

CTCP Đầu tư Thế giới di động (MWG)

Bối cảnh 2026 đầy hứa hẹn

01/12/2025

Chuyên viên phân tích Nghiên cứu Tài chính
(+84) 24-7303-5333 tienns@kbsec.com.vn

MWG hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm sau 9 tháng

Kết thúc 9M2025, MWG ghi nhận doanh thu thuần đạt 113,607 tỷ VND (+13.7% YoY). Mảng ICT&CE duy trì chuỗi tăng trưởng 2 chữ số trong 9T2025. Chuỗi BHX ước tính lãi khoảng 240 tỷ trong quý 3/2025. Lũy kế 9M2025, biên LNST tiếp tục duy trì trên mức 4%, LNST đạt 4,965 tỷ đồng (+72% YoY), vượt kế hoạch cả năm.

Chuỗi TGDĐ+ĐMX có cơ sở để duy trì mức tăng trưởng 2 chữ số trong 2026

Mảng ICT & CE dự báo tăng trưởng 12% YoY trong 2026 nhờ sức mua phục hồi (chính sách thuế TNCN mới) và xu hướng chuyển dịch thị phần sang bán lẻ hiện đại đến từ việc môi trường kinh doanh được minh bạch hóa (hóa đơn điện tử, siết chặt TMĐT). Vị thế đầu ngành là bệ phóng vững chắc để MWG tối ưu hóa các lợi thế vĩ mô này.

BHX tăng tiến lợi nhuận và độ phủ nhanh chóng

Hiệu quả vận hành tích cực từ các cửa hàng giúp BHX hướng đến mức lợi nhuận ròng khoảng 700 tỷ đồng trong 2025. Đây là cơ sở để chuỗi tiếp tục mở rộng với mục tiêu hơn 700 điểm bán trong 2026, trọng tâm phát triển sẽ dịch chuyển sang Bắc Trung Bộ và Đồng bằng sông Hồng, nơi công tác chuẩn bị đã được khởi động.

Khả năng cải thiện biên lợi nhuận của MWG là động lực trong trung/dài hạn

Động lực nới rộng biên lợi nhuận MWG đến từ đòn bẩy hoạt động (tăng trưởng doanh thu > chi phí) nhờ mở rộng BHX và vị thế TGDĐ+ĐMX. Đồng thời, CFO dồi dào giúp tối ưu hóa chi phí vốn và tạo ra nguồn thu nhập tài chính ổn định, củng cố biên lãi ròng trên 4% trong trung/dài hạn.

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 106,100 VND

Với triển vọng tích cực của các mảng kinh doanh đặc biệt là tiềm năng tăng trưởng dài hạn của BHX, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MWG cho năm cơ sở 2026 với mức giá mục tiêu 106,100 VND/cổ phiếu.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 106,100
Tăng/giảm (%)	32%
Giá hiện tại (Nov 28)	VND 79,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 95,000
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	117/4.6

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	82.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	560.2/21.5
Sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Cổ đông lớn	CT TNHH Thế giới bán lẻ (10.49%)

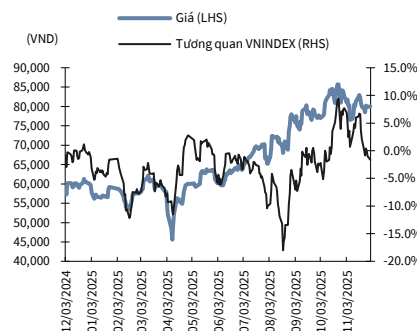
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	6.2	18.6	27.8	8.3
Tương đối	-3.4	-5.9	1.8	-21.5

Dự phóng KQKD & định giá

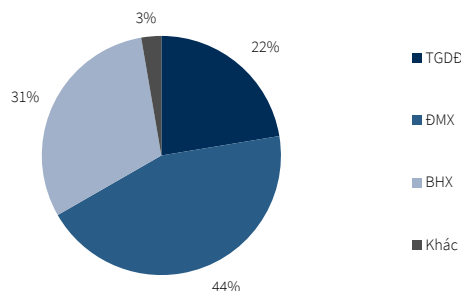
FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	118,280	134,341	155,535	189,383
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	436	4,084	6,726	8,424
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	168	3,722	6,402	8,173
EPS (VND)	113	2,514	4,325	5,521
Tăng trưởng EPS (%)	-96	2,120	72	28
P/E (x)	679.8	30.6	17.8	13.9
P/B (x)	4.8	4.0	3.4	2.9
ROE (%)	0.7	13.2	19.3	20.5
Tỷ suất cổ tức (%)	0.8	0.8	0.8	0.8

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cấu trúc doanh thu 2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

MWG được thành lập từ năm 2004, sở hữu chuỗi TGDD&DMX thuộc lĩnh vực bán lẻ thiết bị di động, điện máy có thị phần số 1 tại Việt Nam với trên 50% thị phần. Hiện tại công ty đang tập trung nguồn lực phát triển chuỗi BHX bán lẻ hàng tươi sống và hàng FMCG. Trải qua 20 năm hoạt động, công ty hiện có quy mô doanh thu trên 100 nghìn tỷ VND với LNST đỉnh điểm đạt gần 5,000 tỷ VND.

Điểm nhấn đầu tư

Chuỗi TGDD+DMX có cơ sở để duy trì tăng trưởng 2 chữ số trong 2026 nhờ chính sách vĩ mô và môi trường kinh doanh được hỗ trợ.

Mô hình vận hành phù hợp giúp BHX tăng tiến lợi nhuận và độ phủ nhanh chóng.

Khả năng cải thiện biên lợi nhuận trong trung/dài hạn là điểm nhấn quan trọng.

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

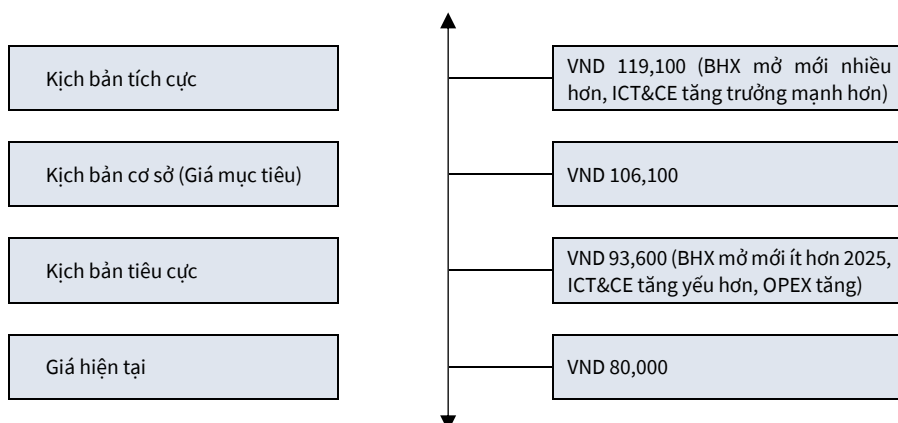
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	155,535	189,383	4%	11%	152,823	176,125	2%	8%
EBIT	6,726	8,424	16%	22%	6,565	7,895	2%	7%
LNST công ty mẹ	6,402	8,173	13%	18%	5,964	7,052	7%	16%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



Kịch bản cơ sở:

- 1) BHX mở mới 1000 cửa hàng trong 2026.
- 2) ICT&CE doanh thu 2026 +12% YoY.
- 3) BLNG 2026 đạt 20.1%

Kịch bản tích cực:

- 1) BHX mở mới 1,200 cửa hàng trong 2026.
- 2) ICT&CE doanh thu 2026 +16% YoY.
- 3) BLNG 2026 đạt 21.7%

Kịch bản tiêu cực:

- 1) BHX mở mới 650 cửa hàng trong 2026.
- 2) ICT&CE 2026 doanh thu +7.9% YoY.
- 3) BLNG 2026 đạt 18.8%

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

MWG hoàn thành kế hoạch kế hoạch lợi nhuận năm

Kết thúc 9M2025, MWG ghi nhận doanh thu thuần đạt 113,607 tỷ VND (+13.7% YoY) trong đó doanh thu chuỗi TGDD đạt 26,130 tỷ VND chiếm 23% tổng doanh thu, chuỗi ĐMX đạt 50,442 tỷ VND chiếm 44,4% tổng doanh thu và chuỗi BHX đạt 34,423 tỷ VND chiếm 30.3% tổng doanh thu. Mảng ICT&CE duy trì chuỗi tăng trưởng 2 chữ số trong 9T2025. Chuỗi BHX ước tính lãi khoảng 240 tỷ trong quý 3/2025, đưa mức lợi nhuận lũy kế lên 443 tỷ.

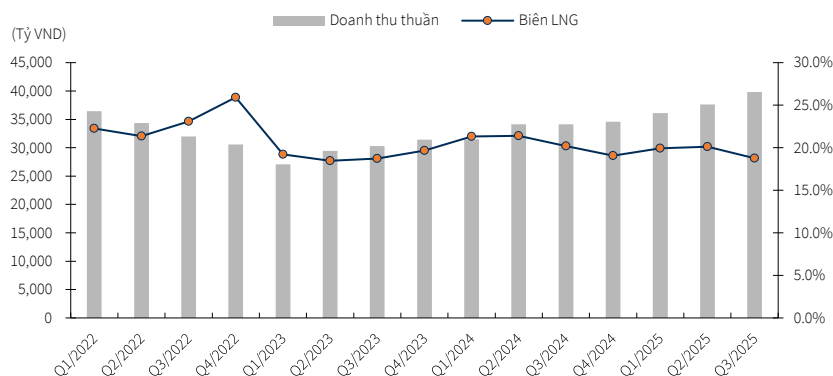
Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q3/2024	Q3/2025	+/-%YoY	9M2024	9M2025	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu thuần	34,147	39,853	16.7%	99,927	113,607	13.7%	
- TGDD+Topzone	8,132	9,535	17.3%	21,649	26,130	20.7%	- Đánh dấu tháng tăng trưởng thứ 7 liên tiếp với động lực chính từ nhóm sản phẩm iPhone và máy tính xách tay. - Số lượng cửa hàng TGDD+ĐMX đạt 3,031 (-7 cửa hàng QoQ). - Doanh thu/cửa hàng/tháng ICT&CE +23% YoY, xấp xỉ 2.97 tỷ/cửa hàng/tháng.
- ĐMX	14,319	17,547	22.5%	45,095	50,442	11.9%	
- BHX	10,840	11,780	8.7%	30,329	34,423	13.5%	
- Khác	922	990	7.4%	2,854	2,613	-8.4%	- Mùa mưa tại miền Nam phần nào ảnh hưởng tới tốc độ tăng trưởng SSSG trong quý 3. - Doanh thu trung bình/cửa hàng/tháng tiếp tục giảm 5% QoQ và 17% YoY do BHX tiếp tục mở mới 106 cửa hàng ở miền Trung và Nam.
Lợi nhuận gộp	6,892	7,478	8.5%	20,787	22,247	7.0%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>20.2%</i>	<i>18.8%</i>	<i>-1.4ppts</i>	<i>20.8%</i>	<i>19.6%</i>	<i>-1.2ppts</i>	
Thu nhập tài chính	575	809	40.6%	1,791	2,271	26.8%	Động lực chính đến từ khoản lãi đầu tư ngắn hạn (lãi trái phiếu)
Chi phí tài chính	-330	-411	24.3%	-813	-1,152	41.7%	
SG&A	-5,817	-5,690	-2.2%	-17,726	-17,213	-2.9%	Giảm YoY nhờ tối ưu vận hành, logistics và không còn các chi phí ghi nhận 1 lần từ đóng cửa hàng MWG ghi nhận khoảng 4 tỷ VND lãi từ Erablue trong Q3/2025
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	0	4		-24	18		Chủ yếu đến từ sự phục hồi của ngành hàng ICT&CE và BHX lãi mạnh so với cùng kỳ/quý trước
Lợi nhuận sau thuế	806	1,784	121.4%	2,830	4,989	76.3%	
LNST công ty mẹ	800	1,784	122.9%	2,819	4,965	71.5%	
<i>Biên LNST</i>	<i>2.4%</i>	<i>4.5%</i>	<i>2.12ppts</i>	<i>2.8%</i>	<i>4.4%</i>	<i>1.57ppts</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

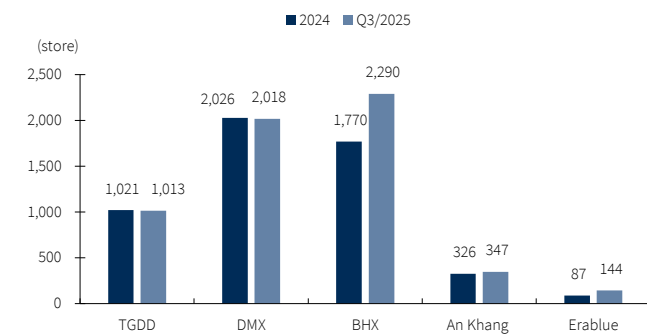
Biểu đồ 2. Doanh thu thuần và biên LNG của MWG

Biên LNG của MWG đạt 18.8% giảm 1.4ppts YoY do tỷ trọng doanh thu đến từ sản phẩm ICT tăng và thực hiện nhiều chương trình chiết khấu thương mại. Ngoài ra, chuỗi BHX hiện đang tập trung mở rộng mạng lưới cửa hàng ở khu vực Miền Trung với doanh số/sức mua chậm hơn ở khu vực Miền Nam.



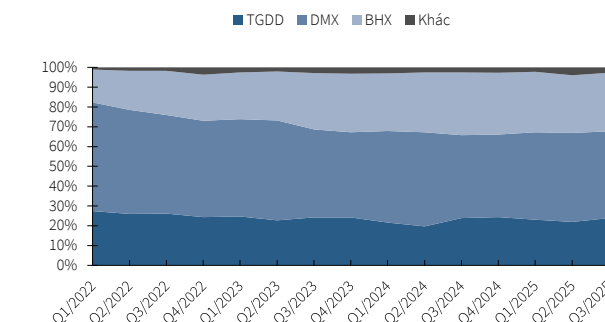
Nguồn: MWG, KBSV

Biểu đồ 3. Số lượng cửa hàng theo chuỗi



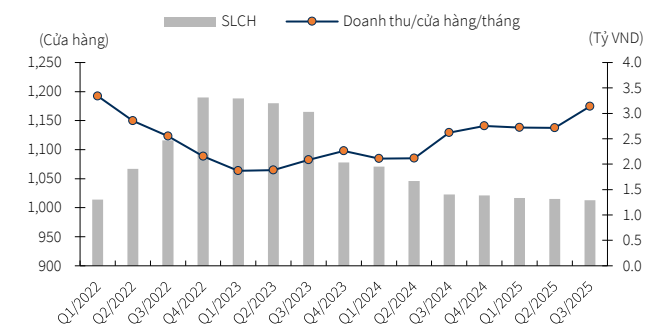
Nguồn: MWG, KBSV

Biểu đồ 4. Tỷ trọng doanh thu theo chuỗi



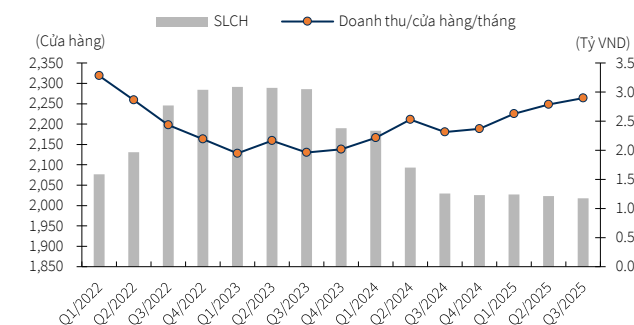
Nguồn: MWG, KBSV

Biểu đồ 5. Doanh thu/cửa hàng và SLCH của TGDD



Nguồn: MWG, KBSV

Biểu đồ 6. Doanh thu/cửa hàng và SLCH của DMX



Nguồn: MWG, KBSV

Chuỗi TGDD+DMX tiếp tục đạt được doanh số ấn tượng

Chuỗi TGDD+DMX tiếp tục nổi dài chuỗi tăng trưởng ấn tượng trong bối cảnh số lượng cửa hàng vật lý tiếp tục thu hẹp so với đầu năm. Kết thúc quý 3/2025, SSSG đánh dấu mốc cao nhất kể từ quý 3/2022, đồng thời đều đạt mức cải thiện trên 15% YoY và QoQ. Thành quả trên đến từ việc bùng nổ doanh số mặt hàng điện thoại (ra mắt Iphone 17) và laptop, giúp TGDD+DMX có tháng tăng trưởng thứ 7 liên tiếp.

Câu chuyện kinh doanh mảng ICT&CE của MWG đã định hình khá rõ ràng cho những tháng tới, với động lực đến từ tăng trưởng ổn định tại các cửa hàng hiện hữu và kỳ vọng tiêu dùng tăng tốc theo mùa vụ trong quý cuối năm. Đây cũng là giai đoạn các nhà bán lẻ đẩy mạnh hoạt động tiếp thị nhằm kích cầu và giải phóng hàng tồn, vì vậy hoàn toàn có căn cứ để chuỗi TGDD+DMX về đích 2025 vượt dự phóng doanh số của chúng tôi (+8.4% YoY trong báo cáo gần nhất), ước đạt **102 nghìn tỷ đồng (+14.2% YoY)** – quay trở lại mức đỉnh doanh thu của năm 2022.

Không khó để TGDD+DMX thiết lập mức tăng trưởng doanh thu 2 chữ số cho 2026

Triển vọng năm 2026 cho chuỗi TGDD + DMX được kỳ vọng sẽ tương đối khả quan, nhờ sự cộng hưởng mạnh mẽ từ các yếu tố hỗ trợ vĩ mô và ưu thế cạnh tranh nội tại:

Về mặt vĩ mô (Top-down): Kể từ đầu năm 2026, chính sách nâng mức giảm trừ gia cảnh thuế thu nhập cá nhân (từ 11 lên 15.5 triệu đồng/tháng cho người nộp thuế và cho mỗi người phụ thuộc từ 4,4 lên 6,2 triệu đồng/tháng) sẽ tác động đáng kể đến thu nhập khả dụng và năng lực chi tiêu tùy ý của người dân. Cùng

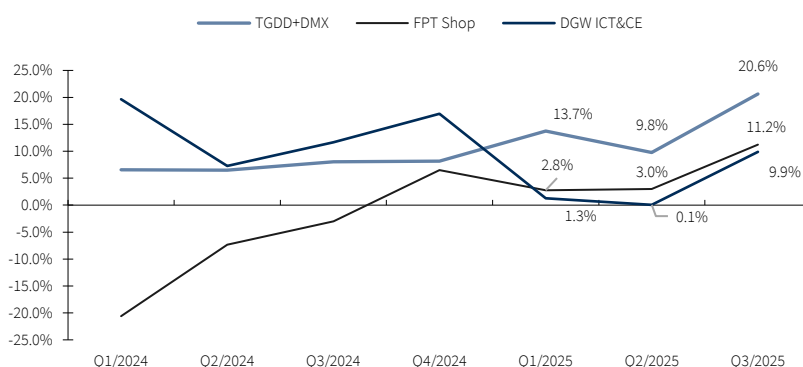
lúc đó, môi trường kinh doanh đang được chuẩn hóa và minh bạch hóa nhờ các chính sách:

- Áp dụng bắt buộc Hóa đơn Điện tử cho hộ kinh doanh (Nghị định 123/2020/NĐ-CP).
- Nghị quyết 68-NQ/TW hướng tới xóa bỏ hình thức thuế khoán, khuyến khích chuyển đổi hộ kinh doanh sang mô hình doanh nghiệp.
- Tăng cường triệt phá hàng giả, hàng kém chất lượng.
- Chi phí hoạt động tăng trên các sàn Thương mại Điện tử.

Các động thái này tạo lợi thế cạnh tranh tuyệt đối cho các chuỗi Bán lẻ hiện đại, giúp họ gia tăng thị phần dưới một thị trường minh bạch.

Về nội tại (Bottom-up): Kết hợp với ưu thế sẵn có về khả năng chiếm lĩnh thị phần và khả năng vận hành đã được khẳng định xuyên suốt các báo cáo trước đó, chúng tôi nhận định mảng ICT & CE của MWG có cơ sở vững chắc để thiết lập mức tăng trưởng doanh thu **12% YoY** trong năm 2026.

Biểu đồ 7. Tăng trưởng YoY doanh thu ICT&CE của một số chuỗi



Nguồn: MWG, FRT, DGW, KBSV tổng hợp

BHX tăng tốc lợi nhuận từ nửa sau 2025

Chuỗi BHX đang dần tăng tiến lợi nhuận trong giai đoạn sau của 2025 sát với nhận định của chúng tôi ở báo cáo trước đó, sau khi các cửa hàng mở mới từ nửa đầu năm đang đi vào giai đoạn hoạt động ổn định. Chúng tôi ước tính BHX có thể đem về lần lượt khoảng 240/277 tỷ lợi nhuận cho MWG trong 3Q/4Q của 2025, tích cực hơn mức dự phóng trong báo cáo cập nhật trước đó. Phần lớn các cửa hàng đều nhanh chóng đạt được mức lợi nhuận dương sau khi trừ đi các chi phí vận hành trực tiếp, do đó với tốc độ mở cửa hàng như hiện tại BHX hoàn toàn có khả năng đạt được mức lợi nhuận 700 tỷ cho 2025.

Kế hoạch mở mới vượt xa mức 700 điểm bán của 2025 tương đối khả quan

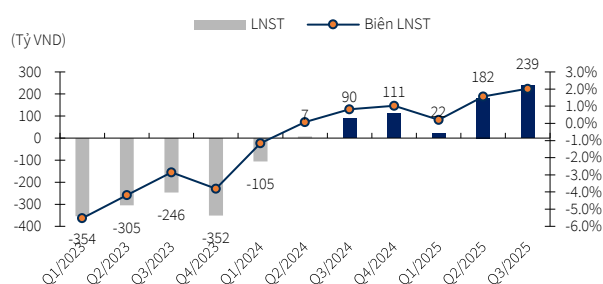
Tính đến thời điểm hiện tại, Bách hóa Xanh (BHX) đã mở thêm 686 cửa hàng trong năm, nâng tổng số lên 2,456, trong đó hơn 50% tập trung tại khu vực miền Trung. Việc duy trì tốc độ mở rộng nhanh tại các thị trường có mật độ dân số và sức mua thấp hơn miền Nam cho thấy ban lãnh đạo có sự tự tin cao độ vào khả năng vận hành và tối ưu mô hình. Từ đó, cơ sở cho mục tiêu mở trên 700 cửa hàng trong 2026 – vượt qua con số của 2025 là hoàn toàn khả thi. Với việc đã triển khai tìm kiếm mặt bằng và nhân sự tại các tỉnh phía Bắc (như Ninh Bình, Hưng Yên) ngay từ Quý III/2025, phần lớn số lượng cửa hàng mới dự kiến sẽ tập trung tại khu vực Bắc Trung Bộ và Đồng bằng sông Hồng, củng cố tham

vọng mở rộng quy mô nhanh chóng của BHX.

Cần lưu ý về doanh số/cửa hàng

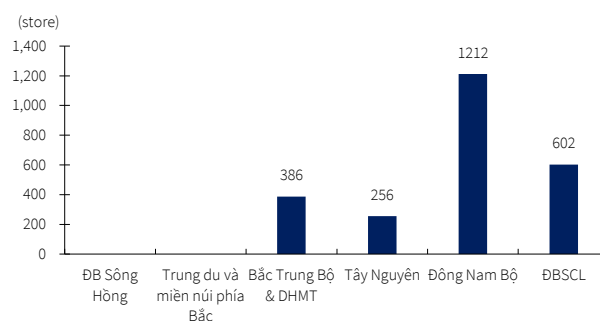
Doanh thu trung bình/cửa hàng/tháng đã sụt giảm trong 3 quý gần đây (-5% QoQ mỗi quý, bắt đầu từ quý 1/2025). Mặc dù có thể một phần đến từ tốc độ mở mới nhanh tại miền Trung – khu vực có sức mua thấp hơn so với miền Nam (ước tính thấp hơn khoảng 15-20% sau khi hoạt động 1 năm), nhưng đồng thời nó cũng cho thấy SSSG tại miền Nam có nguy cơ đi ngang hoặc thậm chí giảm nhẹ. Đây là tín hiệu cảnh báo về tính bền vững của tăng trưởng nếu xu hướng này tiếp diễn trong những tháng tới, khi đó khả năng gia tăng doanh thu chỉ có thể dựa vào sự mở rộng của số lượng cửa hàng vật lý.

Biểu đồ 8. KQKD của chuỗi BHX



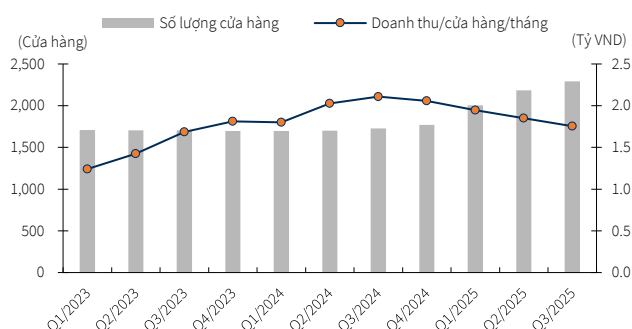
Nguồn: MWG, KBSV

Biểu đồ 9. Số lượng cửa hàng BHX theo vùng miền



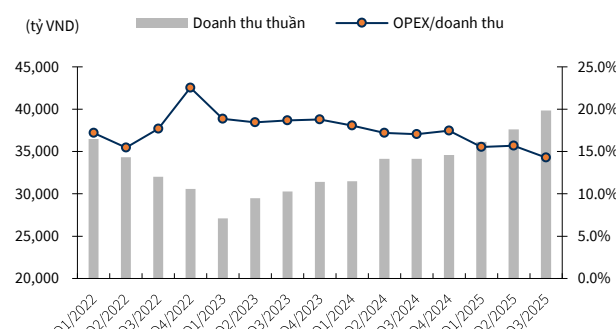
Nguồn: MWG, KBSV tổng hợp (*Số lượng cửa hàng được cập nhật đến ngày 25/11/2025)

Biểu đồ 10. Doanh thu/cửa hàng và SLCH của BHX



Nguồn: MWG, KBSV

Biểu đồ 11. Tỷ trọng OPEX/doanh thu



Nguồn: MWG, KBSV

Khả năng cải thiện biên lợi nhuận là điểm nhấn quan trọng trong trung/dài hạn của MWG

Khả năng cải thiện biên lợi nhuận là điểm nhấn quan trọng trong trung/dài hạn của MWG. Hậu tái cấu trúc (2023-2024), biên lãi ròng đã phục hồi về mức trên 4% – tương đương giai đoạn cao điểm trong quá khứ – khẳng định tính hiệu quả của mô hình vận hành mới ngay cả trong giai đoạn mở rộng mạnh mẽ của Bách Hóa Xanh (9T/2025). Động lực nổi bật biên lợi nhuận trong tương lai đến từ hai yếu tố cốt lõi:

- **Tối ưu hóa chi phí vận hành (OPEX):** Tỷ trọng chi phí trên doanh thu dự kiến giảm dần nhờ lợi thế quy mô và đòn bẩy hoạt động. Tốc độ tăng trưởng doanh thu – được thúc đẩy bởi việc mở rộng thị trường của BHX và vị thế thống lĩnh của TGDĐ/ĐMX sẽ vượt qua tốc độ tăng

chi phí.

- **Thu nhập tài chính:** Dòng tiền kinh doanh (CFO) dồi dào giúp tạo ra nguồn vốn ổn định cho các hoạt động tài chính, đóng góp ngày càng tích cực vào cơ cấu lãi ròng chung.

Cập nhật về các chuỗi khác

- EraBlue tăng trưởng doanh thu +70% YoY sau 10 tháng 2025, hiện chuỗi đã mở mới vượt mục tiêu đầu năm là 150 cửa hàng và đang hướng tới con số 180 vào cuối năm, 330 cửa hàng vào 2026. Chuỗi có hiệu quả hoạt động tốt hơn so với ngành nhờ áp dụng mô hình TGDĐ+ĐMX và sự am hiểu tiêu dùng đối với người bản địa.
- An Khang đánh dấu tháng tăng trưởng thứ 4 liên tiếp, doanh số và khả năng sinh lời cải thiện một phần đến từ các chiến dịch chống hàng giả, hàng lậu kém chất lượng. Chuỗi đang mở mới trở lại các cửa hàng, cho thấy mô hình đang dần tối ưu và tiến tới điểm hòa vốn.

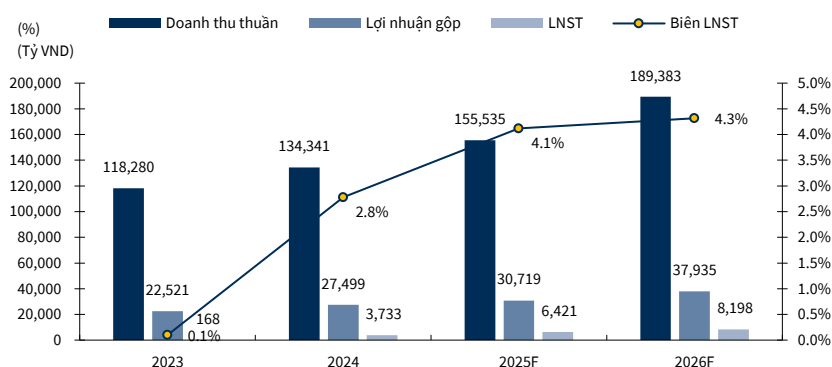
DỰ PHÓNG KQKD & ĐỊNH GIÁ

Bảng 12. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu thuần	134,341	155,535	15.8%	189,383	21.8%	
- TGDD+Topzone	30,092	34,957	16.2%	40,311	15.3%	- Kỳ vọng doanh số mặt hàng điện thoại, laptop và đồ gia dụng tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng cho 2026.
- ĐMX	59,513	67,294	13.1%	74,474	10.7%	- Số lượng cửa hàng TGDD và ĐMX dự kiến không thay đổi. Các cửa hàng mở mới 2026 sẽ chỉ thay thế các điểm bán cũ không hiệu quả
- BHX	41,108	49,647	20.8%	70,174	41.3%	- Doanh thu/cửa hàng/tháng năm 2025/2026 ước tính đạt 1.95/1.97 tỷ VNĐ, tương ứng - 1.2%/+1% YoY do đẩy mạnh mở rộng tại thị trường miền Trung và miền Bắc chưa hoạt động ổn định.
- Khác	3,627	3,638	0.3%	4,424	21.6%	- Số lượng cửa hàng mở mới năm 2025/2026 ước tính đạt 700/1000 cửa hàng với tỷ trọng hơn 50% miền Trung và miền Bắc. Quý 4 đã bắt đầu có điểm bán tại miền Bắc.
Lợi nhuận gộp	27,499	30,719	11.7%	37,935	23.5%	- An Khang vẫn bám sát lộ trình tái cấu trúc, có thể đạt được điểm hòa vốn trong năm nay.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>20.47%</i>	<i>19.75%</i>	<i>-0.72ppts</i>	<i>20.03%</i>	<i>+0.28ppts</i>	BLNG giảm YoY do tỷ trọng bán Iphone cao hơn + nhiều chương trình khuyến mãi cho cửa hàng mới
Thu nhập tài chính	2,377	3,096	30.3%	3,882	25.4%	
Chi phí tài chính	-1,188	-1,638	37.9%	-2,002	22.2%	
SG&A	-23,416	-23,993	2.5%	-29,511	23.0%	OPEX 2026 dự kiến tăng mạnh hơn do BHX tập trung mở mới ở miền Bắc, qua 2027 kỳ vọng ổn định trở lại
Lãi/lỗ từ công ty LD, LK	-45	51	n/a	110	116.9%	Erablue dự kiến có lãi cấp độ công ty khoảng 112/244 tỷ cho 2025/2026.
Lợi nhuận trước thuế	4,826	7,846	62.6%	9,940	26.7%	
Lợi nhuận sau thuế	3,733	6,421	72.0%	8,198	27.7%	
LNST công ty mẹ	3,722	6,402	72.0%	8,173	27.7%	
<i>Biên LNST</i>	<i>2.80%</i>	<i>4.12%</i>	<i>+1.32ppts</i>	<i>4.32%</i>	<i>+0.2ppts</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 13. Dự phóng KQKD của MWG



Nguồn: MWG, KBSV

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:
106,100 VND

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu MWG với 2 phương pháp là (1) chiết khấu dòng tiền và (2) phương pháp so sánh để đưa ra mức giá hợp lý cho cổ phiếu MWG tại thời điểm định giá cuối năm 2026.

- (1) **Phương pháp chiết khấu dòng tiền:** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu FCFF với các giả định nêu dưới đây. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cổ phiếu MWG đối với phương pháp này là 111,800 VND/cổ phiếu.
- (2) **Phương pháp so sánh:** Chúng tôi sử dụng P/E và P/S cho từng chuỗi khác nhau, chúng tôi sử dụng mức P/E hợp lý đạt 14.6x cho chuỗi TGDĐ và ĐMX. Đối với BHX, chúng tôi sử dụng P/S mục tiêu là 1.3 được tính toán dựa trên giao dịch mua lại 5% BHX của CDH investments. Chuỗi An Khang hiện chưa có lãi vậy chúng tôi sử dụng mức P/S = 0.6 là mức hợp lý của các cửa hàng bán lẻ dược phẩm ở Đông Nam Á. Chuỗi Erablue với tiềm năng tăng trưởng dài hạn trên đất Indonesia, vậy nên chúng tôi cho rằng mức P/S hợp lý cho chuỗi này đạt 0.8 lần. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho cổ phiếu MWG đối với phương pháp này là 100,500 VND/cổ phiếu.

Với tỷ trọng sử dụng vào mô hình định giá đối với mỗi phương pháp là 50-50, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MWG cho năm 2026, mức giá mục tiêu 106,100 VND/cp, cao hơn 32% giá đóng cửa ngày 28/11/2025.

Bảng 14. Định giá MWG bằng phương pháp FCFF và các giả định

Lãi suất phi rủi ro	5%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng (Tỷ VND)	131,456
Beta	1.1	Giá trị hiện tại công ty (Tỷ VND)	172,835
Phân bù rủi ro	8.55%	Giá trị vốn cổ phần	165,417
Tăng trưởng dài hạn	4.0%	Số lượng cổ phiếu	1,480,229,780
WACC	12,6%		
Giá mục tiêu (VND/ cổ phiếu)			110,800

Nguồn: KBSV dự phóng

Bảng 15. Dự báo bằng phương pháp so sánh

	Thu nhập trên cổ phiếu (VND)	P/E mục tiêu	Sở hữu	Giá mục tiêu (VND)
ĐMX&TGDD	3,646	14.6	100%	56,597
	Doanh thu trên cổ phiếu (VND)	P/S mục tiêu		
BHX	33,540	1.3	95%	41,422
Erablue	2,636	0.8	45%	977
An Khang	2,457	0.6	100%	1,474
Giá mục tiêu (VND)				100,500

Nguồn: KBSV dự phóng

Bảng 16. Tổng hợp định giá

Phương pháp (VND)	Kết quả định giá	Tỷ trọng	Đóng góp định giá
FCFE	110,800	50%	55,900
So sánh	100,500	50%	50,135
Giá mục tiêu			106,100

Nguồn: KBSV dự phóng

PHỤ LỤC

MWG – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2023A-2026

Báo cáo Kết quả HBKD

(Tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
(Báo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	118,280	134,341	155,535	189,383
Giá vốn hàng bán	-95,759	-106,842	-124,816	-151,447
Lãi gộp	22,521	27,499	30,719	37,935
Thu nhập tài chính	2,167	2,377	3,096	3,882
Chi phí tài chính	-1,556	-1,188	-1,638	-2,002
Trong đó: Chi phí lãi vay	-1,448	-1,137	-1,638	-2,002
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	-45	51	110
Chi phí bán hàng	-20,917	-19,850	-20,154	-24,494
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,168	-3,566	-3,839	-5,017
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	436	4,084	6,726	8,424
Thu nhập khác	-357	-401	-389	-473
Chi phí khác	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	-357	-401	-389	-473
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	690	4,826	7,846	9,940
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-433	-1,283	-1,425	-1,743
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	168	3,733	6,421	8,198
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	-11	-19	-25
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	168	3,722	6,402	8,173

Chỉ số hoạt động

	2023	2024	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19.0%	20.5%	19.8%	20.0%
Tỷ suất EBITDA	3.2%	5.2%	5.2%	5.3%
Tỷ suất EBIT	1.8%	4.4%	6.1%	6.3%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	0.6%	3.6%	5.0%	5.2%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	0.4%	3.0%	4.3%	4.4%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.1%	2.8%	4.1%	4.3%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
Lãi trước thuế	690	4,826	7,846	9,940
Khấu hao TSCĐ	3,351	2,913	1,402	1,598
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-1,509	-1,729	0	0
Chi phí lãi vay	1,448	1,137	1,638	2,002
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	3,897	7,394	7,803	9,771
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	672	151	-2,062	-2,843
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	4,169	-637	-2,471	-4,979
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-3,137	3,582	1,929	2,825
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	130	128	29	26
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	0	0	1,067	1,454
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	3,436	8,517	6,315	6,277
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-523	-304	-973	-1,361
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	31	55	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-34,151	-52,159	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc từ phát hành công cụ nợ	22,805	38,289	0	0
Đầu tư khác	-106	0	-5,051	-5,110
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1,113	2,376	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-10,831	-11,743	-6,023	-6,471
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	1,772	-1,300	-1,480
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	-10	-9	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	70,374	74,756	6,069	5,631
Tiền trả các khoản đi vay	-61,933	-73,030	0	0
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-731	-731	0	0
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	7,700	2,757	4,768	4,151
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	304	-468	5,059	3,957
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	5,061	5,366	4,897	9,957
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	5,366	4,897	9,957	13,914

Nguồn: MWG, KBSV

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2023	2024	2025F	2026F
(Báo cáo chuẩn)				
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	60,111	70,438	84,652	101,304
TÀI SẢN NGẮN HẠN	51,950	65,836	80,429	97,208
Tiền và tương đương tiền	5,366	4,897	9,957	13,914
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	18,937	29,324	34,324	39,324
Các khoản phải thu	5,159	8,826	10,887	13,730
Hàng tồn kho, ròng	21,824	22,245	24,716	29,696
TÀI SẢN DÀI HẠN	8,161	4,601	4,223	4,096
Phải thu dài hạn	458	390	390	390
Tài sản cố định	6,500	3,587	3,162	2,926
Tài sản dở dang dài hạn	4	25	20	20
Đầu tư dài hạn	747	242	293	402
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
NỢ PHẢI TRẢ	36,752	42,316	51,410	61,345
Nợ ngắn hạn	30,765	42,316	51,410	61,345
Phải trả người bán	7,927	9,180	11,109	13,933
Người mua trả tiền trước	89	91	120	145
Vay ngắn hạn	19,129	27,300	33,369	39,000
Nợ dài hạn	5,986	0	0	0
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
Vay dài hạn	5,985	0	0	0
VỐN CHỦ SỞ HỮU	23,360	28,122	33,242	39,959
Vốn góp	14,634	14,622	14,802	14,802
Thặng dư vốn cổ phần	558	558	558	558
Lãi chưa phân phối	8,160	12,582	17,504	24,196
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	4	2	2	2
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	13	364	383	408

Chỉ số chính

(x, %, VNĐ)				
Chỉ số định giá				
P/E	679.8	30.6	17.8	13.9
P/E pha loãng	679.8	30.6	17.8	13.9
P/B	4.8	4.0	3.4	2.9
P/S	1.0	0.8	0.7	0.6
P/Tangible Book	4.8	4.0	3.4	2.9
P/Cash Flow	32.8	13.2	18.0	18.2
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	36.4	20.0	18.2	15.3
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	315.9	34.3	22.0	18.2
Hiệu quả quản lý				
ROE%	0.7%	13.2%	19.3%	20.5%
ROA%	0.3%	5.7%	8.0%	8.4%
ROIC%	1.4%	12.0%	16.1%	17.3%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.2	0.1	0.2	0.2
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.0	1.0	1.1	1.1
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.7	1.6	1.6	1.6
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.3	0.0	0.0	0.0
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.0	0.0	0.0
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.8	1.0	1.0	1.0
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.4	0.4	0.4
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	1.3	1.5	1.5	1.5
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.5	0.6	0.6	0.6
Tổng công nợ/Vốn CSH	1.6	1.5	1.5	1.5
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.6	0.6	0.6	0.6
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	29.0	19.2	15.8	15.4
Hệ số quay vòng HTK	4.0	4.8	5.3	5.6
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	11.5	12.5	12.3	12.1

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.