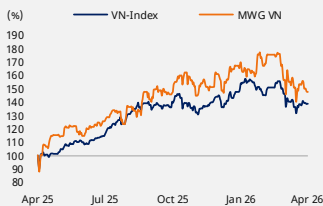


(Cập nhật)	Mua
Giá mục tiêu (VND)	▲ 100,000
Thị giá (7/4/2026, VND)	78,000
Lợi nhuận kỳ vọng	28.2%

Lợi nhuận HĐKD (26F, tỷ đồng)	9,743
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	-
Tăng trưởng EPS (26F, %)	20.8%
Kỳ vọng thị trường (26F, %)	-
P/E (26F, x)	17.4
P/E thị trường (x)	-
VNIndex	1,678

Vốn hóa (tỷ đồng)	114,537
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,468
% tự do chuyển nhượng (%)	82.6
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	48.8
Beta (12T)	1.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	45,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	94,400

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-5.7	-4.3	47.7
Tương đối	-0.6	-2.0	9.2



CTCP Chứng Khoán Mirae Asset Việt Nam

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên
nguyen.nhb@miraesecurities.com.vn

MWG · Bán lẻ

CTCP Đầu tư Thế giới Di động

Hiệu quả chi phí là trọng tâm

Tối ưu hóa tăng trưởng

Quá trình tái cấu trúc đang chuyển dịch sang mô hình tăng trưởng nhanh, hiệu quả cao và cơ cấu đơn giản hơn, giúp dòng lợi nhuận rõ ràng hơn ở hai mảng chính:

- Mảng thiết bị điện tử (ĐMX, TGDĐ, Erabue): đã ổn định biên lợi nhuận sau giai đoạn tái cơ cấu, với chương trình trả chậm (BNPL) đóng vai trò động lực chính thúc đẩy doanh số và gia tăng thị phần trong một thị trường đã bước vào giai đoạn trưởng thành.
- Mảng bách hóa: Tại BHX, doanh thu/cửa hàng giảm ngắn hạn do mở rộng nhanh, nhưng tổng doanh thu vẫn duy trì tăng trưởng nhờ mở rộng quy mô và thị phần. Biên lợi nhuận tiếp tục cải thiện, duy trì khoảng 3% trong Q4/2025 và ban lãnh đạo đang đặt mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận 20% trên mức biên ròng khoảng 3.3% cho cả năm 2026. Về dài hạn, BHX có biên lợi nhuận gộp cao hơn ĐMX và tăng trưởng nhanh hơn, qua đó dần nâng tỷ trọng doanh thu và hỗ trợ tăng trưởng EBITDA tổng thể.

Dự phóng

Chúng tôi dự phóng CAGR lợi nhuận ròng giai đoạn 2026–28 đạt 18.1%. Trong năm 2026, doanh thu và lợi nhuận ròng dự báo tăng lần lượt 18.3% và 20.8% CK, so với kế hoạch của doanh nghiệp là 18% và 30%.

Cập nhật định giá

Chúng tôi nâng dự phóng lợi nhuận MWG với doanh số cao hơn cho 2026 và giảm chi phí vận hành tại cả BHX và ĐMX, phản ánh xu hướng các quý gần đây trong 2025.

Sau cập nhật, giá mục tiêu được điều chỉnh tăng nhẹ lên 100,000 do áp dụng mức chi phí vốn sở hữu cao hơn. Theo đó, PE mục tiêu cho 2026 ở mức 17.4 lần, thấp hơn 20% so với trung bình 5 năm cho thấy cổ phiếu đang giao dịch ở mức chiết khấu so với kỳ vọng tăng trưởng cao (PEG 0.7 lần).

Việc IPO mảng kinh doanh thiết bị di động và điện máy trong 2026, có thể góp phần hỗ trợ định giá. Đặc biệt trong bối cảnh ban lãnh đạo đặt kế hoạch kinh doanh cho ĐMX ở mức cao với mục tiêu tăng trưởng LNR 27%/15% CK trong FY26/27 cùng với mức chi trả cổ tức hấp dẫn (tỷ lệ cổ tức/lợi nhuận ròng theo kế hoạch dự kiến đạt 66.3%/37.5%/37.5% cho FY25/26/27). Về dài hạn, BHX vẫn sẽ là động lực chính cho quá trình tái định giá nhờ cải thiện hiệu quả vận hành.

FY (31/12)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	134,341	155,928	184,471	222,465	272,806
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)	4,032	7,003	9,743	11,231	13,212
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	3.0	4.5	5.3	5.1	4.8
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	3,722	7,034	8,496	9,789	11,518
EPS (VND)	2,547	4,790	5,786	6,666	7,844
ROE (%)	13.2	21.2	21.9	21.5	21.3
P/E (x)	39.3	20.9	17.4	15.0	12.7
P/B (x)	5.2	4.4	3.8	3.2	2.7
Lợi suất cổ tức (%)	0.5	1.0	2.0	2.0	2.0

Ghi chú: Lợi nhuận ròng là lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research ước tính

Dự phóng kết quả kinh doanh

Triển vọng

Chúng tôi nâng dự phóng lợi nhuận giai đoạn FY26–27 lần lượt 24.9% và 16%, sau kết quả khả quan năm 2025 và kế hoạch định hướng tăng trưởng lợi nhuận cao (30% CK) trong năm nay. Các thay đổi trọng yếu đối với dự phóng bao gồm: (1) Doanh số ĐMX cao hơn, nhờ thị phần gia tăng trong 2025; (2) Giả định chi phí hoạt động SG&A thấp hơn, phản ánh nỗ lực tối ưu chi phí trong các quý gần đây; và (3) BHX dự kiến đạt biên lợi nhuận ròng 3% trong năm 2026 (so với 0.9% dự phóng trước đó) và duy trì tăng trưởng lợi nhuận 72% trong giai đoạn 2026–2028.

Sau cập nhật, dự phóng MWG đạt mức lợi nhuận ròng 8,496 tỷ đồng (+20.8% CK) trên doanh thu 184.3 nghìn tỷ đồng (+18.3% CK). Chi tiết dự phóng được trình bày bên dưới:

Hình 1. Tóm tắt dự báo kết quả kinh doanh

	2024	2025	2026	2027	2028
Doanh thu	134,341	156,458	184,287	222,254	272,654
Điện Máy Xanh	90,799	106,693	120,802	130,317	140,481
Bách Hóa Xanh	41,083	46,899	60,865	88,924	128,616
Khác	2,459	2,337	2,804	3,225	3,708
Lợi nhuận gộp	27,499	31,002	36,900	45,598	57,687
Lợi nhuận hoạt động	4,032	7,003	9,743	11,231	13,212
Lợi nhuận trước thuế	4,870	8,633	10,832	12,506	14,748
Lợi nhuận sau thuế	3,778	7,073	8,665	10,005	11,798
LN cổ đông công ty mẹ	3,722	7,034	8,496	9,789	11,518
EBITDA	6,951	8,899	10,811	12,412	14,533
Thuế TNDN	-1,559	-1,609	-2,162	-2,482	-2,907
Chi phí không thành tiền	116	169	217	280	96
Vốn đầu tư XD/CB	304	888	1,126	1,408	1,522
Thay đổi vốn lưu động DC	-2,835	-2,445	-2,541	-3,793	-5,249
Dòng tiền từ HĐKD	2,977	5,902	7,451	7,825	7,995
Tăng trưởng doanh thu (%)	13.6	16.1	18.3	20.6	22.6
Điện Máy Xanh	8.7	17.5	13.2	7.9	7.8
Bách Hóa Xanh	26.5	9.4	33.8	47.9	45.8
Tỷ trọng doanh thu (%)					
Điện Máy Xanh	67.6	68.2	65.6	58.6	51.5
Bách Hóa Xanh	30.6	30.0	33.0	40.0	47.2
Biên lợi nhuận gộp (%)	20.5	19.8	20.0	20.5	21.2
Điện Máy Xanh	18.3	17.9	17.5	17.3	17.3
Bách Hóa Xanh	25.0	24.0	24.7	25.0	25.2
Biên lợi nhuận HĐ (%)	3.0	4.5	5.3	5.1	4.8
Điện Máy Xanh	4.3	5.9	6.5	6.5	6.6
Bách Hóa Xanh	-0.1	1.2	2.7	2.8	2.8
Biên lợi nhuận ròng (%)	2.8	4.5	4.6	4.4	4.2
Điện Máy Xanh	4.5	5.8	5.9	5.8	5.9
Bách Hóa Xanh	0.2	1.6	3.0	3.0	3.0

Nguồn: Mirae Asset Research

Hình 2. Dự phóng doanh thu của chúng tôi nhìn chung tương đương với kế hoạch tăng trưởng 20%, với lợi nhuận ròng thấp hơn. Chúng tôi giả định tỷ lệ chi phí so với doanh thu ở mức thận trọng hơn

Các chỉ tiêu KQKD	Ước tính	Kế hoạch kinh doanh	+/- (%)	Kỳ vọng thị trường	+/- (%)
Doanh thu	184,287	185,000	-0.4	181,626	1.5
EBITDA	10,811	-	-	10,874	-0.6
Lợi nhuận hoạt động	9,743	-	-	8,955	8.8
Lợi nhuận ròng	8,496	9,200	-7.7	8,390	1.3

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Mirae Asset Research

Hình 3. Chúng tôi giả định chi phí hoạt động được kiểm soát tốt hơn trong năm 2026, thay cho giả định trước đây về áp lực chi phí tăng do mở rộng BHX. Nhờ biên lợi nhuận hoạt động cao hơn, tăng trưởng lợi nhuận ròng của MWG dự báo đạt 20.8%/15.2% trong FY26/27

	2026			2027		
	Dự báo mới	Dự báo cũ	% +/-	Dự báo mới	Dự báo cũ	% +/-
Doanh thu	184,287	177,224	4.0	222,254	212,466	4.6
Điện Máy Xanh	120,802	107,419	12.5	130,317	115,615	12.7
Bách Hóa Xanh	60,865	66,387	-8.3	88,924	92,722	-4.1
Các mảng khác	2,804	3,418	-18.0	3,225	4,129	-21.9
Lợi nhuận HĐ	9,743	6,958	40.0	11,231	9,385	19.7
Điện Máy Xanh	7,877	5,974	31.9	8,487	7,580	12.0
Bách Hóa Xanh	1,643	830	98.0	2,490	1,615	54.1
Các mảng khác	129	154	-16.0	142	190	-25.2
Lợi nhuận ròng	8,665	6,936	24.9	10,005	9,046	10.6
Điện Máy Xanh	7,182	6,511	10.3	7,590	8,331	-8.9
Bách Hóa Xanh	1,843	608	203.3	2,690	1,108	142.7
Các mảng khác	-360	-183	96.5	-274	-394	-30.3

Nguồn: Mirae Asset Research

Hình 4. Đối với ĐMX, việc gia tăng thị phần từ hàng xách tay và cửa hàng nhỏ, cùng với chương trình mua hàng trả chậm, là các yếu tố kỳ vọng chính để thúc đẩy tăng trưởng doanh thu. Với việc số lượng cửa hàng đóng/mở mới gần như hạn chế, kỳ vọng chi phí hoạt động sẽ duy trì ở tỷ lệ ổn định so với doanh thu

Điện Máy Xanh		2024	2025	2026	2027	2028
Quy mô thị trường	(Tỷ đồng)	315,200	315,203	330,963	347,511	364,887
Tốc độ tăng trưởng	(% CK)	0.0	0.0	5.0	5.0	5.0
Thị phần của ĐMX	(% CK)	28.8	33.8	36.5	37.5	38.5
Tăng/giảm thị phần	+/- (%)	2.3	5.0	2.7	1.0	1.0
Số lượng cửa hàng	(CH)	3,047	3,020	3,020	3,020	3,020
Số cửa hàng đóng/mở mới	(CH)	-221	-27	0	0	0
Doanh thu/cửa hàng/tháng	(Tỷ đồng)	2.5	2.9	3.3	3.6	3.9
Tăng trưởng	(% CK)	16.6	18.6	13.2	7.9	7.8

Nguồn: Mirae Asset Research

Hình 5. Chúng tôi kỳ vọng BHX duy trì hoạt động có lãi, với giả định biên lợi nhuận ròng khoảng 3%, tương đương mức đạt được trong Q4/2025. Theo MWG, các cửa hàng mở mới trong năm 2025 đã hoạt động có lãi ở cấp độ cửa hàng (chưa bao gồm chi phí logistics)

Bách Hóa Xanh		2024	2025	2026	2027	2028
Số lượng cửa hàng	(CH)	1,770	2,559	3,359	4,359	5,359
Số cửa hàng đóng/mở mới	(CH)	72	789	800	1000	1000
Doanh thu/cửa hàng/tháng	(Tỷ đồng)	1.9	1.5	1.5	1.7	2.0
Tăng trưởng	(% CK)	24.9	-21.1	-1.1	12.6	17.6

Nguồn: Mirae Asset Research

Định giá và khuyến nghị

Bối cảnh định giá

Mặt bằng định giá của MWG đang ở mức thấp khoảng 20% so với trung vị 5 năm, hiện đang giao dịch ở mức 14.4x PE dự phóng 2026 so với kì vọng tăng trưởng lợi nhuận 20.8%. Điều này có thể phản ánh lo ngại gần đây về áp lực CPI có thể khiến hành vi tiêu dùng theo hướng nhạy cảm hơn về giá, làm suy giảm mức độ ưu tiên đối với trải nghiệm mua sắm — lợi thế cạnh tranh/định vị cốt lõi mà MWG xây dựng so với kênh bán lẻ truyền thống.

Cân bằng với yếu tố rủi ro nêu trên, việc IPO mảng kinh doanh thiết bị di động và điện máy là ĐMX trong 2026, có thể góp phần cho việc hỗ trợ định giá. Đặc biệt trong bối cảnh ban lãnh đạo đặt kế hoạch cao với mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận ròng 27%/15% CK trong FY26/27 cùng với mức chi trả cổ tức hấp dẫn (tỷ lệ cổ tức/lợi nhuận ròng theo kế hoạch dự kiến đạt 66.3%/37.5%/37.5% cho FY25/26/27).

Để phân tích tác động tiềm năng của việc phát hành ĐMX đối với định giá của MWG, chúng tôi sử dụng phương pháp SOTP theo tương quan PE với các công ty cùng lĩnh vực. Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá khoảng P/E 14–15x của ĐMX là phù hợp với các mô hình tăng trưởng tương đương. Ở mức giao dịch cao hơn sẽ thể hiện cổ phiếu được đánh giá ở mức premium so với trung bình ngành.

Đối với BHX, đóng góp vào định giá hợp nhất hiện ở mức 30% theo ước tính lợi nhuận 2026. Tuy nhiên, nếu các giả định vận hành tiếp tục diễn tiến theo xu hướng kỳ vọng, định giá của BHX sẽ tăng đáng kể trong các năm tới, trên cơ sở: 1) thị trường gán hệ số định giá cao hơn của ngành bán lẻ thực phẩm (khoảng 17x ở giai đoạn tiệm cận trưởng thành); trong khi 2) BHX chỉ mới đạt ngưỡng hòa vốn ổn định trong Q4/2025 (tỷ suất lợi nhuận ròng 3%) và còn nhiều dư địa để tăng trưởng lợi nhuận theo quy mô dựa trên kế hoạch mở mới 3,000 cửa hàng trong 2026-28.

Tổng hợp hai yếu tố trên, định giá theo phương pháp SOTP dựa trên so sánh của chúng tôi đạt 103,170 đồng/cp. Trong đó, đóng góp từ ĐMX ở mức 72,585 đồng/cp, tương ứng P/E dự phóng 2026 khoảng 15x. Do đó, việc IPO thành công ở mức định giá cao hơn và cổ phiếu giao dịch trên ngưỡng này sẽ hàm ý thị trường đang chấp nhận một mức premium cho định giá và có thể cải thiện định giá chung của tập đoàn. Về dài hạn, BHX vẫn sẽ là động lực chính cho quá trình tái định giá nhờ cải thiện hiệu quả vận hành. Tuy nhiên, ở thời điểm hiện tại, chúng tôi chưa ưu tiên áp dụng phương pháp định giá theo hệ số nhân lợi nhuận cho mảng này, do doanh nghiệp vẫn đang trong giai đoạn mở rộng mạnh, khiến mức lợi nhuận ghi nhận có thể chưa phản ánh đầy đủ năng lực vận hành ổn định. Các cửa hàng mở mới cũng cần thời gian để đạt trạng thái trưởng thành về doanh thu.

Quay lại yếu tố đầu tiên, với quan điểm cho rằng việc MWG duy trì mức tăng trưởng so với nền cao 2025 là thách thức, chúng tôi cho rằng triển vọng vẫn được hỗ trợ bởi các yếu tố nền tảng:

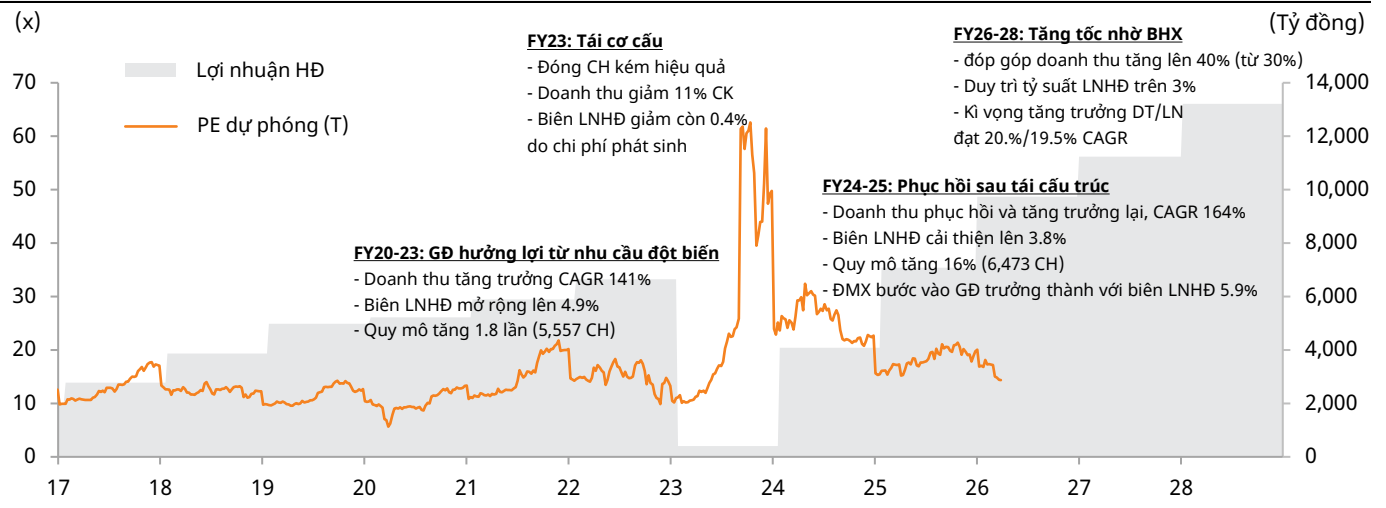
- **DMX:** Hoạt động ổn định với biên lợi nhuận HĐ ước tính 5,9%, tương đương mô hình đã trưởng thành. Tăng trưởng trong tương lai chủ yếu đến từ mở rộng quy mô thị trường và gia tăng thị phần. Các động lực chính gồm BNPL, quá trình chính thức hóa thị trường và nhu cầu mạnh đối với các sản phẩm giá trị cao như iPhone, đã thể hiện rõ trong năm 2025 và dự kiến tiếp tục trong ngắn hạn.
- **BHX:** Tăng trưởng doanh thu được hỗ trợ bởi kế hoạch mở rộng cửa hàng. Với quá trình tối ưu chi phí đang diễn ra, áp lực OPEX từ mở rộng dự kiến ở mức kiểm soát, trong khi SSSG sẽ dần thúc đẩy tăng trưởng EBIT theo thời gian.

Hình 6. Định giá từng mảng hoạt động theo so sánh tương quan

	LNR 2026	P/E	Giá trị	Sở hữu	Chuyển về MWG	Giả định
Điện máy xanh	7,182	15x	107,730	98.94%	106,588	Trung bình ngành
Bách Hóa Xanh	2,690	17x	45,728	94.94%	43,414	Trung bình ngành
An Khang			1,500	99.99%	1,500	0.6x FY26 P/S, trung bình ngành
Giá trị vốn cổ phần					151,501	
#Số lượng CP lưu hành					14,685	
Định giá theo SoTP					103,170	

Nguồn: Mirae Asset Research

Hình 7. Cổ phiếu hiện giao dịch tại mức P/E dự phóng 2026 khoảng 14.4x, với tăng trưởng lợi nhuận ròng kỳ vọng 20.8%



Nguồn: Mirae Asset Research

Hình 8. Tương quan định giá theo nhóm ngành

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa US\$bn	Doanh thu (US\$bn)		Biên LNHD (%)		ROE (x)		P/E (x)		P/B (x)		EV/EBITDA (x)		P/S (x)	
			FY26	FY27	FY26	FY27	FY26	FY27	FY26	FY27	FY26	FY27	FY26	FY27	FY26	FY27
MWG VN Equity	Việt Nam	4.5	6.9	8.0	4.9	5.1	23.5	23.6	14.2	12.0	3.1	2.5	10.1	8.6	0.7	0.6
Trung bình ngành bán lẻ							32.6	31.4	14.4	12.5	4.0	3.5	8.4	7.7	0.4	0.4
Com7 PCL	Thailand	1.6	2.9	3.1	6.1	6.2	37.0	34.2	11.9	11.0	4.0	3.4	8.7	8.0	0.6	0.5
FPT Retail	Vietnam	1.0	2.3	2.6	2.7	3.1	24.7	24.3	26.6	20.8	5.9	4.3	15.4	13.7	0.4	0.4
Digiworld	Vietnam	0.4	1.2	1.3	2.7	2.9	18.3	18.6	15.0	12.3	2.5	2.1	11.2	9.1	0.3	0.3
JB Hi-Fi Ltd	Australia	5.5	7.7	8.1	6.7	6.7	30.5	30.7	15.9	15.0	4.8	4.6	7.8	7.5	0.7	0.7
Ceconomy AG	Germany	2.3	27.5	28.2	1.9	2.0	40.3	36.6	7.4	6.5	2.6	2.2	2.7	2.6	0.1	0.1
Best Buy Inc	USA	13.2	41.8	41.8	4.2	4.3	44.4	44.1	10.0	9.6	4.3	4.2	4.7	5.0	0.3	0.3
Trung bình ngành bán lẻ thực phẩm							27.8	25.8	17.1	15.8	4.8	4.1	7.9	7.5	0.8	0.7
Sheng Siong	Singapore	3.3	1.3	1.4	11.3	11.3	26.8	25.7	25.7	24.6	6.6	6.1	14.6	14.0	2.5	2.4
President	Taiwan	7.3	11.7	12.4	4.2	4.3	25.7	26.5	18.8	17.3	4.9	4.4	6.9	6.8	0.6	0.6
CP All PCL	Thailand	12.1	31.9	33.3	5.5	5.6	21.1	20.6	12.9	11.9	2.6	2.3	7.5	7.0	0.4	0.4
Big C Mini	Thailand	1.8	4.9	5.0	7.7	7.7	3.7	3.9	12.6	11.8	0.5	0.5	9.0	8.6	0.4	0.3
Central Retail Corp	Thailand	3.4	7.4	7.7	5.7	5.9	11.6	12.3	14.1	12.7	1.6	1.5	5.8	5.4	0.5	0.4
Dairy Farm	Singapore	5.8	8.4	8.7	4.6	4.9	86.0	71.8	20.1	18.4	14.6	11.3	5.1	4.9	0.7	0.7
Alfamart	Indonesia	3.4	8.2	8.9	3.1	3.3	19.5	20.0	15.2	13.8	2.8	2.6	6.4	5.8	0.4	0.4
Trung bình ngành bán lẻ nhà thuốc							11.9	12.5	13.8	12.3	1.6	1.5	7.0	6.3	0.6	0.6
Yifeng	China	4.2	3.9	4.4	10.5	10.7	15.4	15.6	15.1	13.2	2.2	2.0	7.5	6.6	1.1	1.0
DaShenLin	China	2.9	4.4	4.8	6.9	7.3	17.9	18.8	13.9	12.0	2.3	2.1	5.8	5.2	0.7	0.6
Yixintang	China	1.1	2.7	2.9	4.9	5.2	7.0	8.4	13.1	11.3	0.9	0.9	7.3	6.7	0.4	0.4
LBX	China	1.5	3.5	3.8	5.3	5.6	10.6	11.5	13.2	11.3	1.4	1.3	5.1	4.6	0.4	0.4
Sundrug Co Ltd	Japan	2.9	5.3	5.8	5.6	5.6	11.4	11.8	14.2	13.0	1.6	1.5	6.9	6.5	0.5	0.5
Matsumotokiyoshi	Japan	6.4	7.0	7.3	7.7	7.8	10.7	10.7	17.5	16.5	1.8	1.7	8.1	7.4	0.9	0.9
CVS Health	USA	89.2	404.9	423.4	3.8	3.9	10.2	10.3	9.8	8.6	1.1	1.0	8.1	7.1	0.2	0.2

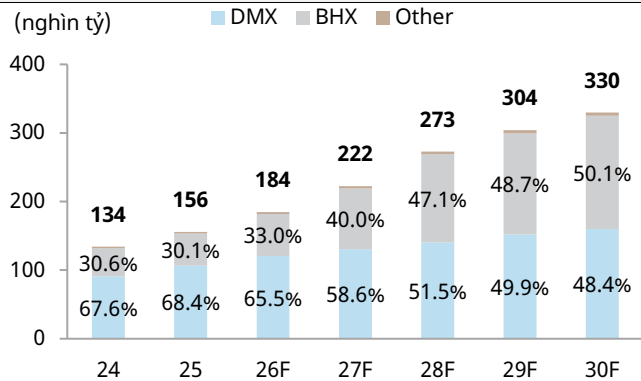
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Research

Quan điểm định giá

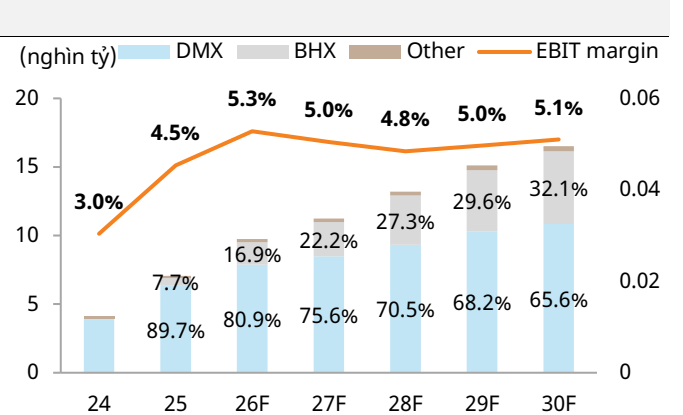
Mặc dù định hướng từ ban lãnh đạo có phần tích cực và các tín hiệu ban đầu là tương đối khả quan, chúng tôi ưu tiên sử dụng FCF làm cơ sở đánh giá chính, do phản ánh tốt hơn chất lượng tăng trưởng sau khi đã tính đến nhu cầu vốn lưu động và chi phí đầu tư — đặc biệt trong bối cảnh MWG vẫn đang trong giai đoạn mở rộng nhanh.

Trên cơ sở đó, động lực định giá dài hạn sẽ đến từ tăng trưởng EBITDA của cả hai chuỗi, với đóng góp nghiêng nhiều hơn về BHX, nhờ cấu trúc biên lợi nhuận cao hơn. Đồng thời, thị trường bán lẻ thực phẩm có quy mô lớn hơn, và có dư địa tăng trưởng cao hơn so với điện máy. Với kế hoạch mở rộng mạng lưới đang được triển khai, BHX có thể từng bước gia tăng tỷ trọng doanh thu, qua đó hỗ trợ tăng trưởng EBITDA và nâng cao khả năng tạo dòng tiền của MWG trong trung hạn.

Hình 9. Doanh thu BHX dự kiến tăng trưởng nhanh hơn ĐMX, nhờ tăng trưởng doanh thu CH hiện hữu và KH mở rộng



Hình 10. Kỳ vọng biên lợi nhuận hợp nhất cải thiện trong 2026



Nguồn: Mirae Asset Research (Other: Khác; EBIT margin: Biên LNHD)

Duy trì khuyến nghị mua; GMT 100,000

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng lợi nhuận nhằm phản ánh giả định doanh thu cao hơn và xu hướng tối ưu chi phí tại cả BHX và ĐMX. Tại mức giá mục tiêu, MWG đang giao dịch tương ứng P/E khoảng 13.5x với lợi nhuận kỳ vọng khoảng 28.2%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua.

Rủi ro chính bao gồm: (1) tăng trưởng doanh thu thấp hơn kỳ vọng; (2) Biên lợi nhuận thấp hơn do phát sinh chi phí liên quan đến quá trình mở rộng của BHX.

Hình 11. Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

(Tỷ đồng)	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	GT cuối
Lợi nhuận ròng	4,100	168	3,722	7,034	8,496	9,789	11,518	13,456	17,022	
Khấu hao	3,546	3,357	2,919	1,896	1,068	1,181	1,321	1,474	1,474	
Vốn đầu tư XDCB	-4,465	-523	-304	-888	-1,126	-1,408	-1,522	-608	-660	
Nợ ròng	-8,058	8,524	2,186	2,631	5,013	5,623	7,183	8,601	9,891	
Thay đổi vốn lưu động	199	895	-2,835	-2,445	-2,541	-3,793	-5,249	-4,313	-3,216	
Dòng tiền tự do (DTDD)	-4,679	12,420	5,688	8,227	10,911	11,391	13,252	18,609	24,511	280,992
Tỷ lệ chiết khấu					1.12	1.30	1.50	1.74	2.02	2.34
Giá trị hiện tại của DTDD					9,765	8,794	8,823	10,687	12,141	120,048

DCF	Value
Dòng tiền tự do (FY26-30)	48,081
Giá trị cuối (tỷ đồng)	98,714
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	146,796
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	1,468.5
Giá mục tiêu (VND/cp)	100,000
Giá thị trường	78,000
Mức sinh lợi kỳ vọng	28.2%

Giả định	Value
Tăng trưởng cuối	3.0%
Giá trị vốn chủ sở hữu	15.9%
Lãi suất phi rủi ro	4.5%
Beta	1.3
Tỷ lệ bù rủi ro	8.8%

Nguồn: Mirae Asset Research

Cập nhật hoạt động kinh doanh

Doanh thu bình quân trong 2T2026 đạt mức cao mới

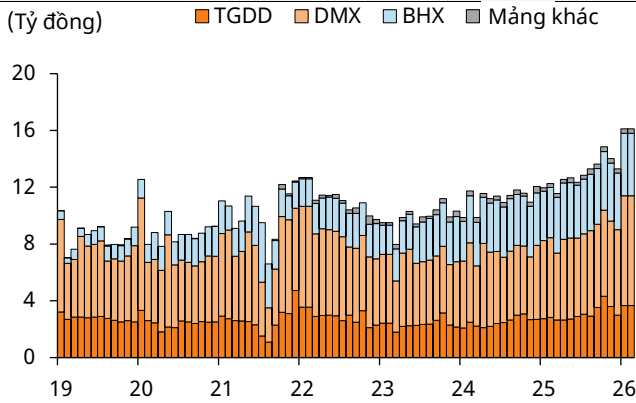
Mảng thiết bị điện tử: Điện Máy Xanh (DMX) ghi nhận doanh thu trong 2T2026 đạt 22.9 nghìn tỷ (+35.2% svck; đạt 18.7% kế hoạch năm), với 19 cửa hàng mở mới. Tăng trưởng chủ yếu đến từ nhóm sản phẩm Apple (+60% svck) trong khi các nhóm khác cao hơn 20–50% svck. Doanh số bán hàng dưới chương trình trả chậm tăng trưởng mạnh 50%CK. Trong đó, chuỗi Erablue tại Indonesia đang tăng trưởng nhanh, đạt 545 tỷ IDR (+96%) với 17 cửa hàng mở mới.

Mảng bách hóa: đạt doanh thu VND8.8 nghìn tỷ (+24% svck), mở thêm 199 cửa hàng (18% ở miền Bắc, 14% miền Trung). Do mở rộng nhanh, doanh thu bình quân/cửa hàng hiện giảm xuống mức 1.59 tỷ đồng (-16.2% svck). Tuy nhiên, các cửa hàng mở năm 2025 vẫn duy trì lợi nhuận cấp cửa hàng (không bao gồm chi phí logistics).

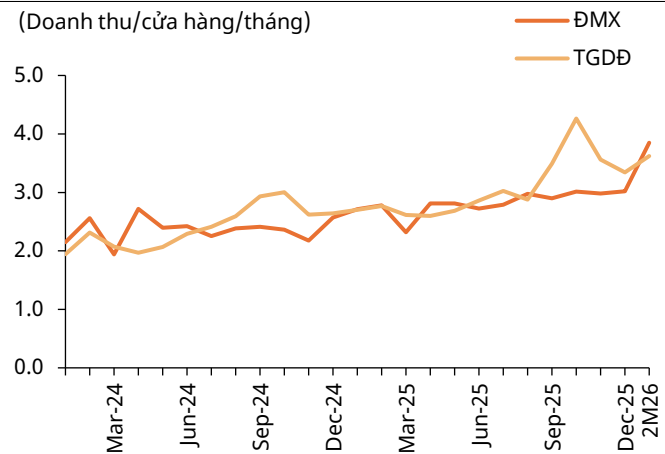
IPO Điện Máy Xanh

MWG dự kiến triển khai IPO mảng ĐMX trong năm 2026, với quy mô chào bán tối đa 179.5 triệu cổ phiếu (16.29% số cổ phần đang lưu hành). Nguồn vốn thu về dự kiến được sử dụng để thanh toán nợ vay ngắn hạn. Theo đó, dự kiến vốn điều lệ của ĐMX sẽ tăng lên 12.8 nghìn tỷ đồng.

Hình 12. Doanh thu theo chuỗi hoạt động/tháng

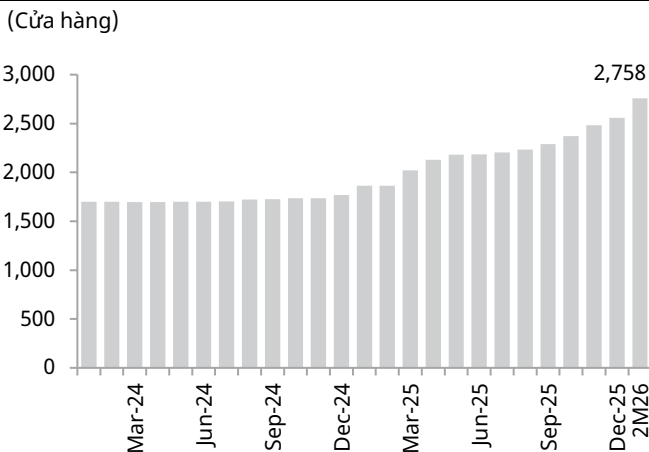


Hình 13. Xu hướng doanh thu bình quân cửa hàng

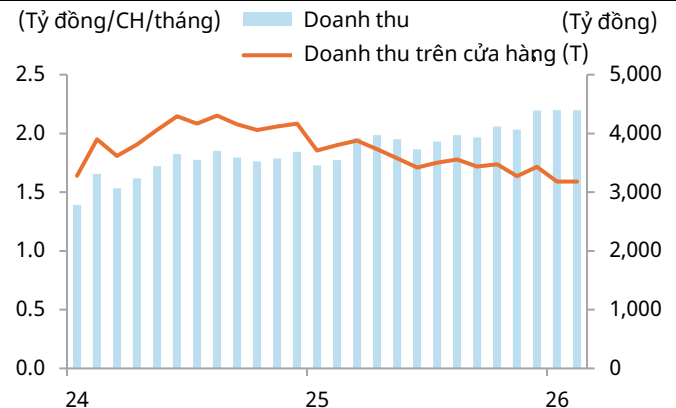


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Hình 14. Quy mô số lượng cửa hàng BHX



Hình 15. BHX: tổng doanh thu và bình quân cửa hàng



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG)

Báo cáo tài chính (tóm tắt)

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	155,928	184,471	222,465	272,806
Giá vốn hàng bán	-124,926	-147,570	-176,867	-215,118
Lợi nhuận gộp	31,002	36,900	45,598	57,687
Chi phí bán hàng & quản lý	-23,927	-26,090	-33,186	-43,154
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	7,003	9,743	11,231	13,212
Lợi nhuận hoạt động	7,075	10,811	12,412	14,533
Lợi nhuận ngoài HĐKD	-84	0	0	0
Thu nhập tài chính thuần	1,637	1,089	1,275	1,536
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	24	0	0	0
Lãi/lỗ khác	53	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	8,633	10,832	12,506	14,748
Thuế TNDN	-1,560	-2,166	-2,501	-2,950
Lợi nhuận sau thuế	7,073	8,665	10,005	11,798
LNST cổ đông công ty mẹ	7,034	8,496	9,789	11,518
Lợi ích cổ đông thiểu số	39	169	217	280
EBITDA	8,899	10,811	12,412	14,533
Dòng tiền tự do	8,227	10,911	11,391	13,252
Biên lợi nhuận gộp (%)	19.9	20.0	20.5	21.1
Biên EBITDA (%)	5.7	5.9	5.6	5.3
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	4.5	5.9	5.6	5.3
Biên lợi nhuận ròng (%)	4.5	4.7	4.5	4.3

Bản cân đối kế toán (tóm tắt)

(VNDbn)	2025	2026F	2027F	2028F
Tài sản ngắn hạn	77,202	92,130	109,471	131,731
Tiền và các khoản tương đương tiền	5,000	8,151	10,769	13,546
Phải thu và các khoản phải thu khác	10,183	11,744	13,431	15,573
Hàng tồn kho	27,267	30,727	36,052	43,377
Tài sản ngắn hạn khác	34,752	41,508	49,220	59,235
Tài sản dài hạn	6,744	7,028	7,479	7,976
Tài sản cố định hữu hình	2,689	2,752	2,985	3,190
Đầu tư liên doanh	3,136	3,136	3,136	3,136
Tài sản vô hình	58	53	47	42
Tài sản dài hạn khác	860	1,087	1,311	1,607
Tổng tài sản	83,946	99,158	116,950	139,707
Nợ ngắn hạn	50,770	59,677	70,401	84,297
Phải trả người bán	13,114	15,594	18,813	23,033
Nợ vay ngắn hạn	29,931	34,944	40,567	47,749
Nợ ngắn hạn khác	7,725	9,139	11,021	13,515
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ vay dài hạn	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả	50,770	59,677	70,401	84,297
Vốn chủ sở hữu	33,176	39,481	46,549	55,411
Vốn cổ phần	14,685	14,685	14,685	14,685
Lợi nhuận giữ lại	18,068	23,627	30,479	39,060
Thặng dư vốn và các khoản khác	-153	423	423	423
Lợi ích cổ đông thiểu số	576	746	962	1,242
Tổng cộng nguồn vốn	83,946	99,158	116,950	139,707

Báo cáo chuyển lưu tiền tệ (tóm tắt)

(VNDbn)	2025	2026F	2027F	2028F
Lưu chuyển tiền từ HĐ kinh doanh	6,096	7,363	7,619	8,171
Lợi nhuận sau thuế	7,034	8,496	9,789	11,518
Các khoản điều chỉnh trước VDL	2,012	1,238	1,397	1,601
Khấu hao và khấu trừ	1,896	1,068	1,181	1,321
Khác	116	169	217	280
Thay đổi vốn lưu động	-993	-2,203	-3,343	-4,652
Thay đổi khoản phải thu	-1,357	-1,561	-1,687	-2,142
Thay đổi hàng tồn kho	-5,022	-3,460	-5,325	-7,326
Thay đổi khoản phải trả	3,934	2,480	3,219	4,219
Các thay đổi khác	1,452	338	450	596
Các khoản mục khác	-1,957	-168	-224	-297
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	-6,661	-6,457	-7,904	-9,919
Thay đổi chi phí xây dựng cơ bản	-836	-1,126	-1,408	-1,522
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-4,550	-5,331	-6,496	-8,397
Thay đổi tài sản đầu tư dài hạn	-2,894	0	0	0
Các khoản mục khác	1,619	0	0	0
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	667	2,246	2,902	4,526
Nợ vay	2,631	5,013	5,623	7,183
Vốn và các quỹ	-1,910	-2,937	-2,937	-2,937
Cổ tức tiền mặt	-1,478	-2,937	-2,937	-2,937
Các khoản mục khác	-54	169	217	280
Lưu chuyển tiền thuần	103	3,151	2,618	2,777
Số dư đầu kỳ	4,897	5,000	8,151	10,769
Số dư cuối kỳ	5,000	8,151	10,769	13,546

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Định giá và các chỉ tiêu tài chính trọng yếu

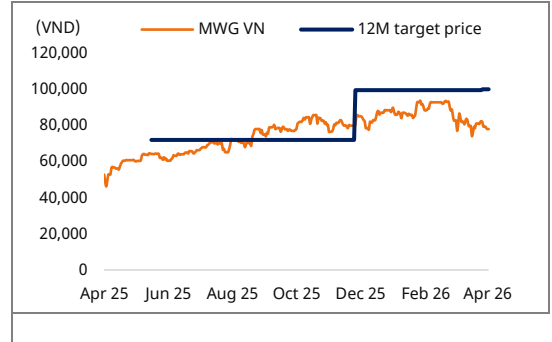
	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	20.9	17.3	15.0	12.7
P/CF (x)	20.6	19.2	18.6	17.0
P/B (x)	4.4	3.8	3.2	2.7
EV/EBITDA (x)	19.4	16.1	14.4	0.0
EPS (VND)	4,790	5,786	6,666	7,844
CFPS (VND)	4,858	5,211	5,365	5,883
BPS (VND)	22,593	26,378	31,044	36,888
DPS (VND)	1,000	2,000	2,000	2,000
Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt (%)	20.9	33.9	29.4	24.9
Cổ tức tiền mặt trên thị giá (%)	1.0	2.0	2.0	2.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	16.1	18.3	20.6	22.6
Tăng trưởng EBITDA (%)	28.0	21.5	14.8	17.1
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	73.7	39.1	15.3	17.6
Tăng trưởng EPS (%)	88.1	20.8	15.2	17.7
Vòng quay phải thu (x)	15.3	15.7	16.6	17.5
Vòng quay tồn kho (x)	5.7	6.0	6.2	6.3
Vòng quay phải trả (x)	11.9	11.8	11.8	11.8
ROE (%)	21.2	21.9	21.5	21.3
ROA (%)	8.4	8.6	8.4	8.2
ROIC (%)	11.0	11.4	11.2	11.2
Nợ vay trên vốn chủ (%)	97.1	90.2	88.5	87.1
Tiền ròng trên vốn chủ (%)	9.8	10.7	12.5	13.6
Chỉ số thanh toán hiện hành (x)	1.5	1.5	1.6	1.6
Tỷ lệ bù lãi vay (x)	4.8	4.3	4.2	4.3

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG)	5/14/2025	Tăng tỷ trọng	72,000
CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG)	11/07/2025	Mua	99,500
CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG)	8/4/2026	Mua	100,000



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

- Mua : Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
- Tăng Tỷ Trọng: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
- Nằm Giữ : Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
- Bán : Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

Thang đánh giá ngành

- Tích Cực : Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
- Trung Tính : Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
- Tiêu Cực : Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

- * Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
- * Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
- * Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí đại hoặc ngăn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành. Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road,
Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098
India

Tel: 91-22-62661336