

CTCP ĐẦU TƯ ĐIỆN MÁY XANH (HSX: DMX)

NGÀNH: BÁN LẺ

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu (12T)

VND 93,300

Lợi suất kỳ vọng (%)

+16.6%

Lợi suất cổ tức

5.0%

Tổng lợi suất đầu tư kỳ vọng

+21.6%

Giá IPO

VND 80,000

Vốn hóa (tỷ VND)	102,463
Tổng số CP lưu hành (tỷ cp)	1.28
Giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài	49.0%
Beta	1.4

	DMX	VNI
P/E trượt 12T	13.4x	13.3x
P/B hiện tại	4.4x	2.1x
ROAA trượt 12T	11.5%	2.4%
ROAE trượt 12T	34.6%	16.1%

*Dữ liệu ngày 17/06/2026

Mở Khóa Giá Trị, Bước Vào Chu Kỳ Tăng Trưởng Mới

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 93,300 đồng/cổ phiếu

CTCP Đầu tư Điện Máy Xanh (HSX: DMX) là doanh nghiệp bán lẻ ICT-CE lớn nhất Việt Nam, vận hành các chuỗi Thế Giới Di Động, Điện Máy Xanh và TopZone, đồng thời đóng vai trò là nền tảng cốt lõi trong hệ sinh thái thiết bị công nghệ và điện máy của MWG.

Dựa trên phương pháp DCF và P/E, chúng tôi đưa ra định giá lần đầu cho DMX, khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 93,300 đồng, tương ứng tổng lợi suất đầu tư kỳ vọng 21.6% (so với giá chào bán IPO và lợi suất cổ tức trong năm 2026).

DMX bước vào giai đoạn tăng trưởng mới với ba động lực chính: (i) tăng trưởng bằng "chất" dựa trên nền tảng của hàng hiện hữu; (ii) mở rộng các mảng tài chính tiêu dùng, Thị Trường DMX và Super App; và (iii) đẩy mạnh tăng trưởng quốc tế thông qua EraBlue.

Luận điểm đầu tư

1. Vị thế dẫn đầu tại thị trường bán lẻ ICT-CE Việt Nam

DMX là nhà bán lẻ ICT-CE lớn nhất Việt Nam, với quy mô doanh thu, thị phần và độ phủ của hàng vượt trội so với các đối thủ trong ngành. Vị thế dẫn đầu giúp DMX hấp thụ tốt chu kỳ phục hồi của nhu cầu ICT-CE, đồng thời hưởng lợi từ xu hướng cao cấp hóa sản phẩm và dịch chuyển từ kênh bán lẻ nhỏ lẻ sang chuỗi hiện đại.

2. EraBlue mở ra dư địa tăng trưởng dài hạn tại Indonesia

EraBlue là động lực tăng trưởng dài hạn của DMX tại Indonesia, thị trường có dân số gần gấp 3 lần Việt Nam, hành vi tiêu dùng tương đồng và ngành bán lẻ CE còn phân mảnh, với kênh truyền thống chiếm khoảng 90%. Sau giai đoạn thử nghiệm, EraBlue đã có lợi nhuận, đạt 250 cửa hàng vào 6/2026 và đạt mục tiêu 1,000 cửa hàng vào năm 2030, mở ra tiềm năng IPO riêng trong dài hạn.

3. Các trụ cột kinh doanh mới hỗ trợ tăng trưởng và cải thiện biên lợi nhuận

Tài chính tiêu dùng, Thị Trường DMX và Super App giúp DMX mở rộng nguồn thu ngoài hoạt động bán lẻ truyền thống, đồng thời gia tăng sản phẩm tương tác và giá trị vòng đời khách hàng. Các mảng này cũng hỗ trợ cải thiện tỷ lệ chuyển đổi, thúc đẩy doanh thu dịch vụ và tạo thêm động lực tăng trưởng có biên lợi nhuận cao hơn trong trung hạn.

4. Chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn

DMX cam kết cổ tức tiền mặt 4,000 đồng/cp ngay sau IPO, tương ứng tỷ suất cổ tức 5.0%, đồng thời duy trì tỷ lệ chi trả tối thiểu 50% LNST trong các năm sau. Chính sách này được hỗ trợ bởi dòng tiền mạnh, nhu cầu tái đầu tư tương đối thấp và cấu trúc tài chính lành mạnh, qua đó nâng cao tổng lợi suất đầu tư cho cổ đông dài hạn.

Rủi ro: (1) Rủi ro cạnh tranh; (2) Rủi ro lực cầu tiêu dùng yếu; (3) Rủi ro giảm giá hàng tồn kho; (4) Rủi ro mở rộng kinh doanh tại thị trường quốc tế.

Cơ cấu Cổ đông (trước IPO)

CTCP Đầu tư Thế giới Di động	98.95%
Khác	1.05%

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Đầu tư Điện Máy Xanh (DMX) là công ty con trực thuộc CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HSX: MWG), đóng vai trò vận hành toàn bộ mảng bán lẻ ICT-CE qua ba chuỗi Thế Giới Di Động, TopZone, và Điện Máy Xanh.

Với mạng lưới hơn 3,000 điểm bán, DMX nắm giữ vị thế chi phối thị trường nội địa (hơn 50% thị phần điện máy, gần 60% thị phần điện thoại); là đơn vị đóng góp doanh thu và lợi nhuận lớn nhất cho tập đoàn mẹ.

Bên cạnh hoạt động kinh doanh bán lẻ, DMX còn được gia tăng giá trị bởi 4 trụ cột khác, bao gồm: (i) Cung cấp dịch vụ tài chính - tiêu dùng; (ii) Mảng dịch vụ kỹ thuật; (iii) Kênh thương mại điện tử Super App; (iv) Động lực tăng trưởng quốc tế với chuỗi bán lẻ EraBlue tại Indonesia.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Lê Hoài Phúc

phucnlh@vpbanks.com.vn

Năm	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	93,357	109,479	129,753	149,683	168,484
LN gộp (tỷ đồng)	17,089	19,487	24,653	28,889	32,854
LN ròng (tỷ đồng)	3,717	5,802	8,781	10,399	12,139
EPS (VND)	8,521	5,268	6,856	8,119	9,478
BPS (VND)	44,661	16,163	27,966	31,207	35,001
Biên LN gộp (%)	18.3	17.8	19.0	19.3	19.5
Biên LN ròng (%)	4.0	5.3	6.8	6.9	7.2
ROE (%)	19.5	31.1	32.8	27.4	28.6
PER (x)	9.4	15.2	11.7	9.9	8.4
PBR (x)	1.8	4.9	2.9	2.6	2.3

Nguồn: DMX, VPBankS Research

www.vpbanks.com.vn

MỤC LỤC:

Tổng quan Doanh nghiệp	3
Quan điểm Đầu tư	8
Dự phóng Kết quả Kinh doanh	13
Định giá và Khuyến nghị	14
Phụ lục: Báo cáo tài chính	15

Tổng quan Doanh nghiệp

1. Tổng quan và Lịch sử Hình thành

CTCP Đầu tư Điện Máy Xanh (DMX) được thành lập năm 2007, có trụ sở chính tại TP. Hồ Chí Minh. DMX là công ty con của CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động (HSX: MWG), một trong những doanh nghiệp bán lẻ hàng đầu Việt Nam.

DMX là nhà bán lẻ thiết bị công nghệ và điện máy (ICT-CE) lớn nhất Việt Nam, chiếm hơn 50% thị phần tại kênh bán lẻ hiện đại (MT). Công ty duy trì vị thế dẫn đầu nhờ mạng lưới cửa hàng lớn nhất ngành, năng lực vận hành hiệu quả và quan hệ hợp tác lâu năm với các thương hiệu toàn cầu như Apple, Samsung, LG, Panasonic và Xiaomi.

DMX vận hành các chuỗi Thế Giới Di Động, Điện Máy Xanh và TopZone, với hơn 3,000 cửa hàng trên toàn quốc. Năm 2025, DMX ghi nhận doanh thu hơn 4.2 tỷ USD; kỳ vọng tiếp tục hưởng lợi từ nhu cầu nâng cấp và chu kỳ thay mới thiết bị ICT-CE trong các năm tới.

Năm 2022, DMX mở rộng sang Indonesia thông qua EraBlue – liên doanh với PT Erajaya Swasembada Tbk, doanh nghiệp bán lẻ và phân phối ICT hàng đầu Indonesia. EraBlue ghi nhận doanh thu hơn 3,700 tỷ đồng trong năm 2025 và đã có lãi. VPBankS kỳ vọng EraBlue sẽ trở thành động lực tăng trưởng dài hạn của DMX tại thị trường Đông Nam Á.

Bên cạnh hoạt động bán lẻ cốt lõi, **DMX đang phát triển các mảng kinh doanh có giá trị gia tăng cao hơn như tài chính tiêu dùng, dịch vụ hậu mãi thông qua Thị trường DMX và nền tảng Super App.** Các mảng kinh doanh này được kỳ vọng hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận, gia tăng giá trị vòng đời khách hàng và củng cố chất lượng tăng trưởng trong dài hạn.

Cổ phiếu DMX đang trong giai đoạn IPO và dự kiến chính thức niêm yết trên HSX vào đầu tháng 8/2026.

Các cột mốc phát triển quan trọng

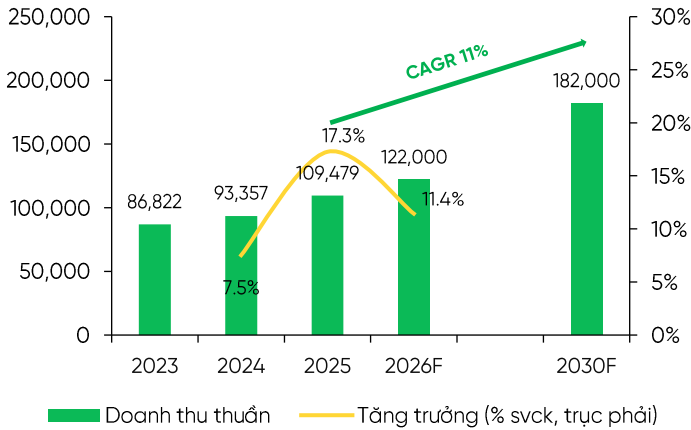
Giai đoạn 2004–2010: Xây dựng và mở rộng chuỗi Thế Giới Di Động, tập trung vào bán lẻ điện thoại di động và thiết bị công nghệ (ICT).

Giai đoạn 2010–2020: Mở rộng sang ngành hàng điện máy (CE) thông qua chuỗi Điện Máy Xanh, nhanh chóng trở thành nhà bán lẻ điện máy lớn nhất Việt Nam nhờ chiến lược phủ rộng mạng lưới cửa hàng trên toàn quốc.

Giai đoạn 2020–2025: Tập trung tối ưu hiệu quả vận hành, nâng cao năng suất cửa hàng và phát triển các mô hình bán lẻ chuyên biệt như TopZone; đồng thời mở rộng ra Indonesia thông qua liên doanh EraBlue.

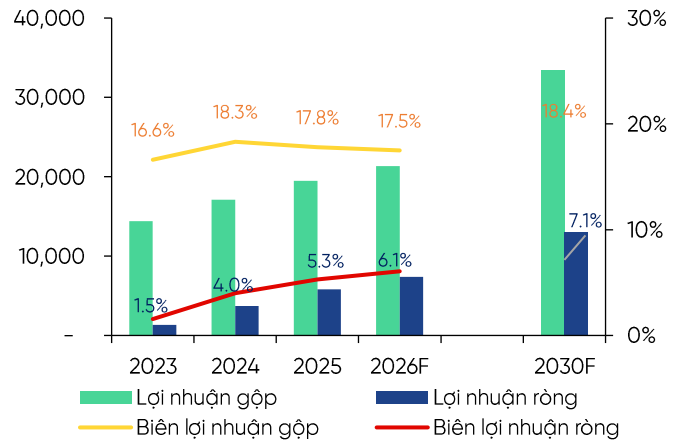
Giai đoạn 2025–2030: MWG thực hiện tái cấu trúc tập đoàn, trong đó DMX được định vị là nền tảng bán lẻ ICT-CE độc lập. Công ty đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận hai chữ số trong giai đoạn 2025–2030, đồng thời **cam kết duy trì cổ tức tiền mặt tối thiểu 50% LNST trong dài hạn.**

Hình 1. Doanh thu thuần và kế hoạch công ty (tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro-X, DMX, VPBankS Research

Hình 2. Lợi nhuận và lợi nhuận kế hoạch công ty (tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro-X, DMX, VPBankS Research

2. Cơ cấu doanh thu

Doanh thu hợp nhất của DMX hiện 100% ghi nhận từ thị trường Việt Nam, chủ yếu đến từ 3 chuỗi bán lẻ:

- (i) **Điện Máy Xanh (ĐMX)** - chuỗi bán lẻ điện máy và thiết bị gia dụng, đóng góp lớn nhất vào tổng doanh thu;
- (ii) **Thế Giới Di Động (TGDD)** - chuỗi bán lẻ thiết bị công nghệ;
- (iii) **TopZone** - chuỗi bán lẻ ủy quyền chính thức các sản phẩm Apple tại Việt Nam.

Bên cạnh hoạt động bán lẻ cốt lõi, Thị Điện Máy Xanh, tài chính tiêu dùng và Super App hiện vẫn có quy mô đóng góp nhỏ, nhưng đóng vai trò cộng hưởng trong chiến lược nâng cao giá trị vòng đời khách hàng, cải thiện tỷ lệ chuyển đổi và mở rộng các nguồn thu có biên lợi nhuận cao hơn.

Doanh thu của EraBlue không được hợp nhất vào doanh thu của DMX do đây là công ty liên doanh tại Indonesia giữa DMX và Erajaya, trong đó DMX sở hữu 45%. Theo đó, KQKD của EraBlue được ghi nhận theo phương pháp vốn chủ sở hữu, thông qua khoản mục lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết.

Hệ thống cửa hàng

DMX sở hữu hệ thống cửa hàng đa định dạng, bao phủ từ đô thị lớn đến khu vực nông thôn, giúp tối ưu hiệu quả vận hành và tiếp cận nhiều phân khúc khách hàng khác nhau.

Nhờ mô hình mini và supermini, DMX có thể mở rộng độ phủ sâu hơn so với các chuỗi điện máy truyền thống, qua đó củng cố lợi thế về quy mô, khả năng tiếp cận khách hàng và dịch vụ hậu mãi trên toàn quốc. **(Hình 3)**

Hình 3. Hệ sinh thái bán lẻ và định vị các chuỗi của DMX

Chuỗi	Phân loại bán lẻ	Quy mô cửa hàng	Vị trí	Vai trò chiến lược
Thế Giới Di Động	ICT	~100-200 m ²	Mặt tiền đường phố tại các tỉnh, TP lớn	Chuỗi ICT chủ lực, tập trung vào điện thoại, laptop và phụ kiện; định vị gần khu dân cư và các trục thương mại chính.
Điện Máy Xanh	ICT-CE	Ba mô hình: - DML: 800-1000 m ² ; - DMM (mini): 300-350 m ² ; - DMS (supermini): 80-150 m ²	Từ đô thị lớn, thị trấn tỉnh đến xã nông thôn	Chuỗi ICT-CE chủ lực với mô hình đa định dạng, giúp tối ưu độ phủ từ đô thị đến nông thôn.
TopZone	Apple Premium Reseller	Hai mô hình: APR (180-265 m ²) và AAR (~50 m ²)	APR độc lập; AAR tích hợp trong TGDD/ĐMX	Chuỗi Apple premium, hỗ trợ mở rộng thị phần Apple chính hãng và nâng tỷ trọng sản phẩm giá trị cao.
EraBlue	CE	150-350 m ²	Khu dân cư mật độ cao	Nền tảng mở rộng quốc tế tại Indonesia, được kỳ vọng trở thành động lực tăng trưởng dài hạn.

Nguồn: DMX, VPBankS Research tổng hợp

Cập nhật Q1.2026: Doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 32,542 tỷ đồng (+29.4% svck) và 2,219 tỷ đồng (50.1% svck), hoàn thành 27% và 30% kế hoạch năm 2026. (Hình 4)

Điện Máy Xanh và TGDD tiếp tục ghi nhận tăng trưởng doanh thu cao, trong khi TopZone và Thợ ĐMX tăng trên 30%. Kết quả này cho thấy hiệu quả ban đầu của chiến lược nâng cao năng suất của hàng hiện hữu, đồng thời mở rộng các dịch vụ giá trị gia tăng bên ngoài hoạt động bán lẻ truyền thống.

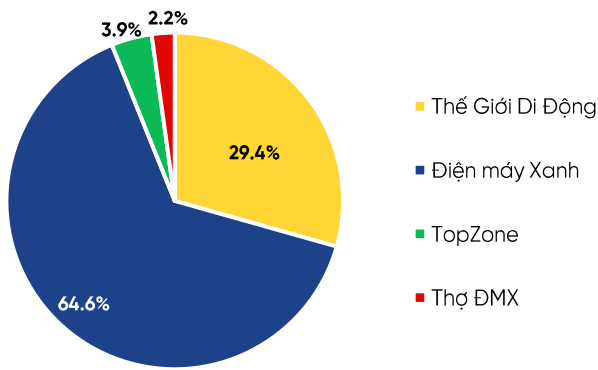
Hình 4. KQKD Q1.2026 của DMX

(tỷ đồng)	Kết quả kinh doanh			Tỷ trọng doanh thu	
	Q1.2026	Q1.2025	thay đổi svck	Q1.2026	Q1.2025
Doanh thu hợp nhất	32,542	25,154	29.4%	100%	100%
Thế Giới Di Động	9,552	7,292	31.0%	29.4%	29%
Điện Máy Xanh	21,015	16,418	28.0%	64.6%	65.3%
TopZone	1,274	924	37.8%	3.9%	3.7%
Thợ ĐMX	701	519	34.9%	2.2%	2.1%
Lợi nhuận gộp	6,241	4,526	37.9%	19.2%	18.0%
Chi phí BH&QLDN	3,664	2,911	25.9%	11.3%	11.6%
Lợi nhuận ròng	2,219	1,478	50.1%	6.8%	5.9%

Nguồn: DMX, VPBankS Research

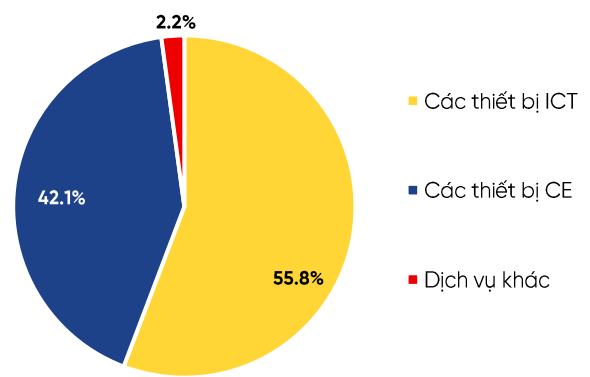
Chuỗi TGDD chỉ đóng góp 29.4% doanh thu của DMX nhưng nhóm ICT chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của DMX, đạt 55.8% (Hình 5 và Hình 6). Điều này phản ánh việc các sản phẩm điện thoại và thiết bị công nghệ không chỉ được bán tại TGDD và TopZone, mà còn được phân phối tại hệ thống của hàng ĐMX nhằm tối ưu cơ hội bán chéo.

Hình 5. Cơ cấu doanh thu Q1.2026 theo chuỗi bán lẻ



Nguồn: DMX, VPBankS Research

Hình 6. Cơ cấu doanh thu Q1.2026 theo mảng sản phẩm



Nguồn: DMX, VPBankS Research

Ước tính doanh thu 5T2026: DMX ghi nhận doanh thu lũy kế đạt 54,644 tỷ đồng (+32.8% svck), hoàn tất 44.8% kế hoạch doanh thu năm 2026. (Hình 7)

Hình 7. Ước tính doanh thu 5T2026 của DMX theo từng mảng bán lẻ

(tỷ đồng)	Kết quả kinh doanh			Tỷ trọng đóng góp	
	5T2026	5T2025	thay đổi svck	5T2026	5T2025
Doanh thu hợp nhất	54,644	41,148	32.8%	100%	100%
Bán lẻ ICT	30,085	22,903	31.4%	55.1%	55.7%
Điện thoại Apple	10,028	6,387	57.0%	18.4%	15.5%
Điện thoại Android	11,620	10,017	16.0%	21.3%	24.3%
Laptop	3,714	2,653	40.0%	6.8%	6.4%
Phụ kiện	2,600	2,000	30.0%	4.8%	4.9%
Dịch vụ	2,122	1,846	15.0%	3.9%	4.5%
Bán lẻ CE	22,975	17,182	33.7%	42.0%	41.8%
Gia dụng	5,730	4,064	41.0%	10.5%	9.9%
Tủ lạnh	4,722	3,349	41.0%	8.6%	8.1%
TV	4,192	3,464	21.0%	7.7%	8.4%
Máy giặt	4,192	3,327	26.0%	7.7%	8.1%
Máy lạnh	2,600	1,677	55.0%	4.8%	4.1%
Khác	1,539	1,301	18.3%	2.8%	3.2%
Thị Ỡ DMX	1,584	1,062	49.2%	2.9%	2.6%

Nguồn: DMX, VPBankS Research

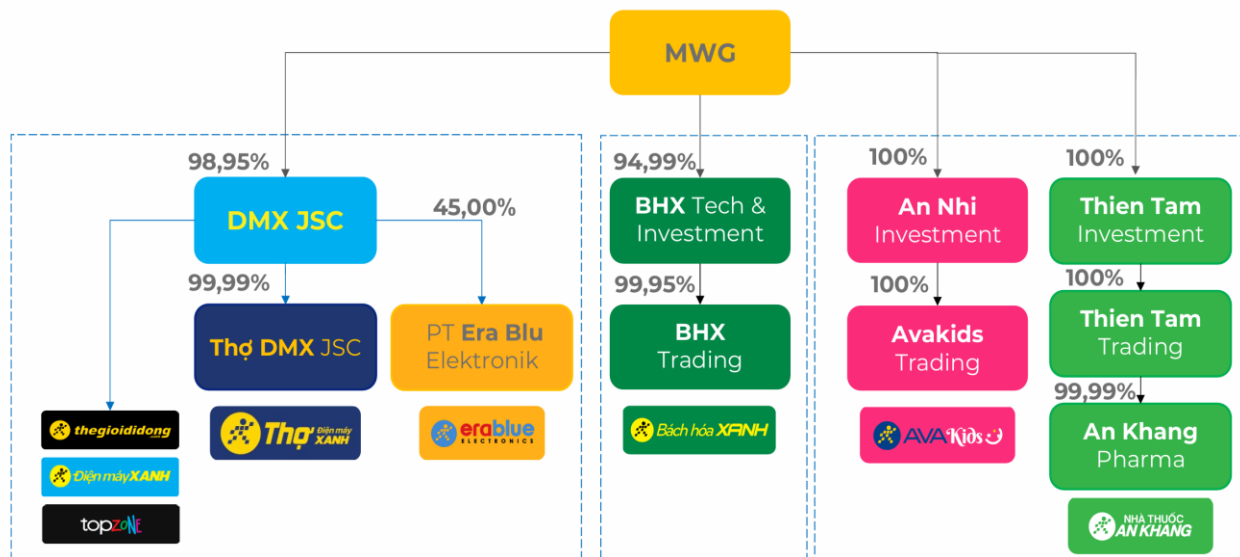
3. Cơ cấu tổ chức

Sau khi tái cấu trúc toàn diện và trở thành công ty Holding (Hình 8), MWG định vị DMX là nền tảng vận hành chính cho mảng bán lẻ thiết bị công nghệ và điện máy (ICT-CE). DMX hiện sở hữu và vận hành ba nhóm hoạt động chính:

- Chuỗi bán lẻ thị trường nội địa:** Sở hữu các chuỗi bán lẻ thiết bị ICT-CE. Tính tới cuối tháng 5/2026, DMX có 927 cửa hàng Thế Giới Di Động, 2,004 cửa hàng Điện Máy Xanh, và 85 cửa hàng TopZone.

- **Mảng dịch vụ: (i) Thị Điện Máy Xanh:** cung cấp các dịch vụ kỹ thuật, lắp đặt, sửa chữa thiết bị ICT-CE; **(ii) Super App:** nền tảng app thương mại điện tử, định hướng trở thành nền tảng “Đại siêu thị online”, tích hợp bán lẻ toàn bộ hàng hóa và cung cấp dịch vụ của DMX.
- 2. **Chuỗi bán lẻ tại thị trường quốc tế:** Phát triển chuỗi bán lẻ điện máy EraBlue, liên doanh của MWG và đối tác Erajaya tại Indonesia. Tháng 6/2026, EraBlue đạt 250 cửa hàng.

Hình 8. Hệ sinh thái MWG và các công ty thành viên (trước khi DMX thực hiện IPO)



Nguồn: MWG, VPBankS Research tổng hợp

Thông tin trọng yếu về đợt IPO và cơ cấu cổ đông DMX

Lộ trình niêm yết: Thời gian đăng ký và thanh toán từ **27/05-17/06/2026**; dự kiến niêm yết trên HOSE vào **đầu tháng 8/2026**.

Giá chào bán: 80,000 VND/cp, tương ứng forward P/E 2026 đạt 12.0x trước IPO và 12.3x sau IPO (dựa trên kế hoạch kinh doanh năm 2026 của DMX).

DMX ước tính huy động 14,360 tỷ đồng (~546 triệu USD) từ đợt IPO, tương ứng vốn hóa trước và sau phát hành đạt ~3.35 tỷ USD và 3.9 tỷ USD.

Cơ cấu sở hữu của DMX mang tính cô đặc cao khi MWG đóng vai trò cổ đông chi phối, nắm giữ 98.95% vốn cổ phần của công ty.

Quy mô: Chào bán 179.5 triệu cp mới, tương đương 16.3% và 14.0% số cp lưu hành trước và sau phát hành. **Sau IPO, tỷ lệ sở hữu của MWG tại DMX dự kiến giảm từ 98.95% xuống 82.6%** và vẫn duy trì quyền kiểm soát.

Với room ngoại tối đa 49% và vị thế dẫn đầu trong mảng ICT-CE, DMX có thể trở thành lựa chọn thay thế đáng chú ý cho nhà đầu tư nước ngoài trong bối cảnh room ngoại tại MWG gần như đã kín.

Quan điểm Đầu tư

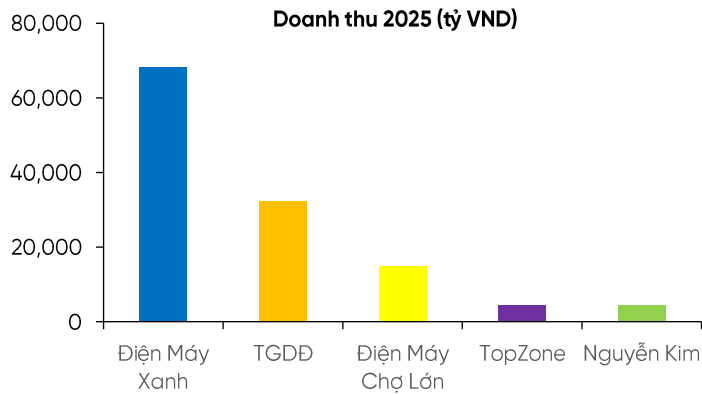
1. Vị thế dẫn đầu tại thị trường bán lẻ ICT-CE Việt Nam

Quy mô vượt trội củng cố vị thế dẫn đầu trong ngành bán lẻ ICT-CE

DMX là nhà bán lẻ ICT-CE lớn nhất Việt Nam, với hơn 3,000 cửa hàng trên toàn quốc thông qua ba chuỗi Thế Giới Di Động, Điện Máy Xanh và TopZone. Công ty hiện nắm giữ hơn 50% thị phần điện máy và gần 60% thị phần điện thoại tại kênh bán lẻ hiện đại, vượt xa các đối thủ như FPT Shop, Điện Máy Chợ Lớn, Nguyễn Kim, Pico và các cửa hàng nhỏ lẻ.

DMX vượt trội tuyệt đối về quy mô doanh thu so với các chuỗi ICT-CE trong nước. Riêng chuỗi Điện Máy Xanh đạt 68,297 tỷ đồng doanh thu trong năm 2025, cao gấp khoảng 4.6x Điện Máy Chợ Lớn và 15.9x Nguyễn Kim. Nếu tính cả TGDD và TopZone, ba chuỗi bán lẻ ICT-CE của DMX đạt tổng doanh thu khoảng 105,017 tỷ đồng, cho thấy lợi thế quy mô vượt xa các đối thủ còn lại trên thị trường. **(Hình 9)**

Hình 9. DMX vượt trội về quy mô doanh thu so với các chuỗi ICT-CE khác



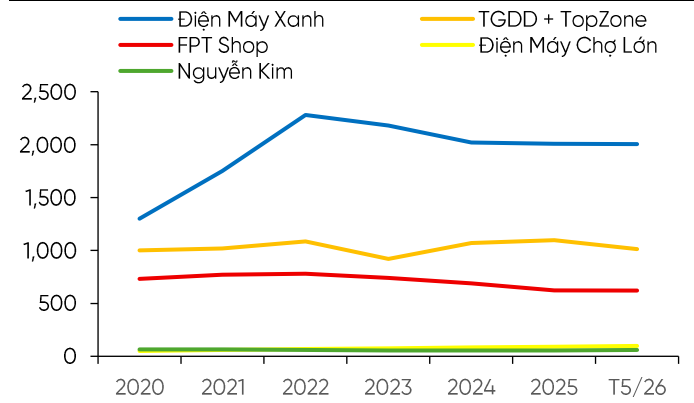
Nguồn: DMX, FRT, Vietdata, VPBankS Research tổng hợp

Quy mô mạng lưới lớn, danh mục sản phẩm đa dạng và quan hệ hợp tác lâu năm với các nhãn hàng lớn như Apple, Samsung, LG, Panasonic và Xiaomi giúp DMX duy trì lợi thế về giá mua, khả năng triển khai chương trình bán hàng và chất lượng dịch vụ hậu mãi. Đây là lợi thế cạnh tranh khó sao chép, đặc biệt trong bối cảnh ngành bán lẻ ICT-CE đang dịch chuyển dần từ mô hình cửa hàng nhỏ lẻ sang các chuỗi hiện đại có dịch vụ tiêu chuẩn hóa.

Vị thế dẫn đầu của DMX đang được chuyển hóa thành tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Trong Q1/2026, DMX ghi nhận tăng trưởng doanh thu tích cực ở cả ba chuỗi chính, trong đó Điện Máy Xanh, Thế Giới Di Động và TopZone lần lượt tăng mạnh so với cùng kỳ. **(Hình 4)**

Đáng chú ý, tăng trưởng chủ yếu đến từ cải thiện năng suất của hàng hiện hữu thay vì mở rộng mạng lưới, cho thấy hiệu quả bước đầu của chiến lược tăng trưởng bằng "chất". VPBankS kỳ vọng DMX sẽ tiếp tục tận dụng vị thế dẫn đầu để gia tăng thị phần, cải thiện doanh thu trên mỗi cửa hàng và mở rộng biên lợi nhuận trong giai đoạn 2026-2028.

Hình 10. DMX duy trì độ phủ cửa hàng dẫn đầu toàn quốc



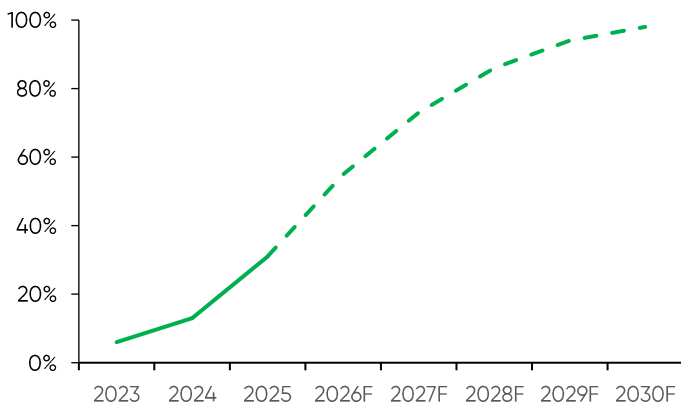
Nguồn: DMX, FRT, Vietdata, VPBankS Research tổng hợp

Vị thế dẫn đầu giúp DMX hưởng lợi từ chu kỳ phục hồi và cao cấp hóa của thị trường ICT-CE

Sau giai đoạn suy yếu trong năm 2023-2024, thị trường ICT-CE Việt Nam đang bước vào chu kỳ phục hồi, được hỗ trợ bởi nhu cầu thay mới sau COVID-19, xu hướng học tập, làm việc đa thiết bị, chu kỳ nâng cấp laptop/PC và sự cải thiện của sức mua hộ gia đình. Tỷ trọng AI PC được dự báo tăng nhanh từ 31% năm 2025 lên gần 100% vào năm 2030, mở ra chu kỳ nâng cấp mới cho thị trường PC và thiết bị ICT (**Hình 11**).

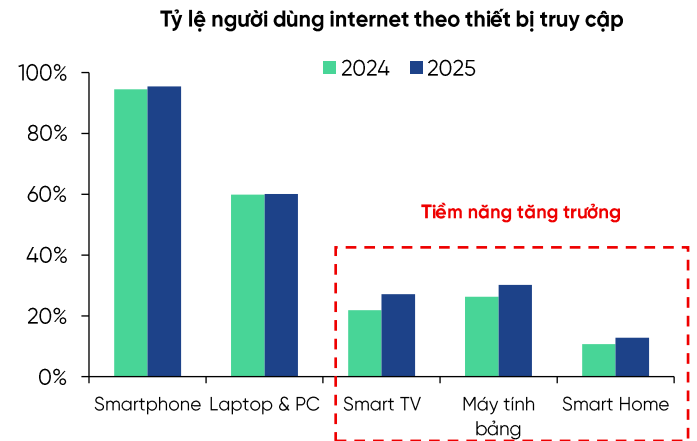
Bên cạnh yếu tố sản lượng, giá trị thị trường còn dự định tăng nhờ giá bán bình quân cải thiện. Động lực chính đến từ: (i) sản phẩm ngày càng tích hợp nhiều tính năng mới như AI, camera, màn hình và chip xử lý mạnh hơn; (ii) người tiêu dùng có xu hướng chuyển sang các sản phẩm giá trị cao hơn; và (iii) áp lực tăng giá một số linh kiện trọng yếu, đặc biệt là DRAM, NAND và SSD do nhu cầu AI/data center gia tăng, có thể đẩy mặt bằng giá bán thiết bị ICT lên cao.

Hình 11. Tỷ trọng AI PC trong tổng lượng PC bán ra toàn cầu (%)



Nguồn: Dell, Tech Insight, VPBankS Research tổng hợp

Hình 12. Xu hướng đa thiết bị hỗ trợ nhu cầu nâng cấp ICT-CE



Nguồn: Cốc Cốc Việt Nam, Statista, DMX, VPBankS Research tổng hợp

Q1/2026, DMX ghi nhận doanh thu thuần đạt 32,542 tỷ đồng, tăng 29.4% svck, trong khi LNST tăng 50.1% svck lên 2,219 tỷ đồng. Tăng trưởng diễn ra trên hầu hết các nhóm sản phẩm chính, bao gồm điện thoại Apple, laptop, gia dụng, tủ lạnh, TV và máy giặt. Điều này cho thấy chu kỳ phục hồi không chỉ đến từ một ngành hàng đơn lẻ, mà đang lan tỏa trên cả nhóm ICT và CE.

Với danh mục sản phẩm rộng, chính sách trả chậm và năng lực giao lắp, bảo hành trên toàn quốc, DMX có vị thế tốt để hấp thụ xu hướng phục hồi và cao cấp hóa của thị trường ICT-CE.

2. EraBlue mở ra dư địa tăng trưởng dài hạn tại Indonesia

EraBlue là mô hình nhân bản của DMX tại Indonesia - thị trường có quy mô dân số gần gấp 3 lần Việt Nam. Tuy nhiên, ngành bán lẻ điện máy còn phân mảnh, với kênh truyền thống chiếm khoảng 90%, dẫn đến còn nhiều dư địa cho mô hình bán lẻ hiện đại tăng trưởng.

Mô hình được triển khai dưới hình thức liên doanh giữa Erajaya và DMX, trong đó Erajaya nắm 55% và DMX nắm 45%, giúp kết hợp lợi thế địa phương của Erajaya với năng lực vận hành chuỗi điện máy đã được kiểm chứng của DMX tại Việt Nam. Sau 3 năm hoàn thiện và bản địa hóa mô hình, **EraBlue đã mở rộng lên hơn 220 cửa hàng và ghi nhận lợi nhuận từ Q3/2024**, cho thấy mô hình đã được kiểm chứng thành công.

Q1/2026, EraBlue đạt doanh thu 906 tỷ IDR (~1,370 tỷ đồng), gấp đôi cùng kỳ, SSSG đạt 25%, cho thấy mô hình tiếp tục được đón nhận tích cực tại Indonesia. Sau giai đoạn thử nghiệm, EraBlue đang bước vào chu kỳ tăng tốc mở rộng với mục tiêu đạt 500 cửa hàng và IPO vào năm 2027, hướng tới 1,000 cửa hàng và doanh thu 1 tỷ USD vào năm 2030.

VPBankS đánh giá EraBlue là động lực tăng trưởng chiến lược dài hạn của DMX, với tiềm năng tái hiện sự tăng trưởng của Điện Máy Xanh thứ 2 ở thị trường có quy mô lớn hơn đáng kể so với Việt Nam. So với DMX tại Việt Nam, nơi DMX mất hơn hai thập kỷ để xây dựng vị thế dẫn đầu với khoảng 55% thị phần, EraBlue có cơ hội rút ngắn đáng kể chu kỳ phát triển nhờ kinh nghiệm vận hành, hệ thống quản trị, quan hệ nhà cung cấp và bài học mở rộng chuỗi đã được tích lũy tại thị trường Việt Nam.

Hình 13. Bốn yếu tố hỗ trợ thành công của DMX tại Indonesia

Yếu tố	Luận điểm chính
Đối tác địa phương phù hợp	Erajaya có hiểu biết thị trường, hệ thống nhân sự, pháp lý và nền tảng bán lẻ sẵn có tại Indonesia; DMX đóng góp năng lực vận hành, quản trị chuỗi, quan hệ nhà cung cấp và kinh nghiệm mở rộng mô hình điện máy.
Mô hình cửa hàng phù hợp	EraBlue chọn mô hình cửa hàng mặt tiền đường thay vì phụ thuộc vào trung tâm thương mại, phù hợp với hành vi di chuyển bằng xe máy, mật độ giao thông cao và nhu cầu mua sắm thuận tiện của người tiêu dùng Indonesia.
Chính sách giá cạnh tranh	EraBlue cạnh tranh trực tiếp với kênh truyền thống bằng mức giá hợp lý, giúp nhanh chóng mở rộng tệp khách hàng và gia tăng nhận diện thương hiệu trong giai đoạn đầu.
Dịch vụ hậu mãi vượt trội	Khả năng giao hàng và lắp đặt nhanh giúp EraBlue giải quyết điểm nghẽn lớn của kênh truyền thống, nơi khách hàng thường phải chờ nhiều ngày để hoàn tất giao dịch mua, giao và lắp đặt sản phẩm.

Nguồn: DMX, VPBankS Research tổng hợp

Dư địa cải thiện hiệu quả của EraBlue vẫn còn lớn. Hiện mô hình đang ưu tiên chính sách giá cạnh tranh để mở rộng độ phủ và thu hút khách hàng, khiến biên lợi nhuận còn ở mức thấp. Tuy nhiên, khi quy mô cửa hàng đủ lớn, EraBlue có thể cải thiện hiệu quả vận hành thông qua tối ưu logistics, tăng sức mua với nhà cung cấp, nâng hiệu suất cửa hàng và mở rộng dịch vụ hậu mãi.

Về dài hạn, EraBlue hướng tới doanh thu khoảng 21,000 tỷ đồng và LNST khoảng 800 tỷ đồng vào năm 2030, tương ứng biên LNST 3.8%, qua đó trở thành động lực tăng trưởng chiến lược dài hạn của DMX.

3. Các trụ cột kinh doanh mới hỗ trợ tăng trưởng bền vững và cải thiện biên lợi nhuận

Xu hướng nâng cấp tiêu dùng đặc biệt thuận lợi cho các nhà bán lẻ hiện đại có độ phủ lớn, danh mục sản phẩm rộng, dịch vụ hậu mãi tốt và khả năng cung cấp giải pháp tài chính tiêu dùng.

Đây là lợi thế rõ rệt của DMX nhờ hệ thống cửa hàng đa định dạng phủ rộng từ đô thị đến nông thôn, cùng các chương trình trả chậm, giao lắp, bảo hành, sửa chữa và bán hàng đa kênh. Các yếu tố này giúp giảm rào cản chi tiêu ban đầu, cải thiện trải nghiệm khách hàng và hỗ trợ chuyển đổi nhu cầu tiềm năng thành doanh thu thực tế.

Tài chính tiêu dùng: Đòn bẩy hỗ trợ sức mua và tăng trưởng doanh thu

- Tận dụng mạng lưới hơn 3,000 điểm bán làm trung tâm thanh toán và dịch vụ tiện ích, gia tăng tần suất tương tác với khách hàng và tạo thêm cơ hội chuyển đổi doanh số.
- Bên cạnh đó, DMX đẩy mạnh chương trình thanh toán "trả chậm" 0% lãi suất nhằm hỗ trợ sức mua của khách hàng, với 97% danh mục sản phẩm hỗ trợ hình thức thanh toán này.
- Mô hình vận hành dựa trên hợp tác giữa DMX, nhà sản xuất và các công ty tài chính tiêu dùng, trong đó DMX đóng vai trò kết nối khách hàng và sản phẩm, còn rủi ro tín dụng thuộc về đối tác.
- Chương trình ghi nhận hiệu quả tích cực trong bối cảnh giá bán các sản phẩm công nghệ có xu hướng gia tăng. Q1/2026, doanh thu từ chương trình "trả chậm" đạt 11,994 tỷ đồng (+50% YoY), tương ứng 37% tổng doanh thu. **DMX đặt mục tiêu nâng tỷ trọng doanh thu từ chương trình "trả chậm" từ 35% lên 55% vào năm 2030.**

Thợ ĐMX: Mở rộng hệ sinh thái hậu mãi, tăng gắn kết với khách hàng

- Thợ ĐMX tiếp tục mở rộng vai trò trong hệ sinh thái hậu mãi, chuyển từ trung tâm chi phí thành nguồn doanh thu mới thông qua các dịch vụ lắp đặt, sửa chữa và bảo trì cho cả khách hàng bên ngoài.
- Với **mạng lưới hơn 8,000 kỹ thuật viên và hơn 3,000 điểm chạm**, DMX sở hữu lợi thế đáng kể trong việc chuẩn hóa và mở rộng dịch vụ điện máy tại nhà trên quy mô toàn quốc.
- Q1/2026, Thợ ĐMX đạt doanh thu 701 tỷ đồng (+45% YoY), trong đó doanh thu ngoài hệ thống DMX đạt 125 tỷ đồng (+63% YoY). Dù tỷ trọng còn nhỏ, Thợ ĐMX giúp gia tăng gắn kết khách hàng và khai thác thị trường dịch vụ điện máy còn phân mảnh.
- VPBankS cho rằng Thợ ĐMX có thể trở thành **nguồn doanh thu lặp lại, kéo dài vòng đời khách hàng** từ mua sắm, lắp đặt, bảo trì, đến mở ra cơ hội nâng cấp sản phẩm sau đó.

Super App: Nền tảng kết nối hệ sinh thái, củng cố chiến lược Omni-channel

- Super App ghi nhận doanh thu 2,000 tỷ đồng và 44 triệu lượt truy cập trong Q1/2026, đóng góp 6% doanh thu DMX. DMX đặt mục tiêu phát triển Super App thành nền tảng mua sắm và dịch vụ tích hợp, đóng góp 30% doanh thu vào năm 2030.
- Khác với các sàn thương mại điện tử truyền thống, DMX không cạnh tranh bằng trợ giá hay chi phí thu hút khách hàng.
- Với hơn 18 triệu khách hàng định danh cùng hệ sinh thái bán lẻ và logistics rộng khắp, Super App được kỳ vọng trở thành trung tâm kết nối sản phẩm, dịch vụ và khách hàng, qua đó nâng cao giá trị vòng đời khách hàng và hiệu quả khai thác dữ liệu.

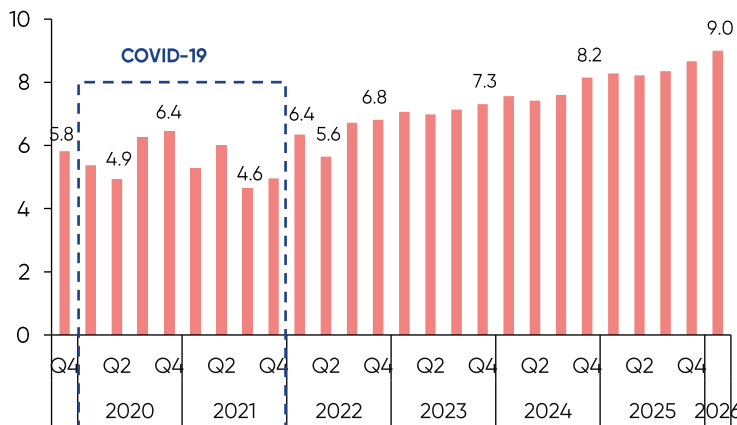
Thu nhập cải thiện và tầng lớp trung lưu mở rộng hỗ trợ tăng trưởng dài hạn

Sự mở rộng nhanh của tầng lớp tiêu dùng tại Việt Nam, đặc biệt khi nhóm này được McKinsey dự báo tăng từ 40.8% dân số năm 2020 lên 74.0% năm 2030, sẽ hỗ trợ nhu cầu nâng cấp các sản phẩm ICT-CE.

Năm 2025, thu nhập bình quân đầu người vượt mốc 5,000 USD (+6.9% svck). Chính phủ đặt mục tiêu này lên 5,400-5,500 USD vào năm 2026, và hướng tới mốc 7,400 USD vào năm 2030. **(Hình 15)**

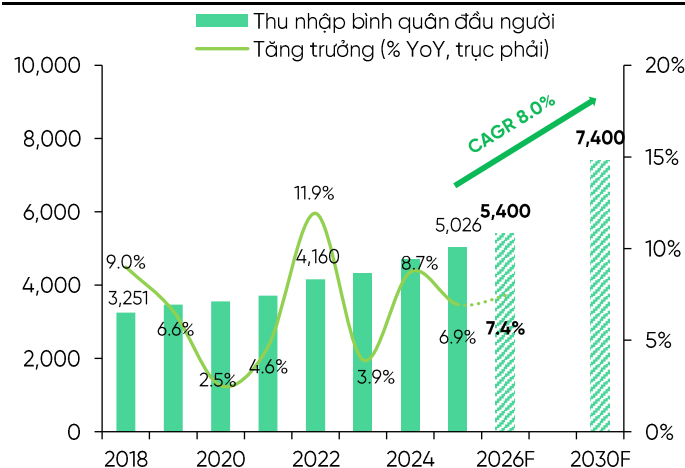
Khi thu nhập khả dụng cải thiện, nhu cầu tiêu dùng có xu hướng dịch chuyển từ mua sắm cơ bản sang nâng cấp các sản phẩm ICT-CE có giá trị cao hơn, cải thiện trải nghiệm sống và sử dụng nhiều thiết bị kết nối hơn trong gia đình.

Hình 14. Thu nhập cá nhân bình quân hàng tháng (triệu VND)



Nguồn: NSO, VPBankS Research

Hình 15. GDP bình quân đầu người, Việt Nam (USD)



Nguồn: NSO, World Bank, VPBankS Research

4. Chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn

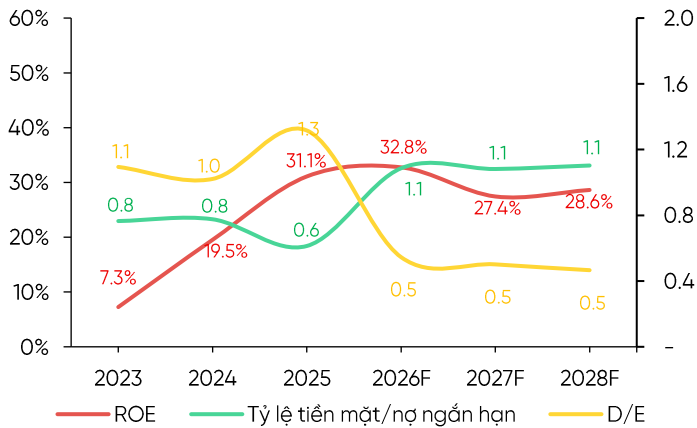
Trong bối cảnh lãi suất có xu hướng biến động và thị trường chứng khoán thường xuyên điều chỉnh, cổ tức tiền mặt cao trở thành yếu tố hỗ trợ định giá và nâng cao sức hấp dẫn của cổ phiếu đối với các nhà đầu tư dài hạn.

DMX cam kết chi trả cổ tức tiền mặt 4,000 đồng/cổ phiếu ngay sau IPO, tương đương suất cổ tức khoảng 5.0% trên mức giá chào bán 80,000 đồng/cổ phiếu. Trong các năm sau, DMX cam kết duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức tối thiểu 50% lợi nhuận sau thuế, phản ánh năng lực tạo dòng tiền bền vững và cam kết chia sẻ giá trị dài hạn với cổ đông.

Chính sách cổ tức của DMX có cơ sở bền vững nhờ khả năng sinh lời cao, bảng cân đối lành mạnh và nhu cầu tái đầu tư không quá lớn. Trong giai đoạn 2026-28F, VPBankS kỳ vọng ROE vẫn duy trì ở mức cao, đòn bẩy tài chính giảm về mức hợp lý, trong khi lượng tiền mặt duy trì ở mức cao giúp tỷ lệ tiền mặt/nợ ngắn hạn cải thiện lên trên 1.0x. Điều này hỗ trợ khả năng chi trả cổ tức mà không gây áp lực đáng kể lên cấu trúc tài chính. **(Hình 16)**

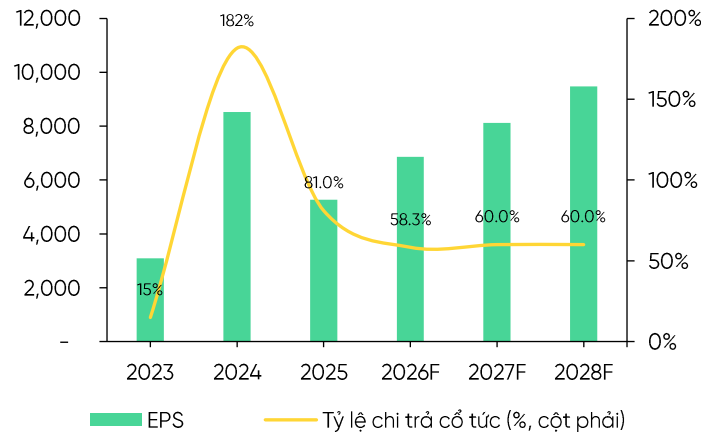
Cùng với tăng trưởng EPS, lợi suất cổ tức dự phóng trên mức giá IPO được kỳ vọng tăng lên 6.1% trong năm 2027F và 7.1% trong năm 2028F, qua đó củng cố tổng mức sinh lời kỳ vọng cho cổ đông dài hạn. **(Hình 17)**

Hình 16. Khả năng sinh lời cao và đòn bẩy giảm hỗ trợ chính sách cổ tức tiền mặt



Nguồn: DMX, VPBankS Research

Hình 17. EPS tăng trưởng hỗ trợ chính sách cổ tức tiền mặt cao trong dài hạn



Nguồn: DMX, VPBankS Research

Dự phóng Kết quả Kinh doanh

Dựa vào các luận điểm trên, VPBank Securities dự phóng doanh thu và LNST năm 2026 của DMX lần lượt đạt 129,753 tỷ đồng (+18.5% svck) và 8,781 tỷ đồng (+51.4% svck); CAGR dự phóng giai đoạn 2026-30 lần lượt đạt 11.4% và 16.2%.

Động lực tăng trưởng năm 2026: (i) Nâng cao hiệu quả bán lẻ hiện hữu; (ii) Mở rộng quốc tế thông qua EraBlue tại Indonesia; (iii) Thúc đẩy chương trình thanh toán “trả chậm” 0% lãi suất nhằm hỗ trợ sức mua; (iv) Mở rộng dịch vụ hậu mãi thông qua Thị ƉMX, gia tăng giá trị vòng đời khách hàng; (v) Củng cố chiến lược omni-channel thông qua Super App.

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận hợp nhất của DMX (2026-28F)

(Đơn vị: tỷ VND)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	93,357	109,479	129,753	149,683	168,484
TGĐĐ	26,782	32,314	36,170	41,288	46,294
ĐMX	59,513	68,297	83,003	95,796	107,506
TopZone	3,310	4,406	4,972	5,663	6,316
Thị ƉMX	1,717	2,576	3,684	4,973	6,366
Khác (tài chính tiêu dùng, dịch vụ,...)	2,034	1,887	1,924	1,963	2,002
Lợi nhuận gộp	17,089	19,487	24,653	28,889	32,854
Lợi nhuận ròng	3,717	5,802	8,781	10,399	12,139
Biên lợi nhuận (%)					
Biên lợi nhuận gộp	18.3	17.8	19.0	19.3	19.5
Biên lợi nhuận ròng	4.0	5.3	6.8	6.9	7.2
Tăng trưởng (% svck)					
Doanh thu thuần	7.5	17.3	18.5	15.4	12.6
Lợi nhuận gộp	18.5	14.0	26.5	17.2	13.7
Lợi nhuận ròng	176.2	56.1	51.4	18.4	16.7

Định giá và Khuyến nghị

VPBank Securities đưa ra định giá lần đầu đối với CTCP Đầu tư Điện Máy Xanh (HSX: DMX), **giá mục tiêu 93,300 đồng**.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền (FCFF) và P/E, tỷ trọng lần lượt 50% và 50%, để định giá cổ phiếu DMX.

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đồng/cp)
1. FCFF	50%	86,400
2. P/E	50%	100,200
Giá mục tiêu		93,300

1. Phương pháp FCFF: Theo phương pháp FCFF, VPBank Securities kỳ vọng giá mục tiêu của DMX ở mức 86,400 đồng/cổ phiếu.

Do DMX chưa có lịch sử giao dịch, chúng tôi sử dụng beta của MWG làm tham chiếu. Beta đòn bẩy của MWG được điều chỉnh về beta phi đòn bẩy (0.73) và tái đòn bẩy hóa theo cơ cấu vốn của DMX để xác định beta mục tiêu ở mức 1.39.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)	
WACC (%)	14.6
Lãi suất phi rủi ro (%)	4.1
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	9.16
Beta	1.39
Chi phí nợ (%)	6.0
Chi phí sử dụng vốn (%)	16.8
Tỷ lệ nợ trên vốn hóa thị trường	0.2
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	22,159

MWG	
Tổng giá trị nợ vay (tỷ VND)	28,101
Vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	35,933
Beta đòn bẩy	1.19
Beta phi đòn bẩy	0.73
DMX	
Tổng giá trị nợ vay (tỷ VND)	22,159
Vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	20,019
Beta đòn bẩy	1.39

Mô hình định giá FCFF					
Đơn vị: tỷ VND	9T2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN ròng	6,563	10,399	12,139	14,036	16,022
Cộng: Lãi vay sau thuế	741	977	879	1,042	993
Cộng: Các chi phí không bằng tiền	922	260	216	1,011	1,055
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	304	3,036	2,079	1,658	1,242
Trừ: Vốn đầu tư	602	1,128	226	934	784
Dòng tiền tự do (FCFF)	7,319	7,471	10,928	13,497	16,044
Tỷ lệ chiết khấu	0.90	0.79	0.69	0.60	0.52
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	6,607	5,884	7,508	8,089	8,389
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	67,770				
Giá trị doanh nghiệp	104,247				
Trừ: Nợ vay	22,159				
Cộng: Tiền và Đầu tư ngắn hạn	28,569				
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	-				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ cp)	1.28				
Giá mục tiêu (VND)	86,400				

Nguồn: Ước tính bởi VPBankS Research

2. Phương pháp P/E:

Chúng tôi sử dụng nhóm doanh nghiệp bán lẻ ICT-CE quốc tế có mô hình hoạt động tương đồng với DMX làm cơ sở so sánh. Với EPS dự phóng năm 2026 đạt 6,856 đồng/cp và P/E mục tiêu 14.6x, giá trị hợp lý theo phương pháp P/E được xác định ở mức 100,200 đồng/cp.

Tóm tắt mô hình định giá P/E

P/E hiện tại	Tỷ suất trung bình ngành	P/E dự phóng áp dụng	EPS dự phóng (đồng/cp)	Giá mục tiêu (đồng/cp)
12.3x	14.6x	14.6x	6,856	100,200

So sánh các doanh nghiệp trong ngành bán lẻ ICT-CE

Tên công ty	Quốc Gia	PE mục tiêu 26F	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng doanh thu FY25 (%)	Biên LN gộp (%)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)
CTCP Đầu tư Điện Máy Xanh	Việt Nam	12.3	3,867	17.3	17.8	5.3	10.9	31.1
Com7 PCL	Thái Lan	14.6	1,893	11.4	13.7	4.8	14.8	39.5
Bic Camera Inc	Nhật Bản	17.6	2,057	5.1	26.8	3.4	3.9	11.7
Edion Corp.	Nhật Bản	17.2	1,795	3.3	28.7	3.2	3.6	6.8
United Electronics Co.	Saudi Arabia	11.1	1,584	8.5	24.4	9.1	8.3	32.4
Best Buy	Mỹ	12.0	16,250	1.0	22.5	3.7	7.9	39.1
JB Hi-Fi	Úc	17.7	5,954	8.6	22.5	6.6	11.4	29.3
Currys	Anh	12.0	2,262	5.8	18.6	2.4	2.3	6.2
Trung bình		14.6						

Nguồn: Bloomberg, tổng hợp và ước tính bởi VPBankS Research

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (tỷ VND)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	93,357	109,479	129,753	149,683	168,484
Tăng trưởng (%)	7.5	17.3	18.5	15.4	12.6
Lợi nhuận gộp	17,089	19,487	24,653	28,889	32,854
Biên LN gộp (%)	18.3	17.8	19.0	19.3	19.5
Chi phí BH & QLDN	(12,933)	(13,140)	(15,051)	(17,664)	(19,714)
Lãi/(lỗ) từ công ty LDLK	(45)	24	55	108	181
LN HDKD (loại trừ FIFE)	4,111	6,371	9,656	11,333	13,322
Tăng trưởng (%)	198.2	55.0	51.6	17.4	17.6
Biên LN từ HDKD (%)	4.4	5.8	7.4	7.6	7.9
LN khác	635	898	1,615	1,955	2,265
Thu nhập tài chính (FI)	1,673	1,843	2,756	3,042	3,117
Chi phí tài chính (FE)	(701)	(973)	(1,253)	(1,224)	(1,102)
trong đó: chi phí lãi vay	(698)	(970)	(1,250)	(1,221)	(1,099)
Thu nhập ròng khác	(338)	28	111	137	250
LNTT	4,747	7,269	11,271	13,288	15,587
Thuế TNDN	(1,030)	(1,467)	(2,490)	(2,889)	(3,447)
LNST	3,717	5,802	8,781	10,399	12,139
Tăng trưởng (%)	176.2	56.1	51.4	18.4	16.7
Biên LN ròng (%)	4.0	5.3	6.8	6.9	7.2
LNST CD công ty mẹ	-	-	-	-	-
Lợi ích CD thiếu số	3,717	5,802	8,781	10,399	12,139
EBIT	4,286	6,522	9,819	11,490	13,482
Biên EBIT (%)	4.6	6.0	7.6	7.7	8.0
EBITDA	5,373	7,297	10,884	11,869	13,818
Biên EBITDA (%)	5.8	6.7	8.4	7.9	8.2

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (tỷ VND)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền từ HDKD	6,243	5,017	6,977	5,119	7,716
Lợi nhuận trước thuế	4,747	7,269	11,271	13,288	15,587
Khấu hao	1,086	775	1,064	380	337
(Lãi)/lỗ từ HD đầu tư	(1,105)	(1,708)	(2,321)	(2,826)	(2,866)
Thay đổi vốn lưu động	2,229	(82)	(1,251)	(3,036)	(2,079)
Thay đổi khác	(714)	(1,238)	(1,786)	(2,687)	(3,262)
Tiền từ HĐ đầu tư	(3,477)	12	10,233	2,453	(1,405)
Thay đổi TS cố định	(53)	(66)	(700)	(1,128)	(226)
Thay đổi TS đầu tư	(5,278)	(1,429)	(12,044)	805	(4,136)
Cổ tức, lãi suất đã nhận	1,854	1,507	2,511	2,776	2,958
Tiền từ HĐ tài chính	(3,126)	(5,231)	5,344	(5,723)	(6,441)
Thay đổi vốn cổ phần	-	109	14,360	-	-
Tiền vay nợ ròng	(376)	3,360	(3,893)	516	842
Cổ tức đã trả	(2,750)	(8,700)	(5,123)	(6,239)	(7,284)
Khác	-	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(360)	(202)	2,088	1,849	(130)
Tổng tiền đầu năm	4,140	3,780	3,578	5,666	7,516
Thay đổi trong tỷ giá	0	0	0	0	0
Tổng tiền cuối năm	3,780	3,578	5,666	7,516	7,386

Bảng cân đối kế toán

Năm (tỷ VND)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Tổng tài sản	49,472	56,916	72,091	77,366	85,136
Tài sản ngắn hạn	47,063	53,566	70,128	74,438	81,986
Tiền và tương đương tiền	3,780	3,578	5,666	7,516	7,386
Đầu tư TC ngắn hạn	19,463	20,414	33,736	32,930	37,067
Các khoản phải thu	5,005	6,265	6,075	5,979	5,893
Hàng tồn kho	18,446	22,759	24,104	27,401	30,975
Tài sản ngắn hạn khác	369	549	547	612	665
Tài sản dài hạn	2,409	3,351	1,964	2,928	3,150
Tài sản cố định	1,625	840	517	1,284	1,179
Xây dựng CB dở dang	5	54	21	9	12
Tài sản dài hạn khác	779	2,456	1,426	1,635	1,959
Tổng nợ	29,956	39,116	36,272	37,388	40,301
Nợ ngắn hạn	29,956	39,116	36,272	37,388	40,301
Khoản phải trả	6,325	9,702	10,503	10,284	11,367
Vay ngắn hạn	19,930	23,429	19,537	20,053	20,895
Khác	3,700	5,985	6,233	7,051	8,039
Nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Khác	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	19,516	17,801	35,819	39,978	44,834
Vốn góp chủ sở hữu	4,362	11,013	12,808	12,808	12,808
Thặng dư vốn	-	-	12,565	12,565	12,565
Vốn khác	-	1,073	1,073	1,073	1,073
Lợi nhuận giữ lại	15,155	5,714	9,373	13,532	18,388
Lợi ích CD không kiểm soát	-	-	-	-	-
*Nợ vay	19,930	23,429	19,537	20,053	20,895
*Nợ ròng (tiền)	(3,313)	(563)	(19,866)	(20,393)	(23,557)

Các chỉ số tài chính

Năm	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (VND)	8,521	5,268	6,856	8,119	9,478
BPS (VND)	44,661	16,163	27,966	31,207	35,001
PER (x)	9.4	15.2	11.7	9.9	8.4
PBR (x)	1.8	4.9	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA (x)	22.4	14.7	9.8	8.4	7.1
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	182.0	81.0	58.3	60.0	60.0
Lãi cổ tức (%)	19.3	5.3	5.0	6.1	7.1
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	5.8	6.7	8.4	7.9	8.2
Biên LN gộp (%)	18.3	17.8	19.0	19.3	19.5
Biên LN ròng (%)	4.0	5.3	6.8	6.9	7.2
ROE (%)	19.5	31.1	32.8	27.4	28.6
ROA (%)	7.8	10.9	13.6	13.9	14.9
Khả năng ổn định tài chính					
Nợ vay/Vốn CSH (x)	1.0	1.3	0.5	0.5	0.5
Nợ vay ròng/EBITDA (x)	(0.6)	(0.1)	(1.8)	(1.7)	(1.7)
Tỷ số thanh toán tiền mặt	0.8	0.6	1.1	1.1	1.1
Khả năng thanh toán lãi vay	6.1	6.7	7.9	9.4	12.3
Hiệu quả hoạt động (ngày)					
Số ngày khoản phải thu	1	1	1	1	1
Số ngày hàng tồn kho	88	84	86	85	85
Số ngày khoản phải trả	28	31	30	30	30

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo, Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này,

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập luận là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo, Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan,

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá, Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank, Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty,

Công ty cổ phần Chứng khoán VPbank

Tầng 21&25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn