

CTCP ĐẦU TƯ THẾ GIỚI DI ĐỘNG (HOSE: MWG)

TÍCH CỰC

Giá thị trường (đồng/cp)	74.000
Cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	93.700
Thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	63.300
Giá mục tiêu (đồng/cp)	99.000
Tiềm năng tăng giá (%)	33.8%
Tỷ suất cổ tức (%)	2.7%
Tổng tỷ suất sinh lời (%)	36.5%

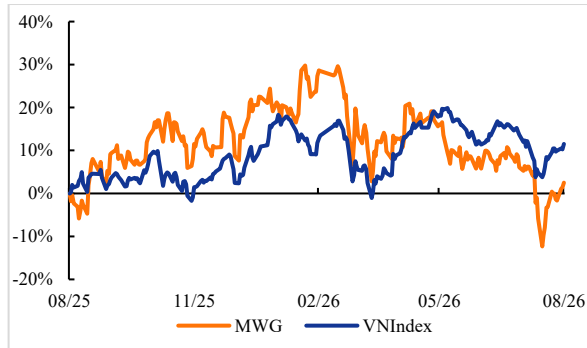
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (nghìn tỷ đồng)	109
GTGD BQ 3 tháng (tỷ đồng)	445
Sở hữu NN	48.8%
Số CP lưu hành (tr)	1,476
Số CP pha loãng (tr)	1,476

	MWG	Ngành	VNI
P/E TTM	11.10	11.84	12.14
P/B Current	3.06	3.16	2.01
ROA	11.16%	9.73%	2.65%
ROE	29.20%	29%	17.17%

*Dữ liệu ngày 13/8/2026

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu	1T	3T	6T
MWG	-2.63%	-11.69%	-20.34%
VNIndex	-0.41%	-5.68%	-1.15%

Cổ đông lớn

Cty TNHH TVĐT Thế Giới Bán lẻ	10.44%
Cty TNHH Trí Tâm	4.96%
BLĐ & người liên quan	2.95%
Khác	81.65%

Chuyên viên phân tích

Vũ Quỳnh Như - nhuvq@nsi.vn

KQKD Q2 & 6T/2026: lợi nhuận lập kỷ lục, biên lợi nhuận mở rộng đồng thời tại ĐMX và BHX

MWG ghi nhận doanh thu thuần Q2/2026 đạt 48.751 tỷ đồng (+29,6% YoY), LNST hợp nhất đạt 3.355 tỷ đồng (+102,4% YoY) – mức lợi nhuận quý cao kỷ lục. Lũy kế 6T2026, doanh thu đạt 95.213 tỷ đồng (+29% YoY) và LNST đạt 6.112,5 tỷ đồng (+90,6% YoY), hoàn thành lần lượt 51% và 66,4% kế hoạch năm.

Động lực tăng trưởng đến từ cả khối ĐMX (ICT-CE, gồm TGDD, ĐMX, TopZone, EraBlue, Thợ ĐMX) và Bách Hóa Xanh (BHX), trong khi biên lợi nhuận gộp Q2/2026 mở rộng lên 22,2% (từ 20,1% cùng kỳ) nhờ cải thiện cơ cấu hàng hóa và các dịch vụ giá trị gia tăng. Đáng chú ý, CTCP Đầu tư Điện Máy Xanh (DMX) đã hoàn tất IPO và chính thức niêm yết trên HOSE, mở ra bước ngoặt quan trọng trong quá trình tái định giá tập đoàn.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với MWG khi cả hai trụ cột ICT-CE (khối ĐMX) và Bách Hóa Xanh (BHX) đồng thời cải thiện biên lợi nhuận trong quý II/2026, đưa LNST lập kỷ lục quý thứ hai liên tiếp. Khác với các chu kỳ tăng trưởng trước đây vốn phụ thuộc nhiều vào mở rộng quy mô, tăng trưởng hiện tại chủ yếu đến từ nâng cao hiệu quả khai thác trên từng điểm bán (doanh thu/cửa hàng, biên lợi nhuận) – phản ánh chất lượng tăng trưởng bền vững hơn.

Sự kiện IPO thành công của CTCP Đầu tư Điện Máy Xanh (DMX) – huy động hơn 13.300 tỷ đồng và chính thức niêm yết với vốn hóa ngang bằng MWG – là chất xúc tác tái định giá quan trọng nhất trong kỳ, giúp thị trường có cơ sở rõ ràng hơn để định giá riêng biệt từng mảng kinh doanh của tập đoàn. Chúng tôi cho rằng kế hoạch IPO Bách Hóa Xanh trong các năm tới sẽ tiếp tục là chất xúc tác tái định giá tiếp theo, đặc biệt khi BHX đã chứng minh khả năng mở rộng quy mô đi kèm hiệu quả sinh lời (biên LNR quý II/2026 đạt kỷ lục 3,4%).

Định giá

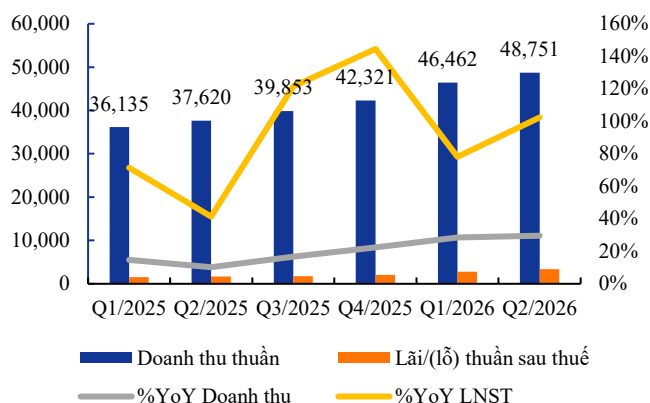
Chúng tôi sử dụng phương pháp SOTP để định giá MWG, trong đó ĐMX được định giá theo mức vốn hóa tại phiên giao dịch đầu tiên và BHX được định giá theo P/E mục tiêu 22 lần trên LNST 2026F ước tính khoảng 2.250 tỷ đồng. Theo đó, giá mục tiêu của MWG đạt 99.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng tiềm năng tăng giá 33,8% so với thị giá hiện tại.

Rủi ro đầu tư

- (1) Tăng trưởng của BHX thấp hơn kỳ vọng
- (2) Sức mua ngành ICT-CE phục hồi chậm
- (3) Hiệu quả mở rộng của EraBlue không đạt kỳ vọng

Cập nhật KQKD Q2.2026: Tăng trưởng tích cực nhờ sự phục hồi của ICT-CE và đà mở rộng của Bách Hóa Xanh

KQKD MWG Q2.2026



Trong Q2/2026, MWG ghi nhận doanh thu thuần đạt 48.751 tỷ đồng (+29,6% YoY) và LNST đạt 3.354,9 tỷ đồng (+102,4% YoY) – mức doanh thu và lợi nhuận theo quý cao kỷ lục trong lịch sử hoạt động. Lũy kế 6T/2026, MWG hoàn thành lần lượt 51% và 66,4% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận cả năm 2026.

Kết quả này được thúc đẩy bởi sự phục hồi mạnh mẽ của mảng ICT-CE, trong khi Bách Hóa Xanh tiếp tục duy trì tăng trưởng doanh thu và mở rộng mạng lưới cửa hàng với hiệu quả vận hành được cải thiện. Tính đến cuối Q2/2026, MWG sở hữu hơn 6.900 điểm bán trên toàn hệ thống, bao gồm 1.008 cửa hàng Thế Giới Di Động (gồm TopZone), 2.005 cửa hàng Điện Máy Xanh, 3.191 cửa hàng Bách Hóa Xanh (+632 cửa hàng so với đầu năm), 415 nhà thuốc An Khang, 95 cửa hàng AVAKids và 261 cửa hàng EraBlue tại Indonesia (+80 cửa hàng so với đầu năm)

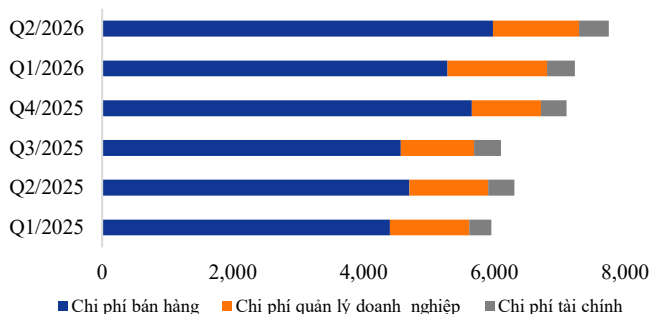
Lợi nhuận gộp Q2/2026 đạt 10.809 tỷ đồng, tăng 43% YoY, cao hơn đáng kể so với tốc độ tăng trưởng doanh thu, nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện thêm 2,1 điểm phần trăm lên 22,2% (từ 20,1% cùng kỳ) – mức cải thiện mạnh hơn đáng kể so với Q1/2026 (biên gộp 20,9%). Việc mở rộng biên lợi nhuận chủ yếu đến từ sự dịch chuyển cơ cấu doanh thu sang các nhóm sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn, đồng thời gia tăng tỷ trọng các chương trình tín dụng tiêu dùng trên sản phẩm nguyên giá thay vì áp dụng các chương trình giảm giá trực tiếp như giai đoạn trước.

Tỷ lệ SG&A/doanh thu cải thiện rõ rệt trong 6 tháng đầu năm 2026, giảm từ 15,7% (6T2025) xuống còn 14,8% (6T2026), đến từ ba yếu tố chính.

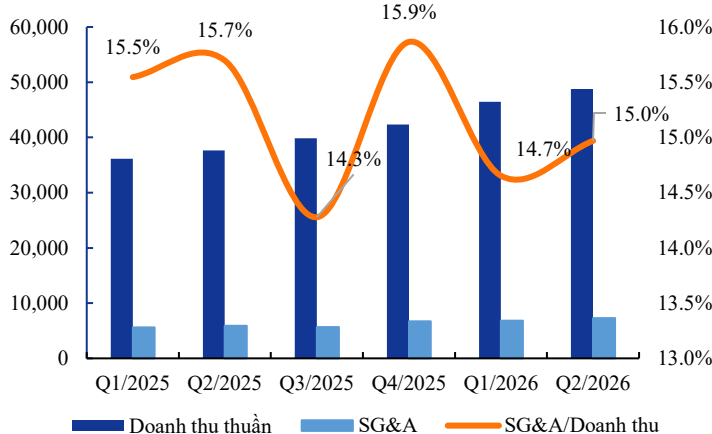
Thứ nhất là đòn bẩy hoạt động khi doanh thu tăng nhanh (+29% YoY) trong khi số lượng cửa hàng khối ICT-CE gần như không đổi, giúp chi phí cố định được phân bổ trên nền doanh thu lớn hơn.

Thứ hai, MWG kiểm soát chi phí bán hàng chặt chẽ hơn nhờ giảm phụ thuộc vào các chương trình khuyến mãi/giảm giá trực tiếp, chuyển sang tín dụng tiêu dùng trên sản phẩm nguyên giá – vừa giữ biên lợi nhuận gộp vừa giảm áp lực chi phí marketing, đồng thời tối ưu chi phí hao hụt và logistics tại BHX giúp chuỗi này không kéo tỷ lệ SG&A/DT toàn tập đoàn lên cao dù đang mở rộng nhanh.

Cơ cấu chi phí



Hiệu quả vận hành



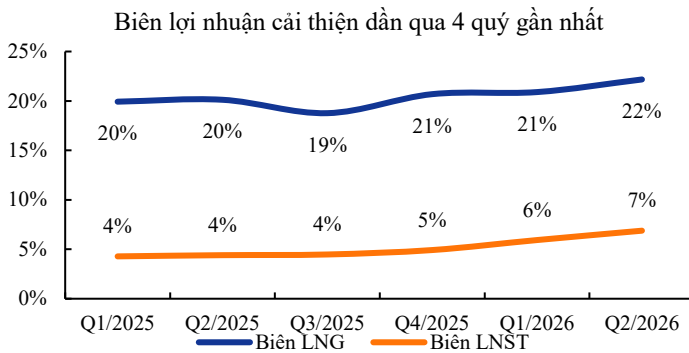
Thứ ba là hiệu ứng quy mô hóa hạ tầng dùng chung, khi hệ thống công nghệ, kho vận và quản trị chuỗi cung ứng đã xây dựng sẵn từ các năm trước nay phục vụ được lượng giao dịch lớn hơn mà không cần tăng chi phí quản lý tương ứng. Xét theo quý, tỷ lệ này nhích nhẹ từ 14,7% (Q1/2026) lên 15,0% (Q2/2026), chủ yếu do chi phí phát sinh một lần liên quan IPO DMX và chi phí khởi động của lần sóng mở mới 632 cửa hàng Bách Hóa Xanh dồn vào Q2, song không phản ánh sự suy giảm hiệu quả vận hành cốt lõi.

Doanh thu tài chính ròng đạt 504 tỷ đồng trong quý này (+37% YoY, quay lại đà tăng sau giai đoạn chững nhịp đầu năm), chủ yếu nhờ thu nhập lãi từ lượng tiền gửi, cho vay và trái phiếu lớn mà doanh nghiệp đang nắm giữ.

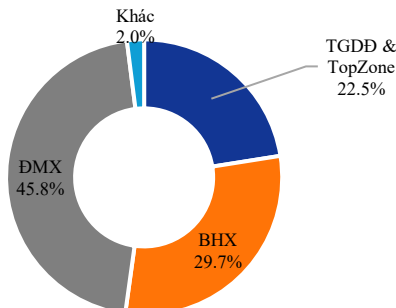
Nhờ sự cải thiện đồng thời của biên lợi nhuận gộp, hiệu quả kiểm soát chi phí (SG&A/Doanh thu quanh 15,0%) và thu nhập tài chính, LNST quý này tăng vọt lên mức cao kỷ lục, biên lợi nhuận ròng đạt 6,9% (so với 5,9% quý I/2026 và 4,4% cùng kỳ năm 2025).

Đáng chú ý, đà tăng trưởng tích cực tiếp tục được duy trì trong suốt nửa đầu năm. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2026, doanh thu hợp nhất đạt 95.305 tỷ đồng (+29.4% svck), hoàn thành 52% kế hoạch doanh thu năm. Trong đó, khối ĐMX (ICT-CE, gồm TGDD, ĐMX, TopZone, EraBlue và Thợ ĐMX) ghi nhận doanh thu 65.100 tỷ đồng (+31% svck), chiếm 68,3% tổng doanh thu (TGDD & TopZone 22,5%, ĐMX 45,8%); trong khi Bách Hóa Xanh đạt 28.300 tỷ đồng (+25% svck), chiếm 29,7%.

Kết quả này cho thấy nhu cầu tiêu dùng tiếp tục cải thiện và hiệu quả hoạt động của các chuỗi bán lẻ vẫn đang được duy trì tích cực.

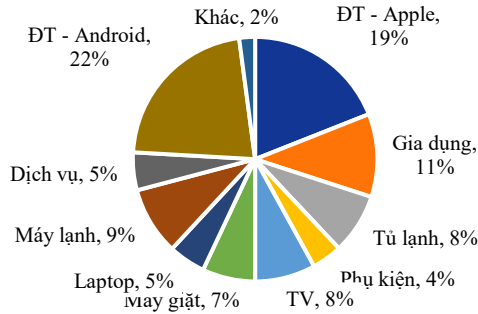


Cơ cấu doanh thu MWG theo chuỗi 6M2026

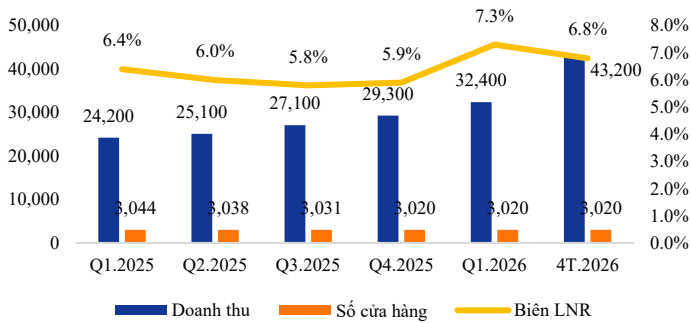


1. Mảng ICT-CE: phục hồi tích cực nhờ nhu cầu tiêu dùng cải thiện

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm 7M2026



KQKD của DMX



Trong Q2/2026, doanh thu khối ĐMX (gồm TGDĐ, ĐMX, TopZone, EraBlue và Thợ Điện Máy Xanh) ước đạt khoảng 32.684 tỷ đồng, nâng lũy kế 6 tháng lên 65.279 tỷ đồng (+31% YoY), hoàn thành 53% kế hoạch năm và đóng góp khoảng 68% tổng doanh thu hợp nhất. Riêng TGDĐ/TopZone và ĐMX đạt 32.738 tỷ đồng doanh thu trong quý II (+25,5% YoY) – mức cao kỷ lục theo quý – dù tổng số cửa hàng gần như không đổi (2.005 ĐMX, 1.008 TGDĐ), khẳng định tăng trưởng đến từ nâng cao hiệu quả khai thác từng điểm bán (SSSG) thay vì mở rộng mạng lưới.

Ngoài bán lẻ truyền thống, các mảng kinh doanh bổ trợ tiếp tục đóng vai trò ngày càng quan trọng: khoảng 38% doanh thu ĐMX được thực hiện qua hình thức trả góp, doanh thu từ dịch vụ tài chính tiêu dùng tăng khoảng 50% YoY, trong khi Thợ ĐMX ghi nhận doanh thu tăng 47% so với 6 tháng đầu năm 2025 – các nền tảng này được kỳ vọng hỗ trợ gia tăng giá bán trung bình (ASP) và cải thiện cơ cấu lợi nhuận trong dài hạn

Kết quả IPO và niêm yết ĐMX: chất xúc tác tái định giá MWG đã hiện thực hóa

CTCP Đầu tư Điện Máy Xanh (DMX) đã hoàn tất IPO và chính thức niêm yết trên HOSE từ ngày 06/08/2026. Công ty phân phối thành công hơn 166.4 triệu cổ phiếu, tương đương 93% khối lượng chào bán, huy động khoảng 13,315 tỷ đồng, chủ yếu từ nhà đầu tư tổ chức.

Sau IPO, vốn điều lệ DMX tăng lên 12,677 tỷ đồng; vốn hóa tại giá chào sàn khoảng 101,418 tỷ đồng và MWG duy trì sở hữu gần 86% tại DMX. Đây là bước đi quan trọng trong chiến lược tái cấu trúc MWG từ mô hình bán lẻ hợp nhất sang tập đoàn đầu tư đa chuỗi.

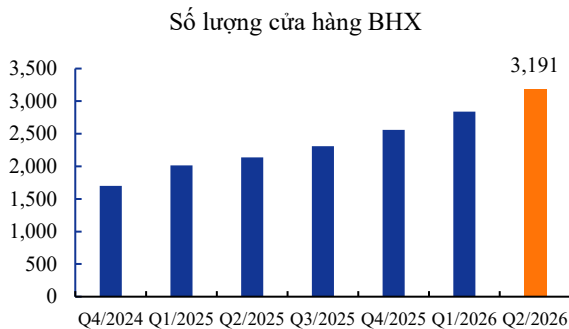
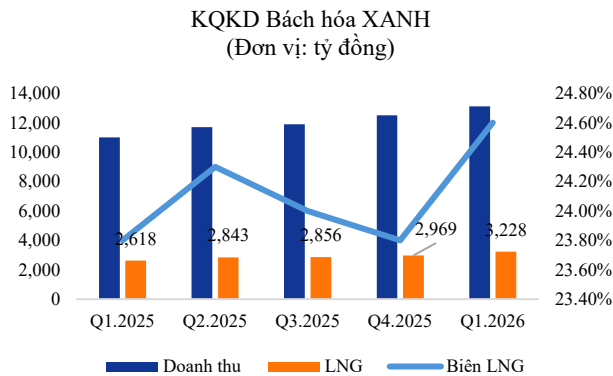
Ngay sau niêm yết, DMX công bố chi trả cổ tức tiền mặt 4,000 đồng/cp từ LNST lũy kế đến hết 2025, đồng thời dự kiến tạm ứng thêm 2,000 đồng/cp trong T12/2026 và 2,000 đồng/cp trong T4/2027. Cổ tức là điểm cộng về dòng tiền, nhưng phần cổ tức đặc biệt không nên vốn hóa như dòng tiền thường niên.

Chúng tôi cho rằng việc DMX niêm yết giúp hiện thực hóa giá trị của mảng ICT-CE và tạo tham chiếu thị trường trực tiếp cho SOTP. Đây cũng được xem là bước đệm quan trọng, củng cố niềm tin thị trường cho kế hoạch IPO Bách Hóa Xanh trong các năm tới.

Chỉ tiêu	Kết quả thực tế	Kế hoạch
Giá IPO/ Giá chào sàn	80.000 đồng/cp	80.000 đồng/cp
Số cổ phiếu trước IPO	1.101,3 triệu cp (VĐL 11.013 tỷ đồng)	1.102 triệu cp
Số cổ phiếu chào bán	166.4 (93% KL chào bán)	179.5 triệu cp (~14%)
Số cổ phiếu sau IPO	1.267,7 triệu cp (VĐL 12.677 tỷ đồng)	1.282 triệu cp

Vốn hóa pre-money		88,160 tỷ đồng
Giá trị huy động từ IPO	13.315	14,360 tỷ đồng
Vốn hóa tại giá chào sàn	101.418 (và tăng thêm trong phiên chào sàn)	102.520 tỷ đồng (post-money)
Tỷ lệ sở hữu MWG sau IPO	86.9%	85.08%
Giá trị phần sở hữu của MWG tại DMX	88.100 tỷ đồng (theo giá chào sàn)	87.224 tỷ đồng
Chính sách cổ tức	Chi ngay 4000đ/cp (LNST lũy kế đến 2025), tạm ứng thêm 2.000đ/cp (T12/2026) và 2.000đ/cp (T4/2027) – hoàn thành cam kết tối thiểu 50% LNST 2026	
		Tối thiểu 50% LNST giai đoạn 2026-2030

2. Bách Hóa Xanh bước vào giai đoạn tăng trưởng lợi nhuận nhanh hơn doanh thu

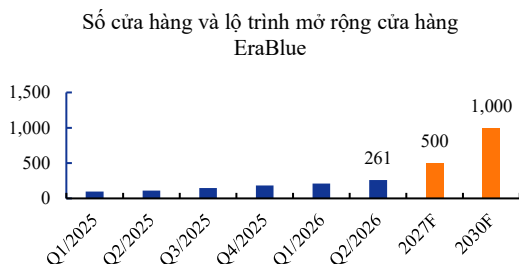


BHX ghi nhận doanh thu Q2/2026 đạt khoảng 15.200 tỷ đồng (+31% YoY), nâng lũy kế 6 tháng lên 28.300 tỷ đồng (+25% YoY). Chuỗi đã mở mới 632 cửa hàng trong 6 tháng đầu năm – tốc độ mở rộng nhanh nhất trong nhiều năm trở lại đây – nâng tổng số điểm bán lên 3.191 cửa hàng tại 30/6/2026 (và tiếp tục tăng lên khoảng 3.434 cửa hàng vào đầu tháng 8/2026 theo cập nhật trực tiếp trên website BHX).

Điểm tích cực nhất là hiệu quả cửa hàng mới: nhóm cửa hàng mở trong năm 2026 ghi nhận lợi nhuận hoạt động dương ở cấp cửa hàng, kể cả sau chi phí kho vận. Biên LNST Q2/2026 đạt 3,4% với LNST khoảng 522 tỷ đồng, đưa LNST 6T/2026 lên khoảng 902 tỷ đồng.

Chiến lược "Bắc tiến" tiếp tục là động lực mở rộng dài hạn: khoảng một nửa số cửa hàng mới trong năm 2026 tập trung tại miền Bắc và miền Trung – những khu vực có mức độ thâm nhập của BHX còn thấp nhưng quy mô dân số lớn và sức mua cải thiện. Với đà tăng trưởng cả về quy mô và hiệu quả, chúng tôi cho rằng BHX đang hội tụ đủ điều kiện để trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận chính của MWG trong giai đoạn 2026–2028, đồng thời tạo nền tảng cho kế hoạch IPO BHX trong các năm tới.

3. EraBlue tiếp tục mở rộng nhanh tại thị trường Indonesia



Tại Indonesia, EraBlue (liên doanh với Erajaya) ghi nhận doanh thu 6T/2026 đạt 1.888 tỷ IDR (~2.800 tỷ đồng), tăng 92% YoY; SSSG đạt 17% và số cửa hàng tăng thêm 80 trong 6T, nâng tổng số điểm bán lên 261 tại 30/06/2026.

Bản tin nhà đầu tư cho biết EraBlue đã xóa lỗ lũy kế sau 3 năm hoạt động và LNST tăng 154% YoY. Do thông tin công bố chủ yếu theo IDR và chưa có đủ thuyết minh về phân hợp nhất vào MWG,

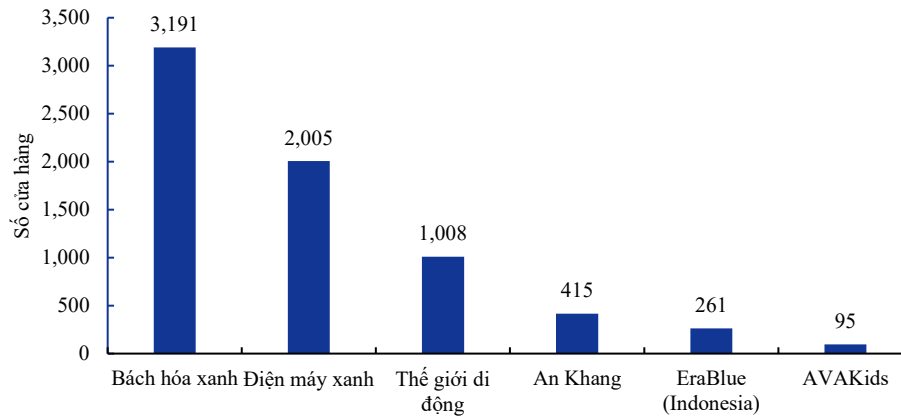
chúng tôi không đưa EraBlue vào định giá cơ sở mà chỉ ghi nhận như upside optionality.

Với dân số hơn 280 triệu người (gấp gần 3 lần Việt Nam) và mức độ hiện đại hóa bán lẻ điện máy còn thấp, EraBlue được kỳ vọng trở thành "DMX thứ hai" về quy mô đóng góp lợi nhuận trong trung – dài hạn, dù hiện tại đóng góp vào lợi nhuận hợp nhất vẫn còn khiêm tốn.

4. An Khang và Avakids tiếp tục được tối ưu hóa vận hành

Nhà thuốc An Khang ghi nhận doanh thu 6 tháng tăng 22% YoY, tiếp tục lộ trình nâng cao hiệu quả vận hành hướng tới điểm hòa vốn và đóng góp lợi nhuận dương cho tập đoàn (số lượng cửa hàng tại 30/6/2026 đạt 415 điểm, quy mô được giữ tương đối ổn định thay vì mở rộng ồ ạt). Chuỗi AVAKids (95 cửa hàng) duy trì tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ nhờ nhu cầu tiêu dùng phục hồi, song quy mô đóng góp vẫn còn nhỏ trong cơ cấu doanh thu hợp nhất.

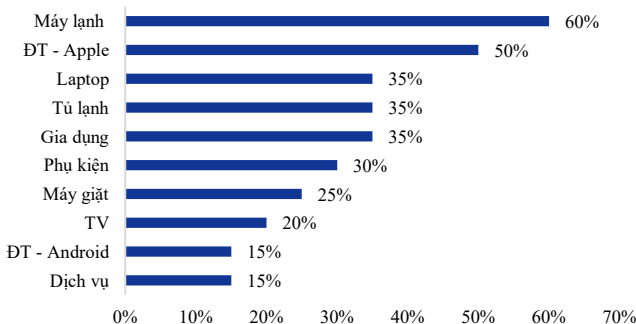
Số lượng cửa hàng theo chuỗi (30/06/2026)



Luận điểm đầu tư và triển vọng kinh doanh

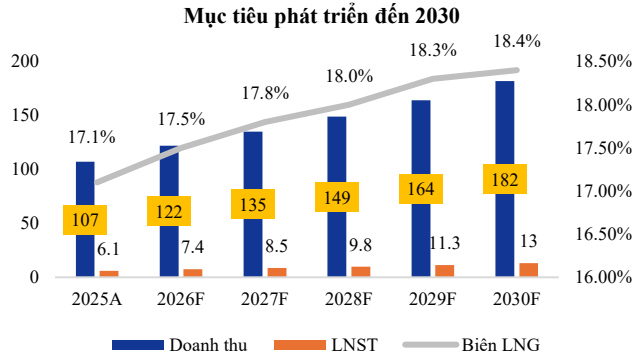
1. Điện Máy Xanh tiếp tục là nền tảng doanh thu, lợi nhuận và dòng tiền cho MWG

Tăng trưởng doanh thu ngành hàng lũy kế 6 tháng 2026 (YTM)

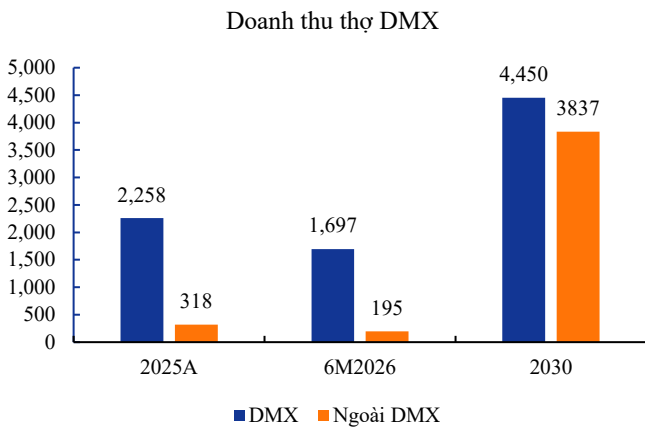


Sau giai đoạn tái cấu trúc mạnh mẽ giai đoạn 2023–2024, DMX đã **chuyển dịch từ chiến lược mở rộng quy mô sang tập trung nâng cao hiệu quả vận hành và chất lượng tăng trưởng**.

Trong trung hạn, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng ICT và điện máy sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi quá trình nâng cấp thiết bị công nghệ, xu hướng phổ cập các sản phẩm tích hợp AI và sự cải thiện của thu nhập người dân. Bên cạnh đó, việc tiếp tục áp dụng mức thuế VAT 8% đối với nhiều nhóm hàng ICT và điện máy được kỳ vọng sẽ hỗ trợ sức mua trong bối cảnh người tiêu dùng vẫn còn tương đối nhạy cảm với giá bán.

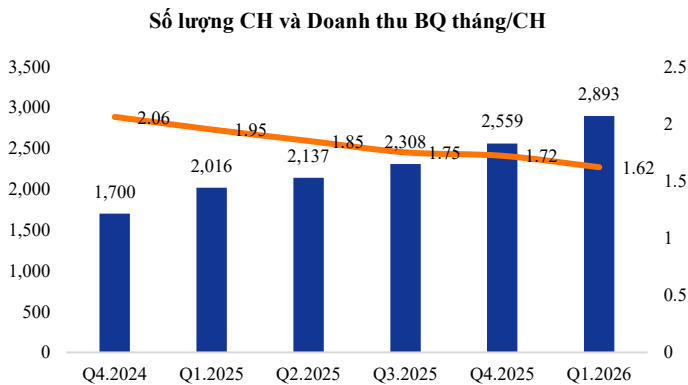


Ngoài hoạt động bán lẻ truyền thống, các mảng kinh doanh bổ trợ đang dần đóng vai trò quan trọng hơn trong cơ cấu lợi nhuận của ĐMX. Hiện **khoảng 38% doanh thu được thực hiện thông qua hình thức trả góp, trong khi doanh thu từ các dịch vụ tài chính tiêu dùng tăng khoảng 50% so với cùng kỳ.** Chúng tôi cho rằng đây sẽ là động lực hỗ trợ gia tăng giá bán trung bình (ASP), cải thiện cơ cấu lợi nhuận và giảm sự phụ thuộc vào hoạt động bán lẻ đơn thuần trong dài hạn.



Bên cạnh đó, các nền tảng như Thị DMX và Super App đang từng bước mở rộng hệ sinh thái dịch vụ xung quanh tập khách hàng hiện hữu. Dù đóng góp hiện nay còn tương đối nhỏ, các mảng này được kỳ vọng sẽ hỗ trợ gia tăng giá trị vòng đời khách hàng (CLV), cải thiện khả năng giữ chân khách hàng và mở rộng biên lợi nhuận trong những năm tới.

2. Bách Hóa Xanh bước vào giai đoạn tăng trưởng lợi nhuận với dư địa mở rộng lớn



Tăng trưởng doanh thu tiếp tục được dẫn dắt bởi SSSG và mở rộng mạng lưới

BHX tiếp tục khẳng định mô hình kinh doanh đã được chuẩn hóa sau giai đoạn tái cấu trúc, với khả năng mở rộng quy mô đi kèm hiệu quả sinh lời ngày càng rõ nét. Q2/2026, BHX ghi nhận doanh thu khoảng 15.200 tỷ đồng (+31% YoY) – cao hơn đáng kể so với mức tăng 19,2% của quý I – nâng lũy kế 6 tháng lên 28.300 tỷ đồng (+25% YoY), được dẫn dắt bởi tăng trưởng hai chữ số đồng thời ở cả hai ngành hàng chủ lực là thực phẩm tươi sống và FMCG.

Cửa hàng mở mới đã có lãi – tốc độ mở rộng tăng tốc mạnh trong quý II

Nếu như Q1/2026 BHX mở mới 280 cửa hàng (nâng tổng số lên 2.839 điểm bán, hoàn thành khoảng 40% kế hoạch mở mới 1.000 cửa hàng cả năm), thì lũy kế 6 tháng đầu năm chuỗi đã mở mới tổng cộng 632 cửa hàng – tương đương đã vượt 60% kế hoạch mở mới cả năm chỉ sau nửa năm, nâng tổng số điểm bán lên 3.191 cửa hàng tại 30/6/2026 (và tiếp tục tăng lên khoảng 3.434 cửa hàng vào đầu tháng 8/2026 theo cập nhật trực tiếp trên website bachhoaxanh.com, tương đương tốc độ mở mới trung bình 4 cửa hàng/ngày).

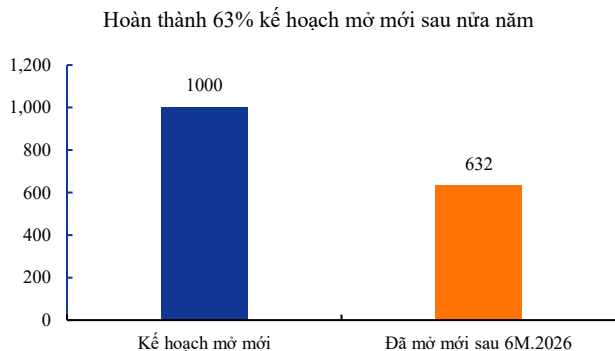
Điểm đột phá quan trọng nhất của kỳ này là toàn bộ nhóm cửa hàng mở mới trong năm 2026 tiếp tục ghi nhận lợi nhuận hoạt động dương ngay ở cấp độ cửa hàng, kể cả sau khi tính đầy đủ chi phí kho vận – khẳng định mô hình BHX đã được chuẩn hóa vững chắc, giúp rút ngắn đáng kể thời gian hòa vốn và giảm rủi ro pha loãng lợi nhuận ngay cả khi tốc độ mở rộng đang tăng tốc mạnh.

Nhờ đó, biên lợi nhuận ròng của BHX cải thiện liên tục qua từng quý: từ 2,4% (Q4/2025) lên 2,9% (Q1/2026) và đạt mức kỷ lục 3,4% trong Q2/2026 (LNST khoảng 522 tỷ đồng, đưa LNST lũy kế 6 tháng lên khoảng 902 tỷ đồng), nhờ biên lợi nhuận gộp mở rộng lên 25,1% khi chuỗi tăng tỷ trọng hàng khô có biên lợi nhuận cao hơn cùng kiểm soát tốt chi phí hao hụt, logistics và vận hành. Chúng tôi cho rằng việc hiệu quả cửa hàng mới tiếp tục cải thiện cùng biên lợi nhuận mở rộng sẽ giúp BHX chính thức bước vào giai đoạn tăng trưởng lợi nhuận nhanh hơn doanh thu kể từ nửa cuối năm 2026.

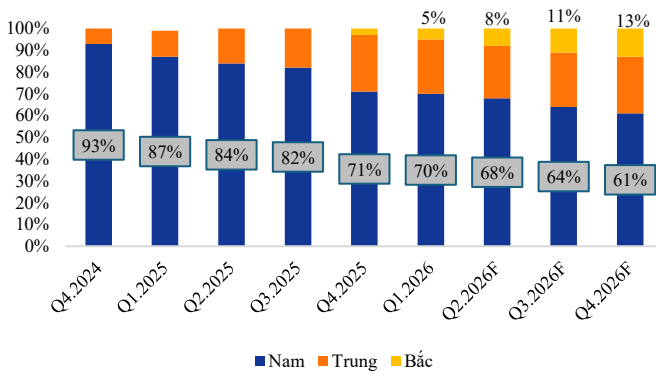
Chiến lược “Bắc tiến” mở ra dư địa tăng trưởng mới

Khoảng một nửa số cửa hàng mở mới trong năm 2026 tập trung tại khu vực miền Bắc và miền Trung – những khu vực có mức độ thâm nhập của BHX còn thấp nhưng sở hữu quy mô dân số lớn và sức mua ngày càng cải thiện. Sức mua tại miền Bắc tiếp tục ghi nhận tín hiệu tích cực hơn miền Trung, trong khi các cửa hàng đầu tiên tại Hà Nội bước đầu ghi nhận kết quả khả quan, mở ra dư địa gia tăng đáng kể quy mô thị trường mục tiêu cho giai đoạn 2026–2030.

Môi trường chính sách tiếp tục thuận lợi cho quá trình hiện đại hóa ngành bán lẻ: việc chuyển từ thuế khoán sang thuế dựa trên doanh thu đối với hộ kinh doanh từ năm 2026, cùng các yêu cầu ngày càng chặt chẽ về hóa đơn điện tử và minh bạch giao dịch, được kỳ vọng tiếp tục thu hẹp lợi thế cạnh



Tỷ trọng phân bổ cửa hàng BHX theo khu vực



tranh của kênh bán lẻ truyền thống và hỗ trợ BHX gia tăng thị phần trong dài hạn.

Nhìn chung, với tốc độ mở rộng vượt kế hoạch, hiệu quả cửa hàng mới cải thiện rõ rệt và biên lợi nhuận ròng lập kỷ lục ngay trong quý này, chúng tôi nâng ước tính LNST cả năm 2026 của BHX lên khoảng 2.200–2.300 tỷ đồng (từ mức 1.800–2.100 tỷ đồng ước tính trước đó), củng cố vai trò là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính của MWG trong giai đoạn 2026–2028 và tạo nền tảng vững chắc hơn cho kế hoạch IPO BHX trong các năm tới.

Môi trường chính sách ngày càng thuận lợi cho bán lẻ hiện đại

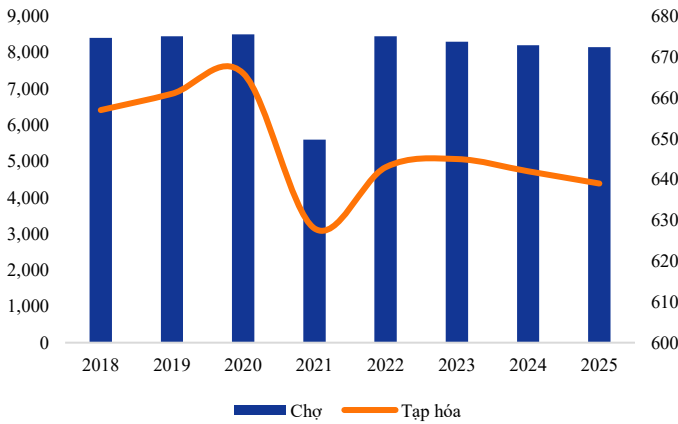
Chúng tôi đánh giá BHX là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi rõ nét nhất từ xu hướng hiện đại hóa ngành bán lẻ tại Việt Nam.

1. Chính sách thuế đối với hộ kinh doanh

Việc chuyển từ hình thức thuế khoán sang thuế dựa trên doanh thu đối với hộ kinh doanh từ năm 2026, cùng với các yêu cầu ngày càng chặt chẽ về hóa đơn điện tử, nguồn gốc xuất xứ và minh bạch giao dịch được kỳ vọng sẽ thu hẹp dần lợi thế cạnh tranh của kênh bán lẻ truyền thống.

Bên cạnh đó, Chính phủ cũng đang xem xét một số chính sách hỗ trợ tiêu dùng nội địa như nâng ngưỡng doanh thu chịu thuế đối với hộ kinh doanh từ 500 triệu đồng lên 1–2 tỷ đồng/năm và điều chỉnh mức giảm trừ người phụ thuộc từ 1 triệu đồng/tháng lên 3 triệu đồng/tháng. Nếu được thông qua, các chính sách này có thể góp phần cải thiện thu nhập khả dụng của hộ gia đình và hỗ trợ sức mua hàng tiêu dùng trong trung hạn.

Số lượng chợ và tiệm tạp hóa



Nguồn: Metric, NSI ước tính

2. Lộ trình xử lý chợ cóc tại Hà Nội – kết quả vượt tiến độ

Theo Kế hoạch 373/KH-UBND, Hà Nội đặt mục tiêu xử lý các chợ cóc/điểm kinh doanh tự phát theo lộ trình 2026-2027. Đây là yếu tố hỗ trợ môi trường cạnh tranh cho bán lẻ hiện đại, đặc biệt với chiến lược Bắc tiến của BHX. Tuy nhiên, báo cáo cần tránh giả định toàn bộ nhu cầu từ kênh truyền thống sẽ chuyển dịch trực tiếp sang BHX.

Với tốc độ mở mới vượt kế hoạch, cửa hàng mới có lãi ở cấp vận hành và biên LNST Q2/2026 đạt 3.4%, chúng tôi nâng giả định LNST BHX 2026F lên khoảng 2,200-2,300 tỷ đồng, tương ứng biên LNST khoảng 3.7-3.9% trên doanh thu 59,000 tỷ đồng. Đây là động lực tái định giá quan trọng nhất của MWG trong giai đoạn 2026-2028, nhưng cần theo dõi chất lượng cohort mới trong 2H/2026.

3. EraBlue – tiềm năng tăng trưởng dài hạn

Cập nhật 6T/2026 cho thấy EraBlue đạt bước ngoặt vận hành: doanh thu đạt 1.888 tỷ IDR (~2,800 tỷ đồng), tăng 92% YoY; SSSG đạt 17%; số cửa hàng tăng thêm 80 lên 261 điểm bán. Chuỗi đã xóa lỗ lũy kế sau 3 năm hoạt động và lợi nhuận sau thuế tăng 154% YoY.

Triển vọng dài hạn vẫn tích cực nhờ quy mô dân số Indonesia hơn 280 triệu người, thị trường điện máy hiện đại còn phân mảnh và khả năng MWG nhân rộng mô hình vận hành. Rủi ro chính là cạnh tranh địa phương, tốc độ mở mới, biên lợi nhuận theo cohort và phần lợi nhuận thực nhận về MWG sau tỷ lệ sở hữu.

Triển vọng kinh doanh

MWG đặt kế hoạch doanh thu và LNST năm 2026 lần lượt đạt 185.000 tỷ đồng (+19% YoY) và 9.200 tỷ đồng (+30% YoY). Với kết quả 6T/2026 đã hoàn thành 66.4% kế hoạch lợi nhuận, chúng tôi đánh giá kế hoạch năm tương đối khả thi.

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần 2026 đạt 191.500 tỷ đồng (+22,8% YoY), LNST cổ đông công ty me đạt 9.600 tỷ đồng (+35% YoY), tương ứng EPS khoảng 6.500 đồng/cp. Tại thị giá 74.000 đồng/cp, MWG đang giao dịch ở P/E 2026F khoảng 11,4x.

Động lực tăng trưởng chính đến từ BHX, với doanh thu 2026F ước đạt 59.000 tỷ đồng (+25,5% YoY) và LNST 2,250 tỷ đồng, tương ứng biên LNST khoảng 3.8%. Giả định này dựa trên LNST 6T/2026 khoảng 902 tỷ đồng, tốc độ mở mới 632/1,000 cửa hàng sau nửa năm và biên LNST Q2/2026 đạt 3.4%.

Đối với ICT-CE, chúng tôi duy trì kỳ vọng tăng trưởng nhờ nhu cầu tiêu dùng công nghệ phục hồi, xu hướng cao cấp hóa và các dịch vụ giá trị gia tăng. Tuy nhiên, cần theo dõi chi phí hỗ trợ lãi suất 0%, chất lượng tăng trưởng trả góp và vòng quay hàng tồn kho trong 2H/2026.

Bảng: Dự phóng kết quả kinh doanh 2026

Chỉ tiêu (nghìn tỷ đồng)	2025A	2026 KH	2026F	YoY
Doanh thu ICT-CE	106	-	122	+15%
Doanh thu BHX	47	-	59	+25,5%
Doanh thu Erablue & các chuỗi khác	3	-	10,5	+250%
Doanh thu thuần	156	185	191,5	+22,8%
LNST	7,1	9,2	9,6	+35%
EPS (đồng/cp)	4.850	-	6.500	+34%

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp SOTP điều chỉnh để định giá MWG, phù hợp với việc tập đoàn đang chuyển dần sang mô hình holding sở hữu các công ty con có thể được thị trường định giá độc lập.

Giá trị phần sở hữu của MWG tại DMX được xác định theo vốn hóa sau niêm yết khoảng 103,953 tỷ đồng và tỷ lệ sở hữu 86.9%, tương ứng 90,335 tỷ đồng.

BHX được định giá theo P/E mục tiêu 22x trên LNST 2026F 2,250 tỷ đồng, tỷ lệ sở hữu MWG ước tính 95%, tương ứng 47,025 tỷ đồng.

Theo đó, giá mục tiêu cơ sở là 99,000 đồng/cp, tương ứng upside 33.8% so với thị giá 74,000 đồng/cp. Độ nhạy cần theo dõi gồm định giá thị trường của DMX, P/E BHX và holding discount.

	Phương pháp	Mục tiêu	Giá trị VCSH	Tỷ lệ sở hữu của MWG	Giá trị (tỷ đồng)
DMX	IPO benchmark	P/E 10-12x	103.953	86m9%	90.335
BHX	P/E	22x	49.500	95%	47.025
(+) Điều chỉnh tiền/nợ cấp holding					8.800
Giá trị vốn chủ sở hữu					146,160
Số lượng CPLH					1,476 triệu cp
Giá mục tiêu					99,000 đồng/cp
Upside so với 74,000 đồng/cp					33.8%

Rủi ro đầu tư

- **Tăng trưởng của BHX thấp hơn kỳ vọng:** Việc mở rộng mạng lưới, tăng trưởng doanh thu trên cùng cửa hàng (SSSG) hoặc cải thiện biên lợi nhuận thấp hơn dự kiến có thể ảnh hưởng đến triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của MWG.
- **Sức mua ngành ICT-CE phục hồi chậm:** Nhu cầu tiêu dùng điện thoại, điện máy thấp hơn kỳ vọng hoặc áp lực cạnh tranh gia tăng có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận của ĐMX.
- **Hiệu quả mở rộng của EraBlue không đạt kỳ vọng:** Quá trình mở rộng tại Indonesia có thể đối mặt với các thách thức về cạnh tranh, vận hành và hành vi tiêu dùng, ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của chuỗi.

Phụ lục 1: Kết quả kinh doanh Quý 2.2026

Đơn vị: tỷ đồng	Q1.26	Q2.26	6M.25	6M.26	YoY	QoQ
Doanh thu thuần	46.462	48.751	73.755	95.213	29%	5%
Điện Máy Xanh	32.416	32.864	49.400	65.280	32%	1%
Bách Hóa Xanh	13.100	15.200	22.600	28.300	25%	16%
Khác	946	687	1.755	1.633	-7%	-27%
Lợi nhuận gộp	9.710	10.809	14.769	20.519	39%	11%
Chi phí SG&A	-6.808	-7.298	-11.523	-14.106	22%	7%
LN từ HĐKD	2.902	4.034	3.247	7.382	127%	39%
Lợi nhuận từ CTLK	9	19	14	28	94%	107%
Thu nhập tài chính thuần	436	504	721	940	30%	16%
Lợi nhuận khác	-20	-1	-19	-21		
LN trước thuế	3.328	4.033	3.963	7.361	86%	21%
LN sau thuế	2.758	3.355	3.205	6.112	91%	22%
LNST sau lợi ích CĐTS	2.714	3.303	3.194	6.017	88%	22%
Biên LNG	20,9%	22,2%	20,0%	21,6%		
Biên LNR	5,9%	6,9%	4,3%	6,4%		
SG&A/Doanh thu	-14,7%	-15,0%	-15,6%	-14,8%		

Phụ lục 2: Bảng cân đối kế toán

Đơn vị: tỷ đồng	31.12.2025	30.06.2026
Tài sản ngắn hạn	77.202	97.733
Tiền và tương đương tiền	5.000	17.994
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	33.874	45.665
Các khoản phải thu	10.183	2.434
Hàng tồn kho, ròng	27.267	30.875
Tài sản lưu động khác	878	764.9703
Tài sản dài hạn	6.744	7.182
Phải thu dài hạn	404	428.0657
Tài sản cố định	2.598	2.482
Giá trị ròng tài sản đầu tư	0	0
Tài sản dở dang dài hạn	91	11.44323
Đầu tư dài hạn	3.136	3.485
Tài sản dài hạn khác	515	774.9939
Tổng cộng tài sản	83.946	104.915
Nợ phải trả	50.770	68.564
Nợ ngắn hạn	50.770	68.070
Nợ dài hạn	0	493.7145
Vốn chủ sở hữu	33.176	36.351
Tổng cộng nguồn vốn	83.946	104.915

Nguồn: Fiinpro, NSI tổng hợp

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN QUỐC GIA**Trụ sở chính:**

Tầng 5. Tòa nhà Samsora Premier. 105 Chu Văn An. Phường Yết Kiêu. Quận Hà Đông. Hà Nội.

Điện thoại: +84 4 3944 5474

Fax: +84 4 3944 5475

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 1. 2 số 168 Nguyễn Công Trứ. Quận 1. Thành phố Hồ Chí Minh.

Điện thoại: +84 8 3821 7262

Fax: +84 8 3821 7305

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU

Vũ Quỳnh Như – Investment Analyst

Email: nhuvq@nsi.vn

Các sản phẩm nghiên cứu được cung cấp trực tuyến tại:

Website: <http://nsi.com.vn/NSINews.aspx>

Khuyến cáo: Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư. Các báo cáo nghiên cứu không phải lời đề nghị, kêu gọi, mời chào mua hay bán bất kỳ mã chứng khoán nào. Các thông tin trong báo cáo được chuẩn bị dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của NSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. NSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác.

NSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh, với tư cách là một khách hàng sử dụng sản phẩm nghiên cứu. Nhân viên của NSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khuyến cáo chung với tất cả các khách hàng mà không cân nhắc khẩu vị rủi ro, năng lực rủi ro, các tiêu chí đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa vào những khuyến nghị đầu tư (nếu có) trong bản báo cáo này để thay thế cho các quyết định đầu tư độc lập của bản thân. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. Trước khi ra quyết định đầu tư, nhà đầu tư nên liên hệ với các cố vấn đầu tư để thảo luận và đưa giá đánh giá cho các trường hợp cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của NSI.

Việc báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương thức điện tử không thể đảm bảo tính an toàn, cũng như bị hỏng, bị mất, đến chậm, không đầy đủ hay có chứa các mã độc hại. Do đó nếu báo cáo được phân phối bởi bên thứ ba hoặc có chứa liên kết của bên thứ ba, NSI không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào được cung cấp bởi bên thứ ba đó. Người đọc có thể sử dụng bất kỳ phương thức tiếp cận thông tin nào phù hợp và hoàn toàn chịu rủi ro phát sinh.