

CTCP ĐT Thế giới di động (MWG)

Dịch vụ tiêu dùng

Giá hiện tại	VND87.100
Cao/Thấp nhất 52 tuần	VND88.000/45.593
Giá mục tiêu	VND108.100
Giá mục tiêu trước đó	VND96.300
vs Consensus	14,5%
Tiềm năng tăng giá	24,1%
Tỷ suất cổ tức	0,6%
Tổng tỷ suất sinh lời	24,7%

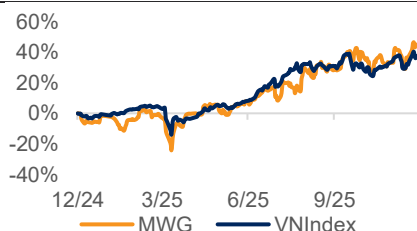
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (tr USD)	4.859,1
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	22,1
Sở hữu NN (tr USD)	94,3
Số CP lưu hành (tr)	1.468,5
Số CP sau pha loãng (tr)	1.468,5

	MWG	VNI
P/E trượt	22,0x	15,8x
P/B hiện tại	4,1x	2,2x
ROA	7,8%	2,2%
ROE	19,8%	13,6%

*dữ liệu ngày 30/12/2025

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
MWG	9,0%	13,1%	43,9%
Tương quan VNIndex	2,3%	3,8%	35,7%

Cơ cấu sở hữu

Công ty TNHH MTV Tư vấn Đầu tư	
Thế giới Bán lẻ	10,5%
Arisaig Asia Consumer Fund Limited	7,0%
Công ty TNHH Tri Tâm	7,0%
Khác	76,0%

Tổng quan doanh nghiệp

MWG là công ty quản lý chuỗi bán lẻ điện thoại và điện máy lớn nhất Việt Nam (chuỗi TGDĐ và ĐMX), với hơn 3.000 cửa hàng trên toàn quốc và chiếm hơn 50% thị phần. Ngoài ra, MWG còn vận hành chuỗi tạp hóa BHX, với khoảng 2.500 cửa hàng trên khắp miền Trung và miền Nam Việt Nam.

Chuyên viên phân tích:



Phạm Thị Bích Ngọc

ngoc.phambich@vndirect.com.vn

KHẢ QUAN (Duy trì)

+24%

Hưởng lợi từ các chính sách thuế mới

- Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA với tiềm năng tăng giá 24%. Giá mục tiêu được nâng 12% so với trước, trong khi giá cổ phiếu đã tăng 4,6% kể từ báo cáo gần nhất.
- Dự phóng lợi nhuận 2025/26 được điều chỉnh tăng nhờ mảng ICT vượt kỳ vọng, quản lý hiệu quả và mở rộng BHX, cùng việc các chính sách thuế mới sẽ tạo cơ hội cho mô hình bán lẻ hiện đại

Tiêu điểm tài chính

- Lợi nhuận Q3/2025 tăng mạnh 121% svck lên 1,8 nghìn tỷ đồng, LNST 9T25 đã vượt kế hoạch cả năm 2,3%
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng Q4/25 đạt 1,7 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận cả năm đạt khoảng 6,7 nghìn tỷ, tăng 80% svck.

Luận điểm đầu tư

Cải thiện doanh số điện tử/điện máy nhờ nhu cầu phục hồi

Mảng điện tử/điện máy của MWG được kỳ vọng hưởng lợi từ sự phục hồi dần của nhu cầu thay thế khi niềm tin tiêu dùng cải thiện và điều kiện tài chính trở nên thuận lợi hơn. Thị trường bất động sản phục hồi cũng hỗ trợ nhu cầu đối với các sản phẩm điện máy – điện tử tiêu dùng. Bên cạnh sự phục hồi về hoạt động, khả năng IPO của Điện Máy Xanh có thể trở thành yếu tố xúc tác về định giá, giúp nâng cao tính minh bạch, hỗ trợ thanh khoản cho cổ đông và củng cố nền tảng vốn của MWG cho tăng trưởng dài hạn của mảng CE cốt lõi. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu TGDD/DMX sẽ tăng lần lượt 7%/17% trong năm 2026.

Cải thiện hiệu quả hoạt động và mở rộng mạnh của BHX

BHX được dự báo tiếp tục là động lực tăng trưởng chính trong năm 2026, nhờ cải thiện liên tục hiệu quả ở cấp cửa hàng, tối ưu hóa danh mục hàng hóa và kiểm soát chi phí. Khi quá trình tái cấu trúc về cơ bản đã hoàn tất, BHX có thể nối lại việc mở rộng có chọn lọc ra khu vực miền Bắc với các mô hình sinh lời hiệu quả và khu vực thị trường mới. Điều này dự kiến thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của BHX 15%/22% svck trong năm 2025/2026.

An Khang mở rộng trở lại, được hỗ trợ bởi việc siết chặt chống hàng giả

Sau khi hoàn tất tái cấu trúc từ năm 2024, số lượng cửa hàng An Khang dự kiến tăng lên gần 400 cửa hàng trong năm 2025. Chuỗi nhà thuốc An Khang có thể hưởng lợi từ việc tăng cường thực thi các biện pháp chống thuốc giả và thuốc kém chất lượng, qua đó tạo lợi thế cho các nhà bán lẻ quy mô lớn, được cấp phép đầy đủ. Chúng tôi dự báo doanh thu An Khang sẽ tăng 22%/21% svck trong năm 2025/2026.

Quy định tuân thủ thuế mới mang lại lợi thế cho mô hình bán lẻ hiện đại

Việc đẩy nhanh tuân thủ thuế, bao gồm bắt buộc hóa đơn điện tử và siết chặt quản lý đối với hộ kinh doanh và kênh bán lẻ phi chính thức, nhiều khả năng sẽ làm giảm cạnh tranh không lành mạnh từ thương mại truyền thống. Các doanh nghiệp bán lẻ hiện đại như MWG có vị thế tốt hơn để đáp ứng các yêu cầu này, từ đó hỗ trợ gia tăng thị phần và cải thiện môi trường cạnh tranh trong trung hạn.

	2023	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng DT thuần	(11,3%)	13,6%	14,6%	13,8%	14,1%
Tăng trưởng EPS	(95,9%)	2119,8%	80,8%	12,6%	4,1%
Biên lợi nhuận gộp	19,0%	20,5%	20,8%	20,3%	20,2%
Biên LN ròng	0,1%	2,8%	4,4%	4,4%	4,0%
P/E (x)	374,7	24,3	19,5	17,3	16,6
Rolling P/B (x)	2,7	3,2	3,8	3,2	2,7
ROAE	0,7%	13,4%	19,6%	18,5%	16,5%
Nợ ròng trên VCSH	3,5%	(24,9%)	(8,4%)	(28,6%)	(20,5%)

Tóm tắt KQKD: Hoàn thành kế hoạch năm

Hình 2: Cập nhật KQKD Q3/25

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	% svck	9T24	9T25	% svck	% dự phóng
Doanh thu	34.147	39.853	16,7%	99.767	113.607	13,9%	75,4%
TGDD	8.132	9.518	17,0%	21.649	26.090	20,5%	73,3%
DMX	14.318	17.515	22,3%	45.095	50.366	11,7%	75,7%
BHX	10.840	11.759	8,5%	30.329	34.371	13,3%	72,6%
Khác	857	1.060	23,7%	2.694	2.780	3,2%	223,6%
Lợi nhuận gộp	6.892	7.478	8,5%	20.912	22.247	6,4%	70,3%
CPBH&QLDN	-5.817	-5.690	-2,2%	-17.376	-17.213	-0,9%	66,9%
Thu nhập tài chính ròng	245	398	62,6%	741	1.119	50,9%	104,9%
LNTT	1.068	2.172	103,4%	3.790	6.135	61,9%	88,2%
LNST-CDCTM	800	1.771	121,3%	2.875	4.965	72,7%	92,3%
Biên LNG	20,2%	18,8%	-1,4đ%	21,0%	19,6%	-1,4đ%	
Biên LNR	2,3%	4,4%	2,1đ%	2,9%	4,4%	1,5đ%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Cải thiện hiệu quả hoạt động của DMX và TGDD

Trong Q3/25, MWG ghi nhận tổng doanh thu đạt 39,8 nghìn tỷ đồng, tăng 16,7% svck và 5,9% q/q, chủ yếu nhờ:

- Điện Máy Xanh (DMX): Doanh thu tăng 22,3% svck và 3,7% q/q lên 17,5 nghìn tỷ đồng. Doanh thu/cửa hàng/tháng tăng 23,1% svck lên 2,9 tỷ đồng, nhờ doanh số laptop cao trong mùa tựu trường. DMX tiếp tục giảm 5 cửa hàng hoạt động kém hiệu quả trong Q3/25, hiện đang vận hành 2.018 cửa hàng.
- Thế Giới Di Động (TGDD): Doanh thu tăng mạnh 17% svck và 15% q/q, đạt 9,5 nghìn tỷ đồng. Doanh thu/cửa hàng/tháng của TGDD tăng 18,2% svck và 15,3% q/q lên 3,1 tỷ đồng, nhờ iPhone 17 series bán chạy trong Q3/25 — được mở bán sớm hơn iPhone 16 series (ra mắt tại Việt Nam Q4/24). Số lượng cửa hàng TGDD giảm nhẹ còn 1.013 cửa hàng.

Doanh thu Bách Hóa Xanh tăng trong khi doanh thu/cửa hàng/tháng giảm

Bách Hóa Xanh (BHX) ghi nhận doanh thu tăng 8,5% svck và 1,3% q/q, đạt 11,8 nghìn tỷ đồng. Trong Q3/25, BHX mở thêm 106 cửa hàng mới, kéo doanh thu/cửa hàng/tháng bình quân giảm 18,2% svck còn 1,7 tỷ đồng.

Nỗ lực cải thiện hiệu quả các chuỗi khác

Erablue mở thêm 29 cửa hàng trong Q3/25, nâng tổng số lên 144 cửa hàng. Theo ban lãnh đạo, doanh thu 9T25 của Erablue tăng 70% svck. Ava Kids ghi nhận doanh thu tăng 30% svck và 10% q/q, đạt 371 tỷ đồng, mở thêm 5 cửa hàng trong 3Q25. Trong khi đó, An Khang mở thêm 21 cửa hàng, tiếp tục duy trì tăng trưởng doanh thu liên tiếp theo tháng và svck, theo thông tin công ty công bố.

Biên lợi nhuận gộp thu hẹp do tỷ trọng ICT/CE tăng

Lợi nhuận gộp tăng 8,5% svck lên 7,5 nghìn tỷ đồng, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp giảm 1,4 điểm % svck xuống 18,8%, do tỷ trọng doanh thu từ nhóm sản phẩm ICT/CE (vốn có biên lợi nhuận thấp hơn) tăng lần lượt 0,1%/2,1 điểm % svck.

LNST cải thiện nhờ kiểm soát tốt chi phí SG&A

Tỷ lệ SG&A/doanh thu giảm 2,8 điểm % xuống 14,3% trong 3Q25, nhờ kiểm soát tốt chi phí thuê ngoài (-14,1% svck) và chi phí khấu hao giảm (-37,5% svck) khi nhiều cửa hàng đã khấu hao hết. Ngược lại, chi phí nhân sự SG&A tăng 22% svck.

Kết quả, LNST 3Q25 tăng mạnh 121% svck, đạt 1,8 nghìn tỷ đồng – mức cao kỷ lục, lũy kế 9T25 đạt 5 nghìn tỷ đồng, vượt 2% kế hoạch cả năm.

Triển vọng 2025-26: Lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ

Hình 3: Thay đổi dự phóng 2025-26

Tỷ đồng	Dự phóng cũ	Dự phóng mới		% svck		Thay đổi dự phóng	Giải thích
2024	2025	2025	2026	2025	2026		
Doanh thu	134.341	153.714	153.992	175.272	14,6%	13,8%	0,2%
TGDD	26.495	35.609	35.287	37.644	33,2%	6,7%	-0,9%
DMX	52.398	64.127	69.034	80.941	31,8%	17,2%	7,7%
BHX	41.108	51.960	47.358	57.580	15,2%	21,6%	-8,9%
An Khang	2154	2.017	2.627	3.178	22,0%	21,0%	30,3%
Lợi nhuận gộp	27.499	32.049	32.085	35.512	16,7%	10,7%	0,1%
Lợi nhuận tài chính	1.188	1.038	1.613	1.998	35,7%	23,9%	55,3%
Chi phí BH&QLDN	(23.416)	(25.896)	(24.550)	(26.657)	4,8%	8,6%	-5,2%
<i>Chi phí BH&QLDN/DT</i>	0	0	0	0	-1,5 đ%	-0,7 đ%	-0,9 đ%
Lợi nhuận hoạt động	4.084	6.153	7.535	8.856	84,5%	17,5%	22,5%
Lợi nhuận trước thuế	4.826	7.182	8.738	10.406	81,1%	19,1%	21,7%
Lợi nhuận ròng	3.733	5.556	6.760	8.050	81,1%	19,1%	21,7%
Biên lợi nhuận gộp	20,5%	20,8%	20,8%	20,3%	0,4 đ%	-0,6 đ%	0,0 đ%
Biên lợi nhuận ròng	2,8%	3,6%	4,4%	4,6%	1,6 đ%	0,2 đ%	0,8 đ%
Số lượng cửa hàng	5.104	5.754	5.775	6.815	671 CH	1040 CH	21 CH
TGDD	1.021	1.015	1.012	1.012	-9 CH	0 CH	-3 CH
DMX	2.026	2.023	2.016	2.016	-10 CH	0 CH	-7 CH
BHX	1.770	2.390	2.390	3.390	620 CH	1000 CH	0 CH
An Khang	287	326	357	397	70 CH	40 CH	31 CH
Doanh thu/cửa hàng							
TGDD	2,1	2,9	2,9	3,1	37,5%	7,2%	-0,8%
DMX	2,1	2,6	2,8	3,3	37,2%	17,5%	7,8%
BHX	2,0	2,1	1,9	1,7	-4,0%	-12,5%	-8,9%
An Khang	0,4	0,5	0,7	0,7	74,7%	7,7%	21,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Cải thiện doanh số CE nhờ nhu cầu phục hồi và hiệu quả vận hành

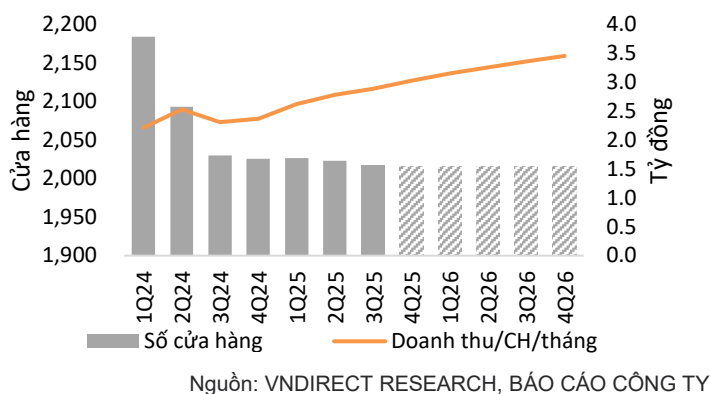
Chúng tôi ghi nhận mối tương quan tích cực giữa tăng trưởng doanh số CE tại Việt Nam và diễn biến của thị trường bất động sản, đặc biệt là giao dịch nhà ở. Sau giai đoạn phục hồi mạnh của doanh số căn hộ và nhà liền thổ trong giai đoạn 2024–2025, tăng trưởng được kỳ vọng sẽ quay về mức bình thường nhưng vẫn duy trì tích cực trong giai đoạn 2026–2027F. Doanh số điện máy có xu hướng đi theo quỹ đạo tương tự nhưng chậm hơn, phản ánh độ trễ của tác động từ các giao dịch bất động sản tới nhu cầu điện máy – điện tử tiêu dùng (như đồ gia dụng, TV, điều hòa, vv).

Số lượng cửa hàng DMX giảm nhẹ khi MWG ưu tiên tối ưu hóa mạng lưới hơn là mở rộng. Tuy nhiên, doanh thu bình quân mỗi cửa hàng theo tháng được kỳ vọng sẽ tăng mạnh lên khoảng 3,0–3,5 tỷ đồng/cửa hàng/tháng vào năm 2026F, nhờ nhu cầu chi tiêu cải thiện cùng lưu lượng khách hàng cao hơn. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu TGDD/DMX tăng lần lượt 7%/17% trong năm 2026.

Hình 4: DT hàng điện máy kỳ vọng tăng tốt theo xu hướng của bất động sản



Hình 5: Doanh thu/cửa hàng của DMX dự kiến tăng đều



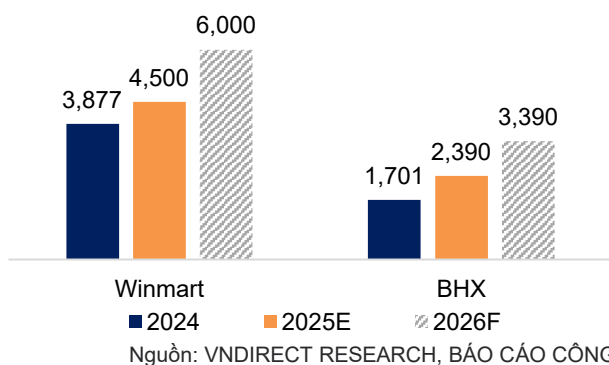
Ngoài ra, nguồn vốn thu được từ khả năng IPO của Điện Máy Xanh (pháp nhân mới bao gồm chuỗi TGDD và DMX), dự kiến hoàn tất trong năm 2026, có thể giúp củng cố bảng cân đối kế toán của MWG và được tái phân bổ để hỗ trợ tăng trưởng mảng CE, đẩy nhanh mở rộng BHX hoặc giảm đòn bẩy tài chính, qua đó nâng cao tính linh hoạt tài chính. Bên cạnh đó, việc IPO cũng có thể giúp tăng cường trọng tâm quản trị và điều hành tại DMX, hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận và ROE trong dài hạn.

Cải thiện hiệu quả và mở rộng mạnh của BHX

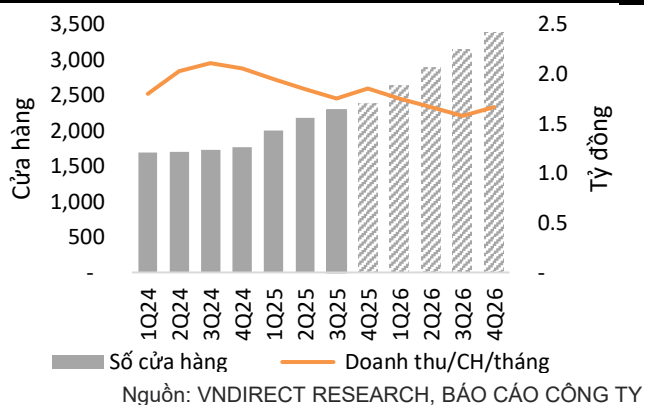
BHX được kỳ vọng tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của MWG trong năm 2026, dựa trên việc cải thiện hiệu quả ở cấp cửa hàng, tối ưu danh mục hàng hóa và kiểm soát chi phí chặt chẽ hơn sau khi hoàn tất quá trình tái cấu trúc. Doanh thu dự kiến tiếp tục tăng song song nhờ việc gia tăng số lượng cửa hàng, mở rộng ra khu vực miền Trung và miền Bắc. Ban lãnh đạo MWG chia sẻ rằng công ty đã bắt đầu thâm nhập thị trường miền Bắc từ Ninh Bình, sau đó từng bước giám sát và điều chỉnh để thích ứng với môi trường kinh doanh mới.

Trong khi đó, doanh thu bình quân mỗi cửa hàng nhìn chung duy trì ổn định, khi tác động tiêu cực từ các đợt lũ lụt nghiêm trọng tại miền Trung và miền Bắc được bù đắp bởi nhu cầu tăng cao vào mùa mua sắm cuối năm và các chương trình khuyến mại trên toàn quốc do Chính phủ triển khai. Ở chiều ngược lại, chúng tôi kỳ vọng các mô hình cửa hàng tạp hóa mới với diện tích nhỏ hơn và đặt tại các khu vực mới sẽ có doanh số cửa hàng hiện hữu thấp hơn so với mô hình BHX cũ tại nội thành, qua đó có thể khiến doanh thu/cửa hàng bình quân giảm trong năm 2026. Chúng tôi ước tính doanh thu BHX tăng 15%/22% svck trong giai đoạn 2025/2026.

Hình 6: MCH và Winmart tích cực mở rộng quy mô cửa hàng



Hình 7: DT/cửa hàng của BHX dự kiến giảm nhẹ do tác động từ các cửa hàng ở miền Trung và miền Bắc

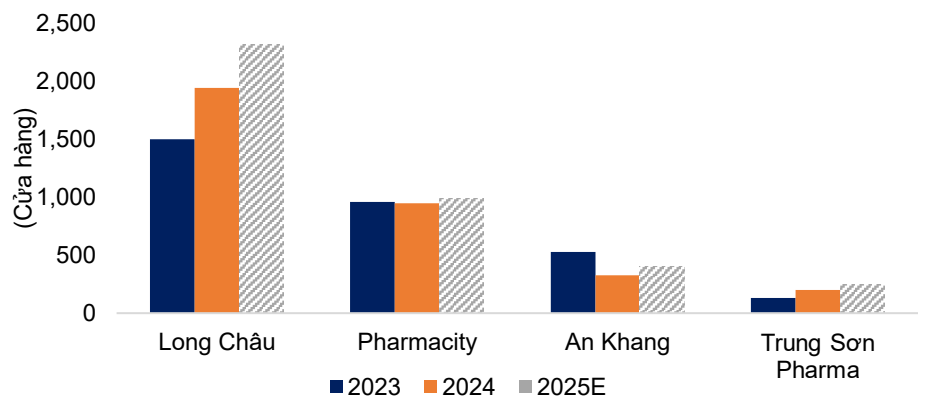


An Khang mở rộng trở lại, được hỗ trợ bởi việc siết chặt chống hàng giả

Các chuỗi nhà thuốc có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ việc Chính phủ tăng cường thực thi các biện pháp chống thuốc giả và thuốc kém chất lượng, qua đó tạo lợi thế mang tính cấu trúc cho các doanh nghiệp bán lẻ dược phẩm quy mô lớn, được cấp phép đầy đủ và có năng lực tuân thủ cao. Sự thay đổi này được kỳ vọng sẽ nâng cao niềm tin của người tiêu dùng đối với các chuỗi nhà thuốc có thương hiệu, từ đó hỗ trợ gia tăng lưu lượng khách, cải thiện tỷ lệ chuyển đổi và nâng cao năng suất cửa hàng của An Khang.

An Khang đã hoàn tất tái cấu trúc từ năm 2024 và xác lập được mô hình hoạt động hiệu quả để mở rộng một cách thận trọng. Mặc dù đóng góp chưa đáng kể vào tổng doanh thu, việc An Khang hoạt động trở lại có thể hỗ trợ gia tăng lưu lượng khách cho các chuỗi bán lẻ chủ lực của MWG. Chúng tôi dự báo doanh thu An Khang sẽ tăng 22%/21% svck trong giai đoạn 2025/2026.

Hình 8: An Khang tái mở rộng từ 2025, tận dụng cơ hội của bán lẻ thuốc hiện đại



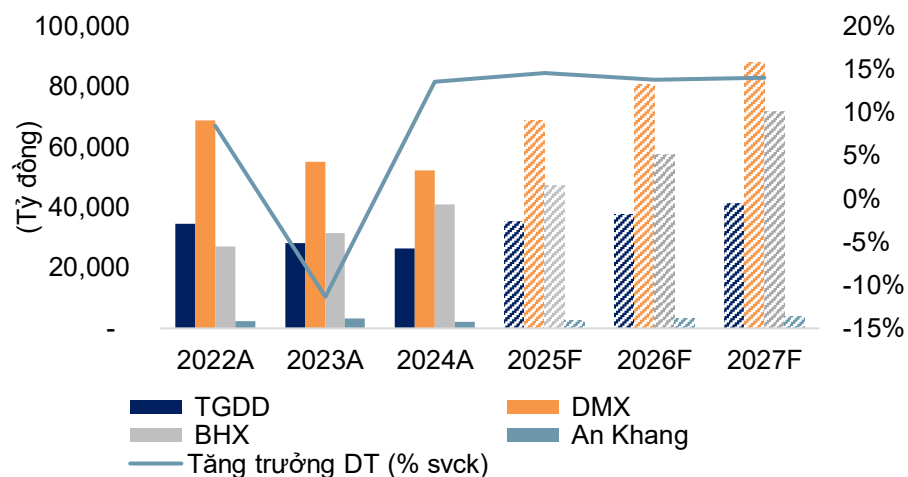
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Quy định tuân thủ thuế mới mang lại lợi thế cho mô hình bán lẻ hiện đại

Việc đẩy nhanh tuân thủ thuế tại Việt Nam — đặc biệt là triển khai bắt buộc hóa đơn điện tử, tăng cường giám sát hộ kinh doanh và siết chặt quản lý kênh bán lẻ phi chính thức — có hiệu lực từ ngày 01/01/2026, được kỳ vọng sẽ tái định hình một cách mang tính cấu trúc bức tranh cạnh tranh của ngành bán lẻ. Các biện pháp này giúp nâng cao tính minh bạch, giảm thất thu thuế và làm gia tăng chi phí tuân thủ đối với kênh truyền thống, vốn trước đây hưởng lợi từ việc kê khai doanh thu thấp và né tránh nghĩa vụ thuế VAT hoặc thuế thu nhập doanh nghiệp.

Các nhà bán lẻ hiện đại như MWG có vị thế thuận lợi hơn để đáp ứng các quy định này nhờ hệ thống CNTT đã được chuẩn hóa, kế toán đồng bộ, mua hàng tập trung và lợi thế quy mô. Khi các nhà bán lẻ phi chính thức phải chịu áp lực biên lợi nhuận hoặc buộc phải chính thức hóa hoạt động, khoảng cách giá giữa kênh truyền thống và bán lẻ hiện đại nhiều khả năng sẽ thu hẹp. Điều này sẽ làm giảm cạnh tranh giá không lành mạnh, đặc biệt trong các mảng điện máy – điện tử, hàng tiêu dùng thiết yếu và dược phẩm, nơi MWG đang hoạt động.

Hình 9: MWG kỳ vọng tăng trưởng mạnh doanh thu ở các chuỗi kinh doanh chủ lực



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu **108.100 đồng**

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 108.100 đồng/cp. Chúng tôi định giá dựa trên các chuỗi TGDD & ĐMX và BHX với các giả định ($WACC=10,1\%$, $RFR=3,6\%$, $MRP=8,66\%$). Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu thêm 12% do:

- Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ dự phóng lợi nhuận 2025 và tăng dự phóng cho các năm tiếp theo
- Chúng tôi tăng WACC từ 8,4% lên 10,1% do chi phí nợ tăng lên 8,5%.

Hình 10: Giá mục tiêu (đơn vị: đồng)

	Phương pháp	Giá mục tiêu
TGDD&ĐMX	DCF	64.878
BHX	DCF	42.096
An Khang	DCF	1.139
MWG		108.113

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 1: Các giả định

Chi phí sử dụng vốn	
Beta	1,1
Phần bù rủi ro thị trường	8,7%
Lãi suất phi rủi ro	3,6%
Chi phí vốn CSH	13,1%
Chi phí sử dụng nợ vay	8,5%
WACC	10,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 122: Chiết khấu dòng tiền – TGDD&ĐMX (đơn vị: tỷ đồng)

	Giá trị (tỷ đồng)
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	17.819
Tăng trưởng dài hạn	3,0%
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	59.693
Giá trị doanh nghiệp	77.513
Giá trị vốn CSH	96.048
SL cổ phiếu (triệu)	1.480
Giá cổ phiếu (VND/cp)	64.911

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Chiết khấu dòng tiền – BHX (đơn vị: tỷ đồng)

	Giá trị (tỷ đồng)
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	23.501
Tăng trưởng dài hạn	3,5%
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	46.455
Giá trị doanh nghiệp	69.956
Giá trị vốn CSH	65.574
SL cổ phiếu (triệu)	1.480
Giá cổ phiếu (VND/cp)	44.316

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Dòng tiền tự do TGDD&ĐMX

tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
EBIT	5.847	5.906	5.484	5.880	6.180	8.165	9.647
Thuế	(1.970)	(2.244)	(2.363)	(1.988)	(1.593)	(1.573)	(1.595)
Khấu hao	588	748	282	972	398	257	377
Chi phí vốn	(327)	(480)	(366)	(370)	(393)	(377)	(382)
Thay đổi vốn lưu động	(3.594)	1.205	(3.368)	(1.092)	(445)	121	(315)
Dòng tiền tự do	544	5.135	(331)	3.402	4.147	6.592	7.732
Dòng tiền tự do hiện tại	518	4.442	(260)	2.427	2.686	3.877	4.129

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Dòng tiền tự do BHX

tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
EBIT	3.034	4.584	5.824	6.539	7.636	8.679	8.946
Thuế	0	0	0	(327)	(1.527)	(1.736)	(1.789)
Khấu hao	1.059	1.626	1.637	172	802	223	195
Chi phí vốn	(1.508)	(2.180)	(796)	(660)	(595)	(907)	(567)
Thay đổi vốn lưu động	(1.822)	757	(2.006)	728	(1.284)	1.178	(1.217)
Dòng tiền tự do	763	4.787	4.659	6.124	5.032	7.437	5.568
Dòng tiền tự do hiện tại	727	4.141	3.659	4.368	3.259	4.374	2.973

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Phân tích độ nhạy (Chi phí vốn và Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của BHX)

		Chi phí vốn						
Tăng trưởng dài hạn		11,6%	12,1%	12,6%	13,1%	13,6%	14,1%	14,6%
	2,0%	114.000	109.800	105.900	102.300	98.900	95.700	92.800
	2,5%	116.200	111.800	107.700	104.000	100.400	97.200	94.100
	3,0%	118.700	114.100	109.800	105.900	102.200	98.800	95.600
	3,5%	121.700	116.800	112.300	108.100	104.300	100.700	97.400
	4,0%	125.200	119.900	115.100	110.700	106.600	102.800	99.300
	4,5%	129.400	123.700	118.500	113.800	109.400	105.300	101.600
	5,0%	134.600	128.300	122.600	117.400	112.600	108.300	104.300

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá và rủi ro

Tiềm năng tăng giá

Doanh thu trên mỗi cửa hàng cao hơn dự kiến hoặc biên LN gộp của TGĐĐ và ĐMX cao hơn dự kiến.

Rủi ro giảm giá:

Biên lợi nhuận của BHX tại khu vực miền Bắc và miền Trung thấp hơn kỳ vọng

Phụ lục 1: Tổng quan doanh nghiệp

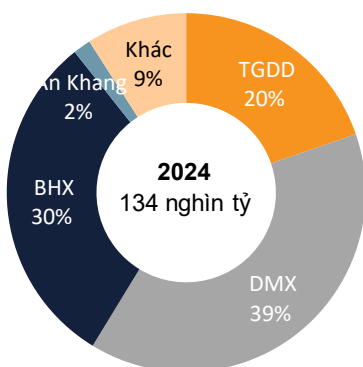
MWG được thành lập vào năm 2004, ra mắt chuỗi Thế Giới Di Động, một nền tảng bán lẻ tập trung vào các sản phẩm điện thoại và công nghệ thông tin. Sau đó, công ty mở rộng sang lĩnh vực điện máy với chuỗi Điện Máy Xanh. Hiện nay, MWG vận hành mạng lưới rộng lớn gồm hơn 1.100 cửa hàng Thế Giới Di Động và 2.200 cửa hàng Điện Máy Xanh trên toàn quốc.

Năm 2016, MWG đa dạng hóa danh mục bán lẻ sang mảng hàng tiêu dùng – tập hợp với chuỗi Bách Hóa Xanh, hiện có hơn 1.700 cửa hàng được bố trí chiến lược tại khu vực miền Nam và miền Trung Việt Nam.

Bên cạnh các chuỗi bán lẻ nói trên, MWG còn sở hữu các đơn vị chủ chốt khác như chuỗi nhà thuốc An Khang, với 326 cửa hàng trên toàn quốc. Ngoài ra, công ty còn quản lý chuỗi cửa hàng Avakids, chuyên kinh doanh sản phẩm mẹ và bé, hiện có gần 70 cửa hàng.

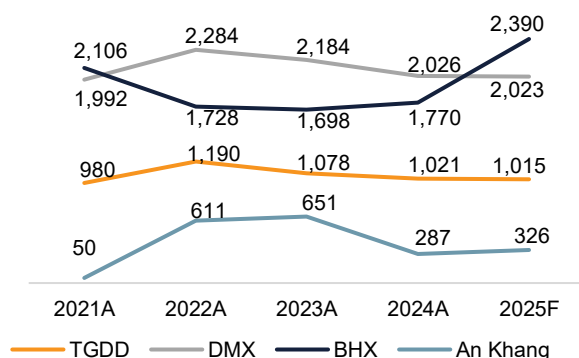
Hợp tác cùng Erajaya, MWG đã mở rộng thành công sang thị trường Indonesia, với 135 cửa hàng Erablue được thành lập tính đến cuối tháng 8 năm 2025, nằm trong chiến lược mở rộng quốc tế của công ty.

Hình 67: Doanh thu theo mảng của MWG trong năm 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 18: Số lượng cửa hàng tại các chuỗi chính của MWG



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

MWG bao gồm 09 công ty con được hợp nhất trong cơ cấu báo cáo tài chính với tỷ lệ sở hữu xấp xỉ 100%. Cấu trúc này của MWG nhằm mục đích tách biệt vận hành hoạt động kinh doanh và quản lý theo các mảng riêng biệt.

Hình 19: Các công ty con của MWG

CTCP Thế Giới Di Động - Mảng kinh doanh: Thương mại sản phẩm điện tử - Tỷ lệ sở hữu: 99,95%	CTCP Thương mại Bách Hóa Xanh - Mảng kinh doanh: Thương mại thực phẩm - Tỷ lệ sở hữu: 99,95%	CTCP Thế giới số Trần Anh - Mảng kinh doanh: Thương mại sản phẩm điện tử - Tỷ lệ sở hữu: 99,33%
MWG (Cambodia) - Mảng kinh doanh: Thương mại sản phẩm điện tử - Tỷ lệ sở hữu: 99,95%	CT TNHH Dịch vụ lắp đặt – sửa chữa bảo hành Tận Tâm - Mảng kinh doanh: Sửa chữa máy móc, thiết bị - Tỷ lệ sở hữu: 99,99%	CTCP Dược phẩm An Khang Pharma - Mảng kinh doanh: Bán lẻ dược phẩm - Tỷ lệ sở hữu: 99,99%
CTCP Công nghệ đầu tư Bách Hóa Xanh - Mảng kinh doanh: Quản lý đầu tư - Tỷ lệ sở hữu: 94,95%	CT TNHH MTV Công nghệ thông tin TGDD - Mảng kinh doanh: Công nghệ thông tin - Tỷ lệ sở hữu: 100%	CT TNHH Vui Vui - Mảng kinh doanh: Thương mại điện tử - Tỷ lệ sở hữu: 100%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Phụ lục 2: Dự phóng tài chính

Báo cáo kết quả kinh doanh

(Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	133.405	118.280	134.341	153.992	175.272	199.932
Thế giới di động	34.685	28.269	26.495	35.287	37.644	41.408
Điện máy xanh	68.970	55.237	52.398	69.034	80.941	88.014
Bách hóa xanh	27.081	31.581	41.108	47.358	57.580	71.815
Giá vốn hàng bán	(102.623)	(95.759)	(106.842)	(121.907)	(139.760)	(159.450)
Lợi nhuận gộp	30.782	22.521	27.499	32.085	35.512	40.483
Chi phí quản lý DN	(2.348)	(1.168)	(3.566)	(5.082)	(5.784)	(6.598)
Chi phí bán hàng	(21.790)	(20.917)	(19.850)	(19.505)	(21.368)	(24.355)
LN hoạt động	6.644	436	4.084	7.498	8.361	9.530
EBITDA thuần	10.227	3.788	6.997	9.253	10.848	11.424
Chi phí khấu hao	3.582	3.351	2.913	1.756	2.487	1.894
LN HĐ trước thuế & lãi vay	6.644	436	4.084	7.498	8.361	9.530
Thu nhập tài chính	1.313	2.167	2.377	3.065	3.644	4.159
Chi phí tài chính	(1.362)	(1.448)	(1.137)	(1.452)	(1.646)	(2.762)
Thu nhập ròng khác	(518)	(357)	(401)	(432)	(492)	(561)
Thu nhập từ các công ty LDLK	-	-	(45)	23	44	73
Lợi nhuận trước thuế	6.056	690	4.826	8.700	9.910	10.438
Chi phí thuế	(1.955)	(522)	(1.092)	(1.970)	(2.244)	(2.363)
Lợi nhuận ròng	4.102	168	3.733	6.731	7.667	8.075

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Tiền & Tương đương tiền	5.061	5.366	4.897	5.956	11.842	10.036
Đầu tư tài chính ngắn hạn	10.059	18.937	29.324	27.719	35.054	33.989
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.072	5.159	8.826	10.291	12.386	17.330
Hàng tồn kho	25.696	21.824	22.245	32.494	30.183	40.353
Tài sản ngắn hạn khác	743	665	544	782	862	936
Tổng tài sản ngắn hạn	44.631	51.950	65.836	77.241	90.328	102.643
Tài sản cố định	9.653	6.431	3.523	4.030	4.607	4.710
Tổng tài sản đầu tư	241	747	242	277	316	360
Tài sản dài hạn khác	671	452	358	411	468	533
Tổng tài sản	55.834	60.111	70.438	82.508	96.374	108.951
Nợ vay ngắn hạn	10.688	19.129	27.300	30.798	35.054	33.989
Phải trả người bán ngắn hạn	8.746	7.927	9.180	11.341	11.795	14.556
Phải trả ngắn hạn khác	0	0	0	264	1.101	1.895
Tổng nợ ngắn hạn	26.000	30.765	42.316	47.595	53.297	56.484
Nợ vay dài hạn	5.901	5.985	-	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	-	1	-	-	-	-
Vốn góp của chủ sở hữu	14.639	14.634	14.622	14.797	14.973	15.152
Lợi nhuận giữ lại	8.724	8.160	12.582	18.275	25.069	32.346
Vốn chủ sở hữu	23.918	23.346	27.758	34.285	41.347	48.844
Lợi ích cổ đông thiểu số	15	13	364	364	364	364
Tổng nợ và VCSH	55.834	60.111	70.438	82.508	96.374	108.951

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>	<u>2027</u>
Lợi nhuận trước thuế	6.056	690	4.826	8.700	9.910	10.438
Khấu hao	3.582	3.351	2.913	1.756	2.487	1.894
Thuế đã nộp	(1.805)	(860)	(959)	(2.437)	(2.157)	(2.394)
Các khoản điều chỉnh khác	(349)	(1.414)	(1.708)	(2.496)	(4.354)	(4.450)
Thay đổi vốn lưu động	761	1.835	3.224	(9.665)	3.190	(7.189)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	7.923	3.436	8.517	(4.132)	9.088	(1.688)
Đầu tư TSCĐ	(4.412)	(523)	(304)	(1.965)	(2.732)	(1.617)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	4	31	55	297	333	380
Các khoản khác	(181)	(106)	0	(83)	(18)	(64)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	5.053	(11.346)	(13.870)	687	(9.207)	(3.209)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	1.602	(10.831)	(11.743)	2.002	(7.980)	(361)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	193	0	1.772	174	179	181
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(5)	(10)	(9)	(9)	(9)	(9)
Tiền vay ròng nhận được	(8.062)	8.440	1.726	3.498	4.256	(1.066)
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	-	-	0	264	1.101	1.895
Cổ tức	(732)	(731)	(731)	(739)	(748)	(758)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	(8.606)	7.700	2.757	3.188	4.779	243
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	4.142	5.061	5.366	4.897	5.956	11.842
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	919	304	(468)	1.058	5.887	(1.806)
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	5.061	5.365	4.897	5.956	11.842	10.036

Chỉ số tài chính

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Chỉ số định giá						
EPS (VND)	2.771	113	2.515	4.549	5.120	5.329
P/E	15,2	374,7	24,3	19,5	17,3	16,6
PEG 1 năm	-0,3	-3,9	0,0	0,6	0,5	0,5
P/S	0,5	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5
P/B	2,6	2,7	3,2	3,8	3,2	2,7
Tỷ suất cổ tức	2,4%	1,2%	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	36,6%	435,6%	19,6%	11,0%	9,8%	9,4%
Chỉ số tăng trưởng						
Tăng trưởng doanh thu	8,5%	-11,3%	13,6%	14,6%	13,8%	14,1%
Tăng trưởng LN gộp	11,4%	-26,8%	22,1%	16,7%	10,7%	14,0%
Tăng trưởng LN ròng	-16,3%	-95,9%	2124,5%	80,3%	13,9%	5,3%
Tăng trưởng EPS	-16,3%	-95,9%	2119,8%	80,8%	12,6%	4,1%
Chỉ số hiệu quả sinh lời						
Biên LN gộp	23,1%	19,0%	20,5%	20,8%	20,3%	20,2%
Biên EBITDA	7,7%	3,2%	5,2%	6,0%	6,2%	5,7%
Biên LN hoạt động	5,0%	0,4%	3,0%	4,9%	4,8%	4,8%
Biên LN ròng	3,1%	0,1%	2,8%	4,4%	4,4%	4,0%
ROAA	7,3%	0,3%	5,3%	8,2%	8,0%	7,4%
ROAE	17,1%	0,7%	13,4%	19,6%	18,5%	16,5%
Chỉ số đòn bẩy						
Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	4,8	0,3	3,4	5,2	5,1	3,5
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	1,8	1,9	4,9	2,7	2,5	2,6
Nợ vay/ Vốn	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
Nợ vay/ VCSH	0,7	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
Nợ vay ròng/ VCSH	0,5	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5
Chỉ số thanh khoản						
Vòng quay tổng tài sản	2,2	2,0	2,1	2,0	2,0	1,9
Vòng quay khoản phải thu	474,5	486,2	488,6	444,4	460,4	462,6
Số ngày phải thu	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8
Vòng quay khoản phải trả	9,8	11,5	12,5	11,9	12,1	12,1
Số ngày phải trả	37,2	31,8	29,2	30,7	30,2	30,2
Vòng quay hàng tồn kho	3,7	4,0	4,8	4,5	4,5	4,5
Số ngày tồn kho	97,6	90,6	75,3	81,9	81,8	80,7
Hệ số thanh toán hiện hành	4,2	2,7	2,4	2,5	2,6	3,0
Hệ số thanh toán nhanh	1,4	1,3	1,3	1,1	1,3	1,3

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Phạm Thị Bích Ngọc – Trưởng phòng Tiêu dùng và Công nghệ

Email: ngoc.phambich@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Phường Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>