

Những nội dung chính từ Hội nghị Emerging Vietnam

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA

Trưởng phòng
giang.bnc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Huỳnh Phương Bảo Khánh

Chuyên viên, Ngành Hàng Tiêu Dùng
khánh.hpb@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

- Thị trường bán lẻ Việt Nam vẫn vững vàng nhưng phân hóa rõ nét, đồng thời còn dư địa rất lớn để kênh bán hàng hiện đại gia tăng mức độ thâm nhập nhờ quá trình chuẩn hóa ngành với sự hỗ trợ của chính sách và việc người tiêu dùng ngày càng cân nhắc kỹ lưỡng hơn trong bối cảnh áp lực lạm phát. Các doanh nghiệp lớn đang tích cực mở rộng sang các khu vực ngoại ô và nông thôn có tăng trưởng cao, sử dụng dữ liệu và AI như những “bộ khuếch đại” cho HĐKD. Nhìn chung, sự thành công trong ngành bán lẻ tại Việt Nam vẫn phụ thuộc chủ yếu vào năng lực vận hành bài bản với con người là trung tâm.
- Nhóm cổ phiếu tiêu dùng cốt lõi trong danh sách khuyến nghị của HSC duy trì triển vọng rất tích cực cho phần còn lại của năm. Mặc dù câu chuyện của từng doanh nghiệp có sự khác biệt nhưng điểm chung của tất cả các doanh nghiệp là tập trung mạnh vào năng lực vận hành, cao cấp hóa sản phẩm, thâm nhập các khu vực tăng trưởng cao và ứng dụng công nghệ. MWG, MSN và PNJ vẫn là những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi.

Thảo luận nhóm ngành tiêu dùng: Sự chuyển dịch sang kênh bán lẻ hiện đại

HSC đã tổ chức một phiên thảo luận nhóm với các chuyên gia trong ngành đến từ WinCommerce, NielsenIQ và PNJ. Thị trường bán lẻ Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng thực 6,1% trong 5 tháng đầu năm 2026, với sự phân hóa rõ rệt giữa ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) tăng trưởng chậm và các ngành hàng không thiết yếu tăng trưởng cao như điện máy và trang sức. Hành vi tiêu dùng ngày càng phân hóa khi người mua cắt giảm chi tiêu cho ăn uống bên ngoài và chuyển sang các sản phẩm không thiết yếu ở phân khúc thấp hơn, trong khi ưu tiên chi tiêu cho sức khỏe, các sản phẩm chăm sóc gia đình và những khoản mua sắm mang ý nghĩa cảm xúc như trang sức.

Một động lực mang tính cấu trúc quan trọng là quá trình chuẩn hóa ngành đang tiếp diễn, được hỗ trợ bởi các cải cách chính sách, qua đó tạo dư địa rất lớn để kênh bán hàng hiện đại gia tăng mức độ thâm nhập. Các nhà bán lẻ đang tích cực nhắm tới “đại dương xanh” ở khu vực nông thôn, nơi chiếm 62% dân số, nhờ tận dụng chi phí hoạt động thấp hơn đáng kể và nhu cầu ngày càng tăng đối với phong cách tiêu dùng kiểu đô thị.

Mặc dù AI đóng vai trò là “bộ khuếch đại” mạnh mẽ cho việc ra quyết định nhanh và dự báo nhu cầu trên quy mô lớn nhưng các chuyên gia nhấn mạnh rằng 80-90% thành công vẫn đến từ năng lực vận hành. Lợi thế cạnh tranh cốt lõi vẫn nằm ở khả năng của con người trong việc thấu hiểu sâu sắc hành vi tiêu dùng và chuyển hóa những hiểu biết đó thành trải nghiệm khách hàng nhất quán, vượt trội trên tất cả các khu vực.

Nhóm cổ phiếu tiêu dùng trong danh sách khuyến nghị của HSC kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ

Các cổ phiếu tiêu dùng cốt lõi ghi nhận triển vọng tích cực cho phần còn lại của năm, dù câu chuyện của từng doanh nghiệp có sự khác biệt. Đối với MWG, ĐMX vẫn là động lực tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi nhờ thị phần giành thêm được trong bối cảnh nhu cầu khách hàng vững chắc, trong khi BHX tập trung mở rộng nhanh mạng lưới cửa hàng, đặc biệt là tại miền Bắc, với khả năng sinh lời ở cấp cửa hàng cải thiện. Đối với FRT, Long Châu vẫn là động lực tăng trưởng chính nhờ mở rộng vào các đô thị loại 2, 3 và xây dựng hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe số rộng hơn, trong khi FPT Shop kỳ vọng duy trì được đà phục hồi. Trong khi đó, DGW đang định vị động lực tăng trưởng dài hạn trọng tâm là hạ tầng máy chủ và trung tâm dữ liệu liên quan đến AI.

Đối với MSN, MCH vẫn trên đà tăng trưởng ở mức 13-15% nhờ xu hướng cao cấp hóa sản phẩm, trong khi MHT hưởng lợi từ giá vonfram tăng vọt và tình trạng thiếu hụt nguồn cung mang tính cấu trúc. Trong khi đó, PNJ kỳ vọng lợi nhuận Q2/2026 tăng 30% so với cùng kỳ và tiếp tục tích cực giành thị phần từ các nhà bán lẻ độc lập. Đối với VNM, doanh nghiệp sữa này đang thích ứng với giai đoạn bình thường hóa của thị trường trong nước bằng cách dựa vào các đối mới sản phẩm tập trung vào sức khỏe như Green Farm và mở rộng mạng lưới cửa hàng D2C.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 19/6.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.Suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
DGW	41,000	Mua vào	-	59,000	-	43.9	13.3	11.0	9.27	7.45	1.22	2.44
FRT	130,000	Mua vào	-	176,500	-	35.8	18.4	13.6	11.9	9.11	0	0
MCH	130,000	Nắm giữ	-	133,200	-	2.46	22.1	20.0	19.3	17.3	3.85	3.85
MSN	72,100	Mua vào	-	114,200	-	58.4	14.0	10.6	9.48	7.78	-	-
MWG	78,700	Mua vào	-	109,500	-	39.1	12.5	10.7	9.86	8.54	2.54	2.54
PNJ	68,000	Mua vào	-	100,000	-	47.1	10.1	8.81	7.81	6.75	2.94	2.95
VNM	59,200	Tăng tỷ trọng	-	70,600	-	19.3	13.4	12.7	9.31	8.61	7.35	7.35

Giá cổ phiếu tại ngày 18/6/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Chuyển dịch sang kênh bán lẻ hiện đại; duy trì triển vọng tích cực	3
Thảo luận nhóm ngành tiêu dùng	3
MWG – Thế Giới Di Động	5
FRT – CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số	6
DGW – CTCP Thế giới số	10
PNJ – CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	12
VNM – CTCP Sữa Việt Nam	15
MCH – CTCP Hàng tiêu dùng Masan	16
MHT - Masan Hi-Tech Materials	19

Chuyển dịch sang kênh bán lẻ hiện đại; duy trì triển vọng tích cực

Thị trường bán lẻ Việt Nam vẫn có sức chống chịu tốt nhưng phân hóa rõ nét, đồng thời có dư địa rất lớn để kênh bán hàng hiện đại gia tăng mức độ thâm nhập nhờ quá trình chuẩn hóa ngành với sự hỗ trợ của chính sách và việc người tiêu dùng ngày càng cân nhắc kỹ lưỡng hơn trong bối cảnh áp lực lạm phát. Các doanh nghiệp lớn đang tích cực mở rộng sang các khu vực ngoại ô và nông thôn có tăng trưởng cao, sử dụng dữ liệu và AI như những “bộ khuếch đại” cho HĐKD Nhìn chung, thành công trong ngành bán lẻ tại Việt Nam về cơ bản vẫn phụ thuộc vào năng lực vận hành với trọng tâm là về con người. Nhóm cổ phiếu tiêu dùng cốt lõi trong danh sách khuyến nghị của HSC duy trì triển vọng rất tích cực cho phần còn lại của năm. Mặc dù câu chuyện của từng doanh nghiệp có sự khác biệt nhưng điểm chung của tất cả các doanh nghiệp là tập trung mạnh vào năng lực vận hành, cao cấp hóa sản phẩm, thâm nhập các khu vực tăng trưởng cao và ứng dụng công nghệ.

Thảo luận nhóm ngành tiêu dùng

Trong khuôn khổ Hội nghị HSC Emerging Vietnam 2026, HSC đã tổ chức một phiên thảo luận nhóm với sự tham gia của ông Nguyễn Anh Dũng (Giám đốc Điều hành, SEA Emerging, NielsenIQ), ông Phan Nguyễn Trọng Huy (Giám đốc Tài chính kiêm Trưởng bộ phận Chuyển đổi, WinCommerce) và ông Nguyễn Khoa Hồng Thành (Giám đốc Marketing, PNJ), dưới sự điều phối của bà Trần Hương Mỹ (Trưởng bộ phận Phân tích Ngành hàng tiêu dùng, HSC).

Phiên thảo luận tập trung vào bức tranh tiêu dùng đang thay đổi tại Việt Nam, bao gồm các xu hướng tiêu dùng, quá trình chuẩn hóa các kênh bán lẻ, sự chuyển dịch sang kênh bán hàng hiện đại và những thay đổi trong hành vi tiêu dùng. Các diễn giả cũng chia sẻ quan điểm về cơ hội tăng trưởng của các nhà bán lẻ và thương hiệu tiêu dùng hàng đầu trong bối cảnh thu nhập tăng, đô thị hóa và quá trình hợp nhất thị trường đang tiếp diễn.

Thị trường bán lẻ Việt Nam: Vững vàng nhưng phân hóa

Thị trường bán lẻ Việt Nam ghi nhận tăng trưởng danh nghĩa hơn 11%, trong khi tăng trưởng thực đạt 6,1% sau khi điều chỉnh theo lạm phát. Mặc dù thị trường nhìn chung tương đối ổn định nhưng sự phân hóa giữa các ngành hàng rất rõ rệt; ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) chỉ tăng trưởng 4,3%, trong khi các ngành hàng không thiết yếu như điện máy và trang sức tăng mạnh 20-50%. Triển vọng tăng trưởng dài hạn vẫn tích cực, được hỗ trợ nhờ thu nhập bình quân đầu người tăng, tầng lớp trung lưu mở rộng và tốc độ đô thị hóa nhanh.

Mặc dù xu hướng tiêu dùng đã cải thiện nhưng NIQ ước tính phần lớn tăng trưởng trong 4 tháng đầu năm 2026 đến từ yếu tố giá hơn là sản lượng tiêu thụ. Doanh thu ngành hàng FMCG tăng 4,3% so với cùng kỳ, trong đó yếu tố giá đóng góp 3,6%, trong khi doanh thu hàng điện tử tiêu dùng tăng 25% so với cùng kỳ, được hỗ trợ nhờ giá bán bình quân tăng 16%.

Làn sóng hiện đại hóa và quá trình chuẩn hóa ngành

Một động lực quan trọng đối với kênh bán hàng hiện đại tại Việt Nam là “quá trình chuẩn hóa ngành”. Các chính sách gần đây của Chính phủ, như bỏ thuế khoán đối với hộ kinh doanh nhỏ lẻ và yêu cầu sử dụng hóa đơn điện tử, đã làm tăng chi phí tuân thủ của các nhà bán lẻ truyền thống, làm thu hẹp lợi thế về giá thành của họ so với các chuỗi hiện đại. Theo đó, sau hai năm số lượng cửa hàng truyền thống đã giảm từ 1,4 triệu xuống còn gần 1,2 triệu. Mặc dù vậy, mức độ thâm nhập của kênh bán hàng hiện đại trong mảng bách hóa mới chỉ đạt 14%, tạo dư địa lớn để các doanh nghiệp lớn như WinCommerce và Bách Hóa Xanh mở rộng quy mô. Đáng chú ý, các chuỗi này đang cho thấy khả năng mở rộng nhanh trong khi vẫn cải thiện khả năng sinh lời; chẳng hạn, chuỗi Bách Hóa Xanh đạt tỷ suất lợi nhuận thuần 3% trong Q1/2026.

Phản ứng của người tiêu dùng trước áp lực lạm phát và sự phân hóa

Dưới áp lực lạm phát, yếu tố tăng giá đóng góp 3,6% trong mức tăng trưởng 4,3% của ngành hàng FMCG, đồng nghĩa tăng trưởng sản lượng tiêu thụ gần như đi ngang ở khoảng 1%. Người tiêu dùng ngày càng tính toán kỹ lưỡng hơn, chủ động tìm kiếm khuyến mãi, mua các gói hàng giá trị lớn hơn và chuyển dịch sang kênh thương mại điện tử. Một thay đổi đáng kể trong hành vi tiêu dùng là xu hướng ăn uống tại nhà, với hơn một nửa người tiêu dùng được khảo sát cho biết đã giảm các hoạt động bên ngoài để tiết kiệm chi phí. Xu hướng dùng cũng ngày càng phân hóa: mặc dù các gia đình ưu tiên chi tiêu cho sức khỏe và chăm sóc gia đình nhưng họ lại “chuyển xuống” các thương hiệu giá rẻ hơn để tiêu dùng tại nhà ở những ngành hàng như bia, do không còn cần chi trả cho “giá trị thể diện” gắn với các bối cảnh giao tiếp xã hội bên ngoài.

Trang sức là nhu cầu thiết yếu về tinh thần: Góc nhìn từ PNJ

Trái với quan điểm cho rằng trang sức là mặt hàng xa xỉ không thiết yếu và sẽ bị cắt giảm trong giai đoạn khó khăn, PNJ lại xem đây là một “nhu cầu thiết yếu về tinh thần”. Tăng trưởng của PNJ được thúc đẩy nhờ những giá trị cảm xúc như tình yêu, sự khẳng định bản thân và các cột mốc quan trọng trong cuộc sống. Trong giai đoạn khó khăn, người tiêu dùng không nhất thiết chi tiêu ít hơn mà chuyển hướng chi tiêu sang những món đồ có ý nghĩa sâu sắc hơn; chẳng hạn, họ có thể hoãn mua một chiếc xe mới nhưng vẫn sẽ mua nhẫn cưới hoặc quà sinh nhật cho vợ/chồng. Ngoài yếu tố cảm xúc, trang sức còn đóng vai trò là kênh tích trữ giá trị thứ cấp, đóng góp đáng kể vào KQKD tích cực của PNJ trong năm 2025 và đầu năm 2026.

Thị trường nông thôn và xu hướng phổ cập phong cách sống

Thị trường nông thôn, chiếm 65% dân số, đã nổi lên như một khu vực tăng trưởng quan trọng, nơi thu nhập đang tăng nhanh hơn so với khu vực đô thị. Người tiêu dùng nông thôn ngày càng mong muốn tiếp cận các sản phẩm có chất lượng và phong cách sống tương tự như ở thành thị, thúc đẩy WinCommerce tập trung 75% số cửa hàng mở mới tại các khu vực này. Mô hình kinh tế của các cửa hàng tại khu vực nông thôn rất hiệu quả, với chi phí thuê mặt bằng thường chỉ bằng 10-20% so với khu vực đô thị và lực lượng lao động ổn định hơn. Sự khác biệt giữa các vùng miền cũng chi phối chiến lược: người tiêu dùng miền Bắc có xu hướng truyền thống hơn và đề cao gia đình, trong khi người tiêu dùng miền Nam được mô tả là phóng khoáng, với mức độ sẵn sàng chi tiêu cho sản phẩm mới cao hơn. WinCommerce tận dụng lợi thế nền tảng sẵn có tại miền Bắc, nơi công ty hiện có độ phủ rất lớn.

Chiến lược của PNJ tại các thị trường loại 2-3

PNJ nhìn nhận việc mở rộng vào các đô thị loại 2-3 dưới góc nhìn của “nền kinh tế phong cách sống”. Mạng xã hội và livestream đã “phổ cập hóa” các xu hướng phong cách sống, khiến người tiêu dùng Gen Z ở khu vực nông thôn có nhiều điểm tương đồng hơn với Gen Z ở đô thị so với các thế hệ lớn tuổi hơn ngay tại địa phương của họ. PNJ sử dụng các chỉ báo cụ thể để đánh giá mức độ sẵn sàng của thị trường; chẳng hạn, sự hiện diện của các thương hiệu như Starbucks hoặc Haidilao cho thấy giới trẻ địa phương đã sẵn sàng đón nhận các trải nghiệm phong cách sống hiện đại. Chiến lược của PNJ nhấn mạnh trải nghiệm cảm xúc thay vì rào cản về giá, với danh mục sản phẩm trải rộng từ trang sức bạc giá 500.000đ đến kim cương cao cấp. Một thành công đáng chú ý là chiến dịch “văn hóa cầu hôn”, được đón nhận rộng rãi và nhất quán tại cả các thành phố lớn lẫn những tỉnh xa như Cà Mau.

Công nghệ và AI: Đòn bẩy khuếch đại trong ngành bán lẻ

Công nghệ đã trở thành công cụ vận hành thiết yếu, trong đó dữ liệu được xem là tài sản giá trị nhất trong ngành bán lẻ hiện đại. Các chuyên gia xem AI là “đòn bẩy khuếch đại” thay vì công cụ thay thế con người; AI giúp đẩy nhanh chu trình thử nghiệm, điều chỉnh và rút ngắn thời gian ra quyết định từ hai tuần xuống chỉ còn một đến hai ngày. WinCommerce sử dụng học máy để dự báo nhu cầu cho 5.000 cửa hàng, xử lý 10 triệu dòng dữ liệu mỗi ngày nhằm tối ưu hóa chuỗi cung ứng, một nhiệm vụ con người không thể thực hiện thủ công. AI được ứng dụng vào bốn trụ cột chiến lược: dự báo, bố trí hàng hóa, cơ cấu danh mục sản phẩm và định giá/khuyến mãi. PNJ cũng sử dụng AI trong phân tích dự báo, nhưng lưu ý một thách thức mới: làm thế nào để thương hiệu của mình được các công cụ ứng dụng AI khuyến nghị, trong bối cảnh người tiêu dùng ngày càng sử dụng các công cụ này để tham khảo trước khi ra quyết định.

Các yếu tố thành công cốt lõi: Năng lực vận hành và lấy con người làm trung tâm

Các chuyên gia đồng thuận rằng 80-90% thành công của một nhà bán lẻ tại Việt Nam phụ thuộc vào năng lực vận hành. Thành công đến từ việc xác định những yếu tố “bất biến” – như bán đúng sản phẩm tại đúng địa điểm và đảm bảo sự hài lòng của khách hàng – thay vì chỉ chạy theo các xu hướng nhất thời. Trong khi công nghệ đóng vai trò là hệ số nhân cần thiết, yếu tố con người vẫn là nhân tố quan trọng nhất. Yếu tố tạo khác biệt sau cùng đối với các nhà bán lẻ lớn là khả năng thấu hiểu sâu sắc hành vi con người và chuyển hóa những hiểu biết đó thành các hành động trên quy mô lớn nhằm tạo ra trải nghiệm khách hàng vượt trội.

MWG – Thế Giới Di Động

ĐMX: Triển vọng tích cực được hỗ trợ bởi chu kỳ nâng cấp thiết bị và xu hướng cao cấp hóa sản phẩm

BLĐ vẫn lạc quan về triển vọng của ĐMX trong nửa cuối năm 2026 và năm 2027 với mùa tựu trường sắp tới và chu kỳ ra mắt iPhone mới được kỳ vọng là các động lực tăng trưởng chính. Công ty tiếp tục kỳ vọng thị trường hàng điện tử tiêu dùng sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đến năm 2030 đạt khoảng 10%. Giá chip tăng nhiều khả năng sẽ hỗ trợ giá bán bình quân cao hơn, trong khi nhu cầu thay thế và nâng cấp thiết bị đang tiếp diễn sẽ tiếp tục hỗ trợ sự tăng trưởng của thị trường. Tăng trưởng của ĐMX ngày càng đến nhiều hơn từ các ngành hàng có giá trị cao như máy tính xách tay và iPhone, qua đó giúp duy trì cả tăng trưởng doanh thu và khả năng sinh lời.

Chương trình mua trước trả sau tại ĐMX: Tận dụng các quan hệ hợp tác tài chính dài hạn

BLĐ cho biết hệ sinh thái mua trước trả sau có sự tham gia của ĐMX, các nhà cung cấp thông qua hỗ trợ quảng cáo & khuyến mãi và các đối tác tài chính tiêu dùng. Các nhà cung cấp gần đây đã tăng trợ cấp và chi tiêu khuyến mãi để hỗ trợ doanh số trả góp. Doanh thu được tạo ra từ sự kết hợp giữa thu nhập lãi và hoa hồng từ các đối tác tài chính, tùy theo từng ngành hàng.

ĐMX đã hợp tác với các đối tác tài chính trong gần một thập kỷ và hưởng lợi từ cơ sở dữ liệu khách hàng lớn được tích lũy theo thời gian. Trong trường hợp khách hàng không thực hiện nghĩa vụ trả nợ, thông tin sẽ được báo cáo lên Trung tâm Thông tin Tín dụng Quốc gia (CIC), qua đó hạn chế khả năng tiếp cận tín dụng của người vay trong tương lai. BLĐ cũng nhấn mạnh tệp khách hàng khoảng 20 triệu người dùng của ĐMX là một lợi thế cạnh tranh quan trọng.

BHX: Tiếp tục mở rộng trong khi hiệu quả cửa hàng cải thiện

BLĐ cho biết các cửa hàng mở mới trong năm 2025 đang tăng trưởng chậm hơn so với nhóm cửa hàng mở trong năm 2024, chủ yếu do mở rộng sang các khu vực mới, đặc biệt là miền Bắc, nơi các cửa hàng cần thời gian vận hành ban đầu dài hơn. Tính đến 4 tháng đầu năm 2026, BHX đã mở 403 cửa hàng mới, trong đó khoảng 15% nằm ở miền Bắc.

Việc mở rộng tại miền Bắc được hỗ trợ nhờ hạ tầng chuỗi cung ứng sẵn có

BLĐ nhấn mạnh sự khác biệt đáng kể giữa các vùng miền về mô hình cửa hàng và hành vi khách hàng. Các cửa hàng tại miền Bắc thường có diện tích nhỏ hơn, thường khoảng 50 m², phản ánh đặc điểm nhu cầu tại địa phương. Trong khi đó, phần lớn cửa hàng mở tại miền Trung và miền Bắc trong các năm 2025-2026 có diện tích khoảng 150 m² và hiện ghi nhận doanh thu bình quân hằng tháng khoảng 1,1 tỷ đồng/cửa hàng.

Về chuỗi cung ứng, BHX tiếp tục theo đuổi chiến lược mở rộng từng bước, trong đó mỗi kho thường hỗ trợ khoảng 15 cửa hàng. BLĐ nhấn mạnh rằng Công ty không cần xây dựng chuỗi cung ứng tại miền Bắc từ đầu do MWG đã thiết lập một phần hạ tầng thu mua và logistics tại khu vực này. Khi thâm nhập các thị trường mới, BHX nhìn chung chỉ cần bổ sung 20-30% nhà cung cấp mới.

Khả năng sinh lời ở cấp cửa hàng tiếp tục cải thiện

Hiệu quả vận hành ở cấp cửa hàng vẫn tích cực tại tất cả các nhóm cửa hàng. 403 cửa hàng mở trong năm 2026 đã đạt EBIT dương ở cấp cửa hàng trước chi phí logistic. Các cửa hàng mở trong năm 2025 ghi nhận tăng trưởng doanh thu trên mỗi cửa hàng ở mức một chữ số thấp so với cùng kỳ, trong khi EBIT ở cấp cửa hàng sau chi phí logistic tiếp tục cải thiện, phản ánh việc BLĐ tập trung vào khả năng sinh lời. Các cửa hàng mở trước năm 2024 ghi nhận EBIT ở cấp cửa hàng tăng trưởng hai chữ số.

Áp lực tỷ suất lợi nhuận phản ánh chiến lược tăng trưởng mạnh mẽ

BHX ghi nhận tỷ suất lợi nhuận thuần khoảng 3% trong Q1/2026 và hiện duy trì tỷ suất lợi nhuận trong khoảng 3-3,5%. BLĐ thừa nhận rằng chiến lược mở rộng mạnh mẽ đòi hỏi chính sách giá cạnh tranh, qua đó tạo một số áp lực lên tỷ suất lợi nhuận. Công ty tiếp tục vận hành với đội ngũ quản lý có tính độc lập cao và vẫn tập trung mạnh vào việc mở rộng nhanh mạng lưới, trong khi không kỳ vọng có thay đổi đáng kể nào về đội ngũ quản lý trong ngắn hạn.

Hưởng lợi từ sự chuyển dịch từ kênh bán hàng truyền thống sang kênh bán hàng hiện đại

BLĐ cho rằng giá dầu tăng có thể tiếp tục đẩy nhanh sự chuyển dịch từ chợ truyền thống sang các kênh bán hàng hiện đại, do chợ truyền thống có thể gặp nhiều khó khăn hơn trong việc duy trì mức giá thấp. Trong Q1/2026, thị trường bách hóa nói chung tăng trưởng khoảng 1%, trong khi kênh bán hàng hiện đại tăng trưởng khoảng 15%. BHX vượt trội đáng kể so với cả hai, ghi nhận mức tăng khoảng 34% và tiếp tục giành thêm thị phần từ các kênh bán lẻ truyền thống.

BHX so với ĐMX: Chưa có mốc thời gian cụ thể để BHX vượt ĐMX về đóng góp EBIT

Khi được hỏi về khả năng BHX vượt ĐMX về đóng góp EBIT, BLĐ không đưa ra mốc thời gian cụ thể. Thay vào đó, BLĐ nhấn mạnh rằng BHX nên được đánh giá so với các công ty cùng ngành hơn là so với ĐMX do quy mô của hai mảng kinh doanh này có sự khác biệt đáng kể.

Chuỗi nhà thuốc An Khang: Đang trên lộ trình đạt điểm hòa vốn

BLĐ tái khẳng định An Khang vẫn đang đi đúng lộ trình để đạt điểm hòa vốn trong năm nay. Chuỗi đã giảm tỷ suất lỗ thuần xuống mức khoảng 2% trong Q1/2026, và lỗ tiếp tục thu hẹp trong tháng 4 và tháng 5. Được phẩm hiện chiếm khoảng 50-60% tổng doanh thu, tạo nền tảng doanh thu tương đối ổn định khi mảng kinh doanh này tiến gần hơn đến khả năng sinh lời.

Các nội dung chính

BHX dường như đã bước vào giai đoạn mở rộng nhanh, đồng thời cải thiện hiệu quả vận hành, với động lực đặc biệt mạnh tại miền Bắc. ĐMX vẫn là động lực lợi nhuận cốt lõi của Tập đoàn, được hỗ trợ bởi chu kỳ thay thế thiết bị thuận lợi và cơ cấu sản phẩm cao cấp phong phú hơn. Kênh bán hàng hiện đại tiếp tục tăng trưởng vượt trội đáng kể so với các kênh bách hóa truyền thống, tạo điều kiện để BHX tiếp tục giành thêm thị phần. Trong khi đó, An Khang đang tiến gần đến khả năng chuyển biến tích cực khi khoản lỗ tiếp tục thu hẹp và BLĐ vẫn tự tin về khả năng đạt điểm hòa vốn trong năm nay.

FRT – CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số

Triển vọng kinh doanh

BLĐ cho biết đà tăng trưởng trong Q2/2026 vẫn duy trì vững chắc, với tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận dự kiến tương đương hoặc hơi cao hơn so với Q1/2026. Tuy nhiên, nhu cầu đã phần nào suy yếu kể từ tháng 6, điều mà BLĐ cho rằng một phần đến từ áp lực lạm phát lên chi tiêu tiêu dùng.

Các rủi ro chính trong phần còn lại của năm đến từ yếu tố vĩ mô, đặc biệt là biến động giá dầu và căng thẳng địa chính trị, những yếu tố đã bắt đầu làm tăng chi phí logistic.

Để giảm thiểu các rủi ro này, FRT đã chủ động tích trữ trước hàng tồn kho ở cả hai mảng kinh doanh, nhằm duy trì khả năng cạnh tranh về giá và bảo vệ tỷ suất lợi nhuận trong vài tháng tới.

Chuỗi Long Châu: Dư địa tăng trưởng vẫn còn lớn

Long Châu vẫn là động lực tăng trưởng chính của Tập đoàn, được hỗ trợ bởi việc mở rộng mạng lưới và mức tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ lành mạnh đạt 10%.

Chuỗi đã mở mới khoảng 200 cửa hàng trong nửa đầu năm 2026 và vẫn đang đi đúng lộ trình để hoàn thành mục tiêu mở mới 400-450 cửa hàng cho cả năm. BLĐ tiếp tục nhận thấy cơ hội mở rộng đáng kể tại các đô thị loại 2 và loại 3, nơi nhu cầu chăm sóc sức khỏe vẫn cao trong khi chi phí thuê mặt bằng và nhân công thấp hơn giúp bù đắp sức mua yếu hơn.

BLĐ tái khẳng định tầm nhìn xây dựng một hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe rộng hơn thay vì chỉ vận hành một chuỗi nhà thuốc. Hệ sinh thái này dự kiến sẽ bao gồm nhà thuốc, trung tâm tiêm chủng, dịch vụ chăm sóc sức khỏe số và các sản phẩm/dịch vụ liên quan đến chăm sóc sức khỏe khác. Các sáng kiến như “Long Châu 24/7” là những bước đi ban đầu hướng tới việc trở thành một nền tảng chăm sóc sức khỏe số.

Long Châu tiếp tục tăng tỷ trọng mua hàng trực tiếp từ nhà sản xuất, qua đó giúp cải thiện chi phí thu mua, mức độ hỗ trợ từ nhà cung cấp và kỳ hạn thanh toán. BLĐ cho biết quan hệ với nhà cung cấp ngày càng mang lại không chỉ mức giá tốt hơn mà còn cả các chương trình đào tạo và điều khoản thanh toán dài hơn.

Công ty tin rằng trong dài hạn chuỗi Long Châu có thể vượt 3.000 cửa hàng, đồng thời đạt tỷ suất lợi nhuận thuần 4-5%. Các cửa hàng mới thường đạt điểm hòa vốn trong vòng sáu tháng và hoàn vốn trong 1,5-2 năm.

Hiệu quả kinh tế của chuỗi nhà thuốc và cơ cấu sản phẩm

Thuốc vẫn là ngành hàng chính giúp thu hút khách hàng, chiếm khoảng 55% doanh thu, trong khi các sản phẩm ngoài thuốc đóng góp 45% còn lại. Giá trị giỏ hàng bình quân đạt khoảng 150.000-200.000đ, và chuỗi xử lý khoảng 18-20 triệu giao dịch mỗi tháng.

Mặc dù nhu cầu đối với các sản phẩm chăm sóc sức khỏe không thiết yếu đã phần nào suy yếu trong bối cảnh tâm lý tiêu dùng kém tích cực hơn nhưng BLĐ cho biết khách hàng thường chuyển sang các sản phẩm tương đương có giá thấp hơn thay vì giảm hẳn mức tiêu dùng. Phân tầng sản phẩm vẫn là chiến lược quan trọng khi mở rộng sang các khu vực có thu nhập thấp hơn.

Trung tâm tiêm chủng: Hiệu quả kinh tế tích cực, tập trung vào khả năng sinh lời

BLĐ vẫn lạc quan về cơ hội dài hạn trong mảng dịch vụ tiêm chủng, được hỗ trợ bởi nhận thức ngày càng cao của người dân về chăm sóc sức khỏe dự phòng và tiêm chủng.

Tốc độ mở rộng đang được điều tiết để ưu tiên khả năng sinh lời, với kế hoạch mở mới khoảng 50 trung tâm trong năm 2026 so với khoảng 100 trung tâm mở mới trong năm ngoái. Nhu cầu vốn vẫn ở mức khiêm tốn, khoảng 1 tỷ đồng/trung tâm.

Các trung tâm tiêm chủng hiện đóng góp dưới 10% doanh thu của Long Châu nhưng tạo ra doanh thu trên mỗi điểm bán cao hơn so với một nhà thuốc thông thường. Vắc-xin HPV là nhóm đóng góp giá trị lớn nhất, tiếp theo là vắc-xin cúm.

BLĐ không xem các chương trình tiêm chủng của Chính phủ là đối thủ cạnh tranh trực tiếp mà là yếu tố giúp nâng cao nhận thức và mở rộng quy mô thị trường chung. Tương tự, các sáng kiến sản xuất vắc-xin của VNVC không được xem là mối đe dọa lớn do người tiêu dùng Việt Nam vẫn có xu hướng ưu tiên mạnh mẽ đối với vắc-xin nhập khẩu.

Chuỗi FPT Shop: Phục hồi nhờ năng suất cải thiện và đa dạng hóa

BLĐ cho rằng sự phục hồi của FPT Shop được hỗ trợ bởi các cải thiện mang tính cấu trúc thay vì chỉ là sự phục hồi theo chu kỳ. Sau hai năm tái cơ cấu, Công ty đang ưu tiên khả năng sinh lời bền vững hơn là mở rộng cửa hàng và dự kiến duy trì mạng lưới hiện tại với hơn 600 cửa hàng.

Nhu cầu tiếp tục được hỗ trợ nhờ chu kỳ thay thế thiết bị và xu hướng nâng cấp để đáp ứng các ứng dụng AI. BLĐ cho rằng AI sẽ trở thành động lực quan trọng trong dài hạn khi người tiêu dùng ngày càng cần các thiết bị mạnh hơn, có khả năng hỗ trợ các ứng dụng AI.

Tăng trưởng gần đây chủ yếu được thúc đẩy bởi giá bán bình quân cao hơn hơn là sản lượng tiêu thụ tăng, phản ánh nhu cầu tiêu dùng tổng thể vẫn còn yếu. Mục tiêu dài hạn của BLĐ là từng bước đưa tỷ suất lợi nhuận thuần trở lại mức bình quân trong quá khứ khoảng 2-3%.

Mở rộng ngành hàng điện tử tiêu dùng

Ngành hàng điện tử tiêu dùng hiện đóng góp chưa đến 10% doanh thu của FPT Shop nhưng đang tăng trưởng nhanh hơn đáng kể so với mảng CNTT-TT truyền thống. BLĐ ước tính doanh thu ngành hàng điện tử tiêu dùng tăng khoảng 40% so với cùng kỳ và xem đây là động lực tăng trưởng quan trọng trong tương lai.

Khác với các đối thủ có cơ cấu doanh thu chủ yếu đến từ sản phẩm điện tử tiêu dùng, FPT Shop về cơ bản vẫn là nhà bán lẻ CNTT-TT, với khoảng 90% doanh thu vẫn đến từ điện thoại thông minh và máy tính xách tay. BLĐ nhận thấy còn dư địa lớn để tăng tỷ trọng đóng góp của ngành hàng điện tử tiêu dùng và đặt mục tiêu trở thành doanh nghiệp số 2 trong ngành hàng này.

Đáng chú ý, việc mở rộng ngành hàng điện tử tiêu dùng không đòi hỏi nhiều vốn đầu tư tăng thêm. Công ty dự kiến tận dụng các cửa hàng có diện tích lớn hơn, thay thế các cửa hàng nhỏ hơn khi phù hợp và triển khai mô hình logistic trực chính-vệ tinh, trong đó một điểm trung chuyển phục vụ nhiều cửa hàng lân cận.

Dịch vụ tài chính và trả góp

Dịch vụ tài chính đang trở thành yếu tố đóng góp ngày càng quan trọng vào doanh thu. Các chương trình trả góp truyền thống và sản phẩm mua trước trả sau hiện chiếm khoảng 30% doanh thu của FPT Shop (so với 20% trong năm 2025), trong đó trả góp truyền thống chiếm phần lớn quy mô tài trợ.

BLĐ cho rằng thành công của các sản phẩm trả góp truyền thống đến từ tệp khách hàng của Công ty, vốn thiên về nhóm người tiêu dùng trung và cao cấp đã sở hữu thẻ tín dụng. Chương trình mua trước trả sau vẫn tập trung vào các giao dịch có giá trị thấp hơn, thường dưới 1-3 triệu đồng.

Công ty tiếp tục tăng cường hợp tác với các ngân hàng và tổ chức tài chính để mở rộng các sản phẩm tài chính. Lãi suất tài trợ bình quân hiện ở mức khoảng 5%.

MVNO và các động lực tăng trưởng mới

BLĐ vẫn lạc quan về sáng kiến nhà mạng di động ảo (MVNO) và đặt mục tiêu đạt khoảng một triệu thuê bao vào cuối năm 2026.

Ngoài việc tạo doanh thu định kỳ, nền tảng MVNO còn cung cấp dữ liệu khách hàng giá trị thông qua eKYC, giúp cải thiện năng lực tài trợ và cho phép bán chéo có mục tiêu hơn. BLĐ xem dịch vụ viễn thông này là một tài sản chiến lược thay vì chỉ đơn thuần là một nguồn doanh thu độc lập.

Công ty cũng đang tìm kiếm cơ hội ở các ngành hàng mới bao gồm drone nông nghiệp. BLĐ cho rằng ngành nông nghiệp Việt Nam mang lại cơ hội lớn trong dài hạn dù thủ tục cấp phép vẫn là nút thắt chính. Công ty hiện đã nhận được một số giấy phép và dự kiến tận dụng mạng lưới 600 cửa hàng hiện hữu làm nền tảng phân phối.

Chiến lược hệ sinh thái và dữ liệu

Một chủ đề xuyên suốt trong buổi trao đổi là phát triển hệ sinh thái. BLĐ cho rằng dữ liệu khách hàng là nền tảng của bất kỳ chiến lược "siêu ứng dụng" thành công nào và xem tệp khách hàng kết hợp của Long Châu và FPT Shop là một lợi thế cạnh tranh quan trọng.

Công ty đang ngày càng tận dụng dữ liệu để thúc đẩy cơ hội bán chéo trong các lĩnh vực chăm sóc sức khỏe, công nghệ và dịch vụ tài chính. Ví dụ, giới thiệu đồng hồ thể thao cho khách hàng mua sản phẩm dinh dưỡng thể thao, hoặc cung cấp các sản phẩm chăm sóc sức khỏe và dịch vụ số cho khách hàng nhà thuốc.

Thay vì cạnh tranh mạnh về giá trên kênh trực tuyến, BLĐ đặt mục tiêu tạo khác biệt thông qua cá nhân hóa nhu cầu người dùng, tích hợp hệ sinh thái và tăng cường tương tác với khách hàng.

Doanh thu trực tuyến và chiến lược đa kênh

Doanh thu trực tuyến hiện chiếm khoảng 30% doanh thu CNTT-TT. Tuy nhiên, BLĐ nhấn mạnh rằng mảng kinh doanh này nên được nhìn nhận theo mô hình O2O, do nhiều khách hàng tìm hiểu sản phẩm trực tuyến trước khi hoàn tất giao dịch tại cửa hàng.

Công ty tiếp tục đầu tư vào nhiều kênh số, bao gồm website, ứng dụng, Facebook, TikTok Shop và Shopee, nhằm thúc đẩy cả giao dịch trực tuyến lẫn lưu lượng khách đến cửa hàng.

Hàng tồn kho, vốn lưu động và quản lý chi phí

BLĐ đã chủ động đảm bảo nguồn hàng tồn kho ở cả hai mảng kinh doanh nhằm giảm thiểu rủi ro lạm phát và chi phí đầu vào tăng.

Trong mảng CNTT-TT, số ngày hàng tồn kho thường dao động trong khoảng 90-100 ngày nhưng đã tăng tạm thời từ Q4/2025 do Công ty chủ động tích trữ hàng trước thời điểm chi phí linh kiện dự kiến tăng. BLĐ đã ký kết các thỏa thuận cung ứng trước từ sáu tháng trở lên và tích lũy hàng tồn kho trước khi tình trạng thiếu hụt bộ nhớ và SSD trở nên nghiêm trọng hơn.

Đáng chú ý, Công ty đã lựa chọn không chuyển toàn bộ phần chi phí tăng thêm sang người tiêu dùng. Thay vào đó, Công ty chia sẻ một phần gánh nặng chi phí với khách hàng nhằm duy trì lưu lượng khách và thị phần. Mặc dù cách tiếp cận này có thể tạo áp lực nhẹ lên tỷ suất lợi nhuận gộp nhưng BLĐ kỳ vọng quy mô và đòn bẩy hoạt động sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận tuyệt đối.

Ở cấp độ hợp nhất, số dư hàng tồn kho và khoản phải trả tăng chủ yếu đến từ Long Châu, do đặc thù HĐKD của chuỗi này đòi hỏi độ phủ SKU rộng hơn và mức hàng tồn kho cao hơn.

Bảng cân đối kế toán và phân bổ vốn

BLĐ tiếp tục tối ưu hóa vốn lưu động và khả năng tạo tiền mặt. Công ty hiện hưởng lợi từ chênh lệch lãi suất dương khi vay với lãi suất khoảng 6% và hưởng lãi khoảng 8% từ tiền gửi, tạo cơ hội kinh doanh chênh lệch lãi suất hấp dẫn.

BLĐ kỳ vọng khả năng tạo dòng tiền tự do và cải thiện vốn lưu động sẽ tiếp tục là những yếu tố đóng góp quan trọng vào lợi nhuận cho cổ đông trong những năm tới.

Cạnh tranh và định vị thị trường

Mặc dù gặp phải cạnh tranh gay gắt ở cả mảng nhà thuốc và bán lẻ CNTT-TT nhưng BLĐ cho rằng thị trường vẫn đủ dư địa cho nhiều doanh nghiệp hoạt động có lợi nhuận. FPT Shop đặt mục tiêu duy trì vị thế nhà bán lẻ CNTT-TT số 2, đồng thời mở rộng sang các ngành hàng liên kết như điện tử tiêu dùng, dịch vụ viễn thông và sản phẩm số.

Chiến lược của Công ty là tiếp tục tập trung vào mở rộng quy mô, tăng năng suất cửa hàng, xây dựng dữ liệu khách hàng và mở rộng hệ sinh thái, thay vì tối đa hóa tỷ suất lợi nhuận trong ngắn hạn. BLĐ sẵn sàng chấp nhận một phần áp lực lên tỷ suất lợi nhuận trong ngắn hạn để đổi lấy tăng trưởng lưu lượng khách mạnh hơn, lợi nhuận tuyệt đối cao hơn và vị thế cạnh tranh dài hạn được cải thiện.

Các nội dung chính

FRT đang ngày càng chuyển mình từ một nhà bán lẻ CNTT-TT thuần túy thành một hệ sinh thái tiêu dùng bao phủ các lĩnh vực chăm sóc sức khỏe, công nghệ, viễn thông và dịch vụ tài chính. Mặc dù Long Châu vẫn là động lực tăng trưởng chính nhưng sự phục hồi của FPT Shop, việc mở rộng MVNO, gia tăng thâm nhập ngành hàng điện tử tiêu dùng và các sáng kiến bán chéo dựa trên dữ liệu sẽ tạo thêm các hướng tăng trưởng mới. BLĐ tiếp tục tập trung vào quy mô, thu hút khách hàng và phát triển hệ sinh thái, trong khi tỷ suất lợi nhuận được kỳ vọng sẽ dần bình thường hóa khi các nền tảng này phát triển hoàn thiện hơn.

DGW – CTCP Thế giới số

Hạ tầng AI nổi lên là động lực tăng trưởng chính

BLĐ nhấn mạnh hạ tầng liên quan đến AI là cơ hội tăng trưởng quan trọng nhất của DGW trong vài năm tới. Công ty nhận thấy nhu cầu AI sẽ phát triển qua ba giai đoạn: triển khai trung tâm dữ liệu quy mô lớn, máy chủ AI cho doanh nghiệp/nhóm làm việc, và cuối cùng là AI tiên tiến chạy trực tiếp trên PC và máy tính xách tay.

Hiện tại, nhu cầu trung tâm dữ liệu vẫn là động lực chủ đạo. Các khách hàng chính bao gồm những tập đoàn công nghệ lớn của Việt Nam như Viettel và FPT, những doanh nghiệp đang đầu tư mạnh vào hạ tầng AI. DGW gần đây đã cung cấp 127 máy chủ (node) GPU NVIDIA H200 cho Viettel trong khuôn khổ một dự án AI trị giá khoảng 50 triệu USD, trong khi một dự án máy chủ AI khác tại Đà Nẵng có giá trị khoảng 5 triệu USD.

BLĐ cho rằng làn sóng tăng trưởng tiếp theo sẽ đến từ việc các doanh nghiệp triển khai các máy chủ AI quy mô nhỏ hơn, đặc biệt là những tổ chức sở hữu dữ liệu nhạy cảm như ngân hàng, tổ chức tài chính và cơ quan nhà nước. Trong dài hạn hơn, việc ứng dụng AI ngày càng tăng được kỳ vọng sẽ thúc đẩy một chu kỳ thay thế máy tính xách tay mới khi người tiêu dùng và doanh nghiệp nâng cấp lên các thiết bị có khả năng hỗ trợ AI.

Vị thế của DGW trong chuỗi giá trị máy chủ AI

BLĐ nhấn mạnh rằng việc phân phối máy chủ AI có sự khác biệt đáng kể so với phân phối hàng điện tử tiêu dùng truyền thống. Khác với điện thoại thông minh, các dự án hạ tầng AI đòi hỏi mức độ tham gia đáng kể trước bán hàng, cấu hình tùy chỉnh, quy trình đấu thầu và hỗ trợ kỹ thuật liên tục.

DGW đóng vai trò là đối tác thu mua và cung cấp giải pháp, tìm nguồn thiết bị từ các nhà sản xuất thiết kế gốc (ODM) như ASUS, Dell, HP, Gigabyte và MSI, trong khi NVIDIA cung cấp các bộ chipset nền tảng.

Tỷ suất lợi nhuận nhìn chung cao hơn so với phân phối iPhone, đặc biệt là đối với các dự án triển khai máy chủ AI quy mô nhỏ hơn cho doanh nghiệp. Mặc dù các dự án lớn có ý nghĩa chiến lược quan trọng nhưng BLĐ cho rằng việc cung cấp các máy chủ quy mô nhỏ hơn, có giá từ 5.000-10.000 USD, cho các nhóm làm việc có thể mang lại khả năng sinh lời hấp dẫn hơn nhờ khả năng mở rộng quy mô.

Đối thủ cạnh tranh chính của Công ty vẫn là Synnex FPT, mặc dù BLĐ cho rằng DGW đạt tỷ suất lợi nhuận bình quân tốt hơn.

Việc ứng dụng AI vẫn đối mặt với nhiều thách thức

Mặc dù sự quan tâm đối với AI rất lớn nhưng BLĐ cho rằng năng lực tổ chức và bảo mật dữ liệu là hai rào cản chính đối với việc ứng dụng AI rộng rãi hơn trong doanh nghiệp.

Nhiều công ty thiếu chuyên môn cần thiết để triển khai và huấn luyện các mô hình AI một cách hiệu quả. Ngoài ra, lo ngại về rò rỉ dữ liệu khi sử dụng các nền tảng AI công cộng đang làm gia tăng sự quan tâm đối với máy chủ AI tại chỗ, đặc biệt là tại các ngân hàng và tổ chức xử lý thông tin nhạy cảm.

BLĐ cho rằng những lo ngại này sẽ hỗ trợ nhu cầu đối với hạ tầng AI doanh nghiệp thay vì cản trở nhu cầu này.

AI tác động trực tiếp không đáng kể đến cơ cấu chi phí của DGW

Mặc dù DGW đang tích cực sử dụng AI trong nội bộ nhưng BLĐ không kỳ vọng AI sẽ giúp giảm đáng kể chi phí hoạt động. Công ty đã vận hành với cơ cấu tổ chức tương đối tinh gọn, và nhiều bộ phận, nhất là bộ phận bán hàng, vẫn phụ thuộc nhiều vào quan hệ khách hàng và khó tự động hóa.

Các ứng dụng AI hiện tại bao gồm công cụ nâng cao năng suất cho nhân viên cũng như các chương trình AI tự vận hành trong nội bộ về tài chính và quản lý khoản phải thu. Các hệ thống này được vận hành trên máy chủ nội bộ nhằm đảm bảo bảo mật dữ liệu.

Mặt bằng giá bán thuận lợi hỗ trợ tăng trưởng mảng CNTT-TT

BLĐ cho biết tình trạng hạn chế nguồn cung tiếp tục ảnh hưởng đến một số ngành hàng phần cứng. Nguồn cung iPhone vẫn khan hiếm trong khi tình trạng thiếu hụt bộ nhớ và SSD đã khiến giá bán tăng trên toàn ngành. Mặc dù nguồn cung card đồ họa vẫn tương đối ổn định nhưng giá phần cứng tiếp tục tăng qua từng quý.

Khác với các chu kỳ trước, DGW đã có thể chuyển gần như toàn bộ phần chi phí tăng thêm sang khách hàng và trong một số trường hợp còn cải thiện tỷ suất lợi nhuận nhờ lợi ích từ hàng tồn kho. BLĐ kỳ vọng mặt bằng giá bán thuận lợi này sẽ kéo dài ít nhất đến năm 2027.

Công ty hiện kỳ vọng sản lượng bán hàng tăng khoảng 10%, kết hợp với giá bán bình quân tăng khoảng 20%. Nhu cầu tiếp tục được hỗ trợ nhờ cả khách hàng doanh nghiệp và người tiêu dùng mua sản phẩm sớm hơn do kỳ vọng giá sẽ tiếp tục tăng.

Cơ cấu sản phẩm chuyển dịch sang các thiết bị cao cấp hơn

BLĐ nhấn mạnh rằng cơ cấu sản phẩm đã cải thiện đáng kể trong những năm gần đây. Đối với máy tính xách tay, giá bán bình quân đã tăng từ khoảng 15 triệu đồng lên 25 triệu đồng, trong khi phân khúc giá thấp gần như đã không còn trong danh mục sản phẩm của Công ty. Xu hướng tương tự cũng đang diễn ra ở điện thoại thông minh, khi mức giá khởi điểm thực tế đã tăng từ khoảng 3 triệu đồng lên 5 triệu đồng.

Do đó, tăng trưởng ngày càng được dẫn dắt bởi xu hướng cao cấp hóa sản phẩm thay vì tăng trưởng sản lượng tiêu thụ. BLĐ cho rằng máy tính xách tay vẫn là công cụ thiết yếu phục vụ năng suất làm việc, giúp nhu cầu tương đối bền vững dù giá bán tăng.

Nhu cầu từ doanh nghiệp vẫn tích cực

Khách hàng doanh nghiệp chiếm khoảng một nửa nhu cầu máy tính xách tay, phần còn lại đến từ người tiêu dùng cá nhân. Các khách hàng doanh nghiệp chính bao gồm ngân hàng, công ty tài chính và cơ quan nhà nước.

BLĐ kỳ vọng nhu cầu từ doanh nghiệp sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, nhất là khi các tổ chức ngày càng đầu tư vào hạ tầng AI và các công nghệ giúp nâng cao năng suất.

Mảng cung ứng công nghiệp tiếp tục ghi nhận KQKD tích cực

Mảng cung ứng công nghiệp, bao gồm thiết bị bảo hộ và găng tay, tiếp tục tăng trưởng mạnh. BLĐ cho biết mảng này tăng trưởng khoảng 30%, chủ yếu nhờ đơn hàng từ khách hàng hiện hữu tăng thay vì nhờ ra mắt sản phẩm mới.

Các khách hàng sản xuất lớn như Intel vẫn là những bên đóng góp quan trọng. BLĐ mô tả đặc điểm tăng trưởng này tương tự tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ, phản ánh mức độ thâm nhập sâu hơn vào các khách hàng hiện hữu thay vì mở rộng sang các ngành hàng mới.

Đa dạng hóa ngoài mảng phân phối hàng CNTT

BLĐ tiếp tục tìm kiếm cơ hội tăng trưởng ngoài mảng phân phối sản phẩm CNTT truyền thống bằng cách áp dụng mô hình phân phối gọn nhẹ của DGW sang các lĩnh vực mới.

Một ví dụ là mảng phụ kiện ô tô, nơi Công ty hiện nắm khoảng 60% thị phần ở một số ngành hàng nhất định. BLĐ cũng đề cập đầu nhtron và các ngành hàng công nghiệp khác là những cơ hội tiềm năng trong tương lai.

Công ty cho rằng nhiều ngành vẫn còn rất phân mảnh, qua đó mở ra cơ hội hợp nhất hấp dẫn cho các nhà phân phối có năng lực bán hàng và logistic mạnh.

Mảng điện thoại thông minh ngày càng giảm tầm quan trọng

Thị trường điện thoại thông minh nhìn chung đi ngang và mảng điện thoại thông minh của DGW cũng ghi nhận xu hướng tương tự. Apple tiếp tục đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong khi Xiaomi ghi nhận sự suy yếu ở phân khúc giá thấp, nơi khách hàng nhạy cảm hơn với lạm phát.

Do đó, điện thoại thông minh hiện đóng góp khoảng 27% doanh thu của Công ty, giảm từ mức khoảng 40% trước đây. BLĐ đánh giá tích cực sự chuyển dịch này do HĐKD của Công ty ngày càng đa dạng hóa và ít phụ thuộc hơn vào một ngành hàng đơn lẻ.

Triển vọng lợi nhuận và các rủi ro chính

BLĐ cho rằng kế hoạch HĐKD hiện tại là thận trọng và cho biết KQKD thực tế có thể vượt mục tiêu của Công ty nếu các xu hướng hiện tại tiếp diễn.

KQKD hằng tháng gần đây vẫn tích cực dù tốc độ tăng trưởng đã chậm lại. Tăng trưởng doanh thu đạt khoảng 60% trong Q1/2026, sau đó chậm lại còn khoảng 30% trong tháng 4 và 13% trong tháng 5, chủ yếu là do mức nền cao, hơn là do nhu cầu suy yếu.

Rủi ro chính vẫn là độ co giãn của nhu cầu. Giá phần cứng đã tăng đáng kể trong ba năm qua, với mức tăng tính chung lên đến gần 60% ở một số ngành hàng. Mặc dù sản lượng tiêu thụ vẫn tăng trưởng dương nhưng BLĐ thừa nhận rằng việc giá tiếp tục tăng có thể tạo áp lực lên nhu cầu.

Triển vọng tỷ suất lợi nhuận

BLĐ kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ cải thiện dần nhờ cơ cấu sản phẩm hiệu quả hơn và mức độ phụ thuộc vào điện thoại thông minh giảm (đây là ngành hàng thường có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn so với các mảng kinh doanh khác).

Tuy nhiên, BLĐ không kỳ vọng việc ứng dụng AI sẽ giúp cải thiện đáng kể tỷ suất lợi nhuận trên toàn Công ty, do Công ty hiện đã vận hành hiệu quả và không còn nhiều dư địa để giảm chi phí bán hàng & quản lý.

Các nội dung chính

BLĐ xem AI là động lực tăng trưởng dài hạn trọng tâm, đặc biệt thông qua máy chủ AI và triển khai hạ tầng AI. Chu kỳ tăng trưởng hiện tại chủ yếu được dẫn dắt bởi giá bán bình quân tăng thay vì sản lượng tiêu thụ tăng, phản ánh sự chuyển dịch mang tính cấu trúc sang các sản phẩm cao cấp hơn và xu hướng cao cấp hóa trên toàn thị trường CNTT.

Trong trung hạn, DGW kỳ vọng làn sóng thứ hai liên quan đến nhu cầu AI sẽ tới từ việc doanh nghiệp triển khai máy chủ và nâng cấp lên máy tính xách tay hỗ trợ AI. Trong khi đó, việc đa dạng hóa sang các sản phẩm công nghiệp, các ngành hàng liên quan đến ô tô và các mảng ngoài CNTT khác sẽ giúp DGW giảm biến động lợi nhuận và mở rộng thị trường có thể khai thác của mình.

Các rủi ro chính của công ty hiện bao gồm độ nhạy của nhu cầu trước việc giá bán tiếp tục tăng và tốc độ ứng dụng AI của doanh nghiệp, mặc dù BLĐ vẫn giữ quan điểm tích cực đối với cả hai xu hướng này.

PNJ – CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận

Triển vọng lợi nhuận Q2/2026: Kỳ vọng tăng trưởng 30%

Doanh thu Q2/2026 dự kiến tiếp tục duy trì ở mức thấp do yếu tố mùa vụ. Doanh thu bán lẻ trong quý được kỳ vọng gần như đi ngang. Mặc dù doanh thu tăng chậm, KQKD sơ bộ Q2/2026 được dự báo vẫn tăng ít nhất 30% so với cùng kỳ nhờ tiết giảm chi phí bán hàng và quản lý. BLĐ vẫn tự tin rằng công ty đủ khả năng hoàn thành KHKD của cả năm. So với Q2/2025 – giai đoạn sức mua suy yếu buộc công ty phải tăng cường chi phí khuyến mãi – PNJ đã có thể giảm chi phí marketing trong năm nay, từ đó tạo động lực cho đà tăng trưởng lợi nhuận.

Tỷ suất lợi nhuận gộp và hàng tồn kho

BLĐ đặt mục tiêu duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức xấp xỉ 19% trong giai đoạn từ Q2 đến Q4/2026. Định hướng này phản ánh sự dịch chuyển trong cơ cấu danh mục sản phẩm khi tỷ trọng đóng góp từ mảng kinh doanh vàng 24K gia tăng. Công ty cũng đang triển khai các sáng kiến mới trong việc thu mua nguyên liệu thô nhằm cải thiện hiệu suất tìm nguồn cung và tối ưu hóa năng lực quản lý chi phí. Phần lớn lượng hàng tồn kho giá cao tích lũy trong giai đoạn giá vàng đạt đỉnh đã được giải phóng trong Q1/2026, giúp công ty giảm thiểu đáng kể rủi ro biến động giá vàng. PNJ hiện vẫn

nắm giữ lượng hàng tồn kho giá thấp, đồng thời cơ cấu tồn kho lúc này chủ yếu tập trung vào nhóm thành phẩm.

Bên cạnh đó, công ty đang tiến hành thu mua vàng ngoài thương hiệu PNJ thông qua mạng lưới 10 cửa hàng, bao gồm 3 địa điểm tại Hà Nội, đồng thời cân đối kỹ lưỡng hoạt động thu mua này với nhu cầu sản xuất thực tế. BLĐ nhấn mạnh rằng công ty hoàn toàn giữ thế chủ động trong việc chấp nhận hoặc từ chối thu mua tùy thuộc vào nhu cầu hàng tồn kho và điều kiện thị trường tại từng thời điểm.

Xu hướng giá vàng và nhu cầu

Nhu cầu đối với sản phẩm vàng 24K đã hạ nhiệt trong tháng 4 và tháng 5 khi giá vàng điều chỉnh giảm và giai đoạn cao điểm theo mùa vụ trong Q1 đã kết thúc. BLĐ lưu ý rằng, thông thường Q2 và Q3 là những quý thấp điểm của ngành, dù vậy nhu cầu hiện tại vẫn ở mức cao hơn so với cùng kỳ năm ngoái. Xu hướng hạ nhiệt của giá vàng được kỳ vọng sẽ đưa giá bán về mức hợp lý hơn, qua đó kích thích đà tăng trưởng sản lượng tiêu thụ. PNJ không sử dụng các công cụ phòng vệ rủi ro giá vàng, mà ưu tiên tối ưu hóa công tác quản trị rủi ro biến động hàng tồn kho thông qua các giải pháp điều hành linh hoạt.

Chi phí bán hàng & quản lý và mở rộng hệ thống cửa hàng

PNJ có kế hoạch mở thêm khoảng 15 cửa hàng mới trong nửa cuối năm 2026, đồng thời chủ động tái định vị các điểm bán cũ bằng mô hình cửa hàng diện tích lớn nhằm tối ưu hóa hiệu quả kinh doanh và nâng cao trải nghiệm khách hàng. Công ty đặt mục tiêu có 500 cửa hàng vào năm 2028, về đích sớm 2 năm so với kế hoạch ban đầu là năm 2030. BLĐ thừa nhận rằng nếu lạm phát và lãi suất tiếp tục neo ở mức cao, công ty có thể sẽ phải triển khai thêm các chiến dịch marketing để kích cầu. Nhằm ứng phó với diễn biến của giá vàng, PNJ đã chủ động tăng tần suất điều chỉnh giá bán với 9 lần linh hoạt tăng/giảm kể từ đầu năm đến nay, giúp bám sát các tín hiệu của thị trường.

Trang sức kim cương

Trang sức kim cương đóng góp khoảng 1/3 doanh thu bán lẻ của PNJ. Cho đến nay, BLĐ chưa ghi nhận bất kỳ tác động tiêu cực đáng kể nào từ xu hướng ngày càng phổ biến của kim cương nhân tạo. Ngược lại, công ty đang ghi nhận xu hướng tăng trưởng tích cực từ tệp khách hàng sử dụng dịch vụ kiểm định kim cương và các dịch vụ phòng thí nghiệm. PNJ tin tưởng có thể tiếp tục mở rộng thị phần trong phân khúc kim cương trong dài hạn, đặc biệt là khi các nhà bán lẻ kim cương độc lập quy mô nhỏ đang phải đối mặt với áp lực cạnh tranh lớn hơn và một số trường hợp đã phải bán tháo để cắt lỗ.

CAO Fine Jewelry

CAO Fine Jewelry ghi nhận đà tăng trưởng tích cực trong năm 2025 và tiếp tục duy trì mức tăng trưởng hai chữ số trong Q1/2026. Thương hiệu này hiện đang vận hành 4 cửa hàng, bao gồm một điểm bán mới tại Lotte Mall Tây Hồ. BLĐ có kế hoạch tiếp tục hoàn thiện và nâng cấp mô hình vận hành của chuỗi CAO trước khi mở rộng mạng lưới một cách thận trọng. Nhìn về dài hạn, PNJ tin rằng mảng kinh doanh này hoàn toàn có tiềm năng phát triển đủ lớn để hướng tới việc phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng.

Dòng sản phẩm cho nam giới Mancode

Mancode tiếp tục là một trong những dòng sản phẩm có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất của PNJ, với mức tăng trưởng hàng năm hiện duy trì ở mức khoảng 25-30%. BLĐ nhận định phân khúc trang sức dành cho nam giới là một cơ hội tăng trưởng hấp dẫn trong dài hạn.

Cạnh tranh với Bảo Tín Mạnh Hải

BLĐ lưu ý rằng đối thủ cạnh tranh Bảo Tín Mạnh Hải vẫn tập trung rất mạnh vào danh mục trang sức vàng 24K. Ngược lại, PNJ sở hữu lợi thế từ cơ cấu danh mục sản phẩm đa dạng hơn, trải dài từ các dòng trang sức vàng 10K, 14K cho đến các sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn. Sự linh hoạt trong cơ cấu sản phẩm này giúp PNJ thích ứng tốt hơn trước các xu hướng dịch chuyển của nhu cầu tiêu dùng cũng như sự biến động của giá vàng.

Xu hướng khách hàng

Nhu cầu từ nhóm khách hàng VIP và khách hàng có thu nhập cao vẫn vững chắc, tiếp tục là động lực tăng trưởng cho KQKD của công ty trong nửa đầu năm 2026. Đà tăng trưởng doanh thu hiện tại chủ yếu được thúc đẩy bởi yếu tố giá thay vì đến từ sự bứt phá của sản lượng tiêu thụ cốt lõi. Lượng khách ghé thăm cửa hàng tiếp tục duy trì xu hướng tích cực, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng vẫn ghi nhận ở mức một chữ số.

Mở rộng thị trường miền Bắc

Miền Bắc tiếp tục là một trong những khu vực đạt KQKD tốt nhất của PNJ, với nhu cầu tiêu dùng tại khu vực này tăng trưởng đặc biệt mạnh mẽ. Do đó, công ty có kế hoạch tăng cường sự hiện diện tại các thị trường trọng điểm phía Bắc, bao gồm Hà Nội và Hải Phòng. BLĐ nhận thấy dư địa tăng trưởng trong dài hạn tại đây còn rất lớn.

Hành lang pháp lý thị trường vàng

BLĐ tin rằng những thay đổi mang tính đề xuất đối với quy định quản lý thị trường vàng Việt Nam – đặc biệt là các biện pháp nhằm thu hẹp khoảng cách giữa giá vàng trong nước và thế giới – sẽ là động lực tăng trưởng tích cực cho PNJ. Việc thu hẹp chênh lệch giá sẽ củng cố năng lực cạnh tranh về giá của doanh nghiệp, qua đó gia tăng khả năng tiếp cận đối với người tiêu dùng và mở ra cơ hội mở rộng thị phần. Đồng thời, những điều chỉnh này được kỳ vọng sẽ cải thiện đáng kể hiệu suất sinh lời cho mảng xuất khẩu trang sức.

Chiến lược xuất khẩu và hợp tác với Disney

Doanh thu xuất khẩu hàng năm của PNJ hiện chỉ duy trì ở mức khiêm tốn, khoảng 4–5 triệu USD, nguyên nhân cốt lõi do mức chênh lệch cao giữa giá vàng trong nước so với thị trường quốc tế. BLĐ đang chủ động làm việc với các đối tác quốc tế để mở rộng cơ hội xuất khẩu và đã ký kết thành công thỏa thuận cấp phép với Disney, cho phép công ty kinh doanh một số sản phẩm chọn lọc tại một số thị trường Đông Nam Á. Tiềm năng xuất khẩu có thể cải thiện rõ rệt nếu mức chênh lệch giá vàng trong nước - quốc tế được thu hẹp. BLĐ cũng tự tin năng lực thiết kế của PNJ hoàn toàn có thể cạnh tranh với các nhà bán lẻ trang sức trong khu vực và đây sẽ là lợi thế cạnh tranh lớn khi tiến ra thị trường quốc tế.

Thị trường bán lẻ và thị phần

Các chuỗi bán lẻ trang sức có thương hiệu tiếp tục giành thêm thị phần từ các cửa hàng kinh doanh hộ gia đình truyền thống. BLĐ ghi nhận một xu hướng dịch chuyển tiêu dùng rõ nét trong ngành, khi khách hàng ngày càng ưu tiên lựa chọn các chuỗi bán lẻ có thương hiệu uy tín thay vì các cửa hàng truyền thống nhỏ lẻ tại địa phương. Ở chiều ngược lại, kênh bán buôn tiếp tục đối mặt với nhiều thách thức do môi trường vận hành suy yếu của nhóm cửa hàng trang sức truyền thống nhỏ lẻ. Do đó, phân khúc này dự kiến sẽ không đóng vai trò là động lực tăng trưởng chính trong năm nay. Sản lượng tiêu thụ của kênh bán buôn đã sụt giảm trong Q1/2026, càng củng cố cho quan điểm thận trọng của BLĐ đối với phân khúc này.

Bối cảnh cạnh tranh

Các thương hiệu trang sức nước ngoài vẫn tiếp tục thâm nhập vào Việt Nam và mở các cửa hàng tại các trung tâm thương mại cao cấp. Tuy nhiên, BLĐ hiện không xem các đơn vị mới gia nhập thị trường này là mối đe dọa cạnh tranh lớn. Trong khi các thương hiệu ngoại có xu hướng tập trung vào các vị trí trung tâm thương mại hạng sang, chiến lược của PNJ lại tập trung vào các cửa hàng độc lập và đẩy mạnh mở rộng về các đô thị loại 2 và loại 3. BLĐ cũng lưu ý rằng ngay cả các công ty lớn trong khu vực như Chow Tai Fook cũng không theo đuổi chiến lược mở rộng quá gay gắt mà chỉ tập trung chủ yếu vào các vị trí bán lẻ cao cấp.

Tân tổng giám đốc và chiến lược dài hạn

Tân tổng giám đốc của công ty được kỳ vọng sẽ đặt trọng tâm lớn hơn vào chiến lược mở rộng thị trường quốc tế và thúc đẩy các sáng kiến kinh doanh mới. PNJ dự kiến công bố lộ trình chiến lược toàn diện giai đoạn 2026–2030 vào cuối năm nay, qua đó thể hiện tầm nhìn rõ ràng hơn về định hướng tăng trưởng dài hạn của công ty.

VNM – CTCP Sữa Việt Nam

Thị trường trong nước: Tốc độ tăng trưởng bình ổn trở lại và tiềm năng tiêu thụ trong dài hạn

BLĐ lưu ý rằng thị trường sữa Việt Nam đang bước vào giai đoạn bình thường hóa, với tốc độ tăng trưởng toàn ngành ổn định ở mức 4-5% sau giai đoạn bùng nổ hai chữ số trong thời kỳ đại dịch. Bất chấp sự giảm tốc trong ngắn hạn, triển vọng dài hạn của ngành vẫn rất hấp dẫn nhờ mức tiêu thụ sữa trên đầu người của Việt Nam còn tương đối thấp, chỉ khoảng 30 lít, so với mức xấp xỉ 40 lít tại Thái Lan và Trung Quốc.

Vinamilk tiếp tục giữ vững vị thế dẫn đầu ở phân khúc sữa đặc, đồng thời tận dụng hệ thống trang trại tích hợp để củng cố năng lực cạnh tranh ở mảng sữa tươi và sữa chua. Mặc dù vẫn là doanh nghiệp chiếm vị trí số hai trong phân khúc sữa bột trẻ em – chủ yếu do tâm lý chuộng sữa ngoại của người tiêu dùng – VNM đang giành thêm thị phần ở mảng sữa bột chức năng dành cho người lớn nhờ các cải tiến về sản phẩm.

Chiến lược đổi mới sản phẩm và cao cấp hóa sản phẩm là động lực tăng trưởng cốt lõi

BLĐ khẳng định việc đổi mới sản phẩm là chìa khóa tăng trưởng thông qua ba giải pháp: ra mắt sản phẩm mới, cải tiến bao bì và mở rộng danh mục sản phẩm. Các sáng kiến đổi mới sản phẩm gần đây tích cực tập trung vào các xu hướng sức khỏe, dinh dưỡng, tăng cường hệ miễn dịch và cao cấp hóa sản phẩm. Công ty cũng đang đẩy mạnh mở rộng sang các ngành hàng có tốc độ tăng trưởng cao như sữa tươi và sữa thực vật nhằm đón đầu nhu cầu dịch chuyển của người tiêu dùng và mở rộng tệp khách hàng.

Nhu cầu tiêu dùng tiếp tục dịch chuyển rõ rệt sang các sản phẩm mang lại lợi ích rõ ràng về sức khỏe và dinh dưỡng. Các ngành hàng liên quan đến hệ miễn dịch, sức khỏe toàn diện và dinh dưỡng chuyên biệt tiếp tục là những động lực tăng trưởng chính, trong khi nhu cầu đối với các định dạng tiện lợi, sản phẩm cao cấp và dinh dưỡng chức năng vẫn không ngừng gia tăng.

Dòng sản phẩm Green Farm tiếp tục là điểm sáng tăng trưởng vượt trội khi ghi nhận mức tăng trưởng hơn 100% kể từ đầu năm, nhờ chất lượng sản phẩm khác biệt và những cải tiến dựa trên nền tảng công nghệ. Trong khi đó, Sữa Mộc Châu đang được tái định vị xung quanh câu chuyện di sản 70 năm, đi kèm với việc tăng cường các hoạt động marketing nhằm nâng cao độ nhận diện thương hiệu tại thị trường miền Nam.

Củng cố hệ thống phân phối đa kênh và sự hiện diện của kênh D2C

Vinamilk tiếp tục đầu tư đồng bộ trên tất cả các kênh bán hàng truyền thống, hiện đại, thương mại điện tử và kênh tiếp cận trực tiếp người tiêu dùng. Kênh bán hàng truyền thống vẫn là kênh phân phối chiếm tỷ trọng chi phối nhờ mạng lưới bao phủ rộng khắp và lợi thế tiếp cận gần gũi với người tiêu dùng, trong khi kênh bán hàng hiện đại và thương mại điện tử tiếp tục tăng tỷ trọng trước sự thay đổi trong thói quen mua sắm của người tiêu dùng.

Bên cạnh đó, công ty đang tăng tốc mở rộng mạng lưới cửa hàng "Giấc Mơ Sữa Việt" với mục tiêu đạt mốc 1.000 cửa hàng vào cuối năm 2026. Kênh này (bao gồm cả mảng Thương mại điện tử) hiện đóng góp 15% tổng doanh thu và không chỉ đóng vai trò là một kênh bán hàng thuần túy, mà còn là nền tảng để xây dựng thương hiệu, tăng cường gắn kết với người tiêu dùng và giới thiệu các sản phẩm mới.

Đà tăng trưởng xuất khẩu vẫn vững chắc

Doanh thu xuất khẩu hiện chiếm từ 20–26% tổng doanh thu của công ty, và BLĐ kỳ vọng mảng này sẽ tiếp tục giữ vững đà tăng trưởng hai chữ số bất chấp tình hình bất ổn địa chính trị. Trung Đông vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất, đóng góp gần một nửa doanh thu xuất khẩu (không bao gồm doanh thu của các công ty con tại nước ngoài). Nhằm giảm thiểu rủi ro về mặt logistics, VNM ngày càng dịch chuyển mạnh mẽ cơ cấu hợp đồng từ phương thức CIF sang FOB, qua đó chuyển chi phí vận tải và bảo hiểm sang phía đối tác nhập khẩu một cách hiệu quả.

Nhìn về dài hạn, BLĐ đánh giá Đông Nam Á là thị trường tăng trưởng trọng điểm nhờ có lợi thế thuận lợi về logistics và chi phí, đồng thời công ty cũng tiếp tục tăng cường

sự hiện diện tại Hàn Quốc, Nhật Bản và Hồng Kông. Công ty con tại Campuchia là Angkormilk vẫn giữ vững KQKD tích cực và được kỳ vọng sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng hai chữ số.

Mặc dù ngành sữa toàn cầu nhìn chung đã bước vào giai đoạn bão hòa, BLĐ vẫn tiếp tục áp dụng các tiêu chuẩn đánh giá nghiêm ngặt tương đương với các công ty cùng ngành trên toàn cầu, đồng thời tìm kiếm các cơ hội xuất khẩu một cách chọn lọc tại những thị trường mục tiêu nơi công ty có thể định hình lợi thế cạnh tranh bền vững.

Mảng kinh doanh thịt bò hướng tới mục tiêu có lãi

Mảng kinh doanh thịt bò cao cấp dưới thương hiệu Niku Ichi, được vận hành thông qua liên doanh với Sojitz, hiện vẫn đang trong giai đoạn đầu tư. Liên doanh này hiện vận hành một trang trại nuôi bò quy mô 5.000 con tại Tam Đảo, với sản lượng giết mổ hàng ngày đạt từ 100–150 con. BLĐ đặt trọng tâm cốt lõi vào phân khúc phân phối cao cấp, với việc áp dụng quy trình chăn nuôi chuyên sâu với thời gian vỗ béo và nuôi kéo dài ít nhất 300 ngày theo tiêu chuẩn kỹ thuật và kiểm soát chất lượng từ Nhật Bản.

Sau những gián đoạn do ảnh hưởng của đại dịch COVID-19, công ty kỳ vọng mảng kinh doanh này sẽ đạt điểm hòa vốn hoặc bắt đầu đóng góp khiêm tốn vào lợi nhuận kể từ năm 2027.

Triển vọng lợi nhuận được hỗ trợ nhờ tối ưu hóa chi phí

Song song với các sáng kiến thúc đẩy doanh thu, Vinamilk tiếp tục tập trung vào hiệu quả chi phí thông qua tối ưu hóa hoạt động sản xuất, kiểm soát chi phí quản lý, các sáng kiến thu mua và tối ưu hóa bao bì. BLĐ lưu ý rằng các biện pháp này đã giúp giảm bớt áp lực tăng giá nguyên liệu đầu vào, đặc biệt là đối với các thành phần sữa nguyên liệu. Công ty cũng hưởng lợi từ chiến lược đa dạng hóa nguồn cung đối với các nguyên liệu thô trọng yếu, bao gồm sữa bột và các thành phần sữa khác.

Tỷ suất sinh lời cải thiện rõ rệt trong Q1/2026, được hỗ trợ bởi các sáng kiến tối ưu hóa chi phí và việc cắt giảm gần 1 điểm phần trăm tỷ lệ chi phí marketing. Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu của cả năm dự kiến duy trì ở mức tương đương năm ngoái, mặc dù các khoản chi phí này có thể tăng trong ngắn hạn vào Q3/2026 do lễ kỷ niệm 50 năm thành lập công ty.

BLĐ dự kiến không có bất kỳ hoạt động M&A lớn nào hoặc các cam kết chi phí vốn lớn trong ngắn hạn, mà ưu tiên tập trung vào công tác vận hành và lập kế hoạch chiến lược dài hạn. Mặc dù giá đạm whey có xu hướng tăng, tác động tiêu cực lên tỷ suất sinh lời tổng thể dự kiến vẫn ở mức hạn chế, do thành phần này chiếm tỷ trọng tương đối nhỏ trong cấu trúc chi phí nguyên vật liệu của danh mục sản phẩm.

Triển vọng giá bán và thị trường

BLĐ cho biết chính sách giá bán nhìn chung vẫn duy trì sự tương thích với tình hình lạm phát và các điều kiện thị trường. Nhìn về dài hạn, động lực tăng trưởng dự kiến sẽ được dẫn dắt chủ yếu bởi việc mở rộng sản lượng tiêu thụ, xu hướng cao cấp hóa, đổi mới sản phẩm và tiếp tục gia tăng độ phủ phân phối, thay vì phụ thuộc vào các đợt tăng giá lớn. Công ty có thể thực hiện các đợt điều chỉnh tăng giá chọn lọc khoảng 1–2% khi cần thiết nhằm chuyển giao và bù đắp áp lực lạm phát chi phí đầu vào.

MCH – CTCP Hàng tiêu dùng Masan

Triển vọng nửa cuối năm 2026

BLĐ lưu ý rằng sau khi ghi nhận KQKD đặc biệt khả quan trong tháng 4, tốc độ tăng trưởng của công ty đã bắt đầu dịch chuyển sang giai đoạn bình thường hóa. Môi trường tiêu dùng tiếp tục chứng kiến sự phân hóa sâu sắc theo mô hình "hình chữ K". Trong khi phân khúc cao cấp thể hiện sức chống chịu vững chắc, phân khúc đại chúng và bình dân lại chịu áp lực lớn từ xu hướng thắt chặt chi tiêu và hệ quả của lạm phát. Bất chấp các xu hướng trái chiều này, công ty vẫn đang đi đúng lộ trình để đạt mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ở mức 11-15% trong nửa đầu năm 2026, gần như sát với KHKD công ty đề ra. Nhìn về dài hạn, BLĐ tiếp tục tự tin vào khả năng hoàn thành mức tăng trưởng 15% cho cả năm, dựa trên động lực từ xu hướng cao cấp hóa sản phẩm và vị thế dẫn dắt vững chắc ở các ngành hàng cốt lõi.

Nhu cầu tiêu dùng

Nhu cầu tiêu dùng vẫn tương đối ổn định, mặc dù KQKD của từng mảng kinh doanh có sự khác biệt lớn. Các thương hiệu cao cấp như Omachi và Chin-su tiếp tục đạt KQKD vượt trội, hưởng lợi từ xu hướng người tiêu dùng sẵn sàng chi nhiều tiền hơn để mua sản phẩm tốt hơn. Trong khi đó, nhu cầu ở các danh mục sản phẩm thuộc phân khúc bình dân lại suy yếu do lạm phát và sức mua giảm. BLĐ cho rằng các chương trình khuyến mãi không phải là đòn bẩy tăng trưởng được ưu tiên, bởi việc giảm giá quá mức sẽ kích thích tâm lý trì hoãn mua sắm của người tiêu dùng, đồng thời về lâu dài có thể làm giảm giá trị tài sản thương hiệu và bào mòn tỷ suất lợi nhuận. Thay vào đó, MCH tiếp tục đặt trọng tâm vào các khoản đầu tư marketing tổng thể và xây dựng tài sản thương hiệu dài hạn, hơn là theo đuổi mục tiêu tăng trưởng sản lượng trong ngắn hạn.

Chiến lược giá bán

MCH đã triển khai các đợt tăng giá chọn lọc đối với một số mã sản phẩm trong nửa đầu năm 2026 mà không ghi nhận bất kỳ sự sụt giảm đáng kể nào về mặt sản lượng, đặc biệt là trong các phân khúc cao cấp. Diễn biến này đã giúp BLĐ tự tin hơn vào dự địa thực hiện các đợt điều chỉnh giá bổ sung trong nửa cuối năm 2026. Các quyết định về giá sẽ có sự khác biệt tùy thuộc vào từng ngành hàng và động lực cạnh tranh riêng biệt. Tại các ngành hàng mà MCH nắm giữ vị thế dẫn đầu tuyệt đối (như nước mắm và mì ăn liền cao cấp), công ty có năng lực định giá tốt hơn. Ngược lại, tại các phân khúc sản phẩm có tính cạnh tranh gay gắt (đặc biệt là mì ăn liền phân khúc đại chúng), việc điều chỉnh giá phải được tính toán kỹ lưỡng dựa trên các động thái của đối thủ cạnh tranh. BLĐ cho biết tất cả các đợt tăng giá đều được gắn liền với những lợi ích thực tế mang lại cho người tiêu dùng, bao gồm việc nâng cấp sản phẩm và cải tiến công thức. Bên cạnh đó, sự dịch chuyển tích cực trong cơ cấu danh mục sản phẩm hướng đến các dòng sản phẩm cao cấp như Omachi tiếp tục là chất xúc tác vững chắc cho việc tăng giá bán bình quân.

Dự địa tăng trưởng

BLĐ tin rằng dự địa tăng trưởng của công ty vẫn còn rất lớn, đặc biệt là các phân khúc cao cấp, vốn có mức độ thâm nhập thị trường tương đối thấp và các sản phẩm cao cấp mới chỉ chiếm khoảng 15% quy mô toàn thị trường. Triển vọng tăng trưởng của công ty tiếp tục được củng cố nhờ xu hướng cao cấp hóa sản phẩm diễn ra đồng bộ trên các ngành hàng, sự mở rộng liên tục của kênh bán hàng hiện đại, cùng với chiến lược gia tăng tỷ lệ thâm nhập và tạo ra các dịp tiêu dùng mới, đặc biệt là đối với ngành hàng gia vị.

Triển vọng tăng trưởng theo ngành hàng

Ngành hàng gia vị dự kiến tiếp tục là động lực tăng trưởng cốt lõi, với tốc độ tăng trưởng toàn ngành được dự báo đạt khoảng 10–15%. Ngành hàng chăm sóc cá nhân và gia đình dự kiến đạt mức tăng trưởng từ 15–20%, được dẫn dắt chủ yếu bởi việc tiếp tục gia tăng thị phần.

Gia vị

Trong phân khúc này, mảng nước mắm dự kiến sẽ đạt mức tăng trưởng 7–10%, được hỗ trợ chủ yếu bởi các yếu tố giá bán và cải thiện cơ cấu danh mục sản phẩm; trong khi tương ớt và các danh mục gia vị khác được kỳ vọng sẽ mang lại mức tăng trưởng 15%.

Thực phẩm tiện lợi

Chiến lược đối với mảng thực phẩm tiện lợi được tập trung xoay quanh xu hướng cao cấp hóa sản phẩm. Mặc dù tổng sản lượng tiêu thụ mì ăn liền trên thị trường nhìn chung tương đối ổn định, người tiêu dùng đang ngày càng sẵn sàng chi nhiều tiền hơn cho mỗi gói mì, từ đó thúc đẩy đà tăng trưởng về mặt giá trị doanh thu. Omachi tiếp tục là động lực tăng trưởng cốt lõi, với mục tiêu tăng trưởng hàng năm được BLĐ đề ra ở mức ít nhất 10–15% (so với tốc độ tăng trưởng trong lịch sử từng vượt mức 20%). Định vị ở phân khúc cao cấp vốn hầu như không có đối thủ cạnh tranh gay gắt với mức giá bán lẻ từ 7.000–8.000 đồng/gói, Omachi cũng là một trong những dòng sản phẩm ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhất toàn cầu trong ngành công nghiệp mì ăn liền, vượt mức 50%.

Trong khi đó, mì Kokomi dự kiến sẽ tăng trưởng ở mức vừa phải hơn, khoảng 5–10% mỗi năm. Vai trò chiến lược của dòng sản phẩm này là bảo vệ thị phần của MCH ở phân khúc đại chúng, đồng thời duy trì lợi thế quy mô về mặt sản xuất nhằm tạo động lực cho tỷ suất sinh lời của thương hiệu Omachi. BLĐ nhấn mạnh rằng xu hướng dịch chuyển chính của ngành vẫn là việc người tiêu dùng ngày càng sẵn sàng nâng cấp lên các phân khúc sản phẩm cao cấp hơn, ngay cả khi tổng sản lượng tiêu thụ toàn thị trường gần như đi ngang.

Đồ uống

MCH đang thực hiện một bước chuyển dịch mang tính bản lề trong mô hình đổi mới sáng tạo đối với mảng đồ uống. Trước đây, quy trình phát triển sản phẩm chủ yếu được thực hiện nội bộ, giờ đây công ty đang tăng cường tận dụng các đối tác bên ngoài, bao gồm việc hợp tác với các trung tâm R&D và các nhà sản xuất gia công tại Trung Quốc. Cách tiếp cận mới được xây dựng xung quanh triết lý "học lẹ, thua ít, mở rộng nhanh", với các sản phẩm đầu tiên được bán thí điểm qua hệ thống WinMart và các kênh bán hàng truyền thống chọn lọc trước khi được mở bán rộng rãi hơn. BLĐ kỳ vọng việc gia tăng tần suất ra mắt sản phẩm mới sẽ nâng cao xác suất thành công và định hình các dòng sản phẩm chiến lược làm động lực tăng trưởng mới.

Theo kịch bản cơ sở, mảng kinh doanh đồ uống dự kiến sẽ tăng trưởng 5–10% mỗi năm. Tuy nhiên, BLĐ tin rằng chiến lược đổi mới sáng tạo thành công có thể nâng mức tăng trưởng lên 20–30% hoặc cao hơn. (Lưu ý rằng thành công của ngành hàng đồ uống thường có thể được dẫn dắt bởi một SKU đột phá duy nhất).

Chăm sóc cá nhân & gia đình (HPC)

Trong mảng HPC, mục tiêu chính của BLĐ vẫn là mở rộng thị phần hơn là tỷ suất lợi nhuận trong ngắn hạn. MCH hiện nắm giữ khoảng 6–8% thị phần chất tẩy rửa và đang theo đuổi chiến lược cung cấp chất lượng sản phẩm tương đương với mức giá cạnh tranh hơn so với các thương hiệu đã có vị thế như Omo và Ariel. Cách tiếp cận này được mô phỏng theo các mô hình thành công như Blue Moon ở Trung Quốc và Wings ở Indonesia.

Trong dài hạn, BLĐ đặt mục tiêu tăng thị phần lên mức 20–30%, sau đó sẽ chuyển trọng tâm sang việc tối ưu hóa lợi nhuận. Mảng kinh doanh này dự kiến sẽ tạo ra tỷ suất EBITDA khoảng 10%. Song song đó, MCH đang mở rộng sang các ngành hàng lân cận bao gồm nước rửa chén, nước lau sàn và các sản phẩm chăm sóc gia đình khác, đồng thời tận dụng thương hiệu Chanté để mở rộng danh mục sản phẩm của mình.

Sáng kiến Retail Supreme

BLĐ cho biết kênh bán hàng truyền thống đã ổn định và ghi nhận đã tăng trưởng trở lại, tạo điều kiện cho công ty chuyển trọng tâm chiến lược sang nâng cao hiệu quả bán chéo và tối ưu hóa chất lượng thực thi tại điểm bán. Thông qua các mối quan hệ trực tiếp với các nhà bán lẻ, MCH đã tăng cường đáng kể khả năng hiển thị đối với các hoạt động ở cấp độ cửa hàng và nhu cầu của người tiêu dùng.

Sáng kiến Retail Supreme phụ thuộc nhiều vào việc ra quyết định dựa trên dữ liệu, bao gồm việc phân tích doanh thu ở cấp độ cửa hàng, theo dõi sự tham gia của các ngành hàng và giám sát không gian kệ hàng thông qua hình ảnh do nhà bán lẻ gửi. Bằng việc khuyến khích các nhà bán lẻ định kỳ cập nhật hình ảnh điểm bán nhiều lần trong tháng, MCH có thể tối ưu hóa công tác phân khúc cửa hàng, nâng cao hiệu quả điều phối lực lượng bán hàng và thu thập các dữ liệu cạnh tranh chuyên sâu, từ đó giảm dần sự phụ thuộc vào các đơn vị cung cấp dữ liệu thị trường.

Các nỗ lực thực thi bán hàng đang tập trung vào việc thúc đẩy tỷ lệ thâm nhập của các mã hàng (SKU) có hiệu suất thấp, đồng thời gia tăng số lượng SKU bình quân trên mỗi điểm bán thông qua các chương trình khách hàng thân thiết và chính sách ưu đãi mục tiêu.

Chi phí phục vụ

BLĐ tuyên bố rằng chi phí phục vụ tổng thể nhìn chung vẫn không đổi so với giai đoạn trước khi sáng kiến Retail Supreme được triển khai. Mặc dù chi tiêu cho các chương trình khuyến mại thương mại đã giảm, công ty đã tăng cường đầu tư vào nhân sự bán

hàng, thù lao bán hàng và hỗ trợ nhà phân phối để cải thiện mức độ bao phủ thị trường và chất lượng thực thi tại các điểm bán.

M&A và Hợp tác

BLĐ hiện không thấy nhiều cơ hội M&A hấp dẫn tại Việt Nam và do đó vẫn giữ cách tiếp cận mang tính cơ hội đối với các thương vụ mua lại. Thay vào đó, công ty đang tập trung định hướng vào các mô hình phát triển thay thế, bao gồm nhượng quyền thương mại, thành lập liên doanh và hợp tác chiến lược, đặc biệt là trong ngành hàng đồ uống.

Kinh doanh quốc tế

MCH đang từng bước chuyển đổi từ mô hình xuất khẩu thuần túy sang cách tiếp cận xây dựng thương hiệu tại các thị trường nước ngoài được chọn lọc. Campuchia được định vị là thị trường thí điểm, nơi BLĐ đánh giá có cấu trúc tương đồng với vùng Đồng bằng sông Cửu Long nhưng đi sau khoảng 10–15 năm về chu kỳ phát triển. Chiến lược bao gồm các sản phẩm nội địa hóa, mạng lưới phân phối chuyên biệt, tương tác trực tiếp với nhà bán lẻ và các khoản đầu tư xây dựng thương hiệu liên tục thông qua quảng cáo và tiếp thị.

Mảng xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng trên 20% mỗi năm và hiện đóng góp khoảng 5% tổng doanh thu. Trong dài hạn, BLĐ đặt mục tiêu nâng tỷ trọng đóng góp doanh thu xuất khẩu lên mức 10–20%, trong đó thực phẩm tiện lợi và gia vị đóng vai trò là các ngành hàng cốt lõi, kết hợp với danh mục hỗ trợ từ sản phẩm cà phê. BLĐ nhận định việc mở rộng quy mô thị trường quốc tế đòi hỏi phải thiết lập mạng lưới đối tác địa phương và triển khai chiến lược xây dựng thương hiệu tại thực địa, thay vì chỉ phụ thuộc thuần túy vào hoạt động xuất khẩu truyền thống.

Khung tăng trưởng chung

Trong kịch bản cơ sở, BLĐ kỳ vọng công ty sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng ở mức 11–15%, được dẫn dắt chủ yếu bởi hai động lực cốt lõi là ngành hàng gia vị và thực phẩm tiện lợi. Việc thực thi thành công trong mảng đồ uống và HPC có thể nâng mức tăng trưởng lên khoảng 17–19%. Về lâu dài, đà tăng trưởng của MCH sẽ được hỗ trợ bởi xu hướng cao cấp hóa sản phẩm, các lợi thế phân phối theo sáng kiến Retail Supreme và sức mạnh của danh mục thương hiệu của công ty.

MHT - Masan Hi-Tech Materials

KQKD trong quá khứ: Dòng tiền mạnh, lợi nhuận yếu

KQKD trong quá khứ của MHT kém tích cực là do tác động tổng hợp của tỷ lệ đòn bẩy cao, chi phí khấu hao lớn và chi phí lãi vay cao chứ không phải hiệu quả kinh doanh kém. Trong hơn một thập kỷ, ngay cả khi giá vonfram chỉ dao động quanh mức bình quân 200–300 USD/mtu, công ty vẫn duy trì năng lực vận hành ổn định khi liên tục tạo ra EBITDA khoảng 120 triệu USD và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mạnh mẽ. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần chịu áp lực lớn do gánh nặng nợ lịch sử vượt quá 500 triệu USD, đi kèm chi phí lãi vay hàng năm từ 60–70 triệu USD và chi phí khấu hao lớn từ khoản chi phí vốn đầu tư tích lũy gần 1 tỷ USD. Do đó, công ty có khả năng tạo ra dòng tiền nhưng mang lại lợi nhuận thuần tương đối yếu.

Điều kiện thị trường được cải thiện đáng kể

Môi trường hoạt động đã thay đổi mạnh mẽ trong hai năm qua. Giá vonfram đã tăng đột biến hơn mười lần, được thúc đẩy bởi xu hướng định vị vonfram là một khoáng sản chiến lược cốt lõi cùng bối cảnh nguồn cung toàn cầu ngày càng khan hiếm. Với mặt bằng giá hiện tại, BLĐ kỳ vọng doanh thu sẽ vượt quá 1 tỷ USD, so với khoảng 280 triệu USD năm ngoái, trong khi lợi nhuận thuần có thể đạt hơn 150 triệu USD so với mức gần hòa vốn trước đây.

Định hướng chiến lược của Tập đoàn Masan đối với MHT

Từ góc độ chiến lược, Tập đoàn Masan có kế hoạch IPO MHT nhằm đơn giản hóa cấu trúc tập đoàn và tái tập trung nguồn lực vào mảng kinh doanh tiêu dùng cốt lõi tại thị trường trong nước. Thương vụ IPO này sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho lộ trình thoái

vốn dần khôi phục kinh doanh khai khoáng, đồng thời mở khóa giá trị từ vị thế ngày càng mang tính chiến lược của MHT trong chuỗi cung ứng vonfram toàn cầu.

Núi Pháo: Mỏ đa kim đẳng cấp thế giới

Tài sản cốt lõi của MHT là mỏ đa kim Núi Pháo, nằm cách Hà Nội khoảng 80km về phía bắc. Vonfram vẫn là sản phẩm chính, bên cạnh fluorit, đồng và bitmut, cùng với những đóng góp nhỏ từ vàng và sắt. Khai trường phía đông phần lớn đã bị cạn kiệt và các hoạt động khai thác đang dần chuyển sang khai trường phía tây, trong khi khai trường phía đông đã cạn kiệt đang được tái sử dụng làm bãi lưu chứa chất thải, tạo ra mức tiết kiệm chi phí đáng kể.

Mỏ hiện xử lý khoảng 3,5 triệu tấn quặng hàng năm và có tuổi thọ còn lại ước tính khoảng 10 năm. Tuy nhiên, BLĐ đã lưu ý về tiềm năng của mỏ Núi Chiêm gần đó, dự án có khả năng kéo dài tuổi thọ mỏ thêm 10–15 năm, nâng tổng thời gian vận hành dự kiến đạt khoảng 25 năm.

Công nghệ chế biến và vận hành xuất sắc

MHT vận hành một trong những cơ sở chế biến vonfram tiên tiến nhất thế giới. Nhà máy được xây dựng chủ yếu bằng công nghệ và thiết bị phương Tây, duy trì hệ số sẵn sàng khoảng 94%, và đã đạt được hiệu suất an toàn trên mức chuẩn của ngành toàn cầu. BLĐ cho rằng sự phức tạp của quy trình chế biến vonfram vẫn là một lợi thế cạnh tranh lớn và là một rào cản gia nhập ngành đáng kể.

Một lợi thế kỹ thuật cốt lõi là khả năng chế biến quặng có hàm lượng cực kỳ thấp của MHT. Trong khi phần lớn các đối thủ cạnh tranh yêu cầu hàm lượng đầu vào từ 50–65% vonfram, MHT có khả năng chế biến một cách hiệu quả đối với loại quặng cấp thấp chỉ chứa khoảng 6% vonfram mà vẫn tối ưu hóa được tỷ lệ thu hồi ở mức 63–64%. BLĐ nhấn mạnh rằng chuyên môn kỹ thuật trong chế biến sâu vonfram vẫn là năng lực cốt lõi khan hiếm trên quy mô toàn cầu; bằng chứng là nhiều đối thủ cạnh tranh đã thất bại hoặc rơi vào tình trạng phá sản dù sở hữu và vận hành các mỏ có hàm lượng quặng đầu vào cao hơn.

Tinh luyện: Lợi thế cạnh tranh cốt lõi

Năng lực tinh luyện chuyên sâu của công ty tạo thành yếu tố khác biệt cốt lõi trên thị trường. MHT sản xuất một loạt các hóa chất vonfram bao gồm APT (ammonium paratungstate), oxit vonfram vàng và xanh, và natri tungstate, với công suất hàng năm khoảng 9.345 tấn. Mạng tinh luyện được hình thành để đáp ứng yêu cầu chế biến trong nước của Chính phủ, sau đó được nâng cấp năng lực thông qua các hoạt động M&A và chuyển giao công nghệ, cốt lõi là các tài sản từ H.C. Starck. BLĐ cho rằng MHT hiện đang vận hành một nhà máy tinh luyện vonfram đẳng cấp thế giới tại Việt Nam.

Mạng tinh luyện này sở hữu tính hấp dẫn chiến lược cao do hoạt động đầu tư vào lĩnh vực này tại các khu vực ngoài Trung Quốc hiện vẫn rất hạn chế. Do đó, MHT đã trở thành một trong số ít nhà tinh luyện vonfram quy mô lớn ở khu vực ngoài Trung Quốc, sở hữu năng lực cạnh tranh ngang bằng với các đối thủ Trung Quốc để giành thị phần toàn cầu. Việc thu mua tinh quặng từ 20 mỏ toàn cầu với quy trình phê duyệt nhà cung cấp kéo dài nhiều năm là yếu tố cốt lõi giúp công ty thiết lập rào cản gia nhập ngành lớn và duy trì sự gắn kết chặt chẽ với danh mục khách hàng hiện hữu.

Tiến hóa thành nền tảng khai thác, tinh luyện và thương mại

Trong thời gian qua, MHT đã phát triển từ một công ty khai thác thuần túy thành một nền tảng tích hợp từ khai thác, tinh luyện cho đến thương mại. Giờ đây, khoảng 70% nguyên liệu đầu vào được cung ứng từ bên ngoài từ các mỏ của bên thứ ba thay vì từ chính mỏ Núi Pháo. BLĐ ngày càng xem công ty là một trung tâm chế biến và tinh luyện hơn là một hoạt động khai thác đơn thuần. Tỷ suất lợi nhuận tinh luyện thường dao động trong khoảng từ 10% đến 20%, cao hơn đáng kể so với mức 3–5% thường được ghi nhận trong các hoạt động tinh luyện hàng hóa truyền thống.

Mạng thương mại cũng đã định hình vị thế như một động lực tăng trưởng ngày càng quan trọng của công ty. Mạng này khởi nguồn từ các yêu cầu của khách hàng về việc tìm kiếm nguồn nguyên liệu trong những giai đoạn thiếu hụt nguồn cung. BLĐ cho biết các hoạt động thương mại được thực hiện nghiêm ngặt trên cơ sở mua bán đối ứng ngay. Theo đó, công ty chỉ tiến hành thu mua nguyên liệu sau khi các hợp đồng đầu

ra đã được chốt và đảm bảo, từ đó triệt tiêu hoàn toàn rủi ro biến động giá hàng hóa. Trong dài hạn, BLĐ kỳ vọng mảng thương mại sở hữu tiềm năng bứt phá để đạt quy mô lớn hơn cả mảng khai khoáng cốt lõi.

Mạng lưới cung ứng toàn cầu

MHT thu mua nguyên liệu trên toàn cầu từ các nước bao gồm Tây Ban Nha, Anh, Hàn Quốc, Úc và một số nhà sản xuất châu Phi. Công ty chủ động tránh thu mua từ Trung Quốc, Nga, Iran và Triều Tiên. Đáng chú ý, Trung Quốc đang ngày càng trở thành nước thu mua tinh quặng vonfram, làm gia tăng sự cạnh tranh đối với nguồn cung toàn cầu.

Sản lượng từ Núi Pháo sẽ biến động trong những năm tới do sự khác biệt về hàm lượng quặng. BLĐ lưu ý rằng năm 2026 là một năm có hàm lượng quặng tương đối thấp, với sản lượng vonfram nội bộ dự kiến chỉ ở mức 1.250–1.300 tấn trong khi khoảng 4.500 tấn sẽ được thu mua từ bên ngoài. Trong thập kỷ tới, sản lượng khai thác bình quân hàng năm dự kiến sẽ bình thường hóa ở mức khoảng 3.500 tấn.

Thị trường đầu ra & định vị chiến lược

Vonfram phục vụ một loạt các ứng dụng quan trọng, bao gồm sản xuất bán dẫn thông qua khí WF₆, các công cụ cắt công nghiệp và các sản phẩm cacbua, cũng như các ứng dụng quân sự như thiết bị bọc giáp và tên lửa. Fluorit được sử dụng trong pin, chất làm lạnh và các polyme đặc chủng. Sự kết hợp giữa vonfram và fluorit cấu thành các yếu tố đầu vào quan trọng cho ngành sản xuất bán dẫn, qua đó củng cố vững chắc tầm quan trọng chiến lược trong danh mục sản phẩm của MHT.

Triển vọng thị trường Vonfram: Khan hiếm nguồn cung mang tính cấu trúc

BLĐ vẫn giữ quan điểm rất tích cực đối với các yếu tố cơ bản của thị trường trong dài hạn. Giá vonfram đã tăng từ mức khoảng 300 USD/mtu trong quá khứ lên khoảng 3.000 USD/mtu hiện nay, nhờ các lệnh hạn chế xuất khẩu của Trung Quốc, nhận thức chiến lược ngày càng cao của chính phủ các nước, và sự tăng trưởng mạnh mẽ của nhu cầu.

Nhu cầu bên ngoài Trung Quốc hiện ở mức khoảng 100.000 tấn mỗi năm, trong khi Trung Quốc tiêu thụ từ 30.000–40.000 tấn. BLĐ ước tính thị trường cần thêm khoảng 4.000–5.000 tấn nguồn cung mới mỗi năm – tương đương với việc phải phát triển một mỏ mới có quy mô bằng mỏ Núi Pháo hàng năm – điều ngày càng khó xảy ra do tình trạng thiếu hụt các dự án mới trên toàn cầu.

Vai trò của Trung Quốc trên thị trường cũng đã thay đổi mạnh mẽ. Từng là một nhà xuất khẩu lớn, Trung Quốc hiện đang hạn chế xuất khẩu và tăng cường thu mua nguyên liệu từ thị trường quốc tế. Việc phê duyệt xuất khẩu đã trở nên phức tạp hơn do những lo ngại liên quan đến các ứng dụng quân sự, từ đó càng làm thắt chặt nguồn cung sẵn có trên toàn cầu.

Giả định thận trọng, dư địa tăng trưởng lợi nhuận lớn

Bất chấp mặt bằng giá giao ngay hiện tại đang neo ở mức cao xấp xỉ 3.000 USD/mtu, BLĐ vẫn áp dụng một giả định kế hoạch nội bộ thận trọng hơn ở mức 1.500 USD/mtu. Ngay cả trong kịch bản này, BLĐ vẫn tin rằng MHT vẫn có thể tạo ra lợi nhuận rất tích cực.

Trong dài hạn, BLĐ tin rằng trong vòng hai năm tới, MHT có thể sản xuất khoảng 2.800 tấn vonfram nội bộ trong khi thu mua thêm 4.500–5.000 tấn từ bên ngoài. Dưới giả định lập kế hoạch thận trọng là 1.500 USD/mtu, BLĐ cho rằng công ty có tiềm năng tạo ra khoảng 500 triệu USD lợi nhuận thuần mỗi năm.

Tái cấu trúc bảng CĐKT và hoàn vốn cho cổ đông

Bảng CĐKT đã cải thiện đáng kể. Trong quá khứ, MHT từng gánh khoản nợ lên tới 700 triệu USD và phải chịu chi phí lãi vay hàng năm gần 80 triệu USD. Với dòng tiền hoạt động mạnh mẽ hơn và giá vonfram cao hơn, BLĐ kỳ vọng quá trình giảm tỷ lệ đòn bẩy sẽ diễn ra nhanh chóng trong thời gian tới, hướng tới mục tiêu tỷ lệ nợ thuần/EBITDA dưới 1 lần. Khi đòn bẩy đạt đến mức mong muốn, công ty có tiềm năng thực hiện các đợt chia cổ tức với giá trị lớn.

Cơ hội mở rộng nhà máy tinh luyện

Mảng tinh luyện vẫn còn dư địa tăng trưởng đáng kể. Công suất hoạt động hiện tại chỉ ở mức khoảng 65% nhưng dự kiến sẽ tăng lên mức 90% trong ngắn hạn. BLĐ lưu ý rằng việc mở rộng công suất trong tương lai sẽ tương đối đơn giản vì nhà máy tinh luyện được thiết kế theo dạng mô-đun và có thể mở rộng theo phương thức cắm-và-chạy.

Về mặt thương mại, phần lớn các hợp đồng tiêu thụ đều được liên kết trực tiếp với giá chuẩn của Fastmarkets và áp dụng cơ chế giá thả nổi hàng tháng thay vì các điều khoản cố định dài hạn, cho phép MHT chủ động hưởng lợi trọn vẹn trong chu kỳ giá thị trường tăng cao.

Rủi ro tái chế và thay thế vật liệu ở mức thấp

BLĐ cũng đã thảo luận về hoạt động tái chế, mảng hiện đóng góp khoảng 40.000 tấn vào nguồn cung vonfram ngoài Trung Quốc hàng năm. Tuy nhiên, riêng hoạt động tái chế không thể giải quyết được tình trạng thiếu hụt nguồn cung vì nhiều ứng dụng của vonfram, đặc biệt là trong lĩnh vực quân sự và hợp kim, không mang lại hiệu quả kinh tế khi tái chế.

Rủi ro thay thế vật liệu được đánh giá ở mức thấp. Vonfram sở hữu sự kết hợp độc nhất giữa độ cứng, khả năng chịu nhiệt và mật độ khối lượng lớn vốn rất khó để sao chép. Các vật liệu thay thế nhìn chung có hiệu suất kém hơn hoặc vẫn đòi hỏi phải chứa thành phần vonfram.

Sự quan tâm chiến lược từ Chính phủ và ngành ngày càng tăng

Nhờ vào vị thế chiến lược của mình, MHT đã thu hút sự quan tâm mạnh mẽ từ các chính phủ, các nhà đầu tư chiến lược và các đối tác công nghiệp từ Hoa Kỳ, Châu Âu và Nhật Bản. Tập khách hàng và đối tác chiến lược tiềm năng của công ty bao gồm các công ty khai khoáng thượng nguồn đang tìm kiếm năng lực tinh luyện chuyên sâu và các khách hàng muốn đảm bảo các thỏa thuận bao tiêu dài hạn.

Luận điểm đầu tư chính

BLĐ đánh giá MHT là một nền tảng khai thác, tinh luyện và thương mại tích hợp độc nhất vô nhị với các lợi thế kỹ thuật đáng kể và có vị thế quan trọng mang tính chiến lược trong chuỗi cung ứng vonfram toàn cầu. Sự cộng hưởng từ tình trạng khan hiếm nguồn cung mang tính cấu trúc, sự khan hiếm về năng lực tinh luyện ngoài Trung Quốc, sức nặng địa chính trị ngày càng lớn và bảng CĐKT đang cải thiện rõ rệt là những động lực cốt lõi giúp công ty hưởng lợi từ làn sóng định giá lại đang diễn ra trên thị trường khoáng sản toàn cầu.

BLĐ khuyến khích nhà đầu tư có thể tham gia các chương trình khảo sát thực địa tại mỏ Núi Pháo và các tổ hợp chế biến sâu, nhằm mục đích đánh giá trực quan và chuẩn xác nhất về quy mô vận hành cũng như mức độ phức tạp về mặt công nghệ tại đây.

Bảng 1: Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028, các công ty ngành Tiêu dùng cốt lõi trong phạm vi phân tích của HSC

Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	Thực tế 2025	Dự báo			Tăng trưởng			CAGR 3 năm 2025-2028
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	
MWG	7,034	9,284	10,922	12,469	32.0%	17.6%	14.2%	21.0%
FRT	795	1,201	1,633	2,216	51.1%	35.9%	35.7%	40.7%
DGW	547	683	832	1,013	24.8%	21.8%	21.8%	22.8%
PNJ	2,828	3,777	4,337	5,057	33.5%	14.8%	16.6%	21.4%
SAB	4,424	4,968	5,294	5,520	12.3%	6.6%	4.3%	7.7%
VNM	9,410	10,314	10,918	11,668	9.6%	5.9%	6.9%	7.4%
MCH	6,667	7,615	8,408	9,538	14.2%	10.4%	13.4%	12.7%
QNS	1,916	1,990	2,259	2,492	3.8%	13.5%	10.3%	9.1%
MSN	4,108	7,823	10,368	12,362	90.4%	32.5%	19.2%	44.4%
TLG	446	469	508	573	5.0%	8.4%	12.8%	8.7%

Nguồn: HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu 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 phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

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 HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC 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. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn