

## CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HOSE: MWG)

- Lợi nhuận (LN) ròng Q2/24 tăng 66% svck lên 1,172 tỷ đồng do BHX ghi nhận lợi nhuận dương cùng với sự phục hồi mạnh mẽ của TGDĐ&ĐMX.
- Chúng tôi kỳ vọng trong 2024-25, LN ròng sẽ đạt 4,571/5,238 tỷ đồng (+26x/14.6% svck) do TGDĐ&ĐMX tiếp tục phục hồi mạnh mẽ 6 tháng cuối năm 2024 và lợi nhuận BHX sẽ dương trở lại từ 2024.
- Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu là 81,100 đồng/cp.

### Q2/24: Lợi nhuận BHX dương trở lại trong khi ICT-CE phục hồi mạnh mẽ

Trong Q2/24, số lượng cửa hàng BHX duy trì svck trong khi đó chuỗi TGDĐ&ĐMX giảm xuống 3,139 cửa hàng (-6.8% svck). Doanh thu tăng 16% svck, chủ yếu do sự tăng trưởng doanh thu/cửa hàng của BHX (+42% svck, đạt 2 tỷ đồng) khi BHX thành công thu hút thêm lượng khách hàng. Bên cạnh đó, “cuộc chiến giá” đã kết thúc, nền giá bán tăng 5-10% svck, giúp tổng doanh thu TGDĐ&ĐMX đạt 22,900 tỷ đồng (+6.2% svck). Sự tăng giá bán mạnh hàng ICT-CE cũng giúp biên gộp cải thiện 2.9% svck, đạt 21.7%. Như vậy, BHX ghi nhận LN ròng đạt 7 tỷ đồng trong Q2/24, từ mức lỗ 305 tỷ đồng trong Q2/23, từ đó tổng lợi nhuận tăng mạnh 67 lần svck, đạt 1,172 tỷ đồng. Trong 6T24, lợi nhuận ròng MWG tăng mạnh 53 lần svck từ nền thấp của cùng kỳ 2023, hoàn thành 78% dự phóng gần nhất của chúng tôi do có sự cải thiện tốt hơn kỳ vọng từ mảng TGDĐ&ĐMX.

### BHX ghi nhận lợi nhuận dương và TGDĐ&ĐMX có thể phục hồi mạnh mẽ hơn trong năm 2024-25

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng BHX trong 2024 đạt 156 tỷ đồng với các kỳ vọng nửa cuối năm 2024 như sau: (1) Doanh thu/ cửa hàng của BHX tăng từ 1.5 tỷ cùng kỳ năm ngoái lên 2.0 tỷ đồng/cửa hàng nhờ sự tăng trưởng về lượng khách hàng (2) BHX sẽ mở thêm 89 cửa hàng; (3) Lợi nhuận gộp duy trì mức 25%. Trong 2025, tổng số cửa hàng BHX sẽ tăng 11.1% svck và doanh thu/cửa hàng sẽ tăng 9% svck, từ đó nâng lợi nhuận ròng BHX lên 317 tỷ đồng.

Trong 2024-25, chúng tôi kỳ vọng trung bình doanh thu/cửa hàng TGDĐ&ĐMX sẽ tăng 18%/11% svck nhờ giai đoạn phục hồi của thị trường ICT-CE, số lượng cửa hàng của TGDĐ&ĐMX có thể thay đổi -7%/4% svck để tối ưu hơn, từ đó giúp doanh thu TGDĐ&ĐMX tăng thêm 7%/16% svck và lợi nhuận gộp tăng 1.2đ%/0đ% lên 20.7/20.7% trong năm 2024-25. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của MWG sẽ đạt 4,571/5,238 tỷ đồng trong năm 2024-25 (+26x/14.6% svck).

### Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu cao hơn là 81,100 đồng/cp

Giá mục tiêu dựa trên phương pháp FCFF (WACC: 10.7%), tăng 43% so với giá mục tiêu trước đó khi chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận ròng của MWG trong 2024-25 thêm 71%/30% nhờ vào triển vọng của thị trường ICT-CE và điểm hòa vốn của BHX xuất hiện sớm hơn dự kiến. Bên cạnh đó, MWG có nhiều khả năng được quay lại rổ chỉ số VN-Diamond trong kỳ review tháng 10/2024 khi các tiêu chí về P/E và tỷ lệ FOL có nhiều xác suất được thỏa mãn tại kỳ review lần này.

| Tỷ đồng        | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu      | 118,280 | 134,609 | 158,803 | 182,837 |
| Lợi nhuận ròng | 168     | 4,571   | 5,238   | 6,774   |
| Tăng trưởng DT | -11.3%  | 13.8%   | 18.0%   | 15.1%   |
| Tăng trưởng LN | -95.9%  | 2620.9% | 14.6%   | 29.3%   |
| Biên LN gộp    | 19.0%   | 21.9%   | 22.1%   | 22.4%   |
| EBITDA         | 4.7%    | 6.2%    | 5.7%    | 6.1%    |
| ROAE           | 0.7%    | 17.8%   | 17.4%   | 19.1%   |
| ROAA           | 0.3%    | 7.4%    | 8.2%    | 9.8%    |
| EPS (VND/cp)   | 115     | 3,124   | 3,579   | 4,629   |
| BVPS (VND/cp)  | 15,963  | 19,089  | 22,168  | 26,296  |

## KHẢ QUAN

VND81,100

### Giá mục tiêu

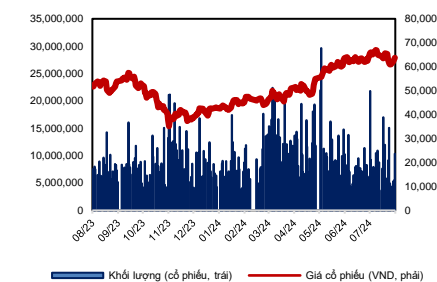
Tiềm năng tăng giá  
(bao gồm 0.7% tỷ  
suất cổ tức)

16.6%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh tăng EPS 2024/25 thêm  
+71%/30%

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

|                         |         |
|-------------------------|---------|
| Giá thị trường (VND)    | 70,000  |
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 69,000  |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 34,823  |
| Vốn hóa (Tỷ đồng)       | 100,434 |
| P/E (TTM)               | 45.8    |
| P/B                     | 3.9     |
| Thị suất cổ tức (%)     | 0.7     |
| Tỷ lệ SH nước ngoài (%) | 45      |

Nguồn: FiinPro, <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu

|  |      |
|--|------|
| Công ty TNHH Tư vấn Đầu tư Thế giới Bán lẻ | 10.5 |
| Nguyễn Đức Tài                             | 2.3  |

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Chuyên viên phân tích



### Nguyễn Quỳnh Ly

Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn

# CTCP Đầu tư Thế giới Di động

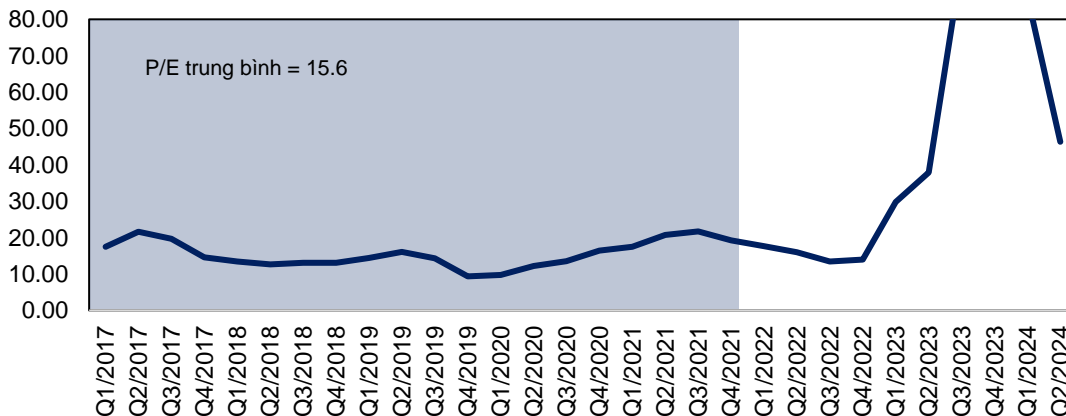
## Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

### Luận điểm đầu tư

- MWG là một tập đoàn bán lẻ ICT-CE hàng đầu với hơn 3,000 cửa hàng, chiếm khoảng 60% thị phần ICT và 50% thị phần CE. Khi nhu cầu ICT-CE bắt đầu phục hồi, MWG sẽ có lợi thế hơn nhờ vị thế dẫn đầu của mình. Ngoài ra, MWG sở hữu chuỗi cửa hàng Bách Hóa Xanh với hơn 1,700 cửa hàng, chủ yếu tại TP.HCM và các tỉnh phía Nam và miền Trung và đã vượt qua điểm hòa vốn trong Q2/24.
- Triển vọng tăng trưởng giai đoạn 2024-25 sẽ được thúc đẩy bởi BHX, khi lợi nhuận từ mức âm năm 2023 chuyển sang dương từ năm 2024 và sẵn sàng mở rộng chuỗi cửa hàng một cách nhanh chóng. Với biên lợi nhuận gộp 25-26%, chúng tôi dự báo BHX sẽ đạt 1,787/1,986 cửa hàng trong năm 2024-25 và lợi nhuận ròng sẽ đạt 156/317 tỷ đồng trong năm 2024-25.
- Chuỗi cửa hàng TGDD&DMX có thể phục hồi mạnh mẽ từ năm 2024, chủ yếu nhờ vào sự cải thiện giá bán. Trong năm 2025, chúng tôi dự báo MWG sẽ ngừng đóng cửa hàng và tập trung chiến lược bán hàng khi nhu cầu ICT-CE phục hồi rõ rệt hơn.
- Khả năng được quay lại rổ chỉ số VN-Diamond: chúng tôi cho rằng khả năng MWG được quay lại rổ chỉ số VN-Diamond trong kỳ review vào tháng 10/2024 tương đối cao bởi nhờ KQKD phục hồi trong nửa đầu 2024, P/E TTM của MWG hiện đạt 46x, là mức có thể vừa đủ để thỏa mãn về tiêu chí P/E, bên cạnh đó, tỷ lệ FOL của MWG hiện tại đang ở mức 95.6%, tiêu chí thỏa mãn về FOL trên 95% của MWG tại kỳ review cũng có nhiều khả năng sẽ được đáp ứng.

Từ 1/1/2024 đến 21/8/2024, giá cổ phiếu đã tăng 65%. Chúng tôi dự báo rằng trong nửa cuối năm 2024, MWG sẽ tiếp tục xu hướng tăng trưởng mạnh mẽ và dự báo lợi nhuận ròng đạt 4,571 tỷ đồng trong năm 2024 (+2621% svck) và 5,238 tỷ đồng trong năm 2025 (+14.6% svck). P/E dự phóng cho năm 2024-25 lần lượt là 22,3x/19,5x, cao hơn mức trung bình 15.6 của giai đoạn 2017-21 do động lực mạnh mẽ từ BHX. Sau năm 2024, ngoài sự tăng trưởng ổn định của ICT-CE, chúng tôi nhận thấy MWG có cơ hội tiềm năng trong lĩnh vực bán lẻ hiện đại ngành hàng tạp hóa, điều này sẽ giúp MWG đạt được mức định giá cao hơn trong dài hạn. Theo Statista, giá trị thị trường tạp hóa khoảng 50 tỷ USD, trong đó BHX chỉ chiếm gần 2% thị trường, cho thấy vẫn còn nhiều tiềm năng để mở rộng. Ngoài ra, mô hình bán lẻ tạp hóa hiện đại như BHX cũng có cơ hội tiềm năng, bởi tỷ lệ thâm nhập thị trường của mô hình này vẫn tương đối thấp ở mức 15%, trong khi ở các quốc gia phát triển khác, tỷ lệ này vượt quá 34%.

Hình 1: P/E MWG



Nguồn: MWG, MBS Research

## Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu cao hơn là 81,100 đồng/cp

Chúng tôi nhắc lại khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu mới là 81,100 đồng/cổ phiếu (+43% so với báo cáo trước), chủ yếu do chúng tôi đã điều chỉnh dự báo về sự phục hồi của thị trường ICT-CE, được xem là có rủi ro thấp hơn so với báo cáo trước đó. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận ròng của MWG trong giai đoạn 2024-25 lên 71.3%/29.9% so với dự báo cũ nhờ triển vọng tươi sáng hơn của thị trường ICT & CE và điểm hòa vốn của BHX xuất hiện sớm hơn dự kiến.

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) cho ICT-CE và BHX (WACC: 10.7%) để đưa ra giá mục tiêu cho MWG. Như vậy, chúng tôi xác định giá mục tiêu mới là 81,100 đồng/cổ phiếu (Lợi nhuận bao gồm tỷ suất cổ tức là 16.6%).

### Tiềm năng tăng giá:

- Sự tăng trưởng của ICT-CE cao hơn nhờ giá bán tăng.
- BHX ghi nhận lợi nhuận cao hơn dự kiến.
- An Khang dừng đóng cửa các cửa hàng trong năm 2024, duy trì hoạt động trong năm 2025 và bắt đầu ghi nhận lợi nhuận dương trong năm 2025.

### Rủi ro giảm giá:

- Tốc độ mở rộng của BHX chậm hơn dự kiến.
- Sự phục hồi của ngành bán lẻ chậm hơn kỳ vọng do các yếu tố chính trị bất ngờ hoặc chiến tranh thế giới.

### Định giá

Hình 2 : Tổng hợp định giá từng phần

|                                       | Phương pháp       | Giá trị VCSH | Tỷ trọng (%)  |
|---------------------------------------|-------------------|--------------|---------------|
| ICT-CE                                | DCF (WACC: 10.7%) | 66,808       | 100%          |
| BHX                                   | DCF (WACC: 10.7%) | 54,641       | 95%           |
| Giá trị VCSH                          |                   | 118,717      |               |
| Số lượng cổ phiếu (triệu cp)          |                   | 14,634       |               |
| Giá mục tiêu (VND/cp)                 |                   |              | 81,125        |
| <b>Giá mục tiêu làm tròn (VND/cp)</b> |                   |              | <b>81,100</b> |

Nguồn: MWG, MBS Research

Hình 3 : Phương pháp DCF

| TGDĐ&ĐMX                           | 2024   | 2025   | 2026   | /// | 2033   |
|------------------------------------|--------|--------|--------|-----|--------|
| EBIT                               | 5,811  | 6,329  | 7,588  |     | 5,500  |
| + Khấu hao                         | 825    | 973    | 1,128  |     | 978    |
| - Chi phí vốn                      | -298   | -742   | -776   |     | -1,070 |
| - Thay đổi vốn lưu động            | -4,958 | -1,378 | -1,489 |     | -1,326 |
| Dòng tiền tự do (FCF)              | 953    | 4,525  | 5,456  |     | 3,945  |
| Giá trị cuối cùng (Terminal Value) |        |        |        |     |        |
| PV của FCF                         | 860    | 4,127  | 5,021  |     | 3,788  |
| PV của Terminal Value              |        |        |        |     | 17,719 |
| Giá trị doanh nghiệp (EV)          |        |        |        |     | 60,261 |

|                             |               |
|-----------------------------|---------------|
| (+) Tiền & tương đương tiền | 20,036        |
| (-) Nợ                      | -13,989       |
| <b>Giá trị VCSH</b>         | <b>66,808</b> |

Nguồn: MWG, MBS Research

| BHX                                | 2024 | 2025  | 2026  | /// | 2033          |
|------------------------------------|------|-------|-------|-----|---------------|
| EBIT                               | 195  | 396   | 1,149 |     | 4,613         |
| + Khấu hao                         | 369  | 431   | 500   |     | 589           |
| - Chi phí vốn                      | -350 | -667  | -741  |     | -1,550        |
| - Thay đổi vốn lưu động            | -565 | 892   | 389   |     | 973           |
| Dòng tiền tự do (FCF)              | -345 | 1,000 | 1,098 |     | 3,895         |
| Giá trị cuối cùng (Terminal Value) |      |       |       |     |               |
| PV của FCFF                        | -311 | 912   | 1,011 |     | 3,740         |
| PV của Terminal Value              |      |       |       |     | 27,453        |
| Giá trị doanh nghiệp (EV)          |      |       |       |     | 52,057        |
| (+) Tiền & tương đương tiền        |      |       |       |     | 8,971         |
| (-) Nợ                             |      |       |       |     | -6,611        |
| <b>Giá trị VCSH</b>                |      |       |       |     | <b>54,641</b> |

Nguồn: MWG, MBS Research

**Hình 4: Phương pháp FCFF**  
**WACC và tăng trưởng dài hạn**

|                              |               |
|------------------------------|---------------|
| Tăng trưởng dài hạn (ICT-CE) | 2.00%         |
| Tăng trưởng dài hạn (BHX)    | 5.00%         |
| Beta                         | 1.1           |
| Phần bù rủi ro               | 9.00%         |
| Lãi suất phi rủi ro          | 3.00%         |
| Chi phí VCSH                 | 13.60%        |
| Chi phí nợ                   | 5.00%         |
| Mức thuế                     | 20.00%        |
| <b>WACC</b>                  | <b>10.72%</b> |

Nguồn: MBS Research

**Hình 5: So sánh với doanh nghiệp cùng ngành (Cập nhật 21/08/24)**

| Công ty                                   | Mã Bloomberg   | Vốn hóa<br>(triệu USD) | P/E (lần) |      | P/B (lần) |      | ROA%  |      | ROE (%) |      | D/E |      |
|---|----------------|------------------------|-----------|------|-----------|------|-------|------|---------|------|-----|------|
|   |                |                        | TTM       | 2025 | TTM       | 2025 | TTM   | 2025 | TTM     | 2025 | TTM | 2025 |
| <b>Doanh nghiệp ICT</b>                   |                |                        |           |      |           |      |       |      |         |      |     |      |
| FPT Retail                                | FRT VN         | 1,021                  | (419.9)   | 48.4 | 14.2      | 9.4  | (0.5) | 2.8  | (3.4)   | 23.1 | 3.3 | 4.8  |
| Digiworld Corporation                     | DGW VN         | 412                    | 27.0      | 16.2 | 3.6       | 2.9  | 5.2   | 7.4  | 14.0    | 19.6 | 0.9 | 0.7  |
| Petrossetco Distribution                  | PSD VN         | 28                     | 9.3       | N/A  | 1.2       | N/A  | 2.5   | N/A  | 13.0    | N/A  | 2.3 | N/A  |
| Erajaya Swasembada Tbk                    | ERAA IJ EQUITY | 435                    | 7.6       | 5.7  | 0.9       | 0.8  | 4.0   | 5.0  | 12.3    | 12.0 | 1.2 |      |
| <b>Doanh nghiệp bán lẻ hàng tiêu dùng</b> |                |                        |           |      |           |      |       |      |         |      |     |      |
| Masan Group                               | MSN VN         | 4,551                  | 45.8      | N/A  | 3.9       | N/A  | 0.5   | N/A  | 2.5     | N/A  | 1.5 | N/A  |
| WALMART                                   | WMT US EQUITY  | 605,196                | 31.5      | 30.6 | 7.1       | 6.7  | 6.1   | 7.9  | 18.9    | 22.6 | 0.8 |      |
| RYOHIN                                    | 7453 JP EQUITY | 5,256                  | N/A       | N/A  | 3.8       | N/A  | 7.5   | N/A  | 10.5    | N/A  | 0.2 | N/A  |
| Trung bình                                |                |                        | 24.2      | 25.2 | 3.4       | 4.9  | 4.3   | 5.8  | 11.9    | 19.3 | 1.2 | 2.8  |
| CTCP Đầu tư Thế giới di động              | MWG VN         | 4,093                  | 45.8      | 19.5 | 3.9       | 2.7  | 3.6   | 8%   | 9.0     | 17%  | 0.9 | 0.5  |

Nguồn: MBS Research

## CTCP Đầu tư Thế giới Di động

### Lợi nhuận của BHX đã chuyển sang dương trong khi ICT&CE phục hồi mạnh mẽ trong quý 2 năm 2024

Hình 6: Kết quả kinh doanh Q2/24 và 6T2024

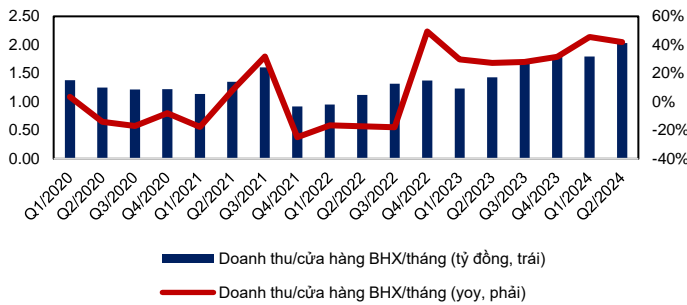
| VNDbn   | Q2/24         | Sv cùng quý (%) | svck (%)       | 6T24          | svck (%)       | Đánh giá   |
|---|---------------|-----------------|----------------|---------------|----------------|--|
| <b>Số lượng cửa hàng (cửa hàng)</b>           |               |                 |                |               |                |  |
| - Thế giới di động                            | 1,046         | -2.3%           | -3.1%          |               |                | Tiếp tục tối ưu chuỗi cửa hàng ICT-CE, duy trì các cửa hàng hiệu quả và đóng 24 cửa hàng TGDD, 196 cửa hàng ĐMX kém hiệu quả   |
| - Điện máy xanh                               | 2,093         | -4.2%           | -8.6%          |               |                |  |
| - Bách hóa xanh                               | 1,701         | 0.3%            | -0.3%          |               |                |  |
| - An Khang                                    | 481           | -8.6%           | -10.4%         |               |                | Trong nửa đầu năm 2024, MWG đóng 45 cửa hàng An Khang sau 22 tháng duy trì hơn 500 cửa hàng, bắt đầu đi vào giai đoạn tối ưu chuỗi An Khang, tiến đến điểm hòa vốn.  |
| <b>Doanh thu/cửa hàng/tháng</b>               |               |                 |                |               |                |  |
| - Thế giới di động                            | 2.1           | 0.5%            | 2.6%           | 2.1           | 3.2%           | Nhu cầu điện thoại, laptop vẫn duy trì ở mức thấp, doanh thu/ cửa hàng chủ yếu đến từ việc tăng giá bán.   |
| - Điện máy xanh                               | 2.5           | 14.4%           | 16.6%          | 2.4           | 15.5%          | (1) Giá bán cải thiện khoảng 5-10% svck, (2) Nhu cầu ICT-CE cải thiện nhẹ và tốt hơn so với mảng ICT.  |
| - Bách hóa xanh                               | 2.0           | 12.9%           | 42.0%          | 1.9           | 43.6%          | Việc thay đổi danh mục sản phẩm (tăng số lượng thực phẩm tươi sống) đã giúp BHX tăng lượng khách hàng từ các chợ truyền thống.   |
| <b>Doanh thu thuần</b>                        | <b>34,134</b> | <b>8.4%</b>     | <b>15.8%</b>   | <b>65,621</b> | <b>16.0%</b>   |  |
| - Thế giới di động                            | 6,727         | -1.0%           | 0.2%           | 13,518        | 1.3%           |  |
| - Điện máy xanh                               | 16,251        | 11.9%           | 8.9%           | 30,776        | 9.0%           |  |
| - Bách hóa xanh                               | 10,340        | 13.0%           | 41.3%          | 19,489        | 42.4%          | Trong khi duy trì số lượng cửa hàng, BHX đã thành công trong việc thu hút thêm lượng khách từ chợ truyền thống nhờ vào (1) sự đa dạng của danh mục thực phẩm tươi sống và (2) giá bán hợp lý.  |
| - Khác  | 817           | -19.9%          | 59.8%          | 1,837         | 41.1%          |  |
| Lợi nhuận gộp                                 | 7,308         | 8.9%            | 34.3%          | 14,020        | 31.6%          |  |
| <i>Biên gộp</i>                               | <i>21.4%</i>  | <i>0.1%</i>     | <i>2.9đ%</i>   | <i>21.4%</i>  | <i>2.5đ%</i>   | Chủ yếu nhờ việc tăng giá bán ICT-CE thêm 5-10% svck   |
| Chi phí bán hàng                              | 5,056         | 4.9%            | -3.0%          | 9,878         | -1.2%          | Chi phí nhân sự bán hàng giảm khi MWG tiếp tục đóng các cửa hàng TGDD&ĐMX.   |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp (QLDN)           | 813           | -6.3%           | 254.9%         | 1,682         | 203.7%         | Chi phí nhân sự QLDN đã tăng vọt từ 151 tỷ đồng (Q2/2023) lên 740 tỷ đồng, khiến chi phí quản lý và điều hành tăng mạnh.   |
| <i>%chi phí bán hàng &amp;QLDN/ doanh thu</i> | <i>17.2%</i>  | <i>-0.9%</i>    | <i>-1.3đ%</i>  | <i>17.6%</i>  | <i>-1.0đ%</i>  |  |
| Doanh thu tài chính                           | 580           | -0.9%           | -0.9%          | 1,165         | 23.4%          | Trong nửa đầu năm 2024, đầu tư ngắn hạn tăng 20% so với cùng kỳ năm trước.   |
| Chi phí tài chính                             | 294           | -21.7%          | -26.0%         | 669           | -3.4%          | Mức nền lãi suất đi vay thấp hơn svck  |
| Lợi nhuận trước thuế                          | 1,516         | 25.7%           | 1068.1%        | 2,722         | 842.8%         |  |
| Thuế  | 341           | 12.4%           | 203.2%         | 644           | 157.5%         |  |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>                         | <b>1,172</b>  | <b>29.9%</b>    | <b>6635.0%</b> | <b>2,075</b>  | <b>5264.8%</b> | Trong Q2/2024, lợi nhuận ròng đạt 1,172 tỷ đồng, gấp 66 lần svck nhờ (1) sự phục hồi mạnh mẽ của ICT-CE và (2) BHX ghi nhận lợi nhuận dương trong Q2/2024. Trong nửa đầu năm 2024, lợi nhuận ròng của MWG đã hoàn thành 78% dự báo trước đó của chúng tôi nhờ vào sự phục hồi tốt hơn mong đợi tại TGDD&ĐMX. |

## BHX ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực và TGDD&DMX sẽ có sự phục hồi lợi nhuận mạnh mẽ trong 2024-25

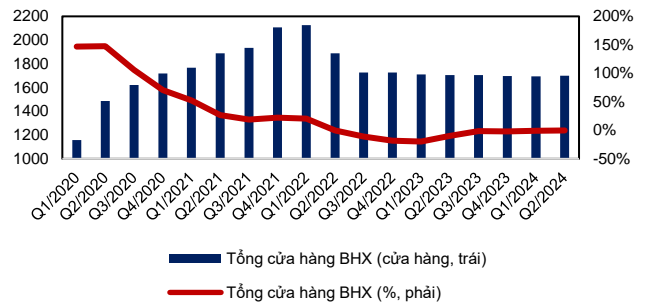
### Lợi nhuận ròng BHX kì vọng đạt 156/317 tỷ đồng trong năm 24-25

Q2/24, BHX cuối cùng đã ghi nhận lãi ròng sau 8 năm (bỏ qua giai đoạn COVID-19) nhờ vào sự tăng trưởng tích cực của doanh thu/cửa hàng. Sau khi thay đổi danh mục sản phẩm và tập trung vào tăng tỷ trọng các sản phẩm tươi sống, doanh thu/cửa hàng trung bình đạt 2 tỷ đồng/tháng vào Q2/24. Điều này giúp cho BHX có lãi ròng 7 tỷ đồng, giảm lỗ ròng 6T24 xuống còn 98 tỷ đồng (6T23: lỗ ròng 659 tỷ đồng).

Hình 7: Nỗ lực gia tăng doanh thu/cửa hàng giúp BHX ghi nhận lãi ròng trong Q2/24



Hình 8: T8/24, BHX đã bắt đầu mở rộng cửa hàng sau khi có lãi và đã đạt 1,716 cửa hàng (+15 cửa hàng so với T6/24)



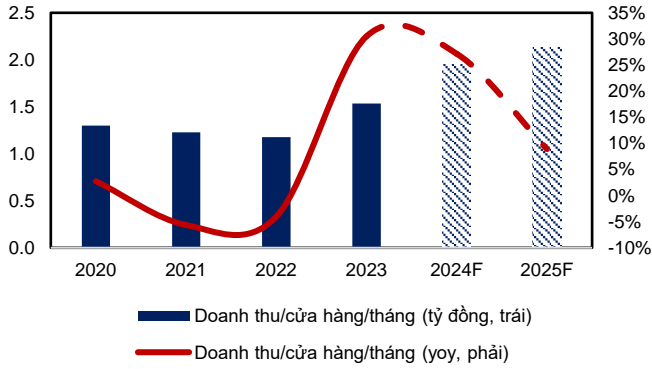
Nguồn: MWG, MBS Research

Nguồn: MWG, MBS Research

Trong 6 tháng cuối năm 2024, chúng tôi nhận thấy BHX sẽ có thể duy trì doanh thu/cửa hàng khi tiếp tục chiến dịch bán hàng tốt (giá bán các sản phẩm tươi sống hợp lý, chương trình mua hàng hấp dẫn để duy trì traffic hiện tại) giữ chân khách hàng từ các thị trường truyền thống khác (chợ truyền thống,..). Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng BHX có thể đạt 156/317 tỷ đồng trong năm 24-25 nhờ vào:

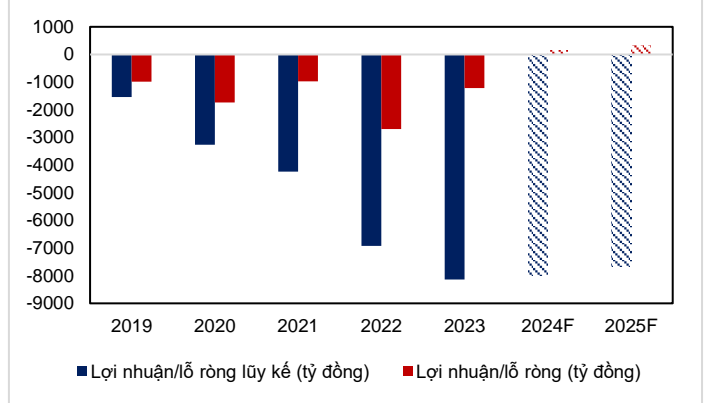
- Tổng cửa hàng BHX đạt 1,787/1,986 cửa hàng trong năm 2024/25, tăng 5%/11% svck khi BHX bắt đầu tăng tốc mở rộng trở lại sau khi có lãi vào Q2/24, số cửa hàng mới tăng lên dự kiến đạt 89/199 trong năm 24/25
- Doanh thu/cửa hàng trung bình tăng 27%/9% svck lên mức 2.0/2.1 tỷ đồng/tháng khi BHX chủ động gia tăng lượng sản phẩm tươi sống trong danh mục và các chương trình mua hàng hấp dẫn
- Với việc có những deal tốt với nhà cung cấp, chúng tôi dự báo BHX có thể duy trì danh mục sản phẩm tươi sống tốt và duy trì tỷ trọng chi phí bán hàng svck, cùng với việc đẩy mạnh bán hàng FMCGs sẽ giúp biên LN gộp đạt 25.5%-26% trong năm 24-25 (+0.5-1đ% sv năm 2023)
- Lợi nhuận ròng có thể đạt 156 tỷ đồng trong năm 2024 (từ mức lỗ ròng 1,211 tỷ đồng trong năm 2023) và tăng 103% svck, lên mức 317 tỷ đồng trong năm 2025.

Hình 9: Doanh thu/cửa hàng và dự phóng cho giai đoạn 24-25



Nguồn: MWG, MBS Research

Hình 10: BHX có lợi nhuận ròng sau 8 năm dài trên thị trường.



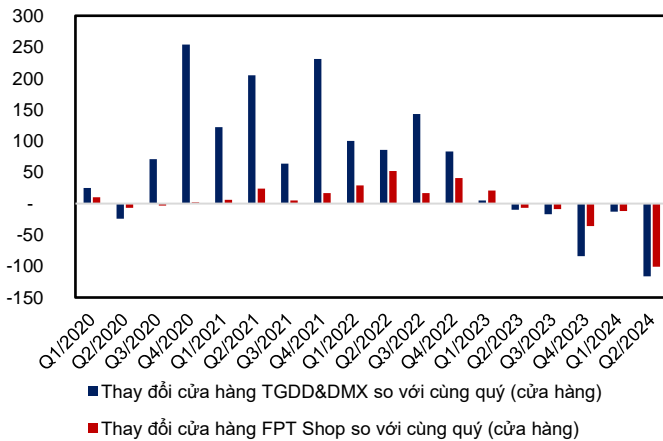
Nguồn: MWG, MBS Research

**TGDD và DMX bắt đầu bước vào giai đoạn phục hồi**

6T24, thị trường CE (điện tử tiêu dùng) có sự phục hồi tốt hơn so với thị trường ICT (điện thoại, laptop,...)

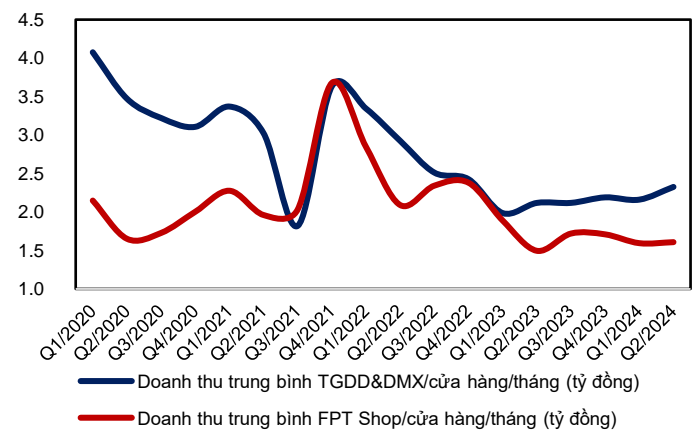
Trong Q2/24, trong bối cảnh (1) sức cầu tiêu thụ yếu, (2) thay đổi từ thói quen tiêu dùng sau đại dịch covid-19 khiến cho chuỗi lớn bán lẻ ICT-CE tiếp tục tối ưu chi phí và đóng thêm cửa hàng. Tổng số cửa hàng TGDD&DMX giảm xuống còn 3,139 (-7% svck) trong khi FPT Shop giảm 20% svck, chỉ còn 642 cửa hàng. Sau khi đóng, doanh thu/cửa hàng FPT duy trì ở ngưỡng 1.6 tỷ đồng/tháng, trong khi doanh thu TGDD&DMX trung bình tăng 9% svck lên mức 2.2 tỷ đồng. Phần nào có thể thấy được sự khác biệt về tăng trưởng khi MWG có lợi thế về tỷ trọng các sản phẩm CE, hiện là nhà bán lẻ điện tử tiêu dùng có hơn 50% thị phần trên thị trường. Do đó, trong giai đoạn phục hồi có thể nhìn thấy thị trường CE sẽ có sự phục hồi tốt hơn so với thị trường ICT.

Hình 11: Tổng cửa hàng bán lẻ ICT-CE trên toàn quốc suy giảm



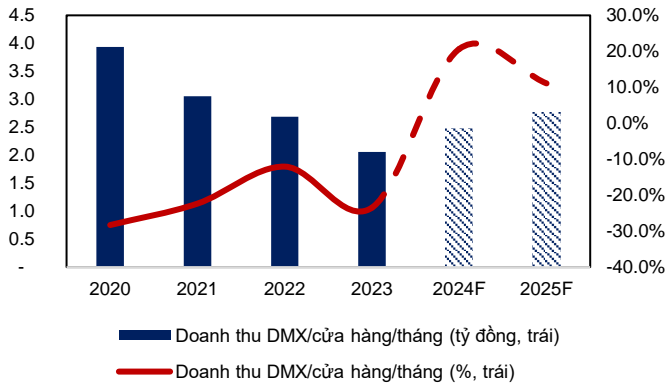
Nguồn: MWG, FRT, MBS Research

Hình 12: Lợi thế về tỷ trọng các sản phẩm điện tử tiêu dùng giúp TGDD&DMX có sự phục hồi tốt hơn so với FPT Shop



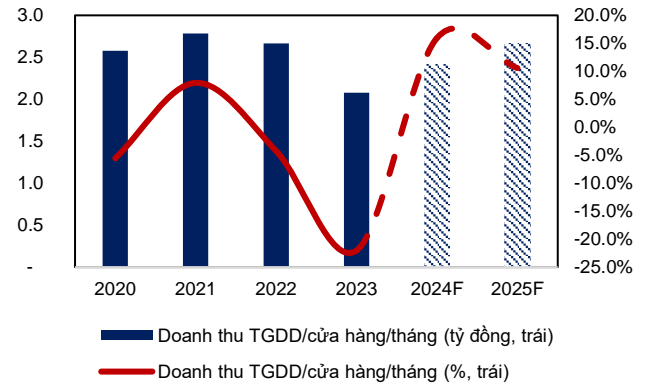
Nguồn: MWG, MBS Research

Hình 13: Doanh thu/cửa hàng DMX tăng 17% svck...



Nguồn: MWG, MBS Research

Hình 14: Trong khi doanh thu TGDD vẫn ở mức nền thấp, chỉ tăng 3% svck.

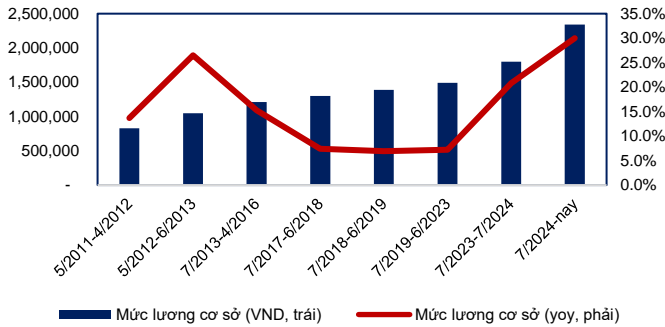


Nguồn: MWG, MBS Research

*Điều kiện thuận lợi về vĩ mô phần nào sẽ hỗ trợ cho sự phục hồi của ngành bán lẻ, bao gồm cả ICT-CE*

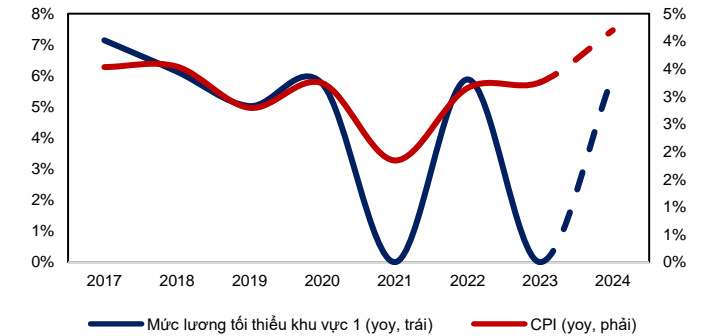
T7/2024, mức lương cơ bản tăng mạnh 30% svck, đánh dấu mức tăng trưởng mạnh nhất kể từ năm 2011. Năm ngoài, mức lương cơ bản tăng 21% svck tuy nhiên chúng tôi nhận thấy chưa tác động nhiều vào tăng trưởng bán lẻ do nhiều yếu tố như (1) Nền kinh tế còn nhiều khó khăn, khoản tiết kiệm bị ảnh hưởng, người tiêu dùng vẫn đang thắt chặt chi tiêu, (2) Lương tối thiểu vùng giữ nguyên trong năm 2023, (2) lượng đơn hàng mới khu vực sản xuất chưa nhiều khiến cho thu nhập người lao động chưa có sự cải thiện. Tuy nhiên, năm nay, với sự hỗ trợ của các yếu tố như (1) nền kinh tế phục hồi, đơn hàng mới ở khu vực sản xuất gia tăng, (2) Mức lương tối thiểu vùng tăng 6% svck, lên mức 4.96 triệu đồng (vùng 1) sẽ phần nào tạo động lực cho tiêu dùng trong nước cải thiện, từ đó hỗ trợ cho tăng trưởng bán lẻ phục hồi.

Hình 15: Mức lương cơ sở tăng mạnh nhất trong năm nay, phần nào sẽ hỗ trợ vào thu nhập người dân trong ngắn hạn



Nguồn: GSO, MBS Research

Hình 16: Thu nhập tối thiểu vùng dự báo tăng 3% svck trong năm 2024

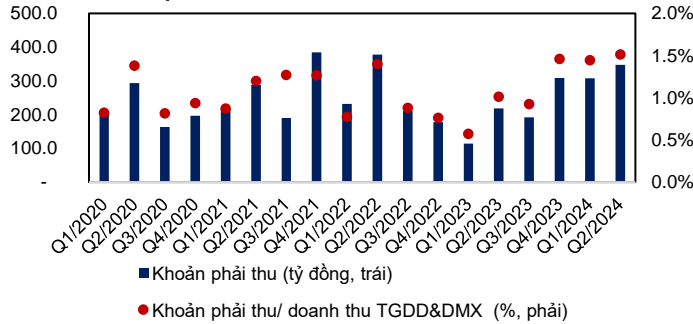


Nguồn: GSO, MBS Research

Bên cạnh đấy, chúng tôi nhìn thấy tín dụng tiêu dùng dần có tín hiệu phục hồi khi khoản phải thu của MWG bắt đầu gia tăng. Các khoản phải thu (bao gồm phải thu từ Homecredit, Fecredit,..) bắt đầu tăng từ Q4/23 và tiếp tục duy trì trong suốt 6 tháng đầu năm 2024. Việc tín dụng tiêu dùng phục hồi hỗ trợ rất lớn cho việc phục hồi của thị trường bán lẻ ICT-CE. MWG cho biết doanh thu trả góp/tổng doanh thu đã đạt hơn 30% trong 6T24, gia tăng đáng kể so với mức 25-27% của năm 2023.

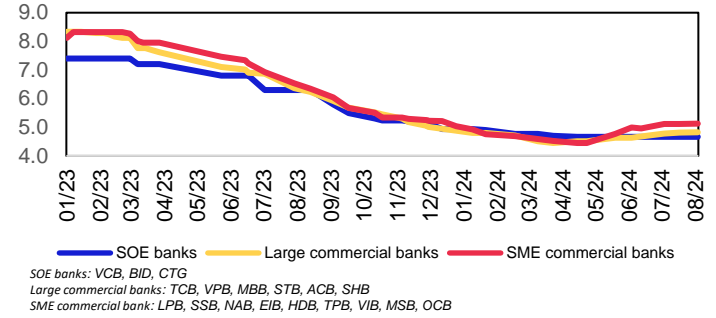


Hình 17: Khoản phải thu của MWG



Nguồn: MWG, MBS Research

Hình 18: Xu hướng của lãi suất cho vay

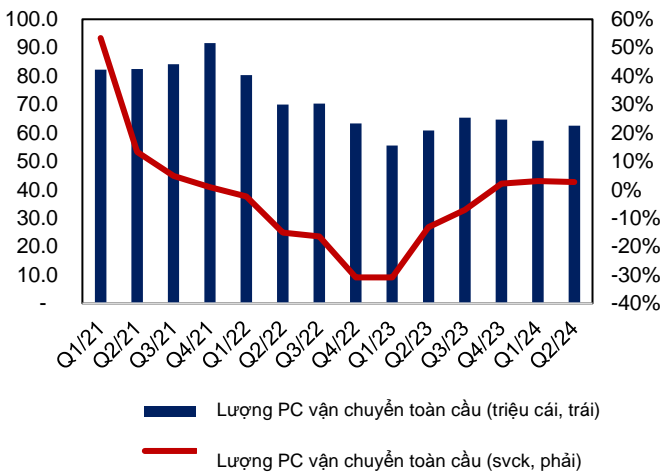


Nguồn: MBS Research

**Doanh thu TGDD có thể tăng 3%/12.8% svck trong năm 2024-25**

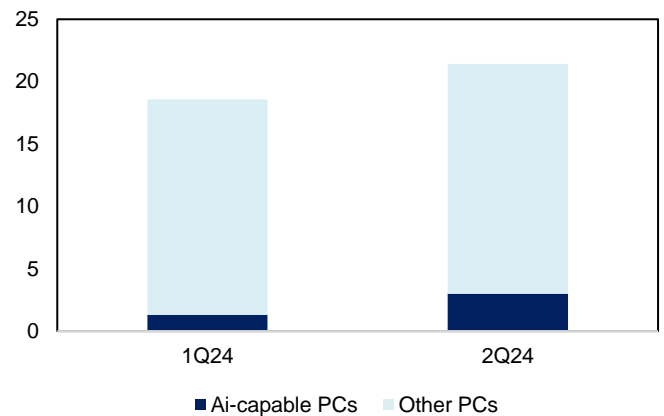
Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ phục hồi tốt hơn so với 6T24 nhờ vào mùa ra mắt các sản phẩm mới. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sẽ duy trì 1 chữ số do nhu cầu chung còn yếu. Hàng tồn kho của sản phẩm laptop có hỗ trợ AI hay các sản phẩm máy tính bảng có chip hỗ trợ tốt hơn cho các ứng dụng AI sẽ bắt đầu gia tăng từ giữa năm 2024 và tăng tích cực vào năm 2025. Năm 2025 là thời điểm bắt đầu có sự phục hồi nhu cầu ICT rõ rệt hơn khi thu nhập người tiêu dùng dần ổn định trở lại, do đó các chương trình kích cầu mua hàng sẽ có tác động tốt hơn, từ đó hỗ trợ doanh thu ICT có sự cải thiện rõ rệt.

Hình 19: Tổng lượng laptop, máy tính bảng vận chuyển trên toàn thế giới đã dần có sự phục hồi nhờ vào các sản phẩm có hỗ trợ AI



Nguồn: MBS Research

Hình 20: Lượng AI-PC vận chuyển trên toàn cầu đã tăng lên hơn 20 triệu máy, chiếm 14% tổng PC vận chuyển toàn cầu

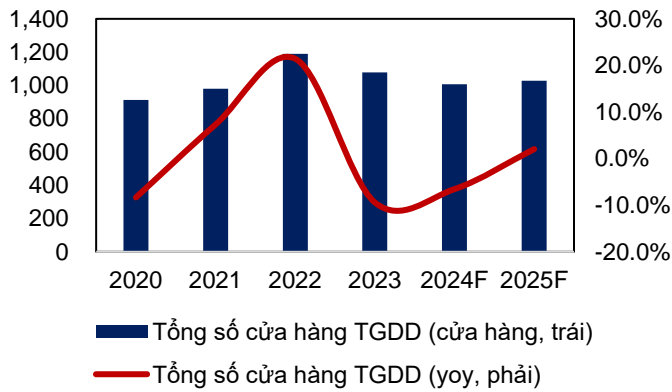


Nguồn: MWG, MBS Research

Với TGDD, chúng tôi đánh giá doanh thu sẽ phục hồi và tăng khoảng 3% svck trong năm 2024 và tăng lên khoảng 13% trong năm 2025 nhờ vào:

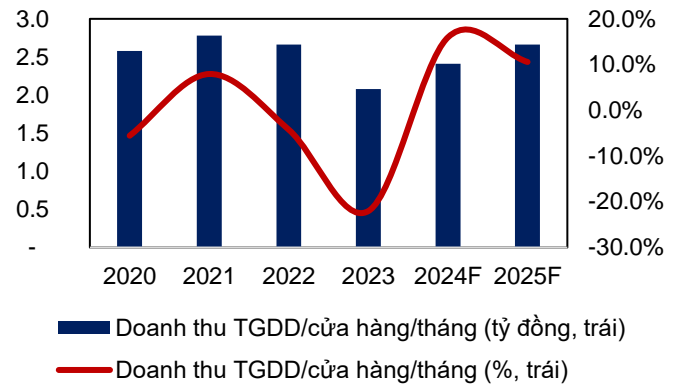
- Tổng cửa hàng TGDD đạt 1,007/1,028 trong năm 24/25, thay đổi -7%/2% svck
- Doanh thu/cửa hàng đạt 2.4/2.7 tỷ đồng (+16%/11% svck) nhờ vào việc (1) Nửa cuối năm 2024, doanh thu/cửa hàng đạt 2.5 tỷ đồng/tháng khi mùa cao điểm ra mắt, tệp khách hàng trung thành tiếp tục đón chờ các sản phẩm mới từ Apple và Samsung, (2) Năm 2025, giá bán tăng nhẹ 5% svck và nhu cầu chung phục hồi tốt hơn năm 2024 sẽ giúp cho doanh thu/cửa hàng tăng 11% svck

Hình 21: Tổng số cửa hàng TGDD và dự phóng cho 24-25



Nguồn: MWG, MBS Research

Hình 22: Doanh thu/cửa hàng/tháng và dự phóng cho 24-25



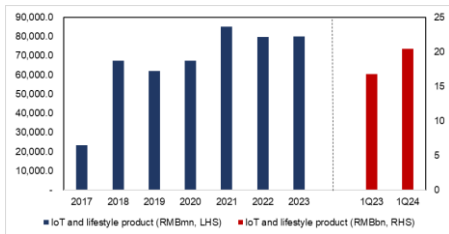
Nguồn: MWG, MBS Research

**Doanh thu DMX dự báo tăng 9.4%/16.9% trong năm 2024-25**

Trong giai đoạn phục hồi, chúng tôi nhận thấy thị trường CE (sản phẩm điện tử tiêu dùng) sẽ có sự tăng trưởng tốt hơn với sự hỗ trợ của các sản phẩm tiêu dùng có ứng dụng IoT. Theo Statista, thị trường đồ gia dụng thông minh có tăng trưởng kép đạt 15.4% trong giai đoạn 2024-29. Hiện tại, Việt Nam có hơn 74% dân số sử dụng Internet, tỷ lệ bao phủ 4G đạt khoảng 99.8%. Tuy nhiên, trung bình 1 người VN mới có 0.2 kết nối IoT (trung bình thế giới là 2 kết nối IoT/người), cho thấy triển vọng mảng IoT CE còn nhiều tiềm năng.

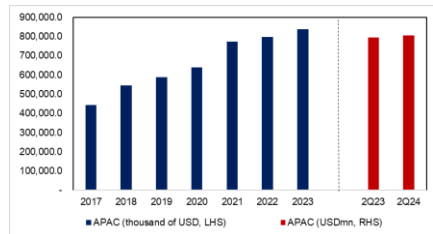
Xiaomi hay Huawei đã tạo ra một hệ sinh thái các sản phẩm IoT tầm giá trung bình để người tiêu dùng có thể dễ tiếp cận. Ví dụ như cách đây 3 năm trước, người tiêu dùng phải bỏ ra khoảng 6 triệu đồng để sở hữu 1 robot lau nhà thì hiện nay mức giá trung bình chỉ khoảng 3 – 4 triệu đồng cho sản phẩm với hiệu năng tương đương. Đây là một mức giá phù hợp khi hiện nay, chi tiêu trung bình 1 hộ gia đình/tháng cho đồ gia dụng khoảng 8.4 triệu đồng. Vì thế, khả năng tạo ra các sản phẩm thông minh dành cho phân khúc trung bình với đa dạng tính năng hơn cũng là một tiềm năng thúc đẩy tăng trưởng cho ngành điện tử tiêu dùng tại Việt Nam.

Hình 23: Q1/24, doanh thu các sản phẩm đời sống và IoT của Xiaomi tăng 21% svck



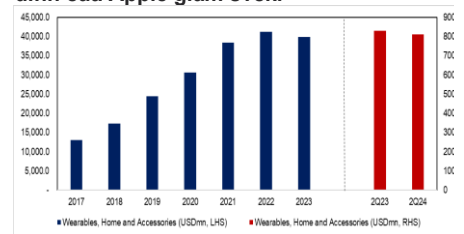
Nguồn: Xiaomi, MBS Research

Hình 24: Q2/24, doanh thu khu vực APAC của Garmin chỉ tăng 1.4% svck



Nguồn: Garmin, MBS Research

Hình 25: Q2/24, doanh thu từ các sản phẩm đeo tay, sản phẩm gia dụng và gia đình của Apple giảm svck



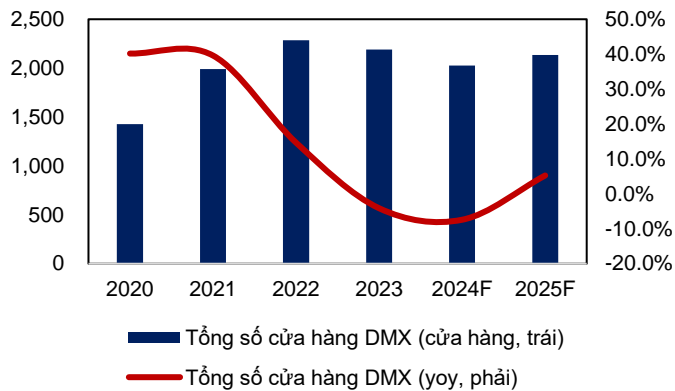
Nguồn: Apple, MBS Research

Với DMX, chúng tôi dự báo doanh thu tăng trưởng 9%/17% svck trong năm 24-25 với các giả định dưới đây:

- Tổng cửa hàng DMX đạt 2,028/2,135 trong năm 24/25 (-7%/+5% svck) do chúng tôi giả định MWG ngừng tối ưu cửa hàng trong năm 2025.
- Doanh thu/cửa hàng đạt 2.5/2.8 tỷ đồng (+21%/11% svck) khi (1) giá bán tăng trở lại mức nền ổn định trong năm 2024, dự báo doanh thu/cửa hàng trung bình

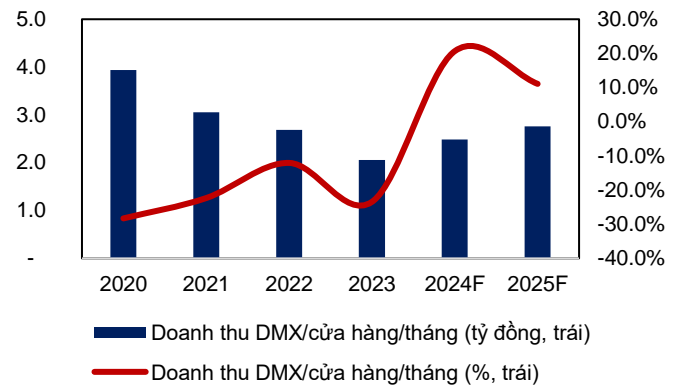
nửa cuối 2024 đạt 2.3 tỷ đồng so với mức doanh thu/cửa hàng trung bình 2.4 tỷ trong nửa đầu 2024 do lượng tiêu thụ hàng CE sẽ yếu hơn trong nửa cuối năm, (2) MWG đẩy mạnh các chương trình bán hàng trong bối cảnh nhu cầu thực tăng trở lại, giúp cho doanh thu/cửa hàng trong năm 2025 tiếp tục tăng 10% svck.

Hình 26: Dự báo tổng số cửa hàng DMX cho năm 24-25



Nguồn: MWG, MBS Research

Hình 27: Doanh thu/cửa hàng DMX/tháng và dự báo cho năm 24-25



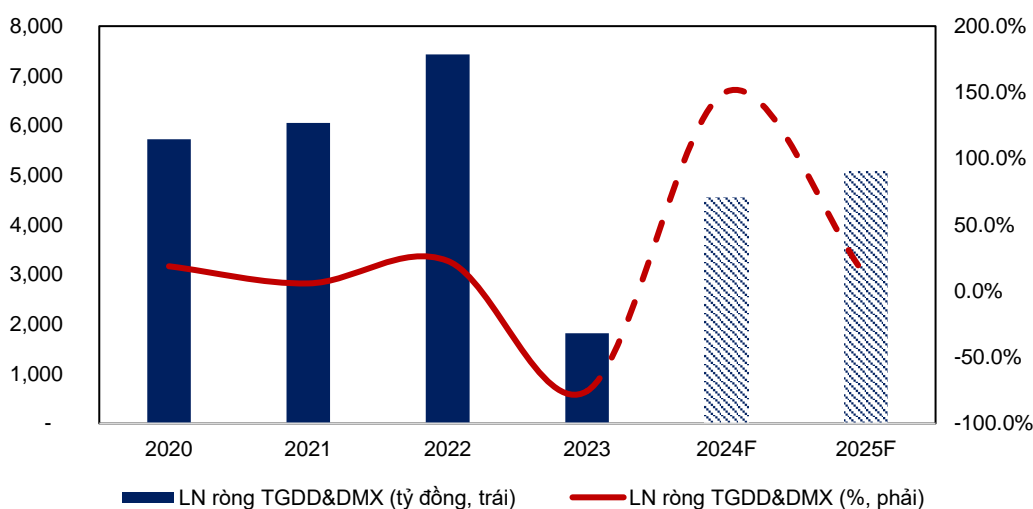
Nguồn: MWG, MBS Research

### Lợi nhuận ròng TGDD&DMX phục hồi mạnh mẽ 150%/11% svck vào năm 2024-25

Chúng tôi dự báo sự phục hồi của TGDD&DMX sẽ tiếp tục nhờ vào (1) sự gia tăng giá bán, (2) sự phục hồi của tín dụng tiêu dùng. MWG tiếp tục tối ưu hoạt động của TGDD&DMX. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của TGDD&DMX tăng 150%/11% trong năm 2024-25 với các giả định:

- Biên LN gộp cải thiện 2.9 điểm% trong năm 2024 khi giá bán sản phẩm tăng 10-15% svck, sau đó biên LN gộp duy trì trong năm 2025.
- Chúng tôi ước tính chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/tổng doanh thu giảm 0.2đ% trong năm 2024 và tăng nhẹ 0.4đ% trong năm 2025 khi doanh nghiệp cần đẩy mạnh các chương trình bán hàng trong giai đoạn phục hồi
- Kết quả, biên LN ròng của TGDD&DMX tăng 3.3đ% lên mức 3.4% trong năm 2024 và duy trì trong năm 2025

Hình 28: Lợi nhuận ròng của TGDD&DMX và dự báo cho năm 24-25



Nguồn: MWG, MBS Research

**Dự báo kết quả kinh doanh 2024-25**

| Tỷ đồng                                       | 2023           | 2024           | svck           | Δ%           | 2025           | svck         | Δ%           | Đánh giá   |
|---|----------------|----------------|----------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--|
| Số lượng cửa hàng (cửa hàng)                  |                |                |                |              |                |              |              |  |
| - Thế giới di động                            | 1,078          | 1,007          | -6.5%          | -4.7%        | 1,028          | 2.0%         | -4.6%        |  |
| - Điện máy xanh                               | 2,190          | 2,028          | -7.4%          | -5.6%        | 2,135          | 5.3%         | -2.5%        |  |
| - Bách hóa xanh                               | 1,698          | 1,787          | 5.3%           | 4.2%         | 1,986          | 11.1%        | 10.0%        |  |
| - An Khang                                    | 527            | 351            | -33.3%         | -36.7%       | 270            | -23.1%       | -53.7%       | Giảm tổng lượng cửa hàng An Khang do MWG bắt đầu tái cấu trúc cửa hàng   |
| Doanh thu/cửa hàng/tháng                      |                |                |                |              |                |              |              |  |
| - Thế giới di động                            | 2.1            | 2.4            | 16.0%          | 4.7%         | 2.7            | 10.6%        | 6.5%         |  |
| - Điện máy xanh                               | 2.1            | 2.5            | 20.7%          | 8.0%         | 2.8            | 11.1%        | 10.3%        |  |
| - Bách hóa xanh                               | 1.5            | 2.0            | 27.1%          | 7.4%         | 2.1            | 8.9%         | 11.7%        | Chúng tôi để ticket size tăng so với dự báo trước khi do lượng traffic 6T24 tăng mạnh hơn dự báo cũ  |
| <b>Doanh thu thuần</b>                        | <b>118,280</b> | <b>134,609</b> | <b>13.8%</b>   | <b>3.3%</b>  | <b>158,803</b> | <b>18.0%</b> | <b>9.3%</b>  |  |
| - Thế giới di động                            | 28,269         | 29,124         | 3.0%           | -0.2%        | 32,859         | 12.8%        | 1.6%         | Chúng tôi giảm tổng số lượng cửa hàng TGDD do lượng cửa hàng đóng trong nửa đầu năm 24 nhiều hơn dự tính   |
| - Điện máy xanh                               | 55,237         | 60,417         | 9.4%           | 2.0%         | 70,645         | 16.9%        | 7.5%         | (1) Chúng tôi giảm tổng số lượng cửa hàng DMX do lượng cửa hàng đóng trong nửa đầu năm 24 nhiều hơn dự tính<br>(2) Tăng doanh thu/cửa hàng do kỳ vọng thị trường sẽ phục hồi tốt hơn vào năm 2025  |
| - Bách hóa xanh                               | 31,581         | 41,897         | 32.7%          | 12.0%        | 50,695         | 21.0%        | 22.9%        |  |
| - Khác  | 3,194          | 3,171          | -0.7%          | -28.4%       | 4,604          | 45.2%        | -23.7%       | Giảm tổng số cửa hàng An Khang   |
| Lợi nhuận gộp                                 | 22,521         | 29,479         | 30.9%          | 12.0%        | 35,095         | 19.1%        | 17.2%        |  |
| <i>Biên góp</i>                               | <i>19%</i>     | <i>22%</i>     | <i>2.9đ%</i>   | <i>1.7đ%</i> | <i>22%</i>     | <i>0.2đ%</i> | <i>1.5đ%</i> |  |
| - The gioi di dong&Dien may xanh              | 17%            | 21%            | 3.8đ%          | 2.8đ%        | 21%            | 0đ%          | 2.2đ%        | Điều chỉnh tăng 2.8đ%/2.2đ% so với dự báo cũ trong năm 2024/25 khi giá bán cải thiện tốt hơn kỳ vọng so với 6T24   |
| - Bach hoa xanh                               | 25%            | 25%            | 0.3đ%          | -1.0đ%       | 26%            | 0.5đ%        | -0.5đ%       | Điều chỉnh giảm 1đ%/-0.5đ% so với dự báo cũ trong năm 2024/25 khi 6T24, MWG đẩy mạnh traffic nhiều hơn so với dự phóng cũ  |
| Chi phí bán hàng                              | 20,917         | 20,982         | 0.3%           | 3.5%         | 25,246         | 20.3%        | 12.0%        |  |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp (QLDN)           | 1,196          | 3,365          | 181.3%         | 74.6%        | 3,970          | 18.0%        | 81.5%        |  |
| <i>%chi phí bán hàng &amp;QLDN/ doanh thu</i> | <i>19%</i>     | <i>18%</i>     | <i>-0.6đ%</i>  | <i>0.8đ%</i> | <i>18%</i>     | <i>0.3đ%</i> | <i>1.4đ%</i> |  |
| Doanh thu tài chính                           | 2,167          | 2,400          | 10.7%          | 47.3%        | 2,303          | -4.0%        | 32.7%        | Điều chỉnh tăng các khoản đầu tư ngắn hạn  |
| Chi phí tài chính                             | 1,556          | 1,409          | -9.4%          | 10.2%        | 1,160          | -17.7%       | 17.2%        |  |
| Lợi nhuận trước thuế                          | 690            | 5,749          | 733.6%         | 58.3%        | 6,582          | 14.5%        | 19.1%        |  |
| Thuế  | 522            | 1,179          | 125.9%         | 20.0%        | 1,345          | 14.1%        | -10.0%       |  |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>                         | <b>168</b>     | <b>4,571</b>   | <b>2625.9%</b> | <b>71.3%</b> | <b>5,237</b>   | <b>14.6%</b> | <b>29.9%</b> | Điều chỉnh tăng lợi nhuận ròng do (1) sự phục hồi lợi nhuận ICT-CE tốt hơn so với kỳ vọng cũ nhờ vào việc cải thiện giá bán, (2) chi phí bán hàng quản lý doanh nghiệp được tối ưu, tỷ trọng chi phí SG&A/tổng doanh thu ước tính giảm 1% svck |

**Báo cáo tài chính**

| <b>Báo cáo kết quả HĐKD</b>        | <b>31/12/23</b> | <b>31/12/24</b> | <b>31/12/25</b> | <b>31/12/26</b> | <b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>          | <b>31/12/23</b> | <b>31/12/24</b> | <b>31/12/25</b> | <b>31/12/26</b> |
|------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Doanh thu thuần                    | 118,280         | 134,609         | 158,803         | 182,837         | LN trước thuế                              | 690             | 5,749           | 6,582           | 8,521           |
| Giá vốn hàng bán                   | (95,759)        | (105,130)       | (123,708)       | (141,882)       | Khấu hao                                   | 3,381           | 1,304           | 1,516           | 1,741           |
| Lợi nhuận gộp                      | 22,521          | 29,479          | 35,095          | 40,956          | Thuế đã nộp                                | (522)           | (1,179)         | (1,345)         | (1,747)         |
| Chi phí quản lý DN                 | (1,196)         | (3,365)         | (3,970)         | (4,571)         | Các khoản điều chỉnh khác                  | (1,609)         | 965             | 2               | (2)             |
| Chi phí bán hàng                   | (20,917)        | (20,982)        | (25,246)        | (29,154)        | Thay đổi VLD                               | 1,496           | 4,082           | 534             | 1,080           |
| LN từ HĐKD                         | 407             | 5,133           | 5,879           | 7,230           | <b>LCTT từ HĐKD</b>                        | <b>3,436</b>    | <b>10,921</b>   | <b>7,289</b>    | <b>9,592</b>    |
| EBITDA thuần                       | 3,788           | 6,436           | 7,395           | 8,971           | Đầu tư TSCĐ                                | (523)           | (954)           | (2,157)         | (2,300)         |
| <b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>407</b>      | <b>5,133</b>    | <b>5,879</b>    | <b>7,230</b>    | Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ                 | 31              | -               | -               | -               |
| Thu nhập lãi                       | 2,167           | 2,400           | 2,303           | 2,804           | <b>LCTT từ đầu tư</b>                      | <b>(10,831)</b> | <b>(6,247)</b>  | <b>(160)</b>    | <b>(7,493)</b>  |
| Chi phí tài chính                  | (1,556)         | (1,409)         | (1,160)         | (1,006)         | Thu từ PH CP, nhận góp VCSH                | 0               | 3               | -               | -               |
| Thu nhập ròng khác                 | (328)           | (373)           | (441)           | (507)           | Tiền vay ròng nhận được                    | 8,440           | (3,643)         | (5,006)         | 888             |
| TN từ các Cty LK & LD              | -               | -               | -               | -               | Dòng tiền từ HĐTC khác                     | 0               | 1               | -               | -               |
| <b>LN trước thuế</b>               | <b>690</b>      | <b>5,749</b>    | <b>6,582</b>    | <b>8,521</b>    | Cổ tức, LN đã trả cho CSH                  | (731)           | (732)           | (732)           | (732)           |
| Thuế TNDN                          | (522)           | (1,179)         | (1,345)         | (1,747)         | <b>LCTT từ hoạt động TC</b>                | <b>7,700</b>    | <b>(4,366)</b>  | <b>(5,737)</b>  | <b>156</b>      |
| Lợi nhuận sau thuế                 | 168             | 4,571           | 5,237           | 6,773           | Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 5,061           | 5,366           | 5,675           | 7,066           |
| Lợi ích cổ đông thiểu số           | 0               | 0               | 0               | 0               | LC tiền thuần trong năm                    | 305             | 309             | 1,392           | 2,256           |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>              | <b>168</b>      | <b>4,571</b>    | <b>5,238</b>    | <b>6,774</b>    | <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>5,366</b>    | <b>5,675</b>    | <b>7,066</b>    | <b>9,322</b>    |
| <b>Bảng cân đối kế toán</b>        | <b>31/12/23</b> | <b>31/12/24</b> | <b>31/12/25</b> | <b>31/12/26</b> | <b>Các chỉ số cơ bản</b>                   | <b>31/12/23</b> | <b>31/12/24</b> | <b>31/12/25</b> | <b>31/12/26</b> |
| Tiền và tương đương tiền           | 5,366           | 5,675           | 7,066           | 9,322           | Tăng trưởng doanh thu thuần                | -11.3%          | 13.8%           | 18.0%           | 15.1%           |
| Đầu tư ngắn hạn                    | 18,937          | 24,230          | 22,232          | 27,426          | Tăng trưởng EBITDA                         | -62.8%          | 69.9%           | 14.9%           | 21.3%           |
| Phải thu khách hàng                | 308             | 323             | 375             | 435             | Tăng trưởng LN từ HĐKD                     | 6.1%            | 1161.0%         | 114.6%          | 123.0%          |
| Hàng tồn kho                       | 21,824          | 21,063          | 21,246          | 21,110          | Tăng trưởng LN trước thuế                  | -88.6%          | 733.6%          | 14.5%           | 29.4%           |
| Tổng tài sản ngắn hạn              | 51,947          | 55,846          | 56,134          | 64,326          | Tăng trưởng LN ròng                        | -95.9%          | 2620.9%         | 14.6%           | 29.3%           |
| Tài sản cố định                    | 6,431           | 6,087           | 6,734           | 7,298           | Tăng trưởng EPS                            | -95.9%          | 2620.9%         | 14.6%           | 29.3%           |
| Xây dựng cơ bản dở dang            | 4               | 4               | 4               | 4               | Biên LN gộp                                | 19.0%           | 21.9%           | 22.1%           | 22.4%           |
| BĐS đầu tư                         | -               | -               | -               | -               | Biên EBITDA                                | 4.7%            | 6.2%            | 5.7%            | 6.1%            |
| Đầu tư vào công ty con             | -               | -               | -               | -               | Biên LN ròng                               | 0.1%            | 3.4%            | 3.3%            | 3.7%            |
| Đầu tư vào công ty LD, LK          | 287             | 287             | 287             | 287             | ROAE                                       | 0.7%            | 17.8%           | 17.4%           | 19.1%           |
| Các khoản đầu tư dài hạn khác      | 1,370           | 1,248           | 1,430           | 1,618           | ROAA                                       | 0.3%            | 7.4%            | 8.2%            | 9.8%            |
| Tổng tài sản dài hạn               | 8,161           | 7,689           | 8,513           | 9,259           | ROIC                                       | 0.3%            | 9.3%            | 10.7%           | 12.1%           |
| <b>Tổng tài sản</b>                | <b>60,108</b>   | <b>63,536</b>   | <b>64,647</b>   | <b>73,585</b>   | Vòng quay tài sản                          | 2.0             | 2.2             | 2.5             | 2.6             |
| Vay & nợ ngắn hạn                  | 19,129          | 14,882          | 16,465          | 17,353          | Cổ tức chi trả/LN ròng                     | 435.3%          | 16.0%           | 14.0%           | 10.8%           |
| Phải trả người bán                 | 7,927           | 9,021           | 10,643          | 12,254          | Tổng nợ vay/VCSH                           | 107.5%          | 76.9%           | 50.8%           | 45.1%           |
| Phải trả ngắn hạn khác             | 1,806           | 2,046           | 2,402           | 2,755           | Nợ vay ròng/VCSH                           | 84.5%           | 56.5%           | 29.0%           | 20.9%           |
| Tổng nợ ngắn hạn                   | 30,762          | 29,011          | 32,206          | 35,103          | Nợ vay ròng/Tổng tài sản                   | 32.9%           | 24.9%           | 14.5%           | 10.9%           |
| Vay & nợ dài hạn                   | 5,985           | 6,589           | -               | -               | Khả năng thanh toán lãi vay                | 0.3             | 4.0             | 5.8             | 8.6             |
| Các khoản phải trả khác            | 1               | 1               | 1               | 1               | Số ngày phải thu                           | 1.0             | 0.9             | 0.9             | 0.9             |
| Tổng Nợ dài hạn                    | 5,986           | 6,590           | 1               | 1               | Số ngày nắm giữ hàng tồn kho               | 83.2            | 73.1            | 62.7            | 54.3            |
| <b>Tổng nợ</b>                     | <b>36,748</b>   | <b>35,601</b>   | <b>32,208</b>   | <b>35,104</b>   | Số ngày phải trả tiền bán                  | 30.2            | 31.3            | 31.4            | 31.5            |
| Vốn điều lệ                        | 14,634          | 14,634          | 14,634          | 14,634          | Khả năng thanh toán ngắn hạn               | 1.7             | 1.9             | 1.7             | 1.8             |
| Thặng dư vốn cổ phần               | 558             | 558             | 558             | 558             | Khả năng thanh toán nhanh                  | 1.0             | 1.2             | 1.1             | 1.2             |
| Cổ phiếu quỹ                       | (10)            | (5)             | (5)             | (5)             | Khả năng thanh toán tiền mặt               | 0.8             | 1.0             | 0.9             | 1.0             |
| LN giữ lại                         | 8,160           | 12,731          | 17,236          | 23,277          | <b>Định giá</b>                            |                 |                 |                 |                 |
| Các quỹ thuộc VCSH                 | 4               | 2               | 2               | 2               | EPS  | 115             | 3,124           | 3,579           | 4,629           |
| Vốn chủ sở hữu                     | 23,346          | 27,920          | 32,425          | 38,467          | BVPS                                       | 15,963          | 19,089          | 22,168          | 26,296          |
| Lợi ích cổ đông thiểu số           | 13              | 15              | 15              | 15              | P/E  | 396.2           | 22.3            | 19.5            | 15.1            |
| Tổng vốn chủ sở hữu                | 23,360          | 27,934          | 32,440          | 38,481          | P/B  | 2.8             | 3.7             | 3.1             | 2.7             |
| <b>Tổng nợ và VCSH</b>             | <b>60,108</b>   | <b>63,536</b>   | <b>64,647</b>   | <b>73,585</b>   |  |                 |                 |                 |                 |

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

|         |   |
|---------|---|
| MUA     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên                   |
| NẮM GIỮ | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% |
| BÁN     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%                     |

### Khuyến nghị đầu tư ngành

|              |   |
|--------------|---|
| KHẢ QUAN     | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền      |
| TRUNG LẬP    | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| KÉM KHẢ QUAN | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền     |

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

*Trần Thị Khánh Hiền*

### Trưởng phòng

*Nguyễn Tiến Dũng*

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

*Ngô Quốc Hưng*

*Nghiêm Phú Cường*

*Đình Hà Anh*

*Võ Đức Anh*

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

*Đình Công Luyện*

*Nguyễn Đức Hải*

### Bất động sản

*Nguyễn Minh Đức*

*Lê Hải Thành*

*Nguyễn Minh Trí*

### Công nghiệp – Năng lượng

*Nguyễn Hà Đức Tùng*

*Phạm Thị Thanh Huyền*

### Dịch vụ - Tiêu dùng

*Nguyễn Quỳnh Ly*