE trong ngắn hạn với tỷ trọng 50:50, **giá cổ phiếu mục tiêu xác định cho một năm tới của HAX ở mức 16.200 đồng/cổ phiếu**. Dựa trên giá đóng cửa ngày 16/04/2024, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cho cổ phiếu HAX.

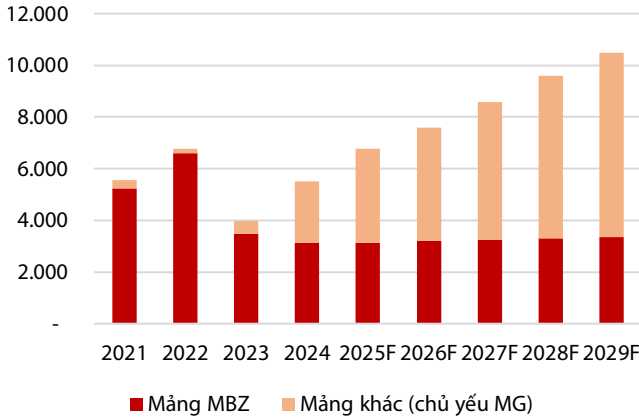
Sau đây, chúng tôi trình bày các khía cạnh của cổ phiếu HAX, hỗ trợ cho phần định giá bên trên của chúng tôi theo các phần sau:

MỤC LỤC	
A. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-29	Tham khảo trang 4
B. PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP	Tham khảo trang 10
1. Tổng quan doanh nghiệp	Tham khảo trang 10
2. Hoạt động kinh doanh cốt lõi	Tham khảo trang 12
3. Chuỗi giá trị doanh nghiệp	Tham khảo trang 13
a. Mercedes-Benz (MBZ)	Tham khảo trang 14
b. Morris Garages (MG)	Tham khảo trang 21
c. Vinfast, Nissan	Tham khảo trang 27
PHỤ LỤC – CÁC CÔNG TY PHÂN PHỐI Ô TÔ TƯƠNG ĐỒNG	Tham khảo trang 28
PHỤ LỤC – CHI TIẾT VỀ MẢNH ĐẤT 6HA VÕ VĂN KIẾT DO HAX SỞ HỮU	Tham khảo trang 31

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-29

Doanh thu: HAX đang nỗ lực thay mới động cơ tăng trưởng, với trọng tâm là MG trong bối cảnh mảng trụ cột lâu năm (MBZ) dần sụt giảm. Chiến lược này đang có những chuyển biến tích cực.

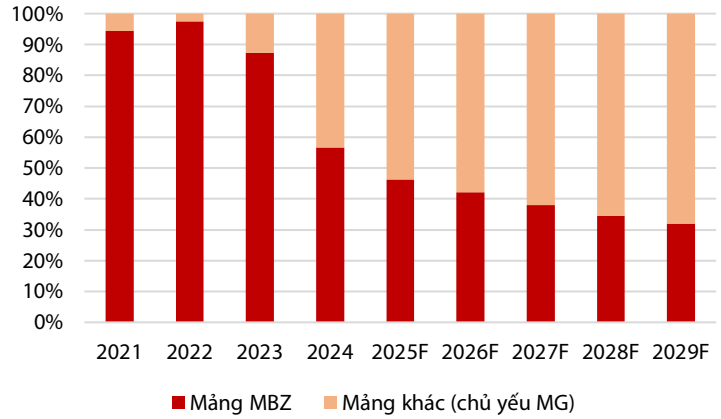
Hình 1: Doanh thu thuần của HAX (Tỷ đồng)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa những dữ liệu này bằng cách sử dụng hình thức bảng. Xem thêm thông tin trong Phụ lục 3. [\(Xem trang 32\)](#)

Hình 2: Đóng góp doanh thu của HAX theo phân khúc (%)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Về dự báo doanh thu bán hàng trong giai đoạn 2025-29, chúng tôi đưa ra các giả định như sau:

Mercedes-Benz (MBZ): Trong giai đoạn 2014-22, HAX hưởng lợi từ 3 tác động sâu chuỗi: quy mô ngành ô tô nở ra từ nền thấp → thị phần MBZ mở rộng nhờ là một trong 5 người tiên phong khai phá thị trường và đặt nhà máy tại Việt Nam → quan hệ của SAMCO và MBZ giúp HAX trở thành nhà phân phối số 1 của MBZ ở thời gian dài (30-40% thị phần phân phối), qua đó giúp HAX đạt CAGR doanh thu bán xe 2014-22 23,8%/năm. Thêm vào đó, việc HAX hoàn thiện phát triển chuỗi giá trị mạnh đi trước pha tăng trưởng của thị trường ô tô Việt Nam với các dịch vụ hậu mãi ô tô, giúp HAX “vắt thêm tăng trưởng” từ hệ sinh thái Mercedes-Benz, CAGR doanh thu mảng hậu mãi 2014-22 đạt 20,4%/năm [\(Xem trang 16\)](#). Tuy nhiên, ở giai đoạn 2022-24 khi sắc tối phủ lên ngành ô tô sau Covid-19 và sự thiếu ưu tiên phát triển của MBZ tại thị trường Việt Nam cũng như hỗ trợ HAX, doanh thu MBZ HAX giai đoạn này tăng trưởng âm tương tự hãng, đạt -33,8%/năm cho hoạt động bán xe và -5,6%/năm cho hoạt động hậu mãi [\(Xem trang 18\)](#). Chúng tôi dự phóng xu hướng này sẽ tiếp tục diễn ra trong dài hạn với đóng góp của MBZ trong tổng doanh thu của HAX sẽ giảm dần xuống 32,0% vào năm 2029 từ mức 56,7% trong năm 2024. Tuy nhiên, mức CAGR 2024-29 doanh thu của mảng MBZ dự phóng đạt 1,4%/năm, cao hơn trung bình 2022-24 trước do thị trường ô tô dần hồi phục, chủ trương duy trì thị phần mức thấp không giảm thêm của MBZ nhờ các chuyển biến mới ở hãng (0,7%), đi kèm kỳ vọng HAX đẩy mạnh tăng trưởng mảng hậu mãi của hãng sau khi mảng bán xe đạt giới hạn. [\(Xem trang 20\)](#)

Morris Garages (MG): Mặc dù HAX hợp tác cùng MG từ năm 2020, mảng MG mới chính thức trở thành “gà đẻ trứng vàng” cho HAX từ thời điểm năm 2024 khi MG tiên phong cho làn sóng ô tô Trung Quốc tràn vào Việt Nam với những chiến lược phát triển quyết liệt hơn tại đây và nâng quan hệ hợp tác sâu với HAX, đẩy tăng trưởng doanh thu mảng MG đạt 375%/năm ở năm 2024 [\(Xem trang 23\)](#). Cho giai đoạn 2025-29, chúng tôi kỳ vọng MG tiếp tục mở rộng vị thế tại thị trường Việt Nam khi các “công cụ chiến lược” làm nên thành công năm 2024 của MG vẫn giữ nguyên như chính sách giá, mở rộng số lượng showroom, hợp tác chặt chẽ với nhà phân phối và thị phần còn ở mức thấp (3,4%), ngoài ra HAX dự kiến sẽ đẩy mạnh hậu mãi MG từ năm 2025 khi ổn định nhân sự, quy trình làm việc ở 8 trên tổng 11 showroom vừa mở mới ở H2-2024. Do đó, chúng tôi dự phóng đóng góp của mảng MG sẽ tăng lên 68,0% vào năm 2029 từ mức 43,3% trong năm 2024. [\(Xem trang 25\)](#)

Vinfast, Nissan: Do gần như không có đóng góp trong KQKD của HAX 5 năm qua và chưa có tín hiệu đẩy mạnh hệ thống phân phối các hãng xe này của HAX, chúng tôi không đưa tiềm năng hai hãng xe này vào dự phóng doanh thu của HAX ở GD 2025-29. [\(Xem trang 27\)](#)

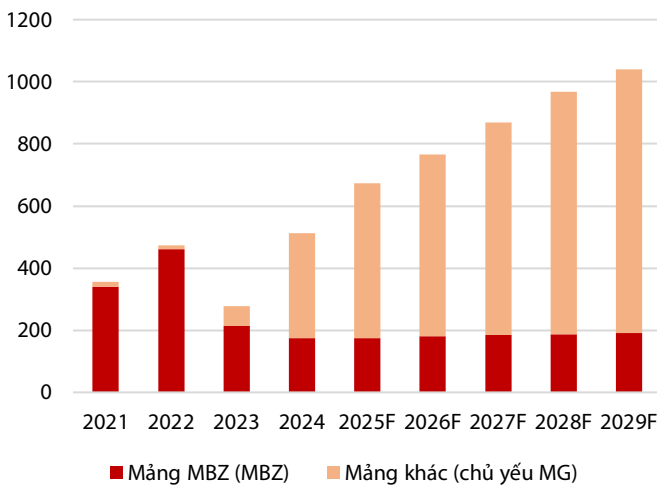
Cơ cấu chi phí: Xu hướng thu hẹp biên lợi nhuận trong trung hạn do giảm dần các khoản hỗ trợ từ MG (chi phí xây dựng showroom, giá nhập xe rẻ) trong khi các khoản hỗ trợ từ MBZ duy trì ở mức thấp. Thêm vào đó, HAX phải tự tăng chiết khấu theo thời gian để cạnh tranh với showroom xe cùng hãng/showroom ở những hãng xe khác như một xu thế tất yếu của ngành. Theo đó, chúng tôi cho rằng HAX có khả năng giảm biên lợi nhuận ròng ~1,6% trong 5 năm tới.

Biên lợi nhuận gộp & thu nhập khác (hai yếu tố liên quan đến hỗ trợ hãng)

Mercedes-Benz (MBZ): MBZ chủ động giảm đặc quyền lợi ích của các nhà phân phối kể từ sau Covid-19 (2022-24) bao gồm hỗ trợ biên LN gộp bán xe, giảm từ 5,0-6,0% về 3,0% và khoản thưởng doanh số, ghi nhận vào thu nhập khác (% trên doanh thu thuần giảm từ 2,0-3,0% xuống 0,1%) (Xem trang 20). Chúng tôi dự báo các chỉ số này không đổi cho giai đoạn 2025-29 trong kịch bản cơ sở do MBZ chưa có động thái “nghiêm túc trở lại” với thị trường Việt Nam và hệ thống nhà phân phối của mình. Điểm tích cực duy nhất nằm ở tỷ trọng doanh thu mảng hậu mãi (vốn có biên gộp cao nhất) tăng lên theo “định hướng chiến lược” của HAX cho hệ thống showroom MBZ của mình, qua đó kéo biên LN gộp chung của mảng MBZ tăng nhẹ từ 5,57% năm 2024 lên 5,72% năm 2029. (Xem trang 21)

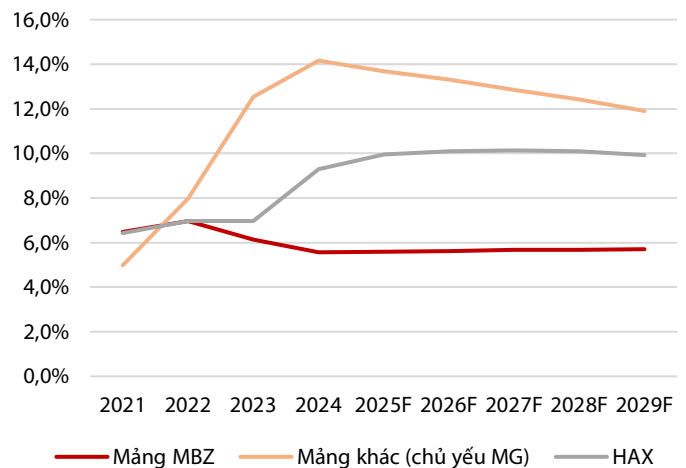
Morris Garages (MG): HAX nhận đặc quyền hỗ trợ lớn của MG trong giai đoạn đầu khai phá thị trường Việt Nam (2023-24), bao gồm biên lợi nhuận gộp mảng bán xe cao (14,0%) hay hỗ trợ chi phí xây dựng showroom ghi nhận vào thu nhập khác (4-5 tỷ đồng/showroom) (Xem trang 25). Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng, hai khoản này của HAX đều sẽ giảm trong trung hạn vì hãng sẽ giảm dần đặc quyền nhà phân phối sau khi đạt mục đích của chính sách này (gắn định vị thương hiệu vào nhận thức người tiêu dùng, bắt đầu hướng đến mục đích thu lãi). Cụ thể, biên lợi nhuận gộp mảng bán xe giảm từ 13,8% năm 2024 dần về 11,4% năm 2029 (vẫn trên tiêu chuẩn ngành), hỗ trợ chi phí xây dựng showroom giảm từ 56 tỷ đồng năm 2024 (tương ứng mở mới 11 showroom) về 20 tỷ đồng (tương ứng mở mới 4 showroom) năm 2025 và 5 tỷ đồng (tương ứng mở mới 1 showroom) bình quân năm 2026-29 (Xem trang 25). Một điểm đáng lưu ý là việc các showroom MG dần đi vào ổn định nhân sự, quy trình và gia tăng lượng ô tô MG “lăn bánh” trên một năm sẽ giúp HAX nâng biên lợi nhuận gộp mảng hậu mãi từ 12,5% năm 2024 lên 17,5% năm 2029, giúp ngăn chặn đà giảm tổng thể biên LN gộp MG. Tổng hợp lại, biên LN gộp chung của mảng MG giảm từ 14,2% năm 2024 về 11,9% năm 2029.

Hình 3: Lợi nhuận gộp của HAX (Tỷ đồng)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Biên lợi nhuận gộp của HAX (%)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

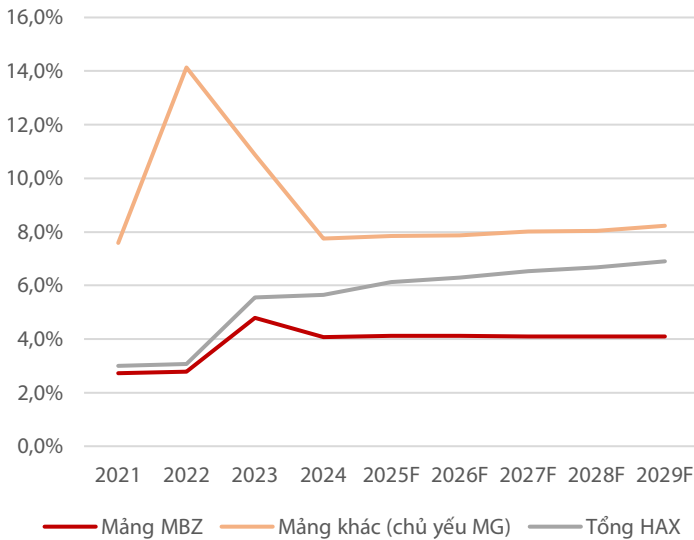
Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục 3. (Xem trang 32)

Chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp

Tỷ lệ CPBH&QLDN/doanh thu thuần tăng ở giai đoạn hậu Covid (2021-24) do doanh số bán MBZ trì trệ đi kèm MBZ tăng mạnh chiết khấu để vừa giải phóng hàng tồn vừa tăng tính cạnh tranh song song đó HAX cũng phải tăng chiết khấu, lương thưởng nhân viên để phát triển dòng xe "tân binh" MG. Theo đó, chúng tôi dự phóng tỷ lệ này sẽ gia tăng trung bình 0,2-0,4%/năm và đạt 6,9% ở năm 2029 từ mức 5,7% ở năm 2024 do HAX phải duy trì thị phần của mình trong phân phối hai hãng và thị phần hai hãng ở thị trường ô tô, như một xu hướng tất yếu trong ngành ô tô có tốc độ cạnh tranh leo thang với nhiều hãng xe Trung Quốc, Mỹ gia nhập vào Việt Nam 2 năm gần đây.

Biên lợi nhuận ròng: Như xu hướng về biên lợi nhuận gộp và chi chiết khấu đã phân tích trên, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận ròng tổng thể của HAX sẽ giảm dần từ 2,3% về mức 1,6-2,0% cho giai đoạn 2025-29, phù hợp với tiêu chuẩn ngành phân phối ô tô.

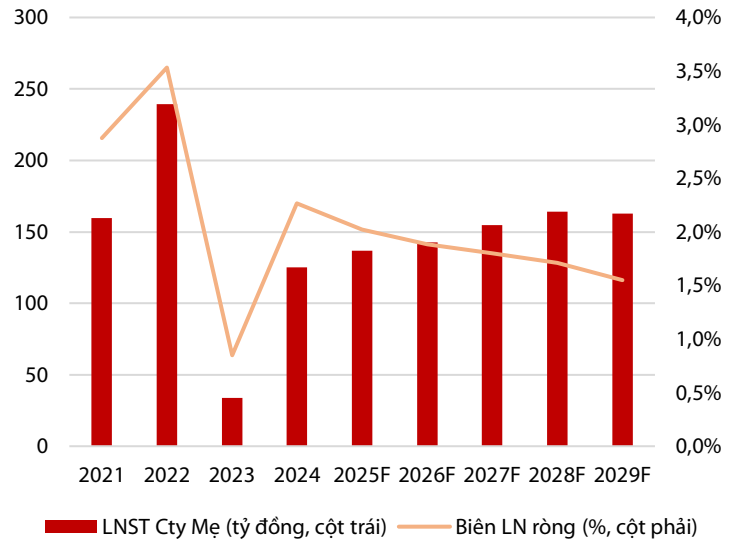
Hình 5: Chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần của HAX (%)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục 3. [\(Xem trang 33\)](#) [\(Xem trang 33\)](#)

Hình 6: Thu nhập ròng & biên ròng của HAX



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

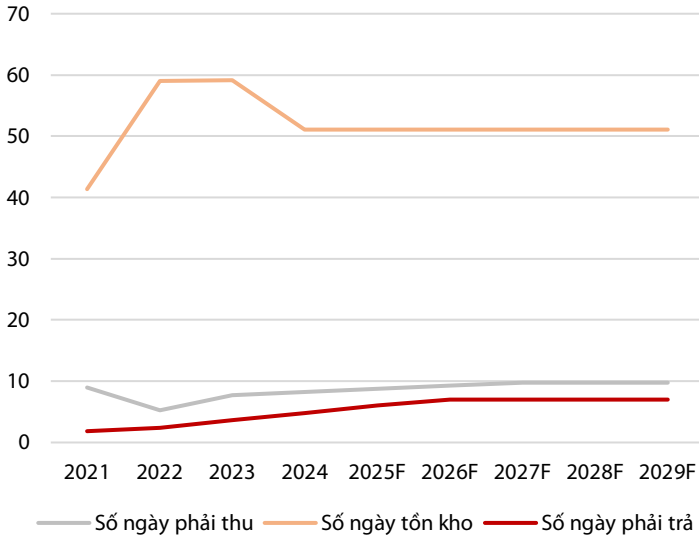
Điểm nổi bật về tài sản

Vốn lưu động: Covid-19 là giai đoạn xám màu cho HAX trong việc quản lý vốn lưu động của mảng MBZ với lượng tồn kho khó bán tăng cao (người dân giảm tối đa nhu cầu đi lại và mua sắm sản phẩm xa xỉ như ô tô, đặc biệt xe sang như MBZ). Sau Covid-19, HAX ổn định lại số ngày tồn kho MBZ quanh tiêu chuẩn ngành 40-50 ngày, nhưng phải nới lỏng chính sách phải thu nhằm thu hút khách hàng, ở chiều ngược lại, HAX được hỗ trợ tốt hơn từ MBZ trong gia tăng số ngày phải trả (từ 2 ngày lên 7-10 ngày ngang trung bình ngành).

Riêng mảng mới MG, xét thời điểm chính thức kinh doanh tròn năm đầu tiên ở 2024, HAX vẫn quản trị các chỉ số vốn lưu động ở hãng này ở mức tốt, số ngày tồn kho và số ngày phải trả ngang trung bình ngành lần lượt 40-50 ngày à 7-10 ngày. Riêng số ngày phải thu ở mức cao 20 ngày, hàm ý cho một chính sách lơi kéo khách hàng trong giai đoạn khai phá thị trường của MG.

Trong giai đoạn 2025-29, chúng tôi kỳ vọng HAX giữ nguyên các chính sách quản trị vốn lưu động cho MBZ và MG do phù hợp với trung bình ngành, ngoại trừ số ngày phải thu của mảng MG sẽ giảm dần từ 20 ngày về mức tiêu chuẩn ngành (8-10 ngày) vì HAX sẽ giảm dần đặc quyền với khách hàng tương tự cách MG giảm lợi ích nhà phân phối như HAX.

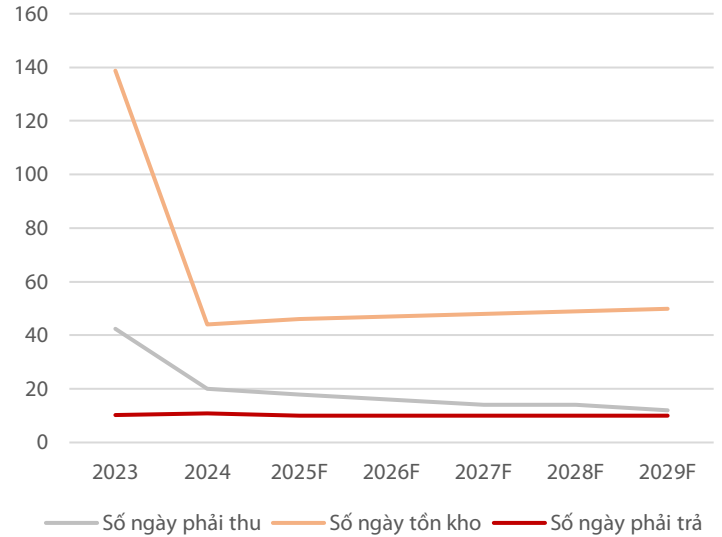
Hình 7: Dự phóng chỉ số hoạt động của mảng MBZ (ngày)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục 3. [\(Xem trang 33\)](#)

Hình 8: Dự phóng chỉ số hoạt động của mảng MG (ngày)



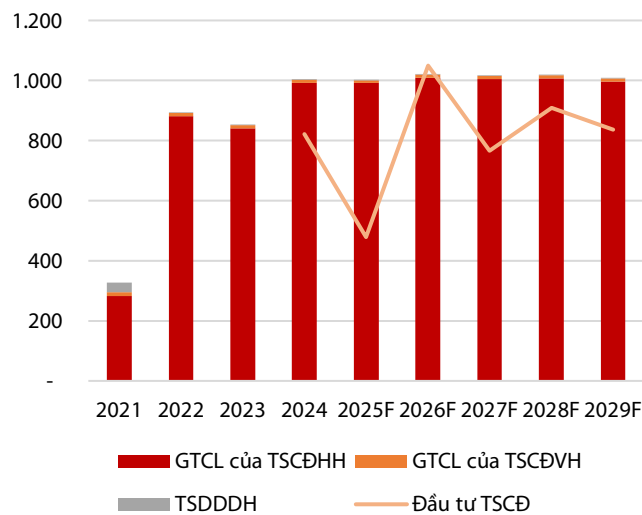
Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Đầu tư TSCĐ: Với mô hình phân phối ô tô, chi phí bảo trì, thay mới định kỳ máy móc là khoản chi thường xuyên bên cạnh các chi phí xây dựng showroom theo lộ trình kế hoạch của nhà phân phối và hãng. Chúng tôi kỳ vọng giá trị tài sản cố định ròng của HAX sẽ đạt 1.010 tỷ đồng ở cuối T12-2029 từ 1.005 tỷ đồng cuối T12-2024.

HAX ghi nhận chi phí đầu tư xây dựng showroom 20 tỷ đồng cho 2025, 5 tỷ đồng bình quân năm 2026-29 tương ứng với kế hoạch mở showroom với MG theo ước tính của chúng tôi, trong khi mảng MBZ không phát sinh chi phí này do không có định hướng mở mới showroom tại Việt Nam ở trung hạn, Ngoài ra, Công ty sẽ tái đầu tư 30-50 tỷ đồng mỗi năm nhằm thay mới/bảo trì máy móc nhằm duy trì tăng trưởng doanh thu ổn định trong giai đoạn 2025-29.

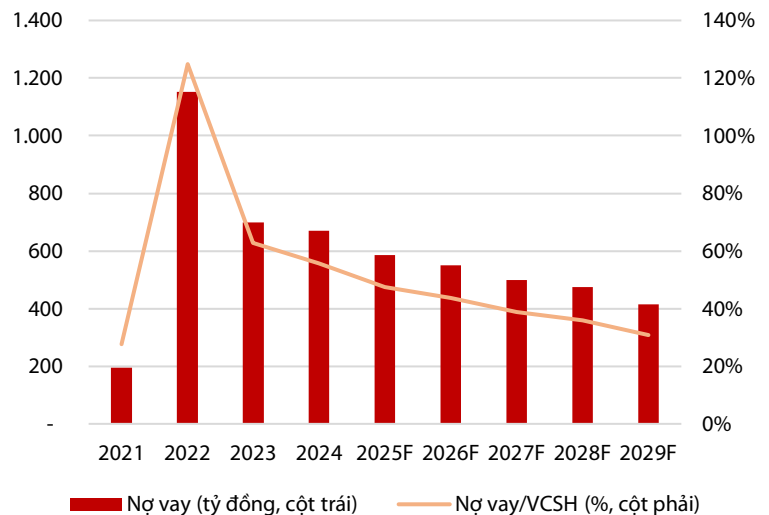
Nợ vay: Chúng tôi cho rằng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt được tối ưu dẫn kết hợp với vốn đầu tư mở showroom không đáng kể sẽ hỗ trợ giảm nợ vay và chi phí lãi vay trong giai đoạn 2025-29. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí lãi vay/doanh thu thuần sẽ ở mức 0,1-0,3% trong giai đoạn 2025-29.

Hình 9: TSCĐ của HAX



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt ước tính

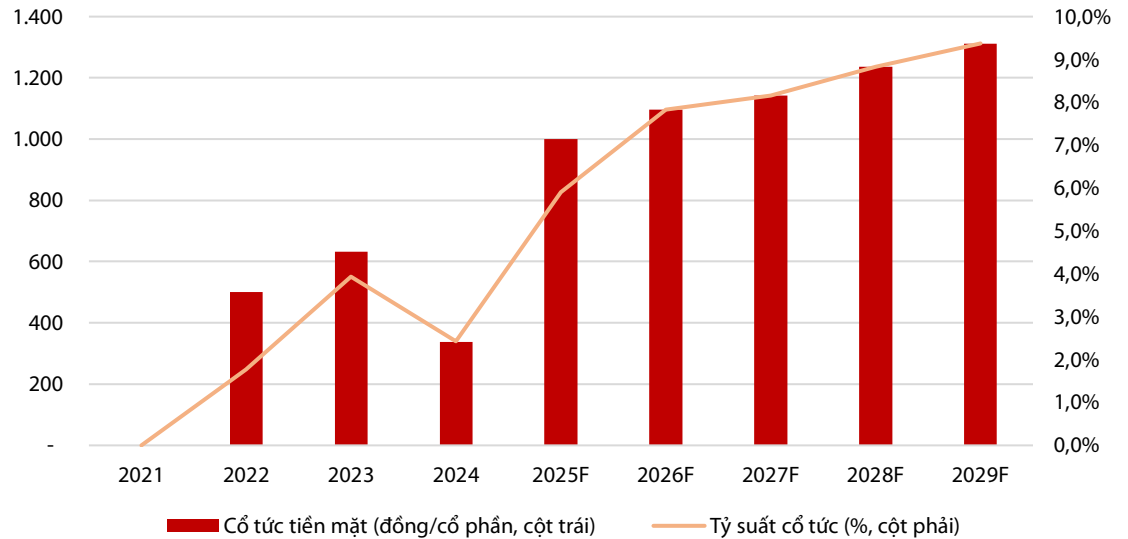
Hình 10: Tổng nợ vay của HAX



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt ước tính

Chính sách cổ tức tiền mặt: HAX thực hiện chính sách cổ tức tiền mặt hàng năm (300-500 đồng/cổ phiếu ở giai đoạn khó khăn hậu Covid-19, 1.500 đồng/cổ phiếu ở giai đoạn thuận lợi hơn trước Covid-19), tương đương với tỷ suất cổ tức từ 3,0-4,0%/năm, cao hơn so với lãi suất tiền gửi ngân hàng trung bình (3-5%/năm). Chúng tôi cho rằng HAX tiếp tục duy trì việc trả 80-90% lợi nhuận sau thuế mỗi năm cho hoạt động chia cổ tức tiền mặt tương tự năm 2025 ở năm 2026 do HĐKD khởi sắc dần nhờ mảng MG, dẫn đến HAX phù hợp cho chiến lược đầu tư cổ tức, trước mắt trong năm 2025-26.

Hình 11: Cổ tức tiền mặt của HAX



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục 3. [\(Xem trang 33\)](#)

Bảng 4: Bảng cân đối kế toán hàng năm của HAX

BÁO CÁO THU NHẬP	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	5.551	6.775	3.982	5.513	6.772	7.589	8.576	9.584	10.483
Giá vốn hàng bán	5.195	6.302	3.705	5.001	6.098	6.824	7.707	8.615	9.442
Lãi gộp	357	473	277	512	674	765	869	969	1.041
Chi phí bán hàng và QLDN	166	208	221	312	415	477	560	640	723
Chi phí hoạt động khác	0	0	0	-	-	-	-	-	-
EBITDA	230	304	117	257	309	345	370	393	387
EBIT	190	265	56	200	259	288	309	329	317
Chi phí không thuộc HĐKD	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Lãi/lỗ thanh lý TSCĐ	29	40	29	81	50	33	34	34	34
Doanh thu tài chính	1	24	1	1	-	-	-	-	-
Chi phí tài chính	18	29	37	23	19	18	16	16	14
Lợi nhuận trước thuế	202	300	47	258	289	303	327	347	338
Chi phí thuế TNDN	42	60	11	55	58	61	65	69	68
Lãi lỗ từ cty LDLK	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0)	0	2	79	95	100	107	113	108
LNST công ty mẹ	160	239	34	125	137	143	155	164	163

Nguồn: HAX, CTCK Rông Việt

Bảng 5: Bảng cân đối kế toán hàng năm của HAX

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
TÀI SẢN									
Tiền cho HĐKD	88	160	120	262	262	262	262	262	262
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	3	3	3	3	3	3
Khoản phải thu ngắn hạn	249	260	213	340	302	320	336	371	368
Hàng tồn kho	581	1.065	696	661	810	913	1.040	1.175	1.303
Tài sản ngắn hạn khác	18	101	43	50	50	50	50	50	50
Tài sản ngắn hạn	936	1.586	1.072	1.316	1.426	1.547	1.691	1.860	1.986
TSCĐ hữu hình	282	881	841	993	991	1.009	1.004	1.006	997
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	12	11	11	11	11	11	11	10	10
TS dài hạn khác	41	90	78	83	83	83	83	83	83
Tài sản dài hạn	341	993	935	1.093	1.091	1.109	1.105	1.106	1.097
Tổng tài sản	1.277	2.579	2.006	2.409	2.518	2.656	2.796	2.966	3.083
NỢ PHẢI TRẢ									
Vay nợ ngắn hạn	196	1.152	700	670	585	549	499	474	415
Phải trả người bán	26	77	45	99	135	162	186	210	233
Các khoản phải trả khác	342	197	95	149	183	205	231	259	283
Phải trả ngắn hạn	563	1.425	839	918	902	916	917	943	930
Vay nợ dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	4	185	3	1	1	1	1	1	1
Phải trả dài hạn	4	185	3	1	1	1	1	1	1
Tổng nợ phải trả	567	1.610	842	918	903	917	917	944	931
LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ									
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	47	49	287	382	482	589	702	810
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Vốn điều lệ	495	569	934	1.074	1.074	1.074	1.074	1.074	1.074
LNST chưa phân phối	212	352	150	129	158	183	215	246	268
Các nguồn quỹ khác	1	1	31	-	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	708	922	1.115	1.203	1.233	1.258	1.290	1.321	1.342
Tổng Nguồn vốn	1.277	2.579	2.006	2.409	2.518	2.656	2.796	2.966	3.083

Nguồn: HAX, CTCK Rông Việt

PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

Tổng quan công ty

Công ty Cổ phần Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh (HAX) được thành lập vào năm 1992, tiền thân là Cửa hàng trưng bày và Xưởng sửa chữa xe Ô tô (SAMCO3) trực thuộc Công ty Cơ khí Ô tô Sài Gòn (Nay là Tổng Công ty Cơ khí Giao thông Vận tải Sài Gòn - SAMCO). Nhờ quan hệ chặt chẽ (*) của SAMCO và Mercedes-Benz AC Group (MBZ) từ ngày đầu, HAX dễ dàng trở thành nhà phân phối chính thức & lớn nhất của MBZ Việt Nam từ năm 2004 (thị phần phân phối MBZ đạt 30-40%). Trong giai đoạn 2013-22, MBZ dẫn dắt đà tăng trưởng mạnh của HAX, thể hiện qua mức CAGR về doanh thu, LNST ấn tượng, lần lượt là 29,0% và 66,0%. Hiện HAX sở hữu 5 hệ thống showroom MBZ, tập trung ở Hà Nội, TP.HCM, Cần Thơ.

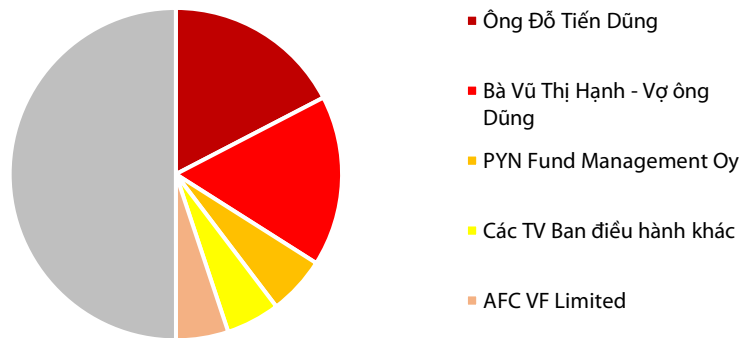
(*) Công ty TNHH Mercedes-Benz Việt Nam là công ty liên doanh giữa Tổng công ty Cơ khí giao thông vận tải Sài Gòn - Samco (chiếm 30% vốn điều lệ) với Mercedes-Benz AG Group (nắm 70%)

Tuy nhiên, sau Covid-19 (2021), thị trường ô tô Việt Nam đi vào pha giảm tốc cộng hưởng Tập đoàn Mẹ MBZ giảm dần độ quan tâm ở thị trường này (thông qua dừng phát triển hệ thống showroom và giảm lợi ích của các nhà phân phối), khiến HAX gặp khó với KQKD 2023 xám màu (tăng trưởng LNST âm 85,6% YoY). Trong bối cảnh các yếu tố cơ bản chung về ngành và riêng về MBZ không đổi, bước ngoặt MG xuất hiện (*) và trở thành “cứu cánh”, giúp HAX bước vào chu kỳ tăng trưởng mới từ năm 2024. Hệ thống MG hiện tại đạt 14 showroom trên toàn quốc.

(*) HAX nâng cấp quan hệ đại lý với MG lên Cấp 1 từ Cấp 2 trong Q3-2023, sau khi SAIC Motor (nhà sản xuất MG) chấm dứt quan hệ đối tác với nhà phân phối trước đó – TanChong vào T7-2023 và trở thành nhà phân phối độc quyền cho chính MG kể từ đó. HAX hưởng lợi từ khi SAIC Motor xác định “nghiêm túc” trong chiến lược phát triển ở thị trường Việt Nam.

Sau khi SAMCO thoái vốn toàn bộ khỏi HAX từ năm 2016 và rời khỏi bộ máy quản trị, Ông Đỗ Tiến Dũng - Tổng Giám Đốc đương nhiệm và tham gia HĐQT từ năm 2013, trở thành cổ đông lớn nhất và chủ tịch HĐQT mới của HAX cho đến nay. Cơ cấu cổ đông hiện nay cô đặc (39% là cổ đông nội bộ), giúp động lực tăng trưởng của HAX phù hợp với lợi ích của Hội đồng Quản trị, nhưng giá cổ phiếu sẽ biến động đáng kể dựa trên các hoạt động giao dịch của các nhóm cổ đông lớn.

Hình 12: Các cổ đông chính của HAX



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Xét về cơ cấu doanh nghiệp, HAX sở hữu 4 công ty con đều nằm trong chuỗi giá trị phân phối và bảo dưỡng ô tô, được hợp nhất với Haxaco do liên quan đến ông Đỗ Tiến Dũng trong suốt chiều dài công tác của ông tại đây.

Công ty đáng chú ý nhất là CTCP Sản xuất, Thương mại và Dịch Vụ PTM – đại lý chuyên phân phối xe và ông Dũng là chủ tịch HĐQT trước đó. Năm 2023, HAX chọn PTM làm chủ thể chính phát triển hệ thống showroom xe MG cùng SAIC Motor. Cũng chính vì cột mốc này, HAX đã giảm tỷ lệ sở hữu từ 98,3% thành 51,6% ở PTM vào đầu năm 2024 nhằm tách bạch lợi ích giữa hai hãng MBZ (do Cty Mẹ phân phối) và MG.



Bảng 6: Thống kê hệ thống công ty con, liên doanh của HAX

Tên công ty	TLSH của HAX tính đến 31/12/2024	Tình trạng hoạt động	Lĩnh vực kinh doanh
CTCP Cơ khí Ô tô Cần Thơ	85,89%	Đang hoạt động	- Đại lý mua bán Ô tô và phụ tùng các loại; - Dịch vụ sửa chữa, bảo dưỡng, bảo hành các loại Ô tô
CTCP Sản xuất, Thương mại và Dịch Vụ PTM	51,62%	Đang hoạt động	- Bán buôn/lẻ Ô tô và xe có động cơ khác; Bán phụ tùng Ô tô và các bộ phận phụ trợ của Ô tô và xe có động cơ khác; - Bảo dưỡng và sửa chữa Ô tô, xe máy
CTCP Xe khách và Dịch vụ Miền Tây	62,11%	Đang hoạt động	- Đại lý mua bán những dòng sản phẩm xe ô tô mang thương hiệu Nissan, MG; - Sửa chữa, bảo hành, bảo dưỡng các loại xe ô tô từ 16 chỗ ngồi trở xuống và kinh doanh phụ tùng ô tô; - Đầu tư tài chính - Sửa chữa bảo hành xe ô tô, xe cơ giới (không gia công cơ khí tại trụ sở); - Mua bán phụ tùng và các bộ phận phụ trợ của xe ô tô, xe ô tô, máy móc phụ tùng các loại động cơ nổ, hàng trang trí nội thất xe ô tô, thiết bị vật tư nông nghiệp (trừ thuốc bảo vệ thực vật);
CTCP Ô tô An Thái (*)	32,51%	Đang hoạt động	- Sản xuất thân xe có động cơ và rômooc, phụ tùng xe có động cơ, thiết bị sản phẩm cơ khí, - vật liệu xây dựng (không sản xuất tại trụ sở); - Kinh doanh vận chuyển khách theo hợp đồng bằng xe ô tô; - Kinh doanh lữ hành nội địa, quốc tế; Cho thuê kho, bến bãi, nhà xưởng, văn phòng, nhà ở

Nguồn: HAX, CTCK Rông Việt. (*) Công ty Cổ phần Ô tô An Thái là công ty con cấp 2 gián tiếp thông qua công ty con cấp 1 là Công ty Cổ phần Xe khách và Dịch vụ Miền Tây (chiếm 52,35% quyền biểu quyết tại Công ty Cổ phần Ô tô An Thái)

Bảng 7: Thống kê các lần phát hành cổ phiếu riêng lẻ của PTM trong năm 2024

Thời gian	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	% sở hữu của HAX	Ghi chú
31/12/2023	42	98,3%	
30/6/2024	80	51,6%	PTM đã phát hành thêm 1 đợt hồi H1-2024 cho cổ đông khác với SLCP 3.870.297 cổ phiếu
30/9/2024	160	51,6%	PTM đã phát hành thêm cổ phiếu tỷ lệ 1:1 hồi T7-2024 cho cổ đông hiện hữu với giá 10.000 đồng/cổ phiếu, HAX đăng ký mua hết
31/12/2024	320	51,6%	PTM đã phát hành thêm CP tỷ lệ 1:1 hồi Q4-2024 cho cổ đông hiện hữu với giá 10.000 đồng/cổ phiếu, HAX đăng ký mua hết

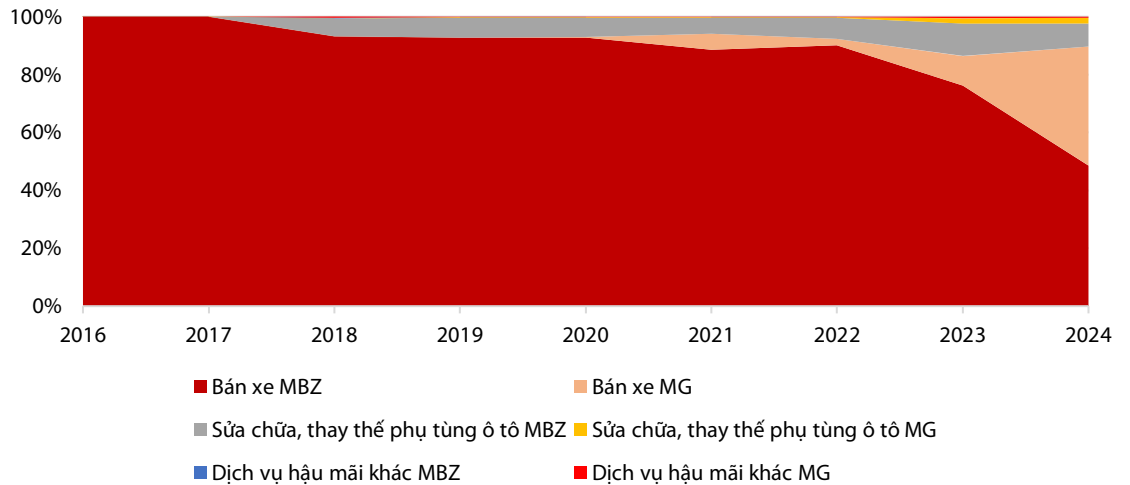
Nguồn: HAX, CTCK Rông Việt

Hoạt động kinh doanh cốt lõi

Những biến chuyển trong cơ cấu doanh thu phác họa rõ nét chặng đường phát triển của HAX, cụ thể:

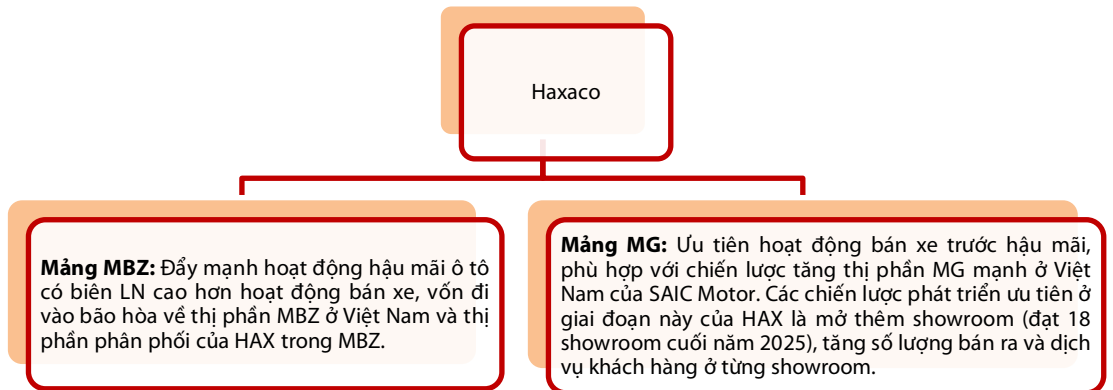
- **Giai đoạn 2008-2023:** MBZ là trụ cột tăng trưởng dài hơi (chiếm 80-95% doanh thu) thông qua các hoạt động bán xe nguyên chiếc mới/cũ, thay thế sửa chữa phụ tùng xe, dịch vụ hậu mãi (bảo dưỡng, bảo hiểm, cho thuê xe, nghỉ dưỡng).
- **Giai đoạn 2023-24:** MG thay thế MBZ, trở thành bộ đỡ tăng trưởng mới của nhà phân phối này, chiếm 43% doanh thu, chủ yếu ở hoạt động bán xe.

Hình 13: Đóng góp doanh thu theo mảng



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

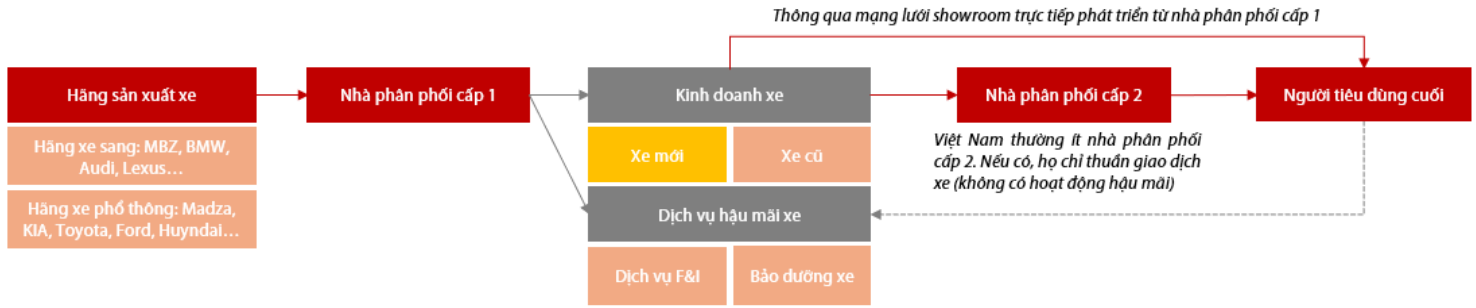
Hình 14: Kế hoạch phát triển của HAX



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Chuỗi giá trị doanh nghiệp

Hình 15: Chuỗi giá trị doanh nghiệp của nhà phân phối xe như HAX



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Mô hình phân phối ô tô thông qua mạng lưới showroom, như HAX, là một phần của chuỗi giá trị ngành ô tô, đóng vai trò trung gian giữa nhà sản xuất và người tiêu dùng cuối. Chúng tôi trình bày bốn điểm chính quyết định thành công trong mô hình này:

- (1) **Quy mô và tiềm năng tăng trưởng từ miếng bánh ô tô tổng thể:** được nhìn nhận qua tỷ lệ thâm nhập ô tô trong dân thấp và tiềm năng cải thiện lớn ở các yếu tố nội tại nền kinh tế về thu nhập người dân, hạ tầng giao thông. Việc “đánh hơi đúng điểm rơi tăng trưởng của ngành” sẽ giúp hãng xe/nhà phân phối dễ dàng tìm kiếm tăng trưởng và tạo vị thế cao hơn so với người đến sau.
- (2) **Năng lực mở rộng thị phần của hãng xe:** Sự phối hợp linh hoạt các chính sách giá bán, sản phẩm, mạng lưới phân phối của hãng xe và nhà phân phối xe. Điều này được phác họa qua hành trình thành công một hãng xe tại Việt Nam, tóm tắt như sau:

- **GĐ thâm nhập:** Hãng xe thực hiện chiến lược giá bán rẻ, ra mắt nhiều dòng xe ở phân khúc phổ thông phù hợp thu nhập người dân. Các hãng xe cũng đẩy mạnh tầm ảnh hưởng mạnh mẽ qua nhiều kênh bán hàng khả thi như tự xây dựng hệ thống showroom riêng (tốn thời gian nhưng hưởng trọn lợi nhuận), hợp tác với nhà phân phối địa phương để nhân rộng mạng lưới showroom ủy quyền (tận dụng kinh nghiệm của nhà phân phối nhưng phải chia sẻ biên lợi nhuận).
- **GĐ tăng trưởng:** Hãng xe tiếp tục duy trì chính sách ra mắt dòng xe mới, tăng nhận diện qua mở rộng mạng lưới showroom nhưng với tốc độ chậm hơn và đa dạng nhà phân phối hơn. Riêng chính sách giá bán, với đặc thù thuế nhập khẩu cao (cho xe ngoài khu vực ASEAN) và thường giảm lệ phí trước bạ định kỳ 50%, các hãng xe cần xây dựng nhà máy sản xuất, lắp ráp xe nguyên chiếc, phụ tùng ô tô tại Việt Nam/ASEAN để tiết kiệm chi phí vận chuyển, thuế, phí liên quan, qua đó duy trì chính sách giá bán rẻ trong dài hạn thay vì chấp nhận hy sinh biên lợi nhuận như thời gian đầu.
- **GĐ bảo hòa:** Các hãng xe đẩy mạnh các hoạt động hậu mãi (*) ở mạng lưới showroom mình khi hoạt động bán xe bão hòa. Họ có thể tự thực hiện hoặc giao cho nhà phân phối. Các hoạt động này có doanh thu ổn định hơn kinh doanh xe (thu nhập định kỳ bảo dưỡng so với thu nhập một lần từ bán xe) và ngày càng tăng trưởng (do số lượng xe cũ tăng lên). Đây cũng là hoạt động có biên lợi nhuận cao 20-90% so với 2-10% của kinh doanh xe.

(*) Vòng đời của một hãng xe ở một quốc gia, thường bắt đầu từ hoạt động bán xe nguyên chiếc trước như một hình thức trao chìa khóa, dẫn dụ người tiêu dùng và ngôi nhà sinh thái của hãng xe với các tiện ích về sửa chữa, thay thế phụ tùng, bảo dưỡng, bảo hiểm, cho thuê ăn kèm về sau.

- (3) **Khả năng thiết lập quan hệ lợi ích với hãng của nhà phân phối:** Các yếu tố trên sẽ trở nên vô nghĩa với nhà phân phối nếu họ không dành được hợp đồng phân phối hãng xe. Đây chính là điểm “yếu” trong mô hình phân phối như HAX nếu tất cả các hãng lựa chọn ưu tiên tự phát triển mạng lưới showroom của mình như Vinfast, BYD hoặc bóp mạnh chính sách ưu đãi với nhà phân phối (x). Do đó, **nhà phân phối cần chuẩn bị hồ sơ năng lực tốt** để thu hút các hãng xe như kinh nghiệm vận hành mạng lưới showroom (lựa chọn vị trí mở), chính sách giá, marketing, đào tạo nhân viên.

(4) **Khả năng tối ưu hóa chi phí** liên quan đến **CPBH&QLDN** (chi phí vận chuyển hoặc lương nhân viên bán hàng), **chi phí lãi vay** (liên quan đến các khoản nợ phục vụ nhu cầu vốn lưu động, đặc biệt khi ô tô là ngành thâm dụng vốn), **biên lợi nhuận gộp** (tập trung phát triển hoạt động hậu mãi cùng hãng). Tuy nhiên, **trong trường hợp hãng bóp mạnh lợi ích của nhà phân phối** như tăng chi phí nhập hàng, giảm thưởng KPI, tự phát triển showroom và hoạt động hậu mãi, **triển vọng tăng trưởng của các nhà phân phối liên quan đến hãng xe đó dễ đi vào góc tối**.

Từ đó, chúng tôi phân tích các điểm chính này liên quan đến từng hãng xe HAX phân phối như sau:

Mercedes-Benz (MBZ) – Phân khúc xe sang, phân phối qua Công ty mẹ HAX

Danh mục sản phẩm

Phân phối Mercedes-Benz là hoạt động lâu đời nhất của Haxaco (từ năm 2000), nằm ở mảng xe sang (giá bán 1-10 tỷ đồng). Hiện tại, HAX tập trung các hoạt động hậu mãi như bảo dưỡng, thay thế & sửa chữa phụ tùng xe của MBZ hơn bán xe, vốn đi vào bão hòa theo thời gian.

Lưu ý, toàn bộ danh mục xe MBZ do HAX phân phối đều là dòng xe xăng. HAX chưa nhập khẩu dòng xe điện của MBZ để kinh doanh do đánh giá thị trường ô tô Việt Nam chưa phù hợp để phát triển dòng xe này, tránh thâm dụng vốn lớn liên quan tới tồn kho khó bán.

Bảng 8: Danh mục sản phẩm Mercedes-Benz

STT	Phân khúc	Sản phẩm	Giá bán (tỷ đồng)
1	C-Class	Mercedes-Benz C 200 Avantgarde	1,389
		Mercedes-Benz C200 Advangate Plus	1,589
		Mercedes-Benz C 300 AMG	1,889
2	E-Class	Mercedes-Benz E 180 Exclusive	1,889
		Mercedes-Benz E 200 Exclusive	2,223
		Mercedes-Benz E 300 AMG	2,889
3	S-Class	Mercedes-Benz S 450 Li	5,199
		Mercedes-Benz S 450 L Luxury	5,559
4	Maybach	Mercedes-Maybach S 450 4MATIC	8,199
		Mercedes-Maybach S 680 4MATIC	15,990
		Mercedes-Maybach GLS 480 4MATIC	8,799
		Mercedes-Maybach GLS 600 4MATIC	12,119
5	GLC	Mercedes-Benz GLC 200 4MATIC	2,299
		Mercedes-Benz GLC 300 4MATIC	2,799
		Mercedes-Benz GLC 300 4MATIC Coupé	3,129
6	GLE	Mercedes-Benz GLE 450 4MATIC	3,999
7	GLS	Mercedes-Benz GLS 450 4MATIC	5,389
8	GLA	Mercedes-AMG GLA 45	2,279
9	G-Class	Mercedes-AMG G 63	10,950
		Mercedes-AMG GT R	11,590
		Mercedes-AMG GT 53 4MATIC+	6,719
10	V-Class	Mercedes-Benz V 250 Luxury	3,039
		Mercedes-Benz V 250 AMG	3,669
11	GLB	Mercedes-Benz GLB 200 AMG	1,659
		Mercedes-Benz GLB 35 AMG	2,229
12	EQS	Mercedes-Benz EQB 250	2,289
		Mercedes-Benz EQS 450+	5,009

Mercedes-Benz EQS 580 4MATIC	5,959
Mercedes EQE 500 4Matic SUV	3,999
Mercedes EQS 500 4Matic SUV	4,999

Nguồn: HAX, CTCK Rong Việt

Hệ thống phân phối

Mercedes-Benz là hãng xe sử dụng 100% hình thức các nhà phân phối địa phương vận hành hệ thống phân phối thay vì tự thực hiện như Vinfast, hay kết hợp hai phương thức như BYD. Điều này giúp các nhà phân phối hưởng lợi toàn bộ từ sự phát triển của MBZ tại Việt Nam kể cả hoạt động bán xe hay hậu mãi. Trong đó, Haxaco là người hưởng lợi nhất khi dẫn đầu về thị phần phân phối MBZ (30-40%) trong giai đoạn 2018-23 mặc dù chỉ sở hữu 5 showroom, xếp thứ 2 sau Vietnam Star – thuộc sở hữu của Lei Shing Hong Group.

Bảng 9: Mô tả các showroom Mercedes-Benz của HAX

	Vốn đầu tư (triệu đô)	Diện tích (m2)			Thời gian đi vào HĐ	Số lượng nhân sự	Hình thức sử dụng
		Tổng	Showroom	Xưởng dịch vụ			
Haxaco Điện Biên Phủ	3,5	4.707	850	2.050	2018	146	Đất sở hữu của Haxaco
Haxaco Võ Văn Kiệt	2,7	2.708	650	1.562	2018	102	Thuê đất
Haxaco Láng Hạ	6,2	4.000	1.000	3.000	2015	126	Thuê đất
Haxaco Kim Giang	3,4	3.300	762	1.946	2016	83	Thuê đất
Haxaco Cần Thơ	5,4	2.900	425	4.282	2022	69	Thuê đất

Nguồn: HAX, CTCK Rong Việt

Bảng 10: Thống kê hệ thống showroom giữa các nhà phân phối Mercedes-Benz

Tỉnh/Thành	Haxaco	Vietnam Star	An Du	Khác	Tổng cộng
TP.HCM	2	2	0	0	4
Hà Nội	1	2	2	1	6
Bình Dương	0	1	0	0	1
Đà Nẵng	1	0	0	0	1
Cần Thơ	1	1	0	0	2
Nha Trang	0	1	0	0	1
Hải Phòng	0	0	1	0	1
Quảng Ninh	0	0	1	0	1
Nghệ An	0	0	0	1	1
Tổng	5	7	4	2	18

Nguồn: CTCK Rong Việt

Bối cảnh quá khứ

(Quay lại trang 4) Thị trường ô tô Việt Nam thành hình từ năm 1995 - sau khi Mỹ dỡ bỏ lệnh cấm vận. Các tập đoàn xe hơi lớn trên thế giới (điển hình Toyota, Ford, MBZ), nắm bắt cơ hội, thâm nhập nhanh vào thị trường ô tô Việt Nam với hình thức liên doanh với doanh nghiệp nội địa, mở nhà máy sản xuất, lắp ráp (vừa tăng sản lượng, vừa hạ giá bán xe). Nhờ vậy, ở giai đoạn 2000-16, tỷ lệ sở hữu ô tô trong dân tăng nhanh từ nền thấp với 6,2 xe/người ở năm 2001 lên 25,8 xe/người ở năm 2016, giúp quy mô thị trường đạt CAGR 13,3%/năm.

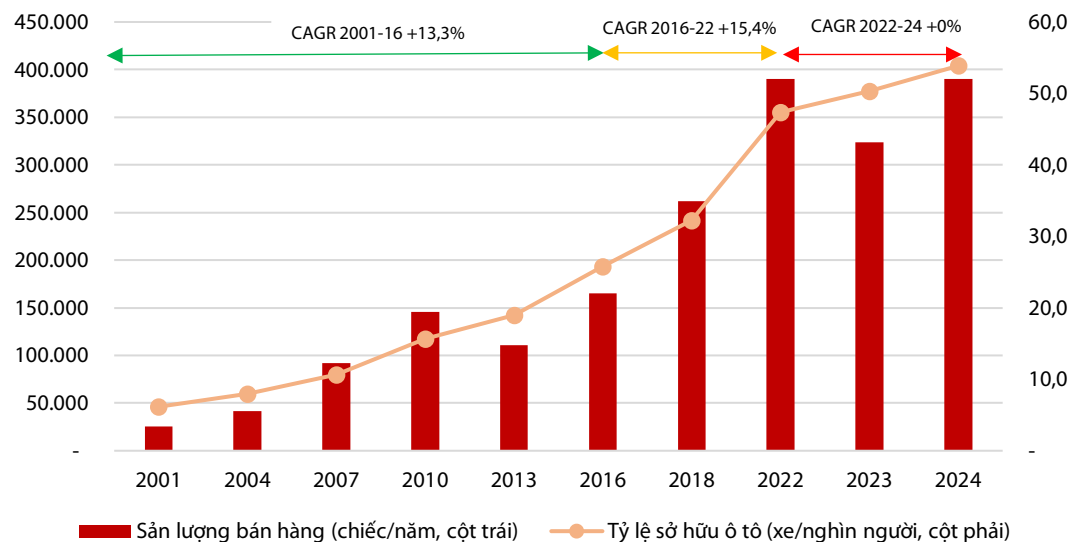
Trong giai đoạn 2018-22, thị trường ô tô nội địa tiếp tục được nạp thêm năng lượng từ chính sách 0% thuế nhập khẩu ô tô dưới 9 chỗ áp dụng cho các quốc gia trong ASEAN (điển hình Thái Lan, Indonesia – nơi tập trung nhiều nhà máy ô tô tại Đông Nam Á) từ 1/1/2018, theo lộ trình cam kết trong Văn kiện Hiệp định Thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA). Quy mô thị trường tiếp tục nở ra với CAGR 2018-22 đạt 15,3%/năm, nâng tỷ lệ sở hữu ô tô trong dân đạt 47,4 xe/người ở năm 2022.

Mercedes-Benz (MBZ) là một trong 5 doanh nghiệp thâm nhập và đặt nhà máy ở Việt Nam sớm nhất, nên hưởng lợi trực tiếp từ quy mô miếng bánh chung nở ra, đẩy nhanh thị phần tại nội địa (đạt 3,8% năm 2017, dù chỉ kinh doanh ở mảng gác xe sang), tương ứng với tăng trưởng CAGR 2014-22 11,7%/năm, tương đương với tăng trưởng ngành.

Với vị thế là nhà phân phối số 1 của MBZ, HAX hưởng trọn “sóng tăng trưởng” của MBZ tại Việt Nam, tăng trưởng CAGR doanh thu bán xe 2014-22 đạt 23,8%/năm. Thêm vào đó, việc HAX hoàn thiện phát triển chuỗi giá trị mạnh đi trước pha tăng trưởng của thị trường ô tô Việt Nam với các dịch vụ hậu mãi ô tô (Tham khảo Nhật ký chuyên viên: Thị trường hậu mãi ô tô – Ngã rẽ tiềm năng của các nhà phân phối trong dài hạn), giúp HAX “vắt thêm tăng trưởng” từ hệ sinh thái Mercedes-Benz, CAGR doanh thu mảng này 2014-22 đạt 20,4%/năm.

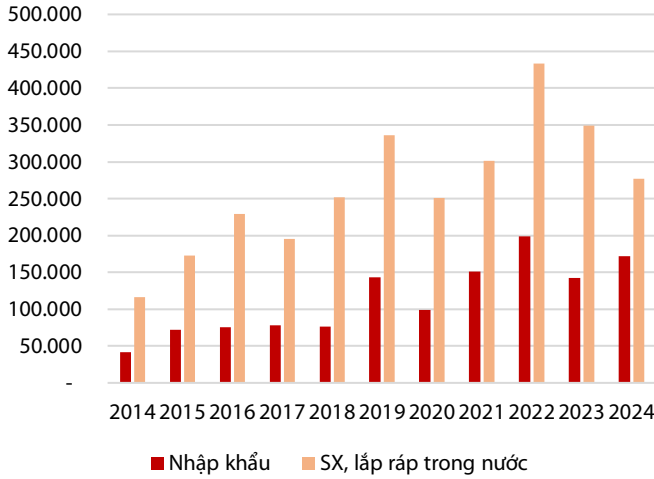
(Quay lại trang) Bên cạnh doanh thu MBZ mở rộng, HAX còn hưởng lợi từ các “đặc quyền” MBZ cung cấp trong giai đoạn thâm nhập và phát triển thị trường như biên lợi nhuận cao, khoản thưởng doanh số từ nhà cung cấp lớn. Qua đó, hỗ trợ tăng trưởng CAGR LNST của HAX 2014-22 đạt 39,5%/năm.

Hình 16: Sản lượng bán ô tô Việt Nam qua các năm (chiếc)



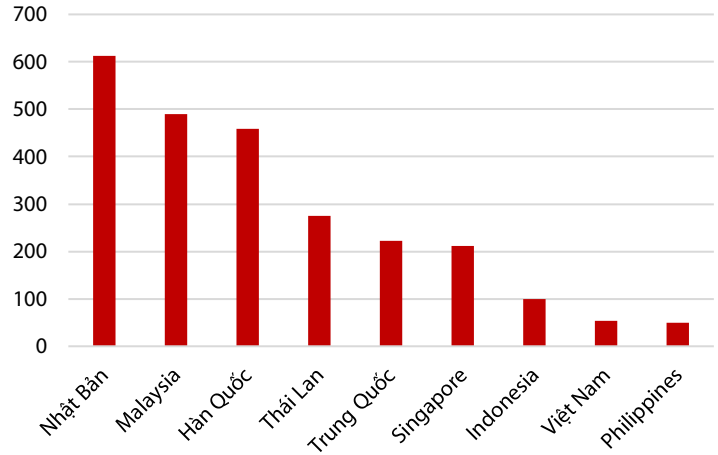
Nguồn: VAMA, Vinfast, Hyundai TC, MBZ, MG, CTCK Rong Viet ước tính

Hình 17: Lượng xe bán ra tại Việt Nam theo nguồn gốc qua các năm (chiếc)



Nguồn: VAMA, CTCK Rồng Việt

Hình 18: Tỷ lệ sở hữu ô tô trong dân ở các quốc gia năm 2024 (xe/người)



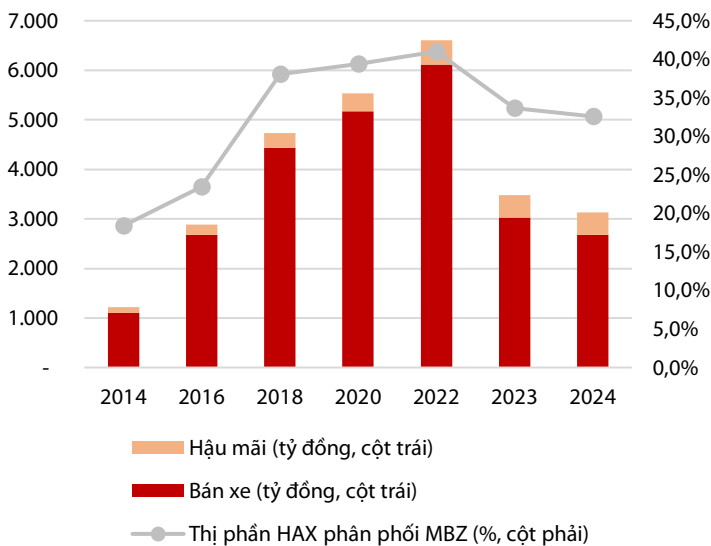
Nguồn: OICA, CTCK Rồng Việt

Bảng 11: Mô tả quá trình thâm nhập của các hãng xe vào Việt Nam

Hãng	Thời gian thâm nhập Việt Nam	Thời gian mở nhà máy tại Việt Nam	Địa điểm nhà máy
Toyota	1996	1997	Phước Yên, Vĩnh Phúc
Mercedes-Benz	1995	1997	Gò Vấp, TP.HCM
Mitsubishi	1995	1997	Bình Dương
Honda	2005	2006	Vĩnh Phúc
Kia	2008	2008	Chu Lai, Quảng Nam
Huynai TC	2009	2018	Gia Vượng, Ninh Bình
Mazda	2011	2018	Núi Thành, Quảng Nam

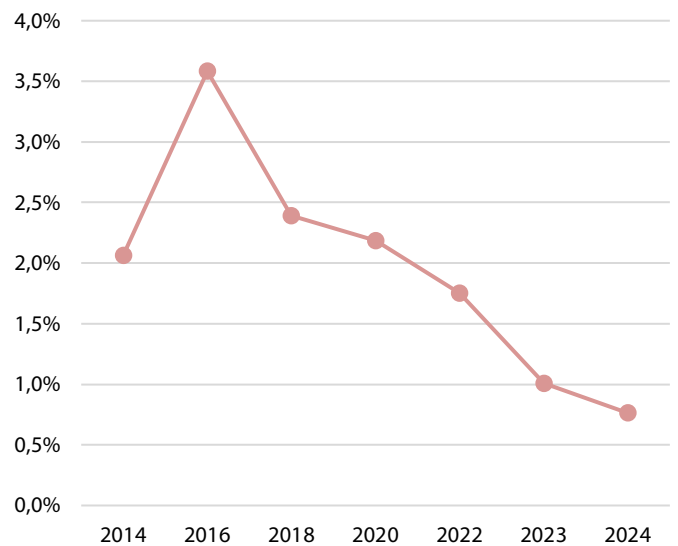
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 19: Doanh thu HAX liên quan tới phân phối MBZ



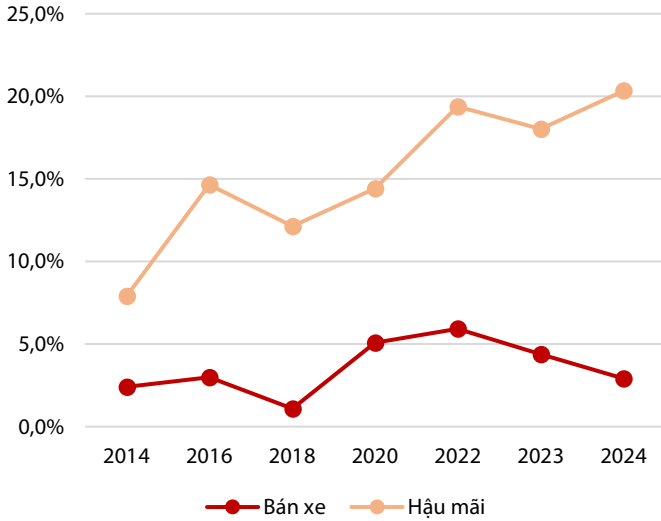
Nguồn: HAX, VAMA, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 20: Thị phần MBZ tại Việt Nam (%)



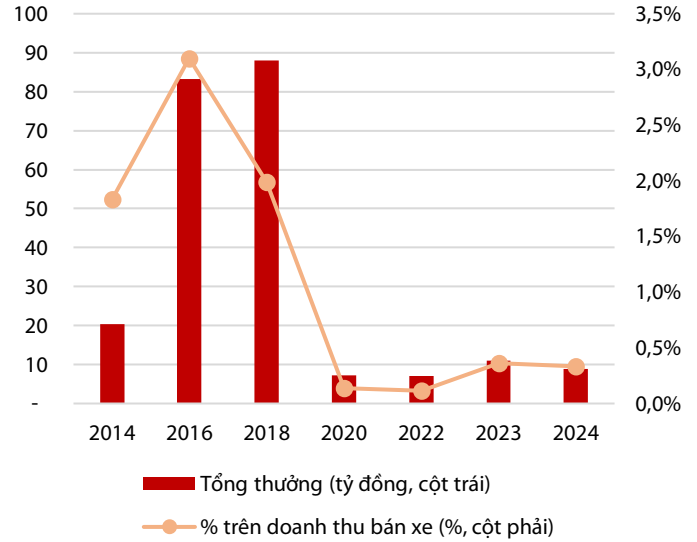
Nguồn: OICA, CTCK Rồng Việt

Hình 21: Biên LN gộp HAX liên quan tới phân phối MBZ (%)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Hình 22: Khoản thưởng doanh số bán xe MBZ của HAX



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

(Quay lại trang 4) Tuy nhiên, bối cảnh ngành ô tô và vị thế của MBZ xoay chiều trong giai đoạn hậu Covid-19 (2022-24). Thị trường ô tô Việt Nam không tăng trưởng do thu nhập khả dụng & niềm tin tiêu dùng của người dân/doanh nghiệp đều ở mức thấp, thị trường bất động sản đóng băng kết hợp các vướng mắc tồn đọng thời gian dài về thuế phí cao, hạ tầng giao thông chưa giải quyết. [\(Tham khảo Nhật ký chuyên viên: Nhìn về nửa cuối năm 2024 với nhiều nỗi lo\)](#)

Doanh số bán MBZ giai đoạn này tăng trưởng thấp hơn ngành đáng kể, đạt -34,0%/năm, thị phần của MBZ cũng sụt giảm mạnh từ 1,8% xuống 0,8% ở giai đoạn này. Vị thế suy giảm của MBZ được lý giải từ:

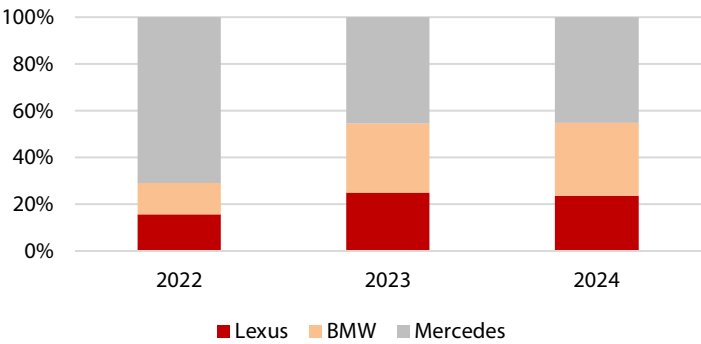
- **Miếng bánh “xe sang” nhỏ lại trong bối cảnh suy giảm sức mua trong nền kinh tế xuyên suốt 2023-24:** Người dân có xu hướng tiết kiệm, giảm chi tiêu hàng xa xỉ không thiết yếu như ô tô. Đặc biệt, ô tô hạng sang như MBZ thường dành cho giới trung thượng lưu, nên bị đóng băng theo môi trường kinh doanh khó khăn và sự trì trệ của thị trường bất động sản.
- **Sự “bành trướng” của thế lực sản xuất ô tô mới ở nội địa – Vinfast:** Doanh số Vinfast tăng trưởng mạnh trong hai năm ảm đạm của các đối thủ, lần lượt đạt 374% YoY và 150% YoY trong 2023, 2024. Điều này có được nhờ (1) sự hậu thuẫn của Chính Phủ trong việc phát triển xe điện Vinfast như miễn giảm lệ phí trước bạ (tới T2-2025), miễn thuế tiêu thụ đặc biệt (0% so với 30-35% của xe xăng), (2) tận dụng hệ sinh thái Vingroup (miễn phí đỗ xe tại các tòa nhà Vinhomes, Vincom Retail, xây trạm sạc len lỏi trong dân), miễn phí sạc pin (tới T6-2025, trước đó đến T6-2027) đi kèm (3) ra mắt các dòng xe phổ thông giá rẻ minicar VF3 (300 triệu đồng), miniSUV VF5 (500 triệu đồng) phù hợp thị hiếu tiêu dùng.
- **Cạnh tranh gia tăng ở phân khúc xe sang:** BMW, Audi, Lexus, BYD tấn công vào thị trường Việt Nam với định dạng xe sang tương tự MBZ nhưng có chính sách giá bán, khuyến mãi tốt hơn và có nhiều sản phẩm đa dạng hơn MBZ. Do đó, MBZ bị đánh mất thị phần vào nhóm xe này. (Bảng 1) (Hình 3)

Bảng 12: So sánh chính sách giá bán, khuyến mãi giữa các dòng xe sang

	Mercedes-Benz	BMW	Lexus	Audi
Mức giảm giá	Thấp (~100-400 triệu)	Cao (~200-600 triệu)	Thấp (~100-150 triệu)	Trung bình (~100-300 triệu)
Lệ phí trước bạ	50-100% (CKD, không đều)	50-100% (thường xuyên)	50% (hiếm, tốn kho)	50-100% (phổ biến)
Quà tặng kèm	Trung bình (~20-50 triệu)	Cao (~50-100 triệu)	Cao (~50-70 triệu)	Trung bình (~35-140 triệu)
Lãi suất trả góp	Trung bình (8-10%)	Tốt (6-8%)	Trung bình (7-9%)	Tốt (7-9%)
Tần suất khuyến mãi	Ít, không đều	Nhiều, đều đặn	Ít, ổn định	Trung bình, đều hơn MBZ

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

Hình 23: Thị phần ba hãng xe trong phân khúc xe sang tại Việt Nam (%)



Nguồn: VAMA, CTCK Rông Việt tổng hợp

- Rắc rối pháp lý từ nhà máy chủ lực và duy nhất của MBZ tại Việt Nam – Gò Vấp:** Nhà máy nằm trên đất thuê từ Tổng Công ty Cơ khí Giao thông Vận tải Sài Gòn (SAMCO), hợp đồng hết hạn ngày 24/04/2025 (ký từ 1995, 30 năm). MBV xin gia hạn 5 năm (đến 2030) từ 2021, nhưng đến 2024 vẫn chưa được phê duyệt chính thức (trì hoãn ~3 năm). Chính bất ổn pháp lý khiến MBV không dám đầu tư nâng cấp dây chuyền, máy móc (~50-100 tỷ nếu mở rộng), sản xuất cầm chừng để chờ quyết định, giảm từ ~6.000 xe (2022) xuống ~3.800 (2023) và ~740 (8T-2024).

Bảng 13: Mô tả nhà máy MBV Gò Vấp

Thông tin Nhà máy MBV Gò Vấp	Chi tiết
Diện tích	~10.500 m ² , trên khu đất thuê từ SAMCO
Công suất thiết kế	~5.280 xe/năm (dựa trên năng lực sản xuất khung xe sơn tĩnh điện ~6.000 khung/năm tại đỉnh cao)
Sản phẩm	Trước 2017: Xe du lịch (C-Class, E-Class, GLC), xe tải, xe buýt (Fuso). Sau 2017: Chỉ xe du lịch CKD (C-Class, GLC, E-Class, S-Class).
Sản lượng xe nội địa	Nhà máy lắp ráp CKD (Completely Knocked Down) chính, chiếm ~90% sản lượng xe nội địa của MBV

Nguồn: CTCK Rong Việt tổng hợp

- **Giảm quyền lợi nhà phân phối:** Với việc kinh doanh xe sang khó khăn cả về quy mô ngành chung và cạnh tranh ngày càng lớn, MBZ có nhiều động thái giảm quyền lợi với nhà phân phối như (1) không hợp tác mở mới showroom, (2) cắt giảm biên lợi nhuận gộp và khoản thưởng KPI của các nhà phân phối. Điều này được thể hiện thông qua KQKD của nhà phân phối chủ lực của MBZ là HAX 5 năm qua. [\(Quay lại trang 5\)](#)

Doanh thu MBZ HAX giai đoạn này tăng trưởng âm tương tự hãng, đạt -33,8%/năm cho hoạt động bán xe và -5,6%/năm cho hoạt động hậu mãi. Vì bị cắt giảm các đặc quyền như phân tích trên, tăng trưởng LNST của nhà phân phối này đạt -95,0%/năm, thấp hơn cả tăng trưởng doanh thu.

Triển vọng tương lai [\(Quay lại trang 4\)](#)

Cho triển vọng 3-5 năm sắp tới, chúng tôi đang nhận thấy những chuyển động kém khả quan của MBZ đối với HAX do:

- (1) Miếng bánh ngành ô tô, nhìn chung sẽ tiếp đà phục hồi nhưng khó vào pha bùng nổ, với tăng trưởng CAGR ~8,8%/năm trong 2024-29, cao hơn mức 5,1%/năm trong 2018-24, chủ yếu được đóng góp từ tăng trưởng mạnh của Vinfast, MG trong 2025-26. Các yếu tố nội tại nền kinh tế chưa có nhiều chuyển biến để giúp ngành ô tô tạo bức phá tăng trưởng trong trung hạn như thu nhập người dân, hạ tầng giao thông, vấn đề về thuế phí với xe xăng và trạm sạc, thời gian/phí sạc với xe điện. [\(Tham khảo Nhật ký chuyên viên: Nhìn về nửa cuối năm 2024 với nhiều nỗi lo\)](#)
- (2) Các chính sách cốt lõi để “giật lại thị phần đã mất” của MBZ vẫn xám màu như không mở rộng showroom trong trung hạn kể cả với nhà phân phối địa phương hay tự vận hành, không ra mắt nhiều mẫu xe mới ở thị trường Việt Nam, giảm lợi ích của các nhà phân phối chủ lực tương ứng giảm động lực đẩy doanh số cho hãng. Mặc dù vậy, việc gia hạn quyền sử dụng đất” tại nhà máy Gò Vấp đến 1/1/2030, có thể giúp MBZ tự tin tăng công suất trở lại, qua đó duy trì tăng trưởng ngang trung bình ngành, thay vì dưới mức chuẩn trong suốt 3 năm qua.
- (3) HAX có khả năng giảm thị phần phân phối xe MBZ trong trung hạn do việc không có nhiều đặc quyền để phát triển dòng xe này như trước, đi kèm việc MBZ thành lập công ty mới về phân phối Mercedes-Benz Việt Nam (MBDV) từ T10-2024 nhưng chưa đi vào hoạt động (*), có thể là động thái giảm dần sự phụ thuộc vào các nhà phân phối địa phương, hàm ý tiềm ẩn rủi ro “dùng hợp tác bán xe MBZ” của HAX trong dài hạn.

(*) "Việc thành lập pháp nhân mới này là một biện pháp chiến lược nhằm đảm bảo duy trì hoạt động kinh doanh tại thị trường Việt Nam, và giảm thiểu những rủi ro tiềm ẩn" – đại diện MBZ chia sẻ.

Bảng 14: Thị phần quá khứ và dự phóng của các hãng trong thị trường ô tô Việt Nam (%)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
VAMA	72,6%	65,7%	74,4%	66,2%	56,4%	53,6%	52,5%	51,5%	50,4%	50,4%
Huyndai	27,4%	22,8%	20,9%	20,8%	17,2%	16,4%	16,0%	15,7%	15,4%	15,4%
Vinfast	0,0%	11,5%	1,9%	10,8%	22,3%	25,2%	26,2%	27,4%	28,6%	28,6%
MBZ	2,2%	2,1%	1,8%	1,0%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
MG	0,0%	0,0%	1,1%	1,2%	3,4%	4,1%	4,5%	4,7%	4,9%	5,0%

Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính. Ghi chú: VAMA bao gồm chủ yếu Toyota, Mazda, KIA, Lexus, BMW, Honda, Mitsubishi

Bảng 15: Thị phần phân phối quá khứ và dự phóng của HAX trong MBZ (%)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
HAX	39,4%	36,9%	41,0%	33,7%	32,6%	31,6%	30,6%	29,6%	28,6%	27,6%

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt ước tính

Với sự suy yếu của mảng bán xe trình bày trên và xu hướng phát triển hậu mãi trong mô hình phân phối ô tô ở các nước đi trước như Trung Quốc, châu Âu, Mỹ, chúng tôi cho rằng HAX sẽ tiếp tục đẩy mạnh hoạt động hậu mãi trong trung hạn do:

- Doanh thu mảng này đang tăng trưởng tốt 5 năm qua (10-15%/năm) nhờ nhận thức bảo dưỡng của khách hàng và tỷ lệ ô tô sử dụng trong dân nhích nhẹ qua từng năm.
- Được xem như “alpha” với các nhà phân phối khác về quan hệ khách hàng, quan hệ hãng sản xuất. Nhà phân phối làm tốt khâu này có thể tạo lợi thế trong phân chia KPI sản lượng bán ra xe mới/cũ hay phát triển showroom từ hãng một khi thị trường ô tô Việt Nam đi vào pha tăng trưởng về sau.
- Tỷ trọng doanh thu của mảng dịch vụ hậu mãi và biên lợi nhuận gộp của các nhà phân phối Việt Nam vẫn thấp hơn so với trung bình ngành trên thế giới.

(Tham khảo Nhật ký chuyên viên: Thị trường hậu mãi ô tô – Ngã rẽ tiềm năng của các nhà phân phối trong dài hạn)

(Quay lại trang 5) Về phần cấu trúc chi phí, như đã đề cập, HAX dự kiến duy trì biên LN ròng mảng MBZ ở mức 2,0% như mức trung bình ngành, chủ yếu nhờ hoạt động hậu mãi (sửa chữa, thay thế phụ tùng, bảo dưỡng) có doanh thu ổn định và khả năng sinh lời tốt hơn.

Morris Garages (MG) – Phân khúc xe phổ thông, phân phối thông qua Công ty con PTM

Danh mục sản phẩm

HAX trở thành đại lý phân phối cấp 2 của MG từ Q4-2020, nhưng hoạt động đại lý MG của HAX trong giai đoạn 2020-22 mờ nhạt với chỉ 2 showroom tiêu chuẩn cơ bản (1S), ghi nhận doanh số thấp (7-10 tỷ đồng/năm).

Đến T7-2023, đơn vị chủ quản SAIC Motor, chi nhánh Việt Nam (SMV) chính thức tiếp quản phân phối từ tay Tan Chong – nhà phân phối cấp 1 trước đó do hoạt động thiếu hiệu quả trong 3 năm. Từ thời điểm này, HAX trở thành nhà phân phối cấp 1 của MG, dẫn đầu về thị phần (30-40%) và cả hệ thống showroom (14 trên tổng 40-45 showroom MG toàn quốc).

Lưu ý, tương tự MBZ, toàn bộ danh mục xe MG do HAX phân phối đều là dòng xe xăng.

Bảng 16: Danh mục sản phẩm MG

STT	Phân khúc	Sản phẩm	Giá bán (triệu đồng)
1	MG ZS	MG ZS STD	538
		MG ZS COM	588
		MG ZS LUX	638
2	MG5	MG5 STD	523
		MG5 LUX	588
3	MG RX5	MG RX5 STD	739
		MG RX5 LUX	829
4	MG HS	MG HS DEL	699
		MG HS LUX	749
5	New MG5	New MG5 MT	399
		New MG5 CVT STD	459
		New MG5 CVT DELUXE	499
6	MG4 EV	MG4 EV DEL	828
		MG4 EV LUX	948

Nguồn: HAX, CTCK Rông Việt

Hệ thống phân phối

Cũng tương tự Mercedes-Benz, MG sử dụng 100% hình thức các nhà phân phối địa phương vận hành hệ thống phân phối. Điều này giúp các nhà phân phối hưởng lợi toàn bộ từ sự phát triển của MG tại Việt Nam kể cả hoạt động bán xe hay hậu mãi. Trong đó, Haxaco là người hưởng lợi nhất khi dẫn đầu về thị phần phân phối MBZ (30-40%) trong năm 2024.

Hiện HAX sở hữu 14 showroom MG (trong tổng số 42 showroom trong toàn hệ thống MG), trong đó có 7 showroom đạt tiêu chuẩn 3S Premium toàn cầu cả ba miền như TP.HCM, Hà Nội, Cần Thơ, Bắc Giang, Đà Nẵng... HAX đặt mục tiêu năm 2025 nâng tổng số showroom lên 18, trong đó có 12 showroom 3S Premium.

Bảng 17: Mô tả các showroom MG của HAX

	Diện tích (m2)			Thời gian đi vào HĐ	Số lượng nhân sự	Hình thức sử dụng
	Tổng	Showroom	Xưởng dịch vụ			
MG Long Biên	2.000	1.500	500	T8-2020	98	Thuê
MG Kinh Dương Vương 3S	7.077	5.327	1.750	T7-2020	124	Thuê
MG Nguyễn Tất Thành	426	426	-	T9-2023	21	Thuê
MG Bắc Giang 3S	3.600	1.600	2.000	T1-2024	63	Thuê
MG Bắc Ninh	186	186	-	T1-2024	26	Thuê
MG Cần Thơ 3S	2800	1234	1566	T3-2024	93	Thuê
MG Lăng Hạ 3S	3.600	2.600	1.000	T6-2024	96	Thuê
MG Đồng Nai 3S	3.000	1.400	1.600	T6-2024	64	Thuê
MG Đông Sài Gòn	2.016	1.332	684	T9-2024	56	Thuê
MG Nam Định 3S	3.000	1.000	2.000	T9-2024	70	Thuê
MG Kiên Giang	250	250	-	T11-2024	31	Thuê
MG Ninh Bình	386	386	-	T1-2025	15	Thuê
MG Đà Nẵng 3S	3.000	1.100	1.900	T1-2025	56	Thuê
MG Vũng Tàu	1.000	1.000	-	T1-2025	13	Thuê
MG An Giang	2.000	2.000	-	T3-2025	17	Thuê

Nguồn: HAX, CTCK Rông Việt

Bảng 18: So sánh tiêu chuẩn showroom 1S và 3S của MG

Tiêu chuẩn showroom	1S	3S
Chức năng	Thuần bán xe	Bán xe + bảo dưỡng + phụ tùng
Quy mô	Nhỏ, gọn nhẹ	Lớn, đầy đủ cơ sở vật chất
Dịch vụ hậu mãi	Không có xưởng bảo dưỡng hoặc sửa chữa	Có xưởng bảo dưỡng, sửa chữa, thực hiện bảo hành (ví dụ: bảo hành 5 năm của MG), kiểm tra định kỳ.
Diện tích	200-500 m2	1.000-2.000 m2
Vị trí	Linh hoạt, gần khách	Thường ở khu vực đất rộng, tiện lợi giao thông
Showroom tiêu biểu	Showroom Nam Kỳ Khởi Nghĩa, TP.HCM	Showroom Phạm Hùng, Hà Nội

Nguồn: CTCK Rong Việt

Bối cảnh quá khứ

Chúng tôi tóm gọn hành trình thâm nhập của MG vào thị trường Việt Nam thông qua ba giai đoạn:

Lần thâm nhập đầu tiên, MG đã thâm nhập vào thị trường Việt Nam từ rất sớm (năm 2012), thông qua nhà phân phối CT Brothers Automobile, nhưng rút lui nhanh chóng chỉ sau vài tháng do doanh số ế ẩm.

Lần thâm nhập thứ hai, ở T7-2020, MG đã quay lại Việt Nam một lần nữa, cho ra mắt 2 mẫu xe chủ lực là MG HS và MG ZS, thông qua nhà phân phối Tan Chong – cũng là nhà phân phối Nissan ở thời điểm này. Tuy nhiên, lần trở lại này của MG được xem là thất bại khi nhận diện thương hiệu gần như không tồn tại trong lựa chọn tiêu dùng xe người Việt. Theo quan điểm chúng tôi, thất bại này đến từ việc ra mắt ngay đại dịch Covid-19 (thời điểm trùng của thị trường xe) đi kèm các chiến lược phân phối kém hiệu quả của Tan Chong về số lượng đại lý, tiêu chuẩn showroom, kế hoạch marketing (không thoát khỏi định kiến xe Trung Quốc). (*)

Sự yếu kém của Tan Chong và thiếu đầu tư bài bản của MG cho thị trường Việt Nam khiến HAX – nhà phân phối hợp tác với MG từ năm 2020 dưới hình thức đại lý cấp 2, không hưởng lợi với doanh thu tổng hai showroom trung bình 7-10 tỷ đồng/năm.

(*) Ông Trần Nam Thắng – Phó TGD SAIC Motor Việt Nam từng chia sẻ hồi T8-2024: “Thời điểm đó, tất cả các showroom MG ở Việt Nam không khác “một tiệm trà sữa” là mấy - nghĩa là nó nhỏ, nằm ở chân một toà nhà nào đó và thiếu thốn mọi thứ, chỉ trưng bày xe, không xưởng dịch vụ, hậu mãi, không kho phụ tùng. Các showroom chú trọng tới việc bán xe, tới số lượng chứ không quan tâm đến chất lượng”.

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. Kỷ 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 bức 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.

Bí quyết thành công xuyên suốt năm 2024 của MG nằm ở năm lựa chọn đúng:

- **Lựa chọn thị trường đúng:** MG chọn các thị trường liên tỉnh cấp 2-3 làm trọng tâm phát triển thay vì khu vực thành thị. Điều này phù hợp với một “lính mới” như MG do người tiêu dùng tại nông thôn chủ yếu thu nhập thấp, nhạy cảm với giá và yếu tố trung thành nhãn hiệu thấp. (64% số lượng showroom ngoài TP.HCM, Hà Nội)

- **Mạng lưới showroom dày đặc:** MG hợp tác với các nhà phân phối như Haxaco, đẩy mạnh mở rộng showroom xuống các tỉnh cấp 2-3. Cụ thể, số lượng showroom của MG tăng từ 36 đại lý cuối năm 2023 lên 56 đại lý tính tới T3-2025. Việc mở nhiều showroom len lỏi trong dân giúp đảm bảo điểm chạm với khách hàng (tăng độ nhận thức thương hiệu) và thuận lợi cho các dịch vụ chăm sóc khách hàng như giao xe, bảo dưỡng nhanh, kịp thời. (*)

(*) Đây là chìa khóa thành công cho việc xây dựng chuỗi bán lẻ ở bất cứ hàng hóa nào tại Việt Nam như chúng tôi đã từng phân tích đối với trường hợp MWG ở quá khứ.

- **Chiến lược giá đúng đắn:** Ở 5 phân khúc có mặt của MG (SUV hạng B, C – Sedan hạng C, D – xe điện, giá xe MG đều thấp nhất (thấp hơn đối thủ tầm 100-150 triệu đồng). Chúng tôi nhìn nhận MG sử dụng chiến lược giá rẻ này như “cần câu” lôi kéo khách hàng tiềm năng (đặc biệt tại nông thôn) đến showroom và mua trải nghiệm.
- **Chiến lược nâng tiêu chuẩn showroom:** SAIC Motor gần như áp đặt toàn bộ tiêu chuẩn 3S cho hệ thống showroom thay vì chỉ 1S như thời điểm Tan Chong phân phối. Nếu chiến lược giá là cần câu kéo khách thì chính tiêu chuẩn 3S này giúp níu chặt khách hàng trong “hồ cá” của MG.
- **Chiến lược tăng quan hệ với nhà phân phối:** MG thực hiện tài trợ vốn đầu tư showroom (~4-5 tỷ đồng/showroom) và hỗ trợ biên lợi nhuận cao hơn tiêu chuẩn ngành cho nhà phân phối (14% so với 5-10%), Điều này giúp nhà phân phối xe ưu tiên phát triển showroom và giới thiệu dài sản phẩm này tới người tiêu dùng nhiều hơn dòng xe khác.

Tựu chung lại, MG xây dựng chiến lược khép kín và bài bản hơn ở hai lần thất bại trước đó, từ biến người tiêu dùng xe thông thường thành khách hàng tiềm năng (tạo điểm chạm khách hàng dày đặc, tích cực tham gia nhiều hội thảo xe như Vietnam Motor Show 2024, Hyperspace Inbound), kích thích họ mua và trải nghiệm xe (chiến lược giá rẻ), cuối cùng trở thành khách hàng trung thành (dịch vụ giao hàng, bảo dưỡng kịp thời).

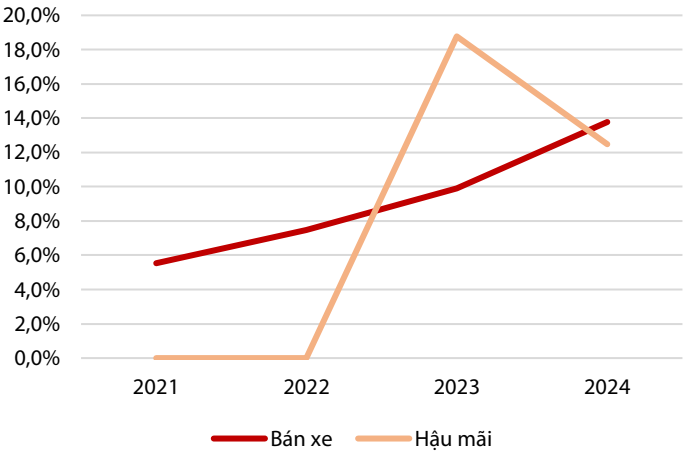
Bảng 19: So sánh giá bán của xe MG và các đối thủ cạnh tranh ở từng phân khúc

Phân khúc	Hãng	Dòng	Giá bán (triệu đồng)		
			Giá bán niêm yết	Ưu đãi	Giá thực tế
SUV hạng B	MG	MG ZS	538 - 638	50-100	~460 - 560
	Huundai	Hyundai Creta	640 - 790	~20-30	~610 - 770
	Toyota	Toyota Corolla Cross	746 - 944	~30	~716 - 914
	Honda	Honda HR-V	826 - 876	~20	~806 - 856
	Kia	Kia Seltos	639 - 759	~30-50	~600 - 729
	Mazda	Mazda CX-3	649 - 729	~20	~629 - 709
SUV hạng C	MG	MG HS	699 - 749	50-70	~629 - 679
		MG RX5	739 - 829	~50	~689 - 779
	Huundai	Hyundai Tucson	799 - 940	~30-40	~769 - 900
	Toyota	Toyota Fortuner	1.026 - 1.350	~20	~1.000 - 1.330
	Honda	Honda CR-V	1.109 - 1.310	~30	~1.079 - 1.280
	Kia	Kia Sportage	829 - 999	~40	~789 - 959
	Mazda	Mazda CX-5	749 - 979	30-50	~719 - 949
Sedan hạng C	MG	MG5	523 - 588	~50-60	~460 - 530
	Huundai	Hyundai Elantra	599 - 799	~20-30	~579 - 769
	Toyota	Toyota Corolla Altis	719 - 868	~20	~699 - 848
	Honda	Honda Civic	770 - 979	~30	~740 - 949
	Kia	Kia K3	639 - 789	~30-40	~609 - 759

	Mazda	Mazda3	669 - 849	~30	~639 - 819
	MG	MG7	828 - 1.018	~50	~778 - 968
Sedan hạng D	Huundai	Hyundai Sonata	1.060 - 1.150 (dừng bán từ 2023, chỉ còn xe cũ)		
	Toyota	Toyota Camry	1.070 - 1.460	~20	~1.050 - 1.440
	Honda	Honda Accord	1.319	~30	~1.289
	Kia	Kia K5	859 - 999	~40	~819 - 959
	Mazda	Mazda6	769 - 899	~30	~739 - 869

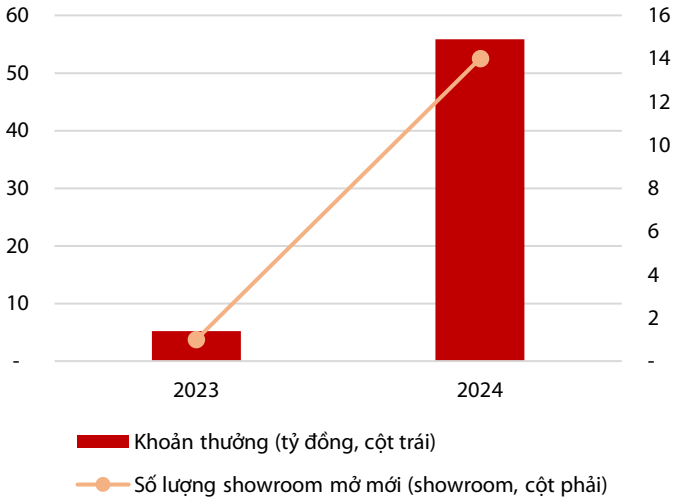
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 24: Biên LN gộp HAX liên quan tới phân phối MG (%)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Hình 25: Khoản hỗ trợ xây dựng showroom MG của HAX



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

[\(Quay lại trang 5\)](#) Khép lại năm 2024, HAX hưởng lợi toàn diện từ MG thông qua Công ty con PTM (chiếm 51% sở hữu) trong mở rộng cả doanh thu (dẫn đầu số lượng showroom mở mới và đạt tiêu chuẩn cao nhất 3S), biên lợi nhuận (được cung cấp các đặc quyền vượt tiêu chuẩn ngành phân phối). Qua đó, doanh thu và LNST liên quan tới MG của HAX năm 2024 đạt lần lượt 2.386 tỷ đồng (+375% YoY), 143 tỷ đồng (+3.385% YoY).

Chúng tôi nhận định, bối cảnh kinh doanh của HAX đã thay đổi đáng kể từ năm 2024 khi họ xoay trục tăng trưởng từ xe sang MBZ sang xe phổ thông MG.

Triển vọng tương lai

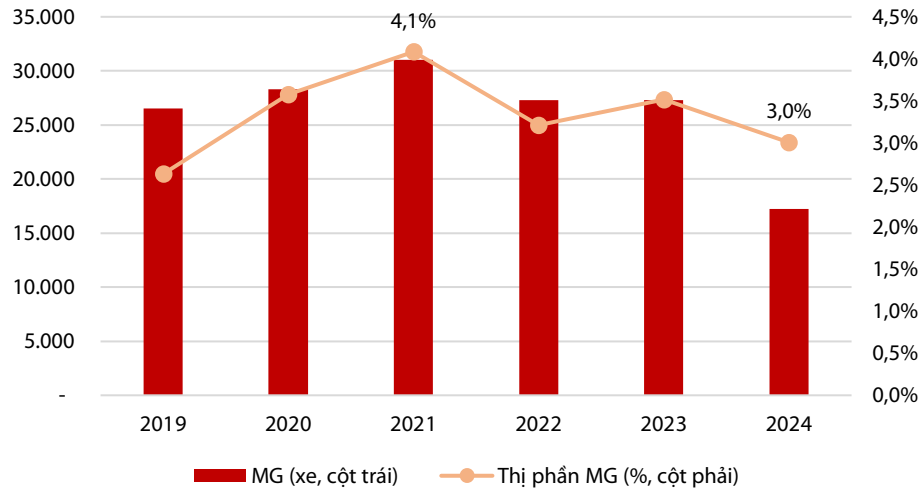
Cho triển vọng 2025-29, chúng tôi cho rằng MG sẽ tiếp đà tăng trưởng cao thời gian tới khi đa số “vũ khí” sử dụng ở thị trường Việt Nam tạo nên thành công của MG năm 2024 vẫn được duy trì. Cụ thể:

- (1) Đa số các showroom mở mới của MG rơi vào nửa cuối 2024, do đó, năm 2025 sẽ là năm đầu tiên ghi nhận toàn vẹn doanh thu từ các showroom của hãng. MG cũng duy trì việc mở rộng hệ thống showroom năm nay nhưng với tốc độ chậm lại so với 2024 (điển hình HAX dự định mở mới 4 showroom với MG năm 2025). SAIC Motor cũng đặt một kế hoạch thách thức cho hoạt động bán xe ở MG với 20.000 chiếc/năm (+51,8% YoY).
- (2) Chiến lược giá bán thấp vẫn được duy trì (theo cập nhật của chúng tôi trên các nền tảng bán hàng của MG). MG cũng có kế hoạch mở nhà máy tại Việt Nam trong thời gian tới (*) để giúp duy trì chính sách giá rẻ trong dài hạn như phân tích của chúng tôi trong phần chuỗi giá trị ngành ô tô.

(*) Theo Phó Tổng giám đốc SAIC Motor Việt Nam, đến cuối năm 2024, họ sẽ thành lập nhóm nghiên cứu để phát triển dự án nhà máy sản xuất, lắp ráp ô tô tại Việt Nam.

(3) Thị phần bán xe tại Việt Nam (3,4%) vẫn cách xa mức tiêu chuẩn tham chiếu từ thị trường thành công nhất của MG – Thái Lan (4%).

Hình 26: Doanh số bán xe và thị phần của MG tại Thái Lan



Nguồn: Marklines, CTCK Rồng Việt

Bảng 20: Thị phần quá khứ và dự phóng của các hãng trong thị trường ô tô Việt Nam (%)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
VAMA	72,6%	65,7%	74,4%	66,2%	56,4%	53,6%	52,5%	51,5%	50,4%	50,4%
Huyndai	27,4%	22,8%	20,9%	20,8%	17,2%	16,4%	16,0%	15,7%	15,4%	15,4%
Vinfast	0,0%	11,5%	1,9%	10,8%	22,3%	25,2%	26,2%	27,4%	28,6%	28,6%
MBZ	2,2%	2,1%	1,8%	1,0%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
MG	0,0%	0,0%	1,1%	1,2%	3,4%	4,1%	4,5%	4,7%	4,9%	5,0%

Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính. Ghi chú: VAMA bao gồm chủ yếu Toyota, Mazda, KIA, Lexus, BMW, Honda, Mitsubishi

Bảng 21: Thị phần phân phối quá khứ và dự phóng của HAX trong MG (%)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
HAX			6,2%	19,5%	31,3%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt ước tính

Đối với HAX, chúng tôi cho rằng HAX vẫn sẽ củng cố vị thế số 1 trong phân phối xe MG tại Việt Nam trong 2025-29 (thị phần tăng lên tổng 35,0%), thông qua kế hoạch mở rộng showroom của họ trong tổng thể kế hoạch của MG. Tuy nhiên, những đặc quyền của MG dành cho HAX sẽ giảm dần, tương ứng suy giảm biên lợi nhuận ròng MG sau khi hãng thâm nhập thành công vào Việt Nam cụ thể:

- Biên lợi nhuận gộp sẽ giảm dần từ mức cao (14,0%) về dần mức trung bình ngành khi MG không ưu đãi nhiều giá vốn nhập hàng như giai đoạn sơ khai. [\(Quay lại trang 5\)](#)
- Giảm tốc độ mở mới showroom từ 11 năm 2024 về 4 năm 2025, tương đương thu nhập được hỗ trợ từ MG giảm mạnh. Hiện MG vẫn tài trợ 4-5 tỷ đồng/showroom chi phí xây dựng showroom và được ghi nhận vào thu nhập khác của HAX.

Chúng tôi nhận định HAX sẽ đẩy mạnh mảng hậu mãi của MG sau khi tốc độ mở bán xe mới của hãng giảm dần theo thời gian khi chạm ngưỡng giới hạn thị phần, tương ứng với giai đoạn phát triển sau của

mô hình phân phối xe MG tương tự MBZ. Đây được xem là một động lực duy trì doanh thu/lợi nhuận mảng MG cho HAX trong trung/dài hạn.

Hãng xe khác (Vinfast, Nissan)

HAX còn phân phối thêm các hãng xe như Vinfast và Nissan qua hệ thống công ty con của mình. Tuy nhiên, đóng góp của hai hãng xe này trong KQKD của HAX, gần như không đáng kể do hãng không chú trọng thị trường Việt Nam như Nissan hoặc ưu tiên tự phát triển hệ thống phân phối như Vinfast. Chúng tôi không tiến hành phân tích sâu hơn, và sẽ cập nhật vào dự phóng & định giá nếu hoạt động phân phối các hãng này của HAX cho bước chuyển mình mạnh mẽ tương tự MG về sau.

Công ty con	% sở hữu của HAX	Năm bắt đầu phân phối	Hãng phân phối
CTCP Xe khách và Dịch vụ miền Tây	62,11%	2019	Nissan
CTCP Ô tô An Thái (HAX sở hữu gián tiếp)	32,51%	2024	Vinfast

Nguồn: HAX, CTCK Rông Việt

PHỤ LỤC 1 - CÁC CÔNG TY PHÂN PHỐI Ô TÔ THUẦN TƯƠNG ĐỒNG

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng năm nhà phân phối ô tô thuần túy (không kết hợp sản xuất, lắp ráp ô tô với hãng), có vị thế nội địa tương tự HAX làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.

Zhongshen Group (Trung Quốc): Là một tập đoàn phân phối ô tô lớn tại Trung Quốc, tập trung vào kinh doanh xe hơi, dịch vụ hậu mãi và các giải pháp tài chính liên quan đến ô tô, phục vụ thị trường nội địa đang phát triển mạnh mẽ.

China Grand Automotive Services Group (Trung Quốc): Một trong những nhà phân phối ô tô hàng đầu Trung Quốc, vận hành mạng lưới đại lý rộng lớn, cung cấp xe từ nhiều thương hiệu quốc tế và nội địa, cùng các dịch vụ sửa chữa, bảo dưỡng.

Inchcape PLC (Anh Quốc): Công ty phân phối ô tô toàn cầu có trụ sở tại Anh, hoạt động tại hơn 40 quốc gia, hợp tác với các thương hiệu lớn như Mercedes-Benz, Toyota, BMW, chuyên về bán lẻ, phân phối và dịch vụ hậu mãi.

PT Indomobil Sukses Internasional Tbk (IMAS) (Indonesia): Nhà phân phối ô tô hàng đầu Indonesia, thuộc tập đoàn Salim, kinh doanh nhiều thương hiệu như Mercedes-Benz, Suzuki, Nissan, đồng thời cung cấp dịch vụ tài chính và hậu mãi.

AutoNation, Inc. (Mỹ): Nhà bán lẻ ô tô lớn nhất nước Mỹ, vận hành hàng trăm đại lý, bán xe mới và đã qua sử dụng từ nhiều thương hiệu, đồng thời cung cấp dịch vụ sửa chữa và phụ tùng.

Group 1 Automotive (Mỹ): Một trong những tập đoàn phân phối ô tô lớn tại Mỹ, sở hữu mạng lưới đại lý rộng khắp, kinh doanh xe từ các thương hiệu như Ford, Toyota, Honda, tập trung vào bán lẻ và dịch vụ khách hàng.

Bảng 22: Mô tả các hãng xe do các Công ty tương đương phân phối

Nhà phân phối	Các hãng xe phân phối
Zhongshen Group	Xe sang: Audi, Infiniti, Lexus, Mercedes-Benz, Porsche, Volvo Xe phổ thông: Honda, Nissan, Toyota, Xpeng
China Grand Automotive Services Group	Xe sang: Mercedes-Benz, BMW, Audi Xe phổ thông: Toyota, Honda, các hãng Trung Quốc như BYD, Geely
Inchcape PLC (Anh Quốc)	Xe sang: BMW, Jaguar, Land Rover, Mercedes-Benz, Peugeot (một số dòng cao cấp), Citroën (một số dòng cao cấp) Xe phổ thông: Toyota, Subaru, Suzuki, Chevrolet, Great Wall Motors, Peugeot (dòng phổ thông), Citroën (dòng phổ thông), Hino, Harley-Davidson (xe máy)
PT Indomobil Sukses Internasional Tbk (IMAS) (Indonesia)	Xe sang: Audi, Jaguar, Jeep (một số dòng cao cấp), Kia (một số dòng cao cấp), Land Rover, Mercedes-Benz, Volkswagen (một số dòng cao cấp), Volvo Xe phổ thông: Changan, Citroën, Foton, GAC Aion, Great Wall Motor, Hino, Kia (dòng phổ thông), Maxus, Nissan, Renault, Suzuki, Volkswagen (dòng phổ thông)
AutoNation, Inc. (Mỹ)	Xe sang: BMW, Mercedes-Benz, Audi, Lexus, Porsche, Jaguar, Land Rover Xe phổ thông: Toyota, Honda, Ford, Chevrolet, Nissan, Hyundai, Kia, Subaru
Group 1 Automotive (Mỹ)	Xe sang: BMW, Mercedes-Benz, Audi, Lexus, Porsche Xe phổ thông: Toyota, Honda, Ford, Chevrolet, Nissan, Hyundai, Kia, Subaru, Volkswagen

Nguồn: CTCK Rông Việt

Bảng 23: Các Công ty phân phối ô tô thuần túy có vị thế nội địa tương đồng với HAX - Mức trung bình của ngành được tính từ 6 công ty nêu trên

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình ngành
Số ngày phải thu	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	57,1x	56,4x	44,2x	48,0x	62,5x	58,0x	54,9x
Trung vị	57,6x	56,7x	40,9x	40,6x	46,2x	50,1x	48,6x
Số ngày tồn kho	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	34,4x	40,3x	32,4x	29,4x	30,5x	29,3x	32,5x
Trung vị	8,4x	9,4x	6,7x	8,7x	11,4x	7,3x	8,7x
Số ngày phải trả	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	9,1x	9,0x	8,5x	10,2x	10,1x	11,0x	9,7x
Trung vị	5,9x	7,3x	6,9x	5,5x	8,7x	8,7x	7,3x
Biên LN gộp	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	14,0%	14,3%	15,2%	15,0%	15,0%	14,6%	14,7%
Trung vị	14,3%	14,6%	16,7%	17,3%	17,3%	16,8%	16,3%
CPBH&QLDN/DT thuần	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	8,8%	9,2%	8,6%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Trung vị	11,2%	10,7%	11,0%	11,0%	10,8%	10,9%	10,9%
Biên LN ròng	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	2,2%	0,6%	2,6%	2,2%	2,6%	2,5%	2,1%
Trung vị	1,8%	1,4%	2,9%	2,7%	2,8%	2,5%	2,4%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình ngành
EV/EBITDA	0%	0%	20%	20%	30%	30%	Tỷ trọng
Trung bình	11.0x	53.8x	10.5x	14.5x	8.8x	9.0x	10,4x
Trung vị	10.4x	15.4x	10.9x	8.1x	7.4x	9.7x	8,9x
P/E	0%	0%	20%	20%	30%	30%	Tỷ trọng
Trung bình	12.1x	14.1x	18.2x	8.4x	12.7x	10.8x	12,4x
Trung vị	10.2x	11.1x	12.9x	9.0x	8.2x	11.6x	10,3x
P/B	0%	0%	20%	20%	30%	30%	Tỷ trọng
Trung bình	1.4x	1.7x	1.8x	1.3x	1.3x	1.3x	1,4x
Trung vị	1.4x	1.7x	2.2x	1.4x	1.2x	1.3x	1,5x
P/S	0%	0%	20%	20%	30%	30%	Tỷ trọng
Trung bình	0.2x	0.3x	0.3x	0.2x	0.2x	0.2x	0,2x
Trung vị	0.2x	0.3x	0.3x	0.2x	0.2x	0.2x	0,2x

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 24: Tỷ trọng doanh thu của kinh doanh xe cũ của các nhà phân phối ô tô lớn trên toàn thế giới

Quốc gia	Nhà phân phối lớn nhất	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Mỹ	AutoNation	34,3%	33,8%	31,8%	30,4%	32,2%	32,8%
	Group 1 Automotive	37,1%	38,2%	42,5%	44,8%	41,1%	40,0%
	Penskeautomotive	43,7%	44,3%	46,5%	47,3%	44,2%	42,1%
Trung Quốc	Zhongsheng	0,0%	2,0%	5,3%	6,4%	9,1%	11,9%
	Yongda Automobiles Services	0,0%	0,0%	3,4%	5,5%	8,6%	N.A

Nguồn: CTCK Rồng Việt. Thị trường xe cũ của Trung Quốc đi sau đáng kể so với Mỹ phù hợp với độ lệch pha tăng trưởng thị trường xe mới trước đó ở hai quốc gia này.

Bảng 25: Biên lợi nhuận gộp của những hãng thuần phân phối ô tô lớn nhất Trung Quốc, Mỹ và Việt Nam

AutoNation, Inc.	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Kinh doanh xe mới	4,5%	5,6%	10,0%	11,6%	8,3%	5,9%
Kinh doanh xe cũ	6,3%	8,6%	12,2%	10,8%	8,4%	6,9%
Dịch vụ hậu mãi (thay thế phụ tùng, bảo dưỡng)	56,9%	61,3%	79,3%	103,9%	84,1%	77,1%
Zhongsheng	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Kinh doanh xe mới	2,7%	3%	4,4%	2,7%	0,8%	-3,3%
Kinh doanh xe cũ	0%	7,6%	6,0%	5,2%	6,7%	7,5%
Dịch vụ hậu mãi (thay thế phụ tùng, bảo dưỡng)	48,2%	47,3%	48,1%	47,1%	46,9%	47,1%
City Auto (CTF)						
Kinh doanh xe mới	3,7%	3,0%	4,1%	5,9%	3,0%	3,2%
Thay thế phụ tùng	35,7%	15,4%	10,9%	25,1%	34,3%	18,3%
Bảo dưỡng	32,6%	43,6%	45,7%	43,4%	42,8%	44,4%
Haxaco (HAX)						
Kinh doanh xe mới	2,7%	5,2%	5,9%	6,0%	5,0%	7,9%
Thay thế phụ tùng	17,9%	14,1%	14,7%	18,9%	18,1%	18,8%
Bảo dưỡng	-1,5%	-6,8%	27,8%	36,5%	42,5%	83,2%

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

Bảng 26: Tỷ trọng doanh thu của dịch vụ hậu mãi của các nhà phân phối ô tô lớn trên toàn thế giới

Quốc gia	Nhà phân phối lớn nhất niêm yết	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Mỹ	AutoNation, Inc.	21,5%	21,2%	19,7%	20,5%	22,1%	22,3%
	Group 1 Automotive	16,7%	17,2%	16,1%	16,8%	16,6%	16,7%
	Penskeautomotive	14,7%	14,5%	13,8%	14,7%	15,0%	15,6%
Trung Quốc	Zhongsheng	14,4%	13,6%	14,0%	13,7%	14,0%	16,2%
	China Grand Auto	13,1%	12,3%	12,1%	11,8%	13,4%	N.A
Indonesia	PT Indomobil Sukses Internasional Tbk (IMAS)	37,6%	45,4%	41,0%	37,7%	35,9%	N.A
Việt Nam	Haxaco	7,3%	6,9%	5,9%	7,7%	13,5%	10,3%
	City Auto	6,2%	6,8%	7,0%	7,9%	7,2%	7,4%

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

PHỤ LỤC 2 – CHI TIẾT VỀ MẢNH ĐẤT VÕ VĂN KIỆT 6HA DO HAX SỞ HỮU

HAX sở hữu mảnh đất gần 6.283 m2 tại 57B Võ Văn Kiệt, khu phố 3, phường An Lạc, quận Bình Tân, TPHCM, thông qua các giao dịch chuyển nhượng gồm hai đợt: T8-2022 (5.798m2), T11-2024 (485m2), chờ tăng giá hoặc phát triển Dự án Khu phức hợp kinh doanh xe ô tô kết hợp văn phòng, căn hộ cao cấp. Hai miếng đất liên kế đều được ghi nhận vào khoản mục Bất động sản đầu tư của HAX, cụ thể:

- Giá trị nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất tại Đường Võ Văn Kiệt, Khu Phố 3, P. An Lạc, Q. Bình Tân, TP.HCM (thực hiện theo NQ HĐQT số 22/NQ-HĐQT-HAX ngày 11/08/2022). Giá trị còn lại cuối năm của BĐS đầu tư dùng để thế chấp cho các khoản vay ngân hàng là 45,4 tỷ đồng.
- Giá trị nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất tại Thửa đất số 620, tờ bản đồ số 86, phường An Lạc, quận Bình Tân (thực hiện theo NQ HĐQT số 31/NQ-HĐQT-HAX ngày 28/11/2024)

Bảng 27: Chi tiết về mảnh đất Võ Văn Kiệt 6ha do HAX sở hữu

THÔNG TIN MẢNH ĐẤT			CHI TIẾT GIAO DỊCH MUA CỦA HAXACO			THÔNG TIN GIÁ THỊ TRƯỜNG HIỆN TẠI		
Địa chỉ	Diện tích (m2)	Mặt tiền (m)	Giá mua sau thuế và phí môi giới (tỷ đồng)	Giá mua mỗi m2 (triệu đồng/m2)	Thời điểm mua	Giá thị trường (tỷ đồng)	Giá thị trường mỗi m2 (triệu đồng/m2)	Vay nợ liên quan hiện tại (tỷ đồng)
57B Võ Văn Kiệt, khu phố 3, phường An Lạc, quận Bình Tân, TPHCM	5.798	25	469,2	80,9	T8-2022	870	150,0	45,4
Thửa đất bên cạnh thửa Võ Văn Kiệt trên, do ông Dũng bán lại như ảnh	485	60	72,7	149,8	T11-2024	73	150,0	
Tổng	6.283	85	541,9	86,2		942		

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt. Giá thị trường được tham khảo qua batdongsan.com.vn.

Bảng 28: Mô tả về số dư cuối kỳ khoản bất động sản đầu tư của HAX qua các năm (tỷ đồng)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nguyên giá	0,0	0,0	0,0	0,0	469,2	469,2	541,9
Giá trị hao mòn lũy kế	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt.

Hình 27: Mô tả mảnh đất Võ Văn Kiệt 6ha do HAX sở hữu



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt.

PHỤ LỤC 3 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-29

Bảng 29: Doanh thu dự phóng theo từng mảng (tỷ đồng) (Quay lại trang 4)

DOANH THU THEO MẢNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Mảng Mercedes-Benz (MBZ)	5.238	6.607	3.480	3.127	3.132	3.192	3.249	3.303	3.353
Tăng trưởng YoY	-5,4%	26,1%	-47,3%	-10,1%	0,1%	1,9%	1,8%	1,7%	1,5%
Bán ô tô	4.924	6.108	3.032	2.680	2.677	2.722	2.765	2.805	2.842
Tăng trưởng YoY	-4,7%	24,1%	-50,4%	-11,6%	-0,1%	1,7%	1,6%	1,5%	1,3%
Thay thế, sửa chữa phụ tùng	310	493	444	440	447	462	476	490	503
Tăng trưởng YoY	-15,4%	59,0%	-9,9%	-1,0%	1,6%	3,4%	3,1%	2,9%	2,7%
Khác	5	6	4	8	8	8	8	8	8
Tăng trưởng YoY	13,7%	24,6%	-31,9%	111,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Mảng khác (chủ yếu Morris Garages - MG)	313	168	502	2.386	3.640	4.397	5.327	6.280	7.129
Tăng trưởng YoY									
Bán ô tô	302	147	411	2.266	3.465	4.158	5.021	5.904	6.696
Tăng trưởng YoY	1.578,8%	-51,3%	179,4%	451,3%	52,9%	20,0%	20,8%	17,6%	13,4%
Thay thế, sửa chữa phụ tùng	7	13	71	104	160	224	291	360	418
Tăng trưởng YoY	8,0%	79,5%	440,5%	46,9%	52,9%	40,0%	30,0%	24,0%	16,0%
Khác	4	8	20	16	16	16	16	16	16
Tăng trưởng YoY	-31,8%	85,9%	157,2%	-21,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng HAX	5.551	6.775	3.982	5.513	6.772	7.589	8.576	9.584	10.483
Tăng trưởng YoY	-0,3%	22,0%	-41,2%	38,5%	22,8%	12,1%	13,0%	11,7%	9,4%
TỶ TRỌNG DOANH THU									
Mercedes-Benz (MBZ)	94,4%	97,5%	87,4%	56,7%	46,2%	42,1%	37,9%	34,5%	32,0%
Khác (chủ yếu Morris Garages – MG)	5,6%	2,5%	12,6%	43,3%	53,8%	57,9%	62,1%	65,5%	68,0%

Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 30: Biên LN gộp dự phóng theo mảng (Quay lại trang 5)

LỢI NHUẬN GỘP THEO MẢNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Mảng Mercedes-Benz (MBZ)	340	460	214	174	175	180	184	188	192
Bán ô tô	291	362	133	77	77	79	80	81	82
Thay thế, sửa chữa phụ tùng	47	96	80	89	91	94	97	100	102
Khác	2	3	1	7	7	7	7	7	7
Mảng khác (chủ yếu Morris Garages - MG)	16	13	63	338	499	586	685	781	849
Bán ô tô	17	11	41	312	464	541	628	709	763
Thay thế, sửa chữa phụ tùng	-2	1	13	13	22	32	45	59	73
Khác	0	2	9	13	13	13	13	13	13
Tổng HAX	355	474	277	512	674	765	869	969	1.041
Tăng trưởng YoY	11,0%	32,6%	-41,5%	84,8%	31,7%	13,6%	13,6%	11,4%	7,5%
BIÊN LN GỘP THEO MẢNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Mảng Mercedes-Benz (MBZ)	6,5%	7,0%	6,1%	5,6%	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%	5,7%
Bán ô tô	5,9%	5,9%	4,4%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Thay thế, sửa chữa phụ tùng	15,0%	19,4%	18,0%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%
Khác	43,8%	53,8%	30,6%	87,3%	87,3%	87,3%	87,3%	87,3%	87,3%

Mảng khác (chủ yếu Morris Garages - MG)	5,0%	8,0%	12,5%	14,2%	13,7%	13,3%	12,9%	12,4%	11,9%
Bán ô tô	5,5%	7,5%	9,9%	13,8%	13,4%	13,0%	12,5%	12,0%	11,4%
Thay thế, sửa chữa phụ tùng	-20,8%	4,2%	18,8%	12,5%	13,5%	14,5%	15,5%	16,5%	17,5%
Khác	10,1%	23,7%	44,8%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%
Tổng HAX	6,4%	7,0%	7,0%	9,3%	10,0%	10,1%	10,1%	10,1%	9,9%

Nguồn: HAX, CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 31: Tỷ lệ CPBH&QLDN/Doanh thu thuần dự phóng (Quay lại trang 6)

CPBH&QLDN/Doanh thu thuần	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Mảng Mercedes-Benz (MBZ)	2,7%	2,8%	4,8%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Mảng khác (chủ yếu Morris Garages - MG)	7,6%	14,1%	10,9%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%	8,0%	8,2%
Tổng HAX	3,0%	3,1%	5,6%	5,7%	6,1%	6,3%	6,5%	6,7%	6,9%

Nguồn: HAX, CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 32: Biên lợi nhuận ròng dự phóng (Quay lại trang 6)

LỢI NHUẬN RÒNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng HAX	160	239	34	125	137	143	155	164	163
Tăng trưởng YoY	28,8%	49,9%	-85,9%	269,9%	9,5%	4,3%	8,3%	6,1%	-0,9%
BIÊN LỢI NHUẬN RÒNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng HAX	2,9%	3,5%	0,8%	2,3%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%

Nguồn: HAX, CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 33: Chỉ số hoạt động dự phóng (Quay lại trang 7)

VỐN LƯU ĐỘNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Số ngày phải thu	6	7	12	13	12	12	11	11	10
Mảng Mercedes-Benz (MBZ)	9	5	8	8	9	9	10	10	10
Mảng khác (chủ yếu Morris Garages - MG)			42	20	18	16	14	14	12
Số ngày tồn kho	41	62	69	48	48	49	49	50	50
Mảng Mercedes-Benz (MBZ)	41	59	59	51	51	51	51	51	51
Mảng khác (chủ yếu Morris Garages - MG)			139	44	46	47	48	49	50
Số ngày phải trả	2	4	4	7	8	9	9	9	9
Mảng Mercedes-Benz (MBZ)	2	2	4	5	6	7	7	7	7
Mảng khác (chủ yếu Morris Garages - MG)			10	11	10	10	10	10	10

Nguồn: HAX, CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 34: Cổ tức tiền mặt hằng năm (Quay lại trang 8)

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cổ phần)	0	500	632	337	1.000	1.096	1.143	1.237	1.312
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0,0%	15,5%	15,0%	93,3%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%
Tỷ suất cổ tức	0,0%	1,8%	3,9%	2,4%	5,9%	7,8%	8,2%	8,8%	9,4%

Nguồn: HAX, CTCK Rông Việt

BÁO CÁO CÔNG TY

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	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-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.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng
Manager
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng
• Công Nghệ

Đỗ Thạch Lam
Manager
lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Lê Tự Quốc Hưng
Manager
hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường
• Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Thủy Quyên
Senior Analyst
quyen.nt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Bán lẻ
• Dược

Trần Thị Hà My
Senior Consultant
my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Cao Ngọc Quân
Analyst
quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiền
Analyst
hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng
Analyst
hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn
Analyst
toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Phạm Hữu Luân
Analyst
luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ

Nguyễn Thị Quỳnh Giao
Analyst
giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạng Trang
Analyst
trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Lê Huỳnh Hương
Analyst
huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Dầu khí

Nguyễn Đức Chính
Analyst
chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo
Assistant
thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

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, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM
☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn
MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Khánh Hòa
☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ
☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

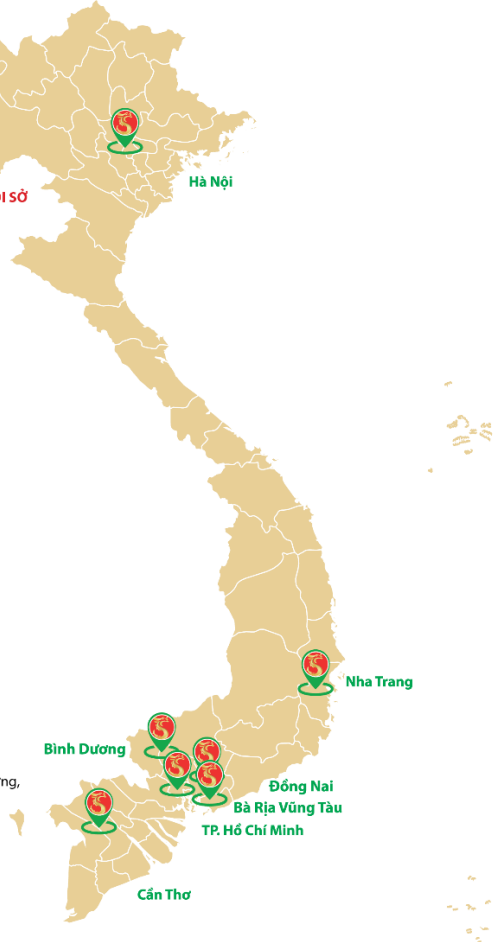
Tầng 2, Tòa nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3, Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8, Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai
☎ (+84) 25 1777 2006



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, 2025.**