

## Câu chuyện tăng trưởng vẫn còn nguyên vẹn; MWG là lựa chọn hàng đầu

**Trần Hương Mỹ**

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

**Trần Đăng Mạnh**

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

- KQKD của các công ty bán lẻ trong danh sách khuyến nghị của HSC vững chắc và cao hơn nhiều so với toàn ngành, với tổng doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng lần lượt 17% và 76% so với cùng kỳ, nhờ giành thêm thị phần và mở rộng hệ thống cửa hàng, đáng chú ý là mảng sản phẩm CNTT/điện máy của MWG, cũng như mảng kinh doanh tạp hóa/dược phẩm của MWG và FRT.
- Chúng tôi tăng bình quân 8% dự báo tổng lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần của MWG, FRT và DGW tăng trưởng mạnh với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 27%, 54% và 16%, phản ánh quan điểm tích cực của HSC về triển vọng của ngành.
- MWG là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi, với khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu mới/cao hơn ở mức 79.600đ (tiềm năng tăng giá 25%), còn hai cổ phiếu còn lại là DGW và FRT đều được khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 18-19% tại giá mục tiêu mới.

### KQKD Q1/2025 vững chắc

Trong Q1/2025, cả 3 công ty bán lẻ trong danh sách khuyến nghị ghi nhận KQKD tích cực. Tổng doanh thu thuần tăng 17% so với cùng kỳ, cao hơn đà tăng trưởng doanh thu của toàn ngành bán lẻ Việt Nam ở mức 9,9% và đã tăng trưởng doanh thu bán lẻ hàng hóa ở mức 8,8%, nhờ giành thêm thị phần và mở rộng hệ thống cửa hàng. MWG giành thêm thị phần ở mảng sản phẩm CNTT/điện máy, trong khi mảng kinh doanh tạp hóa của MWG và mảng dược phẩm của FRT cũng tăng trưởng vững chắc nhờ tiếp tục mở thêm cửa hàng mới.

Về mặt lợi nhuận, cả 3 công ty đều ghi nhận đà tăng trưởng tích cực. Lợi nhuận thuần của MWG tăng vọt 71% so với cùng kỳ nhờ doanh thu tăng mạnh cùng với tỷ suất lợi nhuận hồi phục tại chuỗi TGDD/ĐMX. Lợi nhuận thuần của FRT tăng mạnh 333% so với cùng kỳ, nhờ lợi nhuận của chuỗi nhà thuốc Long Châu cao kỷ lục. Lợi nhuận thuần của DGW tăng 15% so với cùng kỳ nhờ hưởng lợi từ đà tăng của doanh thu ngoài ĐTDĐ, cơ cấu sản phẩm thuận lợi và chi phí được kiểm soát. Nhìn chung, tổng lợi nhuận thuần tăng 76% so với cùng kỳ.

### Dự báo mới cho thấy lợi nhuận tăng mạnh

HSC tăng bình quân 8% dự báo tổng lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027. Cho năm 2025, chúng tôi tăng 9% dự báo lợi nhuận thuần của MWG và giảm 7% dự báo cho FRT. Cho năm 2026-2027, dự báo lợi nhuận của MWG và FRT đều được điều chỉnh tăng. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần của DGW trong 3 năm tới. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần của MWG, FRT và DGW tăng trưởng mạnh với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 27%, 54% và 16%, phản ánh quan điểm tích cực của HSC về triển vọng của ngành.

### Khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MWG – lựa chọn hàng đầu của chúng tôi – và tăng 9% giá mục tiêu lên 79.600đ, dựa trên tác động tích cực của việc tăng 17% định giá của chuỗi điện máy TGDD & ĐMX (sau khi tăng dự báo lợi nhuận).

Do giảm dự báo lợi nhuận, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với FRT xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với giá mục tiêu mới là 202.800đ, cho thấy tiềm năng tăng giá là 18%. Theo đó, HSC tăng 5% giá mục tiêu đối với DGW lên 40.000đ, đa phần do lùi cơ sở định giá đến giữa năm 2026. Với tiềm năng tăng giá 19% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 20/5.*

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 (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
DGW	33,700	Tăng tỷ trọng	-	40,000	5.26	18.7	15.9	12.7	12.5	9.04	1.48	1.48
FRT	171,800	Tăng tỷ trọng	Mua vào	202,800	(2.08)	18.0	39.5	27.4	21.3	16.8	0.29	0.58
MWG	63,800	Mua vào	-	79,600	9.04	24.8	17.1	14.4	14.1	13.1	1.57	1.57

*Giá cổ phiếu tại ngày 16/5/2025.  
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

## Mục lục

<b>Đà tăng trưởng lợi nhuận tích cực có thể được duy trì</b>	<b>3</b>
<b>KQKD Q1/2025: Vững chắc, cao hơn toàn ngành</b>	<b>3</b>
<b>Triển vọng và dự báo lợi nhuận mới</b>	<b>6</b>
<b>Định giá và khuyến nghị</b>	<b>6</b>
<b>Báo cáo thành phần</b>	
CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG)	8
CTCP Thế giới số (DGW)	15
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (FRT)	21

---

## Đà tăng trưởng lợi nhuận tích cực có thể được duy trì

KQKD Q1/2025 của các công ty bán lẻ trong danh sách khuyến nghị của HSC vững chắc và cao hơn nhiều so với toàn ngành. Tổng doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng lần lượt 17% và 76% so với cùng kỳ. Việc giành thêm thị phần và mở rộng hệ thống cửa hàng là động lực tăng trưởng doanh thu, trong khi sự cải thiện về số lượng khách đến cửa hàng và hiệu quả hoạt động hỗ trợ lợi nhuận. Đối với mảng hàng công nghệ, MWG tiếp tục giành được thị phần, trong khi doanh thu mảng bách hóa và dược phẩm các công ty lớn như MWG, MSN và FRT tiếp tục tăng tốt. HSC tăng bình quân 8% dự báo tổng lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027. Cho năm 2025, chúng tôi tăng 9% dự báo lợi nhuận thuần đối với MWG, giảm 7% dự báo đối với FRT và giữ nguyên dự báo đối với DGW. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần của MWG, FRT và DGW tăng trưởng mạnh với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 27%, 54% và 16%, phản ánh quan điểm tích cực của HSC về triển vọng của toàn ngành. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MWG, hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng đối với FRT và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DGW.

### KQKD Q1/2025: Vững chắc, cao hơn toàn ngành

Trong Q1/2025, cả 3 công ty bán lẻ trong danh sách khuyến nghị (MWG, FRT và DGW) ghi nhận KQKD tích cực. Tổng doanh thu thuần tăng 17% so với cùng kỳ, cao hơn tốc độ tăng trưởng doanh số bán lẻ Việt Nam ở mức 9,9% và tốc độ tăng trưởng doanh số bán lẻ hàng hóa ở mức 8,8%, nhờ giành thêm thị phần và mở rộng hệ thống cửa hàng. MWG giành thêm thị phần ở mảng sản phẩm CNTT (trong khi FRT và các nhà bán lẻ khác đánh mất thị phần) và mảng điện máy. Trong khi đó, mảng tạp hóa của MWG và dược phẩm của FRT ghi nhận doanh thu tăng trưởng tích cực nhờ mở rộng hệ thống cửa hàng.

#### Bảng 1: KQKD Q1/2025, các doanh nghiệp ngành Bán lẻ HSC khuyến nghị

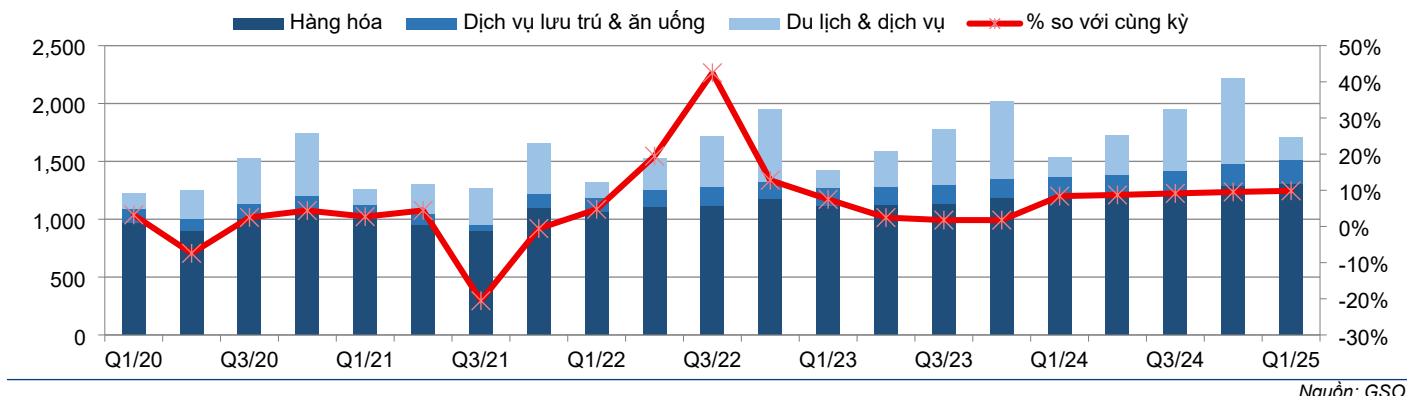
Cả 3 công ty đều ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ với tổng doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng lần lượt 15% & 76% so với cùng kỳ trong Q1/2025

Tỷ đồng	Q1/2024	Q4/2024	Q1/2025	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	2024	2025F	Tăng trưởng
<b>MWG</b>								
Doanh thu thuần	31,486	34,574	36,135	15%	5%	134,341	147,306	10%
Lợi nhuận thuần	902	847	1,546	71%	83%	3,722	5,484	47%
<b>FRT</b>								
Doanh thu thuần	9,042	11,448	11,670	29%	2%	40,104	50,798	27%
Lợi nhuận thuần	39	111	168	333%	51%	318	593	87%
<b>DGW</b>								
Doanh thu thuần	4,985	5,859	5,519	11%	-6%	22,078	23,808	8%
Lợi nhuận thuần	92	140	106	15%	-25%	444	469	6%
<b>Tổng</b>								
Doanh thu thuần	45,513	51,881	53,324	17%	3%	196,524	221,912	13%
Lợi nhuận thuần	1,034	1,098	1,820	76%	66%	4,483	6,546	46%

Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

**Biểu đồ 2: Doanh số bán lẻ, Việt Nam**

Trong Q1/2025, doanh số bán lẻ của Việt Nam tăng 9,9% so với cùng kỳ, cao hơn một số so với mức 9,5% trong Q4/2024. Trong đó, doanh số bán lẻ hàng hóa, dịch vụ lưu trú & ăn uống, du lịch và dịch vụ tăng lần lượt 8,8%, 14%, 8,3% và 12,5%



Về mặt lợi nhuận, cả 3 công ty đều ghi nhận mức tăng trưởng tích cực. Lợi nhuận thuần của MWG tăng vọt 71% so với cùng kỳ nhờ doanh thu tăng mạnh cùng với tỷ suất lợi nhuận hồi phục tại chuỗi điện thoại di động và điện máy TGDD/ĐMX. Lợi nhuận thuần của FRT tăng mạnh 333% so với cùng kỳ, nhờ chuỗi nhà thuốc Long Châu ghi nhận lợi nhuận cao kỷ lục. Lợi nhuận thuần của DGW tăng 15% so với cùng kỳ nhờ hưởng lợi từ doanh thu ngoài ĐTDĐ cao hơn, cơ cấu sản phẩm thuận lợi và chi phí được kiểm soát. Nhìn chung, tổng lợi nhuận thuần tăng 76% so với cùng kỳ.

**Công nghệ tiêu dùng: MWG tiếp tục giành thắng lợi**

Đối với mảng hàng công nghệ (bao gồm sản phẩm CNTT, điện máy và gia dụng): MWG ghi nhận doanh thu tăng trưởng tích cực 14% (22% đối với sản phẩm CNTT và 10% đối với sản phẩm điện máy & gia dụng), cao hơn nhiều so với mức tăng 3% của FRT (1% đối với sản phẩm CNTT và 44% đối với sản phẩm điện máy & gia dụng, so với mức nền thấp) và 2% của DGW (Bảng 3).

Trong khi đó doanh thu toàn ngành tăng chậm hơn, ở mức 6,7%, chủ yếu nhờ doanh thu sản phẩm CNTT tăng 14% trong khi doanh thu sản phẩm gia dụng và điện máy giảm lần lượt 2,5% và 6,7% (Bảng 4).

Phân tích kỹ số liệu trên, HSC nhận thấy mức tăng trưởng 14% doanh thu sản phẩm CNTT của toàn ngành chủ yếu nhờ doanh thu sản phẩm CNTT của MWG tăng 20% do MWG chiếm 55-60% thị phần của ngành. Điều này chứng tỏ doanh thu sản phẩm CNTT Q1/2025 của các công ty khác giảm.

**Bảng 3: Doanh thu mảng hàng công nghệ của các doanh nghiệp ngành Bán lẻ HSC khuyến nghị**

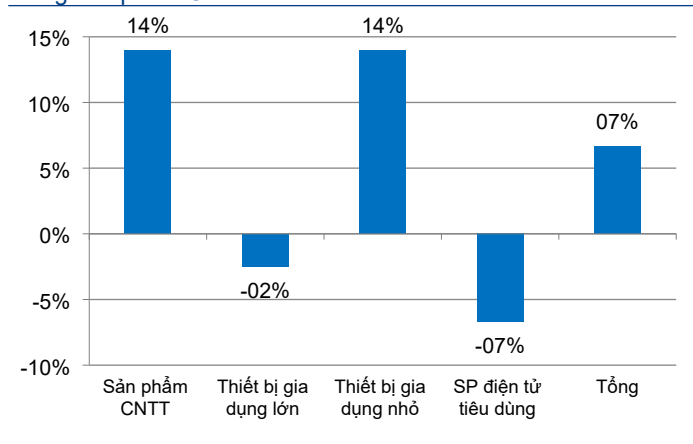
MWG tiếp tục tăng trưởng vượt trội hơn so với các đối thủ cạnh tranh trong Q1/2025

Tý đồng	Q1/24	Q1/25	% so với cùng kỳ
<b>Sản phẩm CNTT (điện thoại, laptop, máy tính bảng)</b>	<b>13,786</b>	<b>15,187</b>	<b>10%</b>
MWG (TGDD ĐMX)	6,801	8,301	22%
FRT (FPT Shop)	3,404	3,424	1%
DGW	3,581	3,462	-3%
<b>Thiết bị điện tử tiêu dùng &amp; thiết bị điện gia dụng</b>	<b>14,936</b>	<b>16,609</b>	<b>11%</b>
MWG (TGDD ĐMX)	14,547	15,952	10%
FRT (FPT Shop)	179	258	44%
DGW	210	399	90%

Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

**Biểu đồ 4: Tăng trưởng doanh thu sản phẩm công nghệ, Việt Nam**

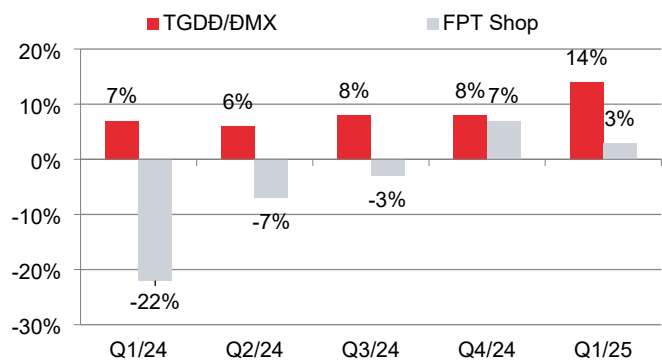
Doanh thu tăng 6,7% trong Q1/2025 nhờ doanh thu tích cực của mảng sản phẩm CNTT



Nguồn: HSC ước tính dựa trên số liệu của GFK

**Biểu đồ 5: Tăng trưởng doanh thu, TGDD/ĐMX & FPT Shop**

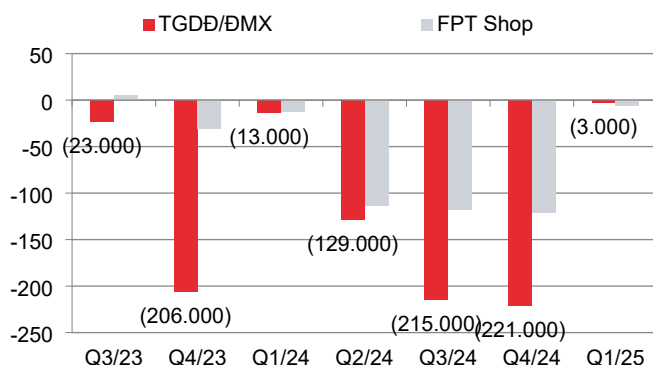
TGDD và ĐMX tiếp tục giữ vững khoảng cách dẫn trước FPT Shop



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

**Bảng 6: Số lượng cửa hàng so với đầu năm, TGDD/ĐMX & FPT Shop**

Trong Q1/2025, số lượng cửa hàng đóng cửa đã giảm đáng kể



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Chúng tôi lưu ý rằng chỉ có 3 cửa hàng TGDD/ĐMX và 6 cửa hàng FPT Shop bị đóng cửa trong Q1/2025, so với việc đóng cửa quy mô lớn trong năm 2024. Mặc dù từ cuối Q1/2025 đến nay, chuỗi TGDD/ĐMX đã đóng cửa thêm 87 cửa hàng, chúng tôi cho rằng hoạt động tái cấu trúc tại TGDD/ĐMX và FPT Shop gần như hoàn tất.

**Tạp hóa và dược phẩm: Doanh thu của các nhà bán lẻ lớn tăng mạnh**

KQKD chung của mảng bán lẻ phi công nghệ của các công ty bán lẻ trong danh sách khuyến nghị của HSC tích cực hơn mảng công nghệ. Các công ty bán lẻ tạp hóa BHX (MWG) và WCM (MSN; Mua vào, giá mục tiêu 89.300đ) và chuỗi nhà thuốc Long Châu (FRT) ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng tích cực và có chuyển biến về mặt lợi nhuận thuần. HSC cho rằng doanh thu tăng mạnh là nhờ tác động tích cực của việc giành thêm thị phần hơn là sự cải thiện ở sức chi tiêu của người tiêu dùng.

Trong Q1/2025, doanh thu thuần của BHX, WCM và Long Châu tăng mạnh lần lượt 21%, 10% và 46% so với cùng kỳ, nhờ sự cải thiện doanh thu trên mỗi cửa hàng và mở thêm cửa hàng mới. BHX và WCM bắt đầu có lợi nhuận trong Q1/2025 (so với thua lỗ trong Q1/2024) nhờ doanh thu trên mỗi cửa hàng cải thiện mạnh. Tuy nhiên, do tích cực mở thêm cửa hàng mới (224 cửa hàng của BHX và 144 cửa hàng của WCM), lợi nhuận thuần giảm so với quý trước.

Trong khi đó, Long Châu ghi nhận lợi nhuận thuần Q1/2025 cao kỷ lục nhờ doanh thu trên mỗi cửa hàng cải thiện mạnh (đạt 1,3 tỷ đồng từ 1,2 tỷ đồng mỗi tháng), cơ cấu sản phẩm thuận lợi, chi phí vận hành được kiểm soát tốt, phần nào nhờ giảm tốc độ mở rộng hệ thống cửa hàng xuống chỉ còn 79 cửa hàng mới trong quý.

**Bảng 7: KQKD Q1/2025 của BHX, WCM & Long Châu**

Các chuỗi đều ghi nhận doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ & lợi nhuận thuần cải thiện

Tỷ đồng	Q1/24	Q4/24	Q1/25	% so với cùng kỳ	% so với quý trước
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>22,579</b>	<b>26,561</b>	<b>27,850</b>	<b>23%</b>	<b>5%</b>
BHX (MWG)	9,163	10,779	11,077	21%	3%
WCM (MSN)	7,957	8,557	8,785	10%	3%
Long Châu (FRT)	5,459	7,225	7,988	46%	11%
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>(124)</b>	<b>419</b>	<b>282</b>	<b>Đảo chiều</b>	<b>-33%</b>
BHX (MWG)	(105)	94	38	Đảo chiều	-60%
WCM (MSN)	(130)	209	58	Đảo chiều	-72%
Long Châu (FRT)	111	116	186	68%	60%

Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

**Bảng 8: Số lượng cửa hàng, BHX, WCM & Long Châu**

Trong Q1/2025, BHX và WCM đẩy mạnh mở rộng hệ thống cửa hàng trong khi tốc độ mở rộng của chuỗi Long Châu đã chậm lại

	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
BHX (MWG)	1,698	1,696	1,701	1,726	1,778	2,002
WCM (MSN)	3,633	3,667	3,673	3,733	3,828	3,972
Long Châu (FRT)						
Nhà thuốc	1,497	1,587	1,706	1,849	1,943	2,022
Trung tâm tiêm chủng	10	51	87	115	126	144

Nguồn: Các công ty

## Triển vọng và dự báo lợi nhuận mới

Đối với MWG, HSC vẫn giữ quan điểm tích cực về triển vọng lợi nhuận. Chúng tôi kỳ vọng TGDĐ/ĐMX sẽ ghi nhận lợi nhuận thuần tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR đạt 15% trong giai đoạn 2025-2027 nhờ giành thêm thị phần và vận hành hiệu quả hơn. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của BHX sẽ tăng mạnh nhưng giảm nhẹ dự báo lợi nhuận thuần do hoạt động mở rộng mạng lưới cửa hàng nhanh hơn kỳ vọng. Nhìn chung, chúng tôi tăng 9% mỗi năm dự báo lợi nhuận thuần của MWG trong 3 năm tới. Cho năm 2025, lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng 47% đạt 5.484 tỷ đồng. Cho năm 2026 và 2027, lợi nhuận thuần và doanh thu thuần dự báo đạt lần lượt 6.620 tỷ đồng (tăng trưởng 21%) và 7.600 tỷ đồng (tăng trưởng 15%).

Đối với FRT, chúng tôi tăng mạnh dự báo lợi nhuận thuần của Long Châu nhưng giảm dự báo lợi nhuận thuần của FPT Shop. Do đó, dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 của FRT được điều chỉnh giảm 7% xuống 593 tỷ đồng (tăng trưởng 87%). Trong khi đó, cho năm 2026-2027, HSC tăng lần lượt 4% và 9% dự báo lợi nhuận thuần, lên 854 tỷ đồng (tăng trưởng 44%) và 1.167 tỷ đồng (tăng trưởng 37%).

Đối với DGW, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 16%, nhờ doanh thu thuần và tỷ suất lợi nhuận tăng 9% (nhờ cơ cấu doanh thu tốt hơn và hiệu quả kinh tế nhờ các phân khúc có tỷ suất lợi nhuận cao hơn tăng trưởng mạnh hơn). Cho năm 2025, HSC dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần đạt lần lượt 469 tỷ đồng (tăng trưởng 6%) và 23.808 tỷ đồng (tăng trưởng 8%).

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần của MWG, FRT và DGW tăng trưởng mạnh với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 27%, 54% và 16%, phản ánh quan điểm tích cực của HSC về triển vọng của ngành.

**Bảng 9: Dự báo lợi nhuận, các doanh nghiệp ngành Bán lẻ trong phạm vi phân tích của HSC**

Cho năm 2025, HSC nâng dự báo lợi nhuận thuần đối với MWG, giữ nguyên dự báo cho DGW và hạ dự báo đối với FRT

Tỷ đồng	2025F				2026F				2027F			
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
<b>MWG</b>												
Doanh thu thuần	145,824	147,306	1%	10%	159,070	164,048	3%	11%	174,433	182,571	5%	11%
Lợi nhuận thuần	5,008	5,484	10%	47%	6,050	6,620	9%	21%	6,977	7,600	9%	15%
<b>FRT</b>												
Doanh thu thuần	49,554	50,798	3%	27%	58,700	61,040	4%	20%	65,710	68,836	5%	13%
Lợi nhuận thuần	634	593	-6%	87%	823	854	4%	44%	1073	1167	9%	37%
<b>DGW</b>												
Doanh thu thuần	23,808	23,808	0%	8%	25,856	25,856	0%	9%	28,274	28,274	0%	9%
Lợi nhuận thuần	469	469	0%	6%	589	589	0%	26%	690	690	0%	17%
<b>Tổng</b>												
Doanh thu thuần	219,186	221,912	1.2%	12.9%	243,626	250,944	3.0%	13.1%	268,417	279,681	4.2%	11.5%
Lợi nhuận thuần	6,111	6,546	7.1%	46.0%	7,462	8,063	8.1%	23.2%	8,740	9,457	8.2%	17.3%

Nguồn: HSC ước tính

## Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị và giá mục tiêu hiện tại và mới được thể hiện trong Bảng 10. Dưới đây, chúng tôi thảo luận ngắn gọn về các yếu tố hỗ trợ cho quan điểm được đưa ra.

### MWG: Tăng 9% giá mục tiêu do tăng dự báo lợi nhuận. Duy trì khuyến nghị Mua vào

MWG tiếp tục chứng minh hiệu quả của chiến lược đang triển khai, mặc dù sức mua chung của nền kinh tế dùng chưa có dấu hiệu cải thiện rõ rệt. Trong mảng bán lẻ công nghệ, vị trí số 1 trên thị trường cho phép Công ty cung cấp danh mục sản phẩm đa dạng nhất, bao gồm các sản phẩm độc quyền và khả năng thuyết phục người tiêu dùng mua sắm ở các dòng sản phẩm chưa được khai thác nhiều. Mạng lưới dịch vụ hậu mãi vững mạnh với sự hỗ trợ của đội ngũ hàng nghìn kỹ thuật viên giàu kinh nghiệm củng cố hơn nữa lợi thế cạnh tranh của Công ty. Ở mảng kinh doanh bách hóa, BHX dường như đã tìm ra mô hình hoạt động phù hợp và đang đi đúng hướng để mang lại lợi nhuận cao hơn trong năm 2025.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% và diễn biến tích cực hơn 13% so với chỉ số VN Index trong 3 tháng qua, MWG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,1 lần, thấp hơn 0.7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2022 ở mức 20 lần. Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2025 ở mức 17,1 lần của MWG đa phần sát với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 17,3 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 9% giá mục tiêu lên 79.600đ, dựa trên tác động tích cực của việc tăng 17% định giá của chuỗi điện máy TGDD & ĐMX (sau khi tăng dự báo lợi nhuận).

### FRT: Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu mới 202.800đ

Sau khi giá cổ phiếu tăng 19% trong 1 tháng qua và cao hơn 11% so với chỉ số VN Index nhờ KQKD vững chắc của chuỗi nhà thuốc Long Châu và hoàn thành kế hoạch tăng vốn, FRT đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 33,5 lần, cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân tính từ tháng 1/2021 ở mức 31,1 lần.

#### Bảng 10: Điều chỉnh khuyến nghị và giá mục tiêu, các doanh nghiệp ngành Bán lẻ trong phạm vi phân tích của HSC

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào/Tăng tỷ trọng đối với MWG/DGW nhưng hạ khuyến nghị đối với FRT xuống Tăng tỷ trọng

Đồng	Khuyến nghị		Giá mục tiêu			Tiềm năng tăng giá
	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Điều chỉnh	
MWG	Mua vào	Mua vào	73,000	79,600	9%	25%
FRT	Mua vào	Tăng tỷ trọng	207,100	202,800	-2%	18%
DGW	Tăng tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	38,000	40,000	5%	19%

Nguồn: HSC ước tính

Với tiềm năng tăng giá 18% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với FRT xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào), với giá mục tiêu mới là 202.800đ. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu FRT nhờ Long Châu có vị thế vượt trội trên thị trường chăm sóc sức khỏe của Việt Nam – một lĩnh vực có tính phòng thủ cao trong bối cảnh có nhiều bất ổn trên toàn cầu. FPT Shop đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất nhưng NĐT cần kiên nhẫn để nhận thấy sự hồi phục mạnh và bền vững hơn. Kế hoạch chi trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 25% có thể sẽ thúc đẩy thanh khoản và đóng vai trò như động lực tăng trưởng trong ngắn hạn, theo quan điểm của chúng tôi.

### DGW: Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 40.700đ

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua và tăng 6% kể từ khi chúng tôi phát hành Báo cáo doanh nghiệp trong tháng 4/2025, DGW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15 lần, cao hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân tính từ tháng 11/2021 ở mức 20 lần.

Giá mục tiêu mới theo phương pháp DCF được điều chỉnh tăng 5% lên 40.000đ (từ 38.000đ trước đó), đa phần nhờ lùi cơ sở định giá đến giữa năm 2026. Với tiềm năng tăng giá 19% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. HSC ưa thích cổ phiếu DGW nhờ có mô hình kinh doanh đặc biệt để mở rộng thị trường, cũng như nỗ lực không ngừng trong việc hướng tới sự đa dạng và bền vững.

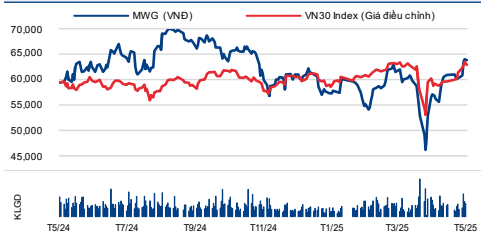
**Mua vào (giữ nguyên)**

Giá mục tiêu: VNĐ79,600 (từ VNĐ73,000)  
 Tiềm năng tăng/giảm: 24.8%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (16/5/2025)</b>	<b>63,800</b>
Mã Bloomberg	MWG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	46,250-70,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	63,280
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	94,356
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	3,640
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,479
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	725
Slg CP NN được mua (tr.đv)	19.2
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	47.7%
Tỷ lệ freefloat	60.7%
Cổ đông lớn	Đầu tư Thế Giới Ba (10.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	12.3	15.6	7.36
So với chỉ số	4.93	11.9	1.45
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,724	3,483	6.9
2026F	4,415	4,272	3.4
2027F	4,994	4,945	1.0

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

MWG là nhà bán lẻ điện thoại di động, điện máy và bách hóa hàng đầu ở Việt Nam.

**Tăng 9% giá mục tiêu do tăng dự báo lợi nhuận; Mua vào**

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MWG nhưng tăng 9% giá mục tiêu lên 79.600đ sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận tại chuỗi bán lẻ điện máy TGDD/ĐMX.
- Dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027 được điều chỉnh tăng bình quân 9%, cho thấy mức tăng trưởng 47% trong năm nay và tăng trưởng 21% mỗi năm trong năm 2026-2027 nhờ lợi thế cạnh tranh (và từ đó tỷ suất lợi nhuận cải thiện) của chuỗi TGDD/ĐMX và đóng góp cao hơn từ chuỗi cửa hàng tạp hóa BHX.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% trong 3 tháng qua, MWG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,1 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2022 ở mức 20 lần. Giá mục tiêu được tính theo phương pháp SoTP cho thấy tiềm năng tăng giá là 25% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 21,4 lần.

**Sự kiện: Cập nhật KQKD Q1/2025**

Với KQKD Q1/2025 vững chắc, MWG đang chứng tỏ hiệu quả từ chiến lược kinh doanh của Công ty trong bối cảnh tình hình kinh tế vĩ mô chưa thuận lợi. Trong mảng điện máy – điện thoại, vị trí dẫn đầu trên thị trường cho phép Công ty cung cấp danh mục sản phẩm đa dạng nhất, bao gồm các sản phẩm độc quyền và khả năng tạo ra nhu cầu ở các dòng sản phẩm chưa được khai thác nhiều. Công ty cũng có dịch vụ hậu mãi tốt với đội ngũ vài ngàn kỹ thuật viên. Trong khi đó, mảng kinh doanh tạp hóa BHX dường như đã tìm ra mô hình kinh doanh có khả năng mở rộng và đang trên đà tạo ra lợi nhuận rõ rệt trong năm 2025.

**Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027**

HSC kỳ vọng sự cải thiện về mặt thị phần và tỷ suất lợi nhuận của chuỗi TGDD/ĐMX trong Q1/2025 sẽ duy trì trong suốt năm 2025 và sang năm 2026-2027. Do đó, chúng tôi tăng bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần của chuỗi TGDD/ĐMX. Theo đó, chúng tôi tăng bình quân 9% dự báo lợi nhuận thuần của MWG cho giai đoạn 2025-2027. Cho năm 2025, lợi nhuận thuần được dự báo đạt 5.484 tỷ đồng (tăng trưởng 47%), trong khi cho năm 2026-2027, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt lần lượt 6.620 tỷ đồng (tăng trưởng 21%) và 7.600 tỷ đồng (tăng trưởng 15%).

Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 cao hơn lần lượt 6% và 3% so với bình quân dự báo thị trường.

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% và diễn biến tích cực hơn 12% so với chỉ số VN Index trong 3 tháng qua, MWG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,1 lần, thấp hơn 0.7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2022 ở mức 20 lần. Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2025 ở mức 17,1 lần của MWG đa phần sát với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 17,3 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 9% giá mục tiêu lên 79.600đ, dựa trên tác động tích cực của việc tăng 17% định giá của chuỗi điện máy TGDD & ĐMX (sau khi tăng dự báo lợi nhuận).

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,788	6,997	8,169 ▲	8,736 ▲	9,313 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	168	3,722	5,484 ▲	6,620 ▲	7,600 ▲
EPS ĐC (đồng)	115	2,546	3,724 ▲	4,415 ▲	4,994 ▲
DPS (đồng)	0	500	1,000 ▲	1,000	1,000
BVPS (đồng)	15,964	18,993	21,595	24,833	28,602
EV/EBITDA ĐC (lần)	29.8	16.4	14.1	13.1	12.3
P/E ĐC (lần)	557	25.1	17.1	14.4	12.8
Lợi suất cổ tức (%)	0	0.78	1.57	1.57	1.57
P/B (lần)	4.00	3.36	2.95	2.57	2.23
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(95.9)	2,121	46.3	18.5	13.1
ROAE (%)	0.71	14.6	18.4	19.1	18.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Chuyên viên phân tích**

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

## Duy trì khuyến nghị Mua vào; tăng 9% giá mục tiêu

Với KQKD Q1/2025 tích cực, MWG chứng minh rằng chiến lược kinh doanh đang triển khai có hiệu quả mặc dù sức mua chung vẫn chưa cải thiện rõ rệt. Trong mảng điện thoại – điện máy, vị trí số 1 trên thị trường cho phép Công ty cung cấp danh mục sản phẩm đa dạng nhất, bao gồm các sản phẩm độc quyền và tạo ra nhu cầu ở các dòng sản phẩm chưa được khai thác nhiều. Mạng lưới dịch vụ hậu mãi vững mạnh với sự hỗ trợ của đội ngũ hàng nghìn kỹ thuật viên giàu kinh nghiệm củng cố hơn nữa lợi thế cạnh tranh của Công ty. Trong khi đó, ở mảng kinh doanh bách hóa, BHX dường như đã tìm ra mô hình hoạt động phù hợp và đang đi đúng hướng để mang lại lợi nhuận rõ rệt hơn trong năm 2025. Chúng tôi tăng bình quân 9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 27%. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 9% giá mục tiêu lên 79.600đ nhằm, cho thấy tiềm năng tăng giá 25%.

### Tóm tắt KQKD Q1/2025: KQKD cao hơn nhiều so với dự báo

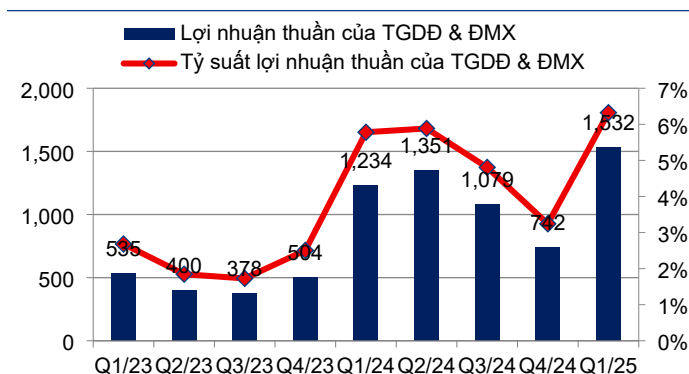
MWG công bố KQKD Q1/2025 vững chắc, cao hơn nhiều so với dự báo của HSC. Doanh thu thuần tăng 15% so với cùng kỳ và tăng 5% so với quý trước đạt 36.135 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận thuần tăng mạnh 71% so với cùng kỳ và tăng 83% so với quý trước đạt 1.546 tỷ đồng. Kết quả trên cao hơn 1% so với dự báo doanh thu (35.926 tỷ đồng) và cao hơn 32% so với dự báo lợi nhuận thuần của chúng tôi (1.172 tỷ đồng). Lợi nhuận tăng mạnh đa phần nhờ lợi nhuận của chuỗi TGDD/ĐMX hồi phục mạnh và sự chuyển biến lợi nhuận (từ thu lỗ) tại chuỗi BHX.

Xét theo mảng kinh doanh, doanh thu thuần của chuỗi TGDD/ĐMX tăng 14% so với cùng kỳ và tăng 6% so với quý trước đạt 24.230 tỷ đồng, nhờ đà tăng trưởng vững chắc của mảng CNTT-TT (tăng 20%) và điện máy. Các động lực chính của chuỗi TGDD/ĐMX bao gồm sự hợp tác trên tinh thần Familyship (như người một nhà) với các nhà cung cấp, cho phép chuỗi cung cấp danh mục sản phẩm phong phú nhất và sản phẩm độc quyền cho khách hàng, khả năng tạo ra nhu cầu mới đối với các nhóm sản phẩm mới, dịch vụ hậu mãi vượt trội, và chương trình bán hàng trả góp không trả trước. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của chuỗi TGDD/ĐMX trong quý đạt 1.548 tỷ đồng, cao hơn nhiều so với quý trước đó (tăng 24% so với cùng kỳ và 109% so với quý trước). Tỷ suất lợi nhuận thuần mở rộng đáng kể lên 6,4% (từ 5,8% trong Q1/2024 và 3,2% trong Q4/2024) nhờ chi phí cố định thấp hơn (chi phí lao động, chi phí thuê mặt bằng và chi phí khấu hao) sau khi giảm số lượng cửa hàng.

Doanh thu thuần Q1/2025 của BHX đạt 11.077 tỷ đồng, tăng 21% so với cùng kỳ và tăng 3% so với quý trước nhờ bổ sung thêm 232 cửa hàng mới (tăng 13% so với quý trước). Mặc dù doanh thu trên mỗi cửa hàng mới thấp hơn cửa hàng cũ (ở mức 1,2-1,5 tỷ đồng/tháng), các cửa hàng mới hưởng lợi từ chi phí vận hành thấp hơn 30% và dự kiến sẽ đạt mức hòa vốn trong 3-6 tháng. Doanh thu của các cửa hàng cũ duy trì ở mức khoảng 2,1 tỷ đồng/tháng. HSC ước tính BHX ghi nhận lợi nhuận thuần 22 tỷ đồng, chuyển biến lợi nhuận từ mức lỗ 105 tỷ đồng trong Q1/2024, nhưng thấp hơn lợi nhuận thuần Q4/2024 ở mức 94 tỷ đồng do mở rộng mạng lưới cửa hàng.

**Biểu đồ 11: Lợi nhuận theo quý, TGDD/ĐMX**

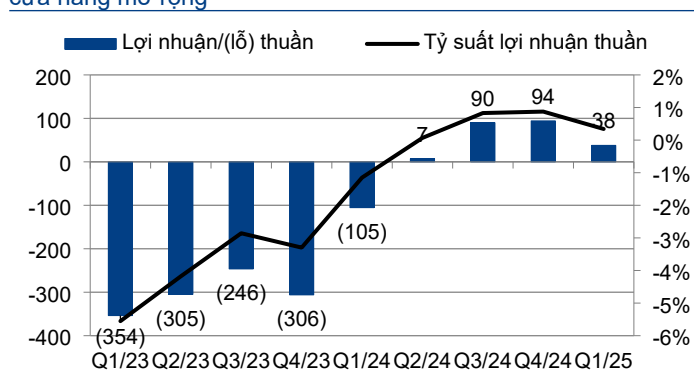
Lợi nhuận thuần Q1/2025 đạt mức cao nhất kể từ Q4/2022



Nguồn: HSC ước tính

**Biểu đồ 12: Lợi nhuận theo quý, BHX**

Lợi nhuận thuần Q1/2025 giảm so với quý trước do mạng lưới cửa hàng mở rộng



Nguồn: HSC ước tính

## Triển vọng lợi nhuận: Chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực

**TGDĐ/ĐMX: HSC kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 15% trong giai đoạn 2025-2027 nhờ giành thêm thị phần và hoạt động hiệu quả**

Trong bối cảnh mảng sản phẩm CNTT và điện máy tăng trưởng khiêm tốn ở mức một chữ số, doanh thu Q1/2025 của TGDĐ/ĐMX tăng ấn tượng 14% so với cùng kỳ. KQKD trên cho thấy thị phần của Công ty không ngừng mở rộng và củng cố hơn nữa vị thế dẫn đầu so với các đối thủ cạnh tranh, nhờ những lợi thế mang tính cấu trúc đề cập trên đây.

Chúng tôi dự báo thị phần của chuỗi sẽ mở rộng hơn nữa trong năm 2025, lên 56% đối với sản phẩm ĐTDĐ (so với 55,6% trong dự báo cũ) và 50,1% đối với hàng điện tử tiêu dùng và điện máy (so với 49,6% trong dự báo cũ). Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu thuần của chuỗi TGDĐ/ĐMX sẽ tăng vững chắc với tốc độ tăng trưởng kép là 11% trong giai đoạn 2025-2027.

Về mặt lợi nhuận, hoạt động tái cấu trúc từ cuối năm 2023 đến nay đã mang lại tỷ suất lợi nhuận thuần cao hơn kỳ vọng trong Q1/2025, chủ yếu nhờ giảm chi phí lao động, chi phí thuê mặt bằng và chi phí khấu hao. Chúng tôi kỳ vọng mức tỷ suất lợi nhuận này sẽ được duy trì trong năm 2025 và kéo sang năm 2026-2027, do chuỗi bán lẻ này sẽ tiếp tục tối ưu hóa hệ thống cửa hàng – mặc dù với tốc độ chậm lại. Theo đó, lợi nhuận thuần được kỳ vọng tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép 15% trong giai đoạn 2025-2027 và chuỗi TGDĐ/ĐMX vẫn sẽ là đơn vị đóng góp lợi nhuận chính của MWG (bằng 96%-87% lợi nhuận thuần của MWG trong giai đoạn 2025-2027).

**Bảng 13: Dự báo cũ và mới, TGDĐ/ĐMX (bao gồm Top Zone & Ava)**

HSC tăng bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần với CAGR giai đoạn 2025-2027 ước tính là 15%

Tỷ đồng	Ước tính			Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	
Doanh thu thuần	90,780	95,765	100,817	106,021	96,517	102,102	108,064	1%	1%	2%	
Tăng trưởng	6%	5%	5%	5%	6%	6%	6%				
Lợi nhuận thuần	4,405	4,784	5,407	6,011	5,278	5,961	6,616	10%	10%	10%	
Tăng trưởng	155%	9%	13%	11%	20%	13%	11%				
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.9%	5.0%	5.4%	5.7%	5.5%	5.8%	6.1%	47	48	45	

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 14: Dự báo cũ và mới, BHX**

HSC giảm nhẹ dự báo lợi nhuận trong bối cảnh mạng lưới cửa hàng được mở rộng nhanh chóng

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	
Doanh thu thuần	41,108	48,000	56,049	66,054	48,606	59,610	72,008	1%	6%	9%	
Tăng trưởng	32%	17%	17%	18%	18%	23%	21%				
Lợi nhuận thuần	77	548	881	1,145	512	847	1,105	-7%	-4%	-3%	
Tăng trưởng	-106%	539%	61%	30%	564%	66%	30%				
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.2%	1.1%	1.6%	1.7%	1.1%	1.4%	1.5%	(9)	(15)	(20)	

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 15: Các giả định, BHX**

Chúng tôi giả định BHX sẽ mở mới 400 cửa hàng trong năm 2025 (so với giả định trước đó là 300 cửa hàng)

	Ước tính		Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Số lượng cửa hàng, cuối năm	1,770	2,070	2,470	2,870	2,170	2,670	3,170	5%	8%	10%
Số lượng cửa hàng mở mới	72	300	400	400	400	500	500	33%	25%	25%
Tăng trưởng doanh thu / cửa hàng cũ	28.5%	3.5%	2.0%	2.0%	4.0%	3.0%	2.0%	50	100	-
Doanh thu / cửa hàng (tỷ đồng/ tháng)	1.93	1.96	1.95	1.96	1.94	1.95	1.96	-1%	0%	0%
Tăng trưởng	32%	2%	-2%	-2%	0%	-1%	1%			
Tỷ suất lợi nhuận gộp	24.8%	24.7%	24.7%	24.7%	24.8%	24.8%	24.8%	13	13	13
Chi phí BH&QL/ Doanh thu	24.8%	23.7%	23.2%	22.9%	23.9%	23.4%	23.3%	22	28	33
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.2%	1.1%	1.6%	1.7%	1.1%	1.4%	1.5%	(9)	(15)	(20)

Nguồn: HSC ước tính

### BHX: Triển vọng doanh thu tích cực hơn nhưng giảm nhẹ dự báo lợi nhuận do tốc độ mở cửa hàng mới nhanh hơn kỳ vọng

Do BHX mở rộng hệ thống cửa hàng trong Q1/2025 nhanh hơn so với kỳ vọng, HSC tăng dự báo số lượng cửa hàng mới cho giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi kỳ vọng BHX sẽ mở thêm 400 cửa hàng mới trong năm 2025, chủ yếu tại miền Nam và miền Trung. Theo đó, doanh thu thuần được điều chỉnh tăng bình quân 6%, cho thấy tốc độ tăng trưởng kép hằng năm (CAGR) là 21% trong giai đoạn 2024-2027.

Tuy nhiên, do các cửa hàng mới thường mất vài tháng để đạt điểm hòa vốn nên chúng tôi giảm bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần. Lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 ở mức 143%, với lợi nhuận năm 2025 kỳ vọng đạt 512 tỷ đồng – cao hơn khoảng lần so với mức nền thấp của năm 2024.

#### Bảng 16: Dự báo cũ và mới, MWG

HSC tăng bình quân 9% dự báo lợi nhuận thuần

Tỷ đồng	Thực tế		Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	134,341	145,824	159,070	174,433	147,306	164,048	182,571	1%	3%	5%
Tăng trưởng	13%	9%	9%	10%	10%	11%	11%			
Lợi nhuận thuần	3,722	5,008	6,050	6,977	5,484	6,620	7,600	9%	9%	9%
Tăng trưởng	1862%	35%	21%	15%	47%	21%	15%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.8%	3.4%	3.8%	4.0%	3.7%	4.0%	4.2%	29	23	16

Nguồn: HSC ước tính

### Dự báo KQKD của MWG: Tăng bình quân 9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

Sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần của chuỗi TGDD/ĐMX, HSC tăng 9% mỗi năm dự báo lợi nhuận thuần của MWG trong 3 năm tới. Cho năm 2025, lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng 47% đạt 5.484 tỷ đồng. Cho năm 2026 và 2027, lợi nhuận thuần và doanh thu thuần được dự báo đạt lần lượt 6.620 tỷ đồng (tăng trưởng 21%) và 7.600 tỷ đồng (tăng trưởng 15%).

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 27%.

### Tăng giá mục tiêu lên 79.600đ; duy trì khuyến nghị Mua vào

#### Kết luận và phương pháp định giá

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp định giá từng phần (SoTP) để định giá cổ phiếu MWG. Giá mục tiêu được điều chỉnh tăng 9% lên 79.600đ, do tác động tích cực từ việc tăng giá định giá của chuỗi TGDD & ĐMX sau khi tăng dự báo lợi nhuận lớn hơn tác động từ việc giảm giá định giá của chuỗi BHX (áp dụng P/S dự phóng năm 2025 bình quân của các công ty cùng ngành ở mức 0,8 lần).

#### Bảng 17: Định giá SOTP, MWG

HSC tăng 9% giá mục tiêu lên 79.600đ

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị vốn CSH	Tỷ lệ sở hữu của MWG	Đóng góp vào MWG
TGDD & ĐMX	DCF	80,021	100%	80,021
BHX	P/S	37,670	95%	35,782
An Khang	P/S	1,921	100%	1,921
<b>Tổng</b>				<b>117,724</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				1,478.9
<b>Giá mục tiêu của MWG</b>				<b>79,601</b>

Nguồn: HSC ước tính

#### Bảng 18: Điều chỉnh giá định giá trị vốn CSH (trên cơ sở MWG sở hữu 100%)

Tỷ đồng	Cũ (T2/2025)	Mới	Điều chỉnh
TGDD & ĐMX	68,416	80,021	17%
BHX	39,840	37,670	-5%
An Khang	1,813	1,921	6%
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>73,000</b>	<b>79,600</b>	<b>9%</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 19: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, TGDĐ/ĐMX**

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028
Doanh thu	96,517	102,102	108,064	114,118
EBIT	5,479	5,935	6,511	7,275
Trừ: Thuế	(1,386)	(1,566)	(1,738)	(1,964)
NOPLAT	4,093	4,369	4,773	5,310
Khấu hao	1,038	887	766	669
Thay đổi vốn lưu động	92	190	208	451
Chi phí đầu tư tài sản cố định	(89)	(89)	(89)	(89)
<b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp</b>	<b>5,134</b>	<b>5,357</b>	<b>5,659</b>	<b>6,341</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 20: Giá định WACC, TGDD/ĐMX**

	Cũ	Mới
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%	8.8%
Beta	1.30	1.27
<b>Chi phí vốn CSH</b>	<b>13.8%</b>	<b>15.1%</b>
Chi phí nợ	4.5%	4.0%
<b>Chi phí nợ sau thuế</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.2%</b>
Tỷ trọng vốn CSH	80.6%	77.0%
Tỷ trọng nợ	19.4%	23.0%
<b>WACC</b>	<b>11.8%</b>	<b>12.4%</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 21: Giá trị dài hạn cuối năm 2025, TGDĐ/ĐMX**

Tỷ đồng	
Dòng tiền dài hạn	6,341
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%
WACC – tốc độ tăng trưởng dài hạn	9.4%
Giá trị dài hạn	69,688
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	49,111

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 22: Giá trị dài hạn cuối năm 2026, TGDĐ/ĐMX**

Tỷ đồng	
Dòng tiền dài hạn	6,341
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%
WACC – tốc độ tăng trưởng dài hạn	9.4%
Giá trị dài hạn	69,688
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	55,187

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 23: Giá trị của vốn CSH, cuối năm 2025, TGDĐ/ĐMX**

Tỷ đồng	
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do của doanh nghiệp	18,851
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	49,111
Tiền/(nợ) thuần	9,125
<b>Giá trị của vốn CSH</b>	<b>77,088</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 24: Giá trị của vốn CSH, cuối năm 2026, TGDĐ/ĐMX**

Tỷ đồng	
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do của doanh nghiệp	13,717
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	55,187
Tiền/(nợ) thuần	14,083
<b>Giá trị của vốn CSH</b>	<b>82,988</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 25: Các doanh nghiệp bán lẻ tạp hóa trong khu vực**

P/S 2025 trung vị là 0,8 lần

Công ty	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (triệu USD)	P/E		EV/EBITDA		P/B		P/S	
			2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
PT Sumber Alfaria Trijaya TBK	Indonesia	6,298	28.8	24.6	12.2	10.7	5.7	5.7	0.8	0.7
Central Retail Corp	Thái Lan	3,447	12.5	11.2	6.9	6.6	1.5	1.4	0.5	0.4
CP ALL PCL	Thái Lan	13,788	16.2	14.5	11.0	10.3	3.3	2.9	0.5	0.4
President Chain Store Corporation	Đài Loan	8,978	22.7	20.9	9.1	8.7	6.1	5.7	0.8	0.7
Sheng Siong Group Ltd	Singapore	2,096	18.3	17.6	11.1	10.4	4.7	4.3	1.8	1.7
Wushang Group Co Ltd-A	Trung Quốc	989	28.6	25.4	8.4	8.0	0.6	0.6	1.1	1.0
<b>Trung vị</b>		<b>4,873</b>	<b>20.5</b>	<b>19.2</b>	<b>10.0</b>	<b>9.5</b>	<b>4.0</b>	<b>3.6</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>

Ghi chú: Giá ngày 16/5/2025

Nguồn: HSC ước tính

### Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 16% và diễn biến tích cực hơn 12% so với chỉ số VN Index trong 3 tháng qua, MWG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,1 lần, thấp hơn 0.7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2022 ở mức 20 lần. Trong

khi đó, cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 17,1 lần, sát với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 17,3 lần.

**Biểu đồ 26: P/E trượt dự phóng 1 năm, MWG**

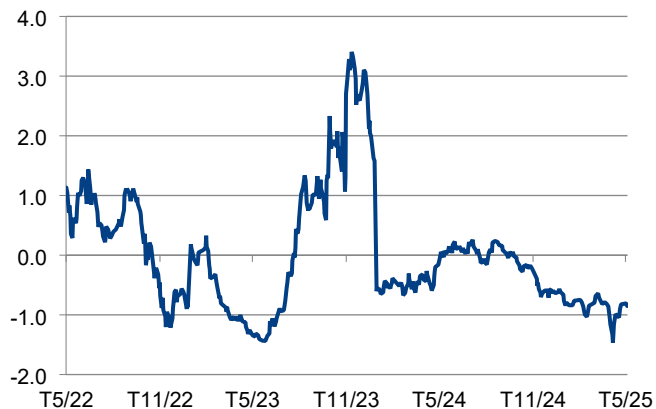
MWG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,1 lần, thấp hơn so với giá trị bình quân từ T5/2022 là 20 lần



Nguồn: HSC ước tính

**Biểu đồ 27: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, MWG**

Cổ phiếu đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 28: Định giá các doanh nghiệp cùng ngành của MWG**

Các doanh nghiệp cùng ngành đang giao dịch với P/E 2025 trung vị là 17,3 lần

Công ty	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (triệu USD)	P/E		EV/EBITDA		P/B		P/S	
			2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
PT Sumber Alfaria Trijaya TBK	Indonesia	6,298	28.8	24.6	12.2	10.7	5.4	4.7	0.8	0.7
Central Retail Corp	Thái Lan	3,447	12.5	11.2	6.9	6.6	1.5	1.4	0.5	0.4
CP ALL PCL	Thái Lan	13,788	16.2	14.5	11.0	10.3	3.3	2.9	0.5	0.4
President Chain Store Corporation	Đài Loan	8,978	22.7	20.9	9.1	8.7	6.1	5.7	0.8	0.7
Sheng Siong Group Ltd	Đài Loan	2,096	18.3	17.6	11.1	10.4	4.7	4.3	1.8	1.7
Shanghai Flyco Electrical Appl	Trung Quốc	2,213	25.5	22.4	18.8	17.3	4.7	4.3	3.5	3.2
Com7 PCL	Thái Lan	1,502	14.0	12.6	10.4	9.5	4.9	4.1	0.6	0.5
ERAJAYA SWASEMBADA	Indonesia	484	6.8	6.1	5.4	4.8	0.9	0.8	0.1	0.1
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	Việt Nam	903	39.5	27.4	21.3	16.8	9.6	7.4	0.5	0.4
CTCP Thế giới số	Việt Nam	285	15.9	12.7	12.5	9.0	2.2	1.9	0.3	0.3
<b>Trung vị</b>		<b>2,155</b>	<b>17.3</b>	<b>16.0</b>	<b>11.1</b>	<b>9.9</b>	<b>4.7</b>	<b>4.2</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>
<b>CTCP Đầu tư Thế giới Di động</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>3,640</b>	<b>17.1</b>	<b>14.4</b>	<b>14.1</b>	<b>13.1</b>	<b>3.0</b>	<b>2.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>

Ghi chú: Giá ngày 16/5/2025  
Nguồn: HSC ước tính

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	118,280	134,341	147,306	164,048	182,571
Lợi nhuận gộp	22,521	27,499	29,742	33,501	37,688
Chi phí BH&QL	(22,114)	(23,416)	(24,004)	(26,838)	(30,156)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>407</b>	<b>4,084</b>	<b>5,738</b>	<b>6,663</b>	<b>7,533</b>
Lãi vay thuần	611	1,188	1,412	1,718	1,999
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	(44.6)	18.6	69.1	142
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(328)	(401)	(131)	0	0
<b>LNTT</b>	<b>690</b>	<b>4,826</b>	<b>7,038</b>	<b>8,450</b>	<b>9,673</b>
Chi phí thuế TNDN	(522)	(1,092)	(1,528)	(1,788)	(2,018)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.16)	(11.4)	(25.6)	(42.4)	(55.4)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>168</b>	<b>3,722</b>	<b>5,484</b>	<b>6,620</b>	<b>7,600</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>168</b>	<b>3,722</b>	<b>5,484</b>	<b>6,620</b>	<b>7,600</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>3,788</b>	<b>6,997</b>	<b>8,169</b>	<b>8,736</b>	<b>9,313</b>
EPS (đồng)	115	2,546	3,724	4,415	4,994
EPS ĐC (đồng)	115	2,546	3,724	4,415	4,994
DPS (đồng)	0	500	1,000	1,000	1,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,463	1,462	1,472	1,499	1,522
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,462	1,461	1,479	1,501	1,524
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,462	1,461	1,479	1,501	1,524

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	5,366	5,697	6,160	8,360	11,186
Đầu tư ngắn hạn	18,937	28,524	32,524	36,524	40,524
Phải thu khách hàng	5,159	8,764	9,648	9,955	11,295
Hàng tồn kho	21,824	22,245	23,565	25,075	26,745
Các tài sản ngắn hạn khác	661	544	583	641	705
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>51,947</b>	<b>65,774</b>	<b>72,481</b>	<b>80,555</b>	<b>90,456</b>
TSCĐ hữu hình	6,431	3,523	2,248	1,453	987
TSCĐ vô hình	68.8	63.5	63.9	64.2	64.1
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	460	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	287	242	245	245	245
Tài sản dài hạn khác	914	616	794	817	864
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>8,161</b>	<b>4,445</b>	<b>3,351</b>	<b>2,579</b>	<b>2,161</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>60,108</b>	<b>70,219</b>	<b>75,832</b>	<b>83,135</b>	<b>92,617</b>
Nợ ngắn hạn	19,129	27,300	27,300	27,300	28,300
Phả trả người bán	7,927	9,138	10,076	11,270	12,591
Nợ ngắn hạn khác	3,199	5,034	5,439	6,084	6,797
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>30,762</b>	<b>42,097</b>	<b>43,505</b>	<b>45,425</b>	<b>48,550</b>
Nợ dài hạn	5,985	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1.17	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>5,986</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>36,748</b>	<b>42,097</b>	<b>43,505</b>	<b>45,425</b>	<b>48,550</b>
Vốn chủ sở hữu	23,346	27,758	31,937	37,278	43,579
Lợi ích cổ đông thiểu số	13.4	364	390	432	487
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>23,360</b>	<b>28,122</b>	<b>32,327</b>	<b>37,710</b>	<b>44,066</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>60,108</b>	<b>70,219</b>	<b>75,832</b>	<b>83,135</b>	<b>92,617</b>
BVPS (đ)	15,964	18,993	21,595	24,833	28,602
Nợ thuần*/(tiền mặt)	19,748	21,603	21,141	18,941	17,114

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	407	4,084	5,738	6,663	7,533
Khấu hao	(3,381)	(2,913)	(2,432)	(2,074)	(1,781)
Lãi vay thuần	611	1,188	1,412	1,718	1,999
Thuế TNDN đã nộp	(862)	(959)	(1,583)	(1,858)	(2,096)
Thay đổi vốn lưu động	1,836	3,224	155	45.2	51.2
Khác	(1,937)	(1,932)	(2,339)	(2,265)	(2,476)
<b>LCT thuần từ HĐKD</b>	<b>3,436</b>	<b>8,517</b>	<b>5,815</b>	<b>6,377</b>	<b>6,792</b>
Đầu tư TS dài hạn	(523)	(304)	(1,157)	(1,278)	(1,315)
Góp vốn & đầu tư	(34,257)	(46,828)	(5,003)	(4,000)	(5,000)
Thanh lý	22,836	33,813	0	0	0
Khác	1,113	2,376	2,112	2,380	2,648
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>(10,831)</b>	<b>(10,943)</b>	<b>(4,048)</b>	<b>(2,898)</b>	<b>(3,667)</b>
Cổ tức trả cho CSH	(731)	(731)	(1,479)	(1,501)	(1,524)
Thu từ phát hành CP	(9.34)	1,762	174	222	225
Tăng/giảm nợ	8,440	1,726	0	0	1,000
Khác	-	0	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>7,700</b>	<b>2,757</b>	<b>(1,304)</b>	<b>(1,279)</b>	<b>(298)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,061	5,366	5,697	6,160	8,360
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>304</b>	<b>332</b>	<b>462</b>	<b>2,200</b>	<b>2,826</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.37	0.10	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>5,366</b>	<b>5,697</b>	<b>6,160</b>	<b>8,360</b>	<b>11,186</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>2,913</b>	<b>8,214</b>	<b>4,658</b>	<b>5,099</b>	<b>5,477</b>

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	19.0	20.5	20.2	20.4	20.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	3.20	5.21	5.55	5.33	5.10
Tỷ suất LNT (%)	0.14	2.77	3.72	4.04	4.16
Thuế TNDN hiện hành (%)	75.7	22.6	21.7	21.2	20.9
Tăng trưởng doanh thu (%)	(11.3)	13.6	9.65	11.4	11.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(63.0)	84.7	16.8	6.94	6.60
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(95.9)	2,120	47.3	20.7	14.8
Tăng trưởng EPS (%)	(95.9)	2,121	46.3	18.5	13.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(95.9)	2,121	46.3	18.5	13.1
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	100	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	19.6	26.8	22.6	20.0
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	0.71	14.6	18.4	19.1	18.8
ROACE (%)	1.38	14.2	19.0	19.0	18.4
Vòng quay tài sản (lần)	2.04	2.06	2.02	2.06	2.08
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	8.44	2.09	1.01	0.96	0.90
Số ngày tồn kho	83.2	76.0	73.2	70.1	67.4
Số ngày phải thu	19.7	29.9	30.0	27.8	28.5
Số ngày phải trả	30.2	31.2	31.3	31.5	31.7
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	85.0	78.2	66.5	51.1	39.6
Nợ/tài sản (%)	41.9	39.0	36.1	33.0	30.7
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	6.65	3.91	3.35	3.14	3.05
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.69	1.56	1.67	1.77	1.86
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	0.96	0.85	0.78	0.70	0.63
EV/EBITDA ĐC (lần)	29.8	16.4	14.1	13.1	12.3
P/E (lần)	557	25.1	17.1	14.4	12.8
P/E ĐC (lần)	557	25.1	17.1	14.4	12.8
P/B (lần)	4.00	3.36	2.95	2.57	2.23
Lợi suất cổ tức (%)	0	0.78	1.57	1.57	1.57

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

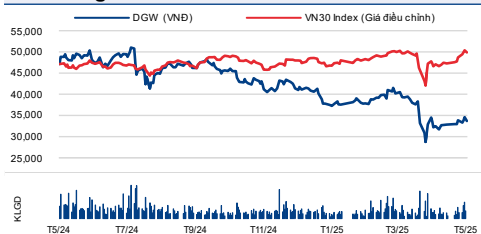
**Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)**

Giá mục tiêu: VNĐ40,000 (từ VNĐ38,000)  
Tiềm năng tăng/giảm: 18.7%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (16/5/2025)</b>	<b>33,700</b>
Mã Bloomberg	DGW VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	28,750-51,038
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	33,960
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	7,386
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	285
Slg CP lưu hành (tr.đv)	219
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	107
Slg CP NN được mua (tr.đv)	66.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	18.9%
Tỷ lệ freefloat	56.0%
Cổ đông lớn	Created Future (31.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	4.66	(11.0)	(28.5)
So với chỉ số	(2.24)	(13.8)	(32.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,120	2,452	(13.5)
2026F	2,662	2,983	(10.8)
2027F	3,119	3,133	(0.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

DGW là nhà cung cấp dịch vụ mở rộng thị trường cho các công ty công nghệ và hàng tiêu dùng. Các mảng kinh doanh chính: điện thoại di động, máy tính xách tay và máy tính bảng, thiết bị văn phòng, hàng tiêu dùng và chăm sóc sức khỏe.

**Tăng giá mục tiêu nhờ triển vọng tích cực; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng**

- DGW đề ra mục tiêu lợi nhuận thuần Q2/2025 đạt 105 tỷ đồng (tăng 18% so với cùng kỳ nhưng giảm 1% so với quý trước) trên doanh thu thuần 5.600 tỷ đồng (tăng 12% so với cùng kỳ và tăng 1% so với quý trước). Các mục tiêu kinh doanh này cao hơn một chút so với dự báo của HSC.
- Tuy nhiên, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lành mạnh với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 16%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua và tăng 6% kể từ khi chúng tôi phát hành Báo cáo doanh nghiệp gần nhất, DGW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15 lần, thấp hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 11/2021 ở mức 20 lần. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và tăng giá mục tiêu lên 40.000đ (tiềm năng tăng giá 19%).

**Sự kiện: Đề ra mục tiêu lợi nhuận Q2/2025**

Tại buổi gặp gỡ chuyên viên phân tích trong thời gian gần đây, BLĐ đã đề ra mục tiêu lợi nhuận thuần Q2/2025 ở mức 105 tỷ đồng (tăng 18% so với cùng kỳ nhưng giảm 1% so với quý trước) trên doanh thu thuần 5.600 tỷ đồng (tăng 12% so với cùng kỳ và tăng 1% so với quý trước) – cả 2 chỉ tiêu đều cao hơn một chút so với dự báo hiện tại của HSC. Chúng tôi hiểu rằng DGW đang giả định biên lợi nhuận (BLN) thuần đạt 1,9% (tăng 10 điểm cơ bản so với cùng kỳ, không đổi so với quý trước) trong mùa thấp điểm thông thường của Công ty. Mức tăng trưởng doanh thu/cơ cấu doanh thu được thúc đẩy bởi các phân khúc sản phẩm có BLN cao hơn như thiết bị văn phòng, đồ điện máy và hàng tiêu dùng. Trong khi đó, doanh thu máy tính xách tay có thể sẽ tăng cao do các đơn vị bán lẻ chuẩn bị cho mùa tựu trường trong quý 3, trong khi doanh thu điện thoại di động thường thấp do tính mùa vụ.

**Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027**

Mặc dù KHKD Q2/2025 cao hơn dự báo, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027. Dự báo mới của HSC cho thấy lợi nhuận thuần – thấp hơn 11-14% bình quân dự báo thị trường cho năm 2025-2026 và sát với bình quân dự báo thị trường năm 2027 – tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 16% nhờ doanh thu tăng trưởng với tốc độ CAGR ở mức 9% và BLN cải thiện.

Cho năm 2025, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần Q2/2025 đạt 100 tỷ đồng – tăng 12% so với cùng kỳ, nhưng thấp hơn KHKD do BLĐ đề ra ở mức 105 tỷ đồng và thấp hơn mức 106 tỷ đồng (tăng 15% so với cùng kỳ) ghi nhận trong Q1/2025 – trước khi cải thiện lên 136 tỷ đồng (tăng 12% so với cùng kỳ) trong Q3/2025 và 127 tỷ đồng (giảm 9% so với cùng kỳ) trong Q4/2025 so với mức nền cao.

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua và tăng 6% kể từ khi chúng tôi phát hành Báo cáo doanh nghiệp 'Các phân khúc có tỷ suất lợi nhuận cao hơn sẽ dẫn dắt tăng trưởng; Tăng tỷ trọng' vào ngày 24/4/2025, DGW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15 lần, thấp hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân tính từ tháng 11/2021 ở mức 20 lần. Giá mục tiêu mới theo phương pháp DCF được điều chỉnh tăng 5% lên 40.000đ (từ 38.000đ trước đó), đa phần dựa trên việc chuyển thời điểm định giá 6 tháng đến giữa năm 2026.

Với tiềm năng tăng giá 19% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. HSC ưa thích cổ phiếu DGW nhờ có mô hình kinh doanh mở rộng thị trường độc đáo, cũng như nỗ lực không ngừng trong việc hướng tới đa dạng hóa và bền vững.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	498	615	647	832	996
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	354	444	469	589	690
EPS ĐC (đồng)	1,617	2,025	2,120	2,662	3,119
DPS (đồng)	500	500	500	500	1,000
BVPS (đồng)	15,531	13,592	15,180	17,428	19,619
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.1	13.8	12.5	9.04	7.13
P/E ĐC (lần)	20.8	16.6	15.9	12.7	10.8
Lợi suất cổ tức (%)	1.48	1.48	1.48	1.48	2.97
P/B (lần)	2.17	2.48	2.22	1.93	1.72
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(48.2)	25.3	4.69	25.6	17.2
ROAE (%)	14.2	15.9	14.8	16.3	16.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Chuyên viên phân tích**

**Trần Đăng Mạnh**

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

**Trần Hương Mỹ**

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

## Lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR 3 năm 16%; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Mục tiêu lợi nhuận Q2/2025 của DGW cao hơn một chút so với dự báo. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 16%. Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua và tăng 6% kể từ khi chúng tôi phát hành Báo cáo doanh nghiệp gần nhất, DGW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15 lần, thấp hơn 1,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 11/2021 ở mức 20 lần. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DGW, với giá mục tiêu mới theo phương pháp DCF là 40.000đ (sau khi điều chỉnh tăng 5%, tiềm năng tăng giá 19%).

### Mục tiêu lợi nhuận Q2/2025: Lợi nhuận thuần tăng 18% so với cùng kỳ, nhưng giảm 1% so với quý trước

Tại buổi gặp gỡ chuyên viên phân tích trong thời gian gần đây, DGW đã đề ra mục tiêu lợi nhuận thuần Q2/2025 ở mức 105 tỷ đồng (tăng 18% so với cùng kỳ nhưng giảm 1% so với quý trước) trên doanh thu thuần 5.600 tỷ đồng (tăng 12% so với cùng kỳ và tăng 1% so với quý trước) – cả 2 chỉ tiêu đều cao hơn một chút so với dự báo hiện tại của HSC lần lượt ở mức 100 tỷ đồng và 5.241 tỷ đồng.

Chúng tôi hiểu rằng DGW đang giả định BLN thuần ở mức 1,9% (tăng 10 điểm cơ bản so với cùng kỳ, không đổi so với quý trước) trong mùa thấp điểm thông thường của Công ty. Mức tăng trưởng doanh thu/cơ cấu doanh thu được thúc đẩy bởi các phân khúc sản phẩm có BLN cao hơn như thiết bị văn phòng, sản phẩm điện máy và hàng tiêu dùng. Trong khi đó, doanh thu máy tính xách tay có thể sẽ tăng cao do các đơn vị bán lẻ chuẩn bị cho mùa tựu trường trong quý 3, trong khi doanh thu điện thoại di động được dự báo sẽ thấp do yếu tố mùa vụ.

Nếu DGW hoàn thành mục tiêu lợi nhuận thuần Q2/2025, lợi nhuận thuần 211 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2025 (tăng 16% so với cùng kỳ) sẽ đạt lần lượt 40%/45% KHKD và dự báo cho cả năm của chúng tôi.

#### Bảng 29: Kế hoạch kinh doanh Q2/2025, DGW

DGW đặt kế hoạch lợi nhuận thuần Q2/2025 đạt 105 tỷ đồng (giảm 1% so với quý trước nhưng tăng 18% so với cùng kỳ)

Tỷ đồng	Q2/2024	Q1/2025	Kế hoạch Q2/2025	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2024	Kế hoạch 6T2025	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	5,008	5,520	5,600	12%	1%	9,993	11,120	11%
Lợi nhuận thuần	89	106	105	18%	-1%	182	211	16%
BLN thuần %	1.8%	1.9%	1.9%	10bps	-	1.8%	1.9%	10bps

Nguồn: DGW; HSC

#### Bảng 30: Dự báo lợi nhuận hàng quý, DGW

HSC kỳ vọng lợi nhuận thuần Q2/25 của DGW sẽ đạt 100 tỷ đồng trước khi tăng lên 136 tỷ đồng trong Q3 và 127 tỷ đồng trong Q4

Tỷ đồng	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25F	Q3/25F	Q4/25F
Doanh thu thuần	4,985	5,008	6,226	5,859	5,520	5,241	6,727	6,310
Tăng trưởng	22%	26%	35%	8%	11%	6%	9%	9%
Lợi nhuận thuần	92	89	122	140	106	100	136	127
Tăng trưởng	16%	8%	19%	57%	15%	12%	12%	-9%
BLN thuần	1.9%	1.8%	2.0%	2.4%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%

Nguồn: DGW; HSC

### Động lực tăng trưởng dự kiến mạnh hơn trong mùa cao điểm

HSC kỳ vọng lợi nhuận của DGW sẽ cải thiện hơn nữa vào mùa cao điểm nhờ mùa tựu trường diễn ra trong quý 3 và mùa mua sắm cuối năm quý 4. Thông thường, doanh thu và BLN của nửa cuối năm cao hơn nửa đầu năm. Nói theo cách khác, Q2/2025 có thể sẽ là quý có lợi nhuận thuần thấp nhất trong năm. Lưu ý rằng, trong Q4/2024, DGW ghi nhận lợi nhuận không thường xuyên 15 tỷ đồng (bằng 8% LNTT Q4/2024), tạo ra mức nền cao cho Q4/2025.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần Q3/2025 của DGW đạt 136 tỷ đồng (tăng 12% so với cùng kỳ) và 127 tỷ đồng (giảm 9% so với cùng kỳ) trong Q4/2025, cao hơn so với dự báo lợi nhuận thuần Q2/2025 ở mức 100 tỷ đồng (tăng 12% so với cùng kỳ).

### Giữ nguyên dự báo giai đoạn 2025-2027: Lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm 16%

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 16%, nhờ doanh thu thuần tăng trưởng 9% và BLN cải thiện (hiệu quả kinh tế nhờ các phân khúc có BLN cao hơn tăng trưởng mạnh hơn). Chi tiết như sau:

- Cho năm 2025, HSC dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần đạt lần lượt 469 tỷ đồng (tăng trưởng 6%) và 23.808 tỷ đồng (tăng trưởng 8%).
- Cho năm 2026, HSC dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần đạt lần lượt 589 tỷ đồng (tăng trưởng 26%) và 25.856 tỷ đồng (tăng trưởng 9%).

#### Bảng 31: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, DGW

HSC duy trì dự báo cho giai đoạn 2025-2027 với lợi nhuận thuần được ước tính sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 16%

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo cũ			CAGR 3 năm
	2024	2025F	2026F	2027F	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>22,078</b>	<b>23,808</b>	<b>25,856</b>	<b>28,274</b>	<b>9%</b>
Tăng trưởng	17%	8%	9%	9%	
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>444</b>	<b>469</b>	<b>589</b>	<b>690</b>	<b>16%</b>
Tăng trưởng	25%	6%	26%	19%	
<i>BLN thuần</i>	<i>2.01%</i>	<i>1.97%</i>	<i>2.28%</i>	<i>2.44%</i>	

Nguồn: DGW; HSC dự báo

- Cho năm 2027, HSC dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần đạt lần lượt 690 tỷ đồng (tăng trưởng 19%) và 28.274 tỷ đồng (tăng trưởng 9%).

Vui lòng xem Báo cáo doanh nghiệp: '[Các phân khúc có tỷ suất lợi nhuận cao hơn sẽ dẫn dắt tăng trưởng; Tăng tỷ trọng](#)' để có thêm thông tin về doanh thu của từng mảng kinh doanh và dự báo BLN.

### Giá mục tiêu mới 40.000đ; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

#### Kết luận và phương pháp định giá

Giá mục tiêu mới theo phương pháp DCF được điều chỉnh tăng 5% lên 40.000đ (từ 38.000đ trước đó), đa phần dựa trên việc chuyển thời điểm định giá 6 tháng đến giữa năm 2026. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá của cổ phiếu là 19%, cho thấy P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 19 lần và 15,1 lần.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. Các thương hiệu mới và các phân khúc sản phẩm có BLN cao hơn – bao gồm thiết bị văn phòng, sản phẩm điện máy và hàng tiêu dùng – được dự báo sẽ dẫn dắt tăng trưởng của DGW và thay đổi triển vọng BLN. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu DGW nhờ có mô hình kinh doanh mở rộng thị trường độc đáo, cũng như nỗ lực không ngừng trong việc hướng tới đa dạng hóa và bền vững.

Về giả định định giá, chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), hệ số beta 1,4 lần (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn 8,75% (tăng từ 7,5% trước đó) và chi phí nợ trước thuế 5,5% (không đổi). Dựa trên những giả định tin này, giả định WACC mới là 12,9% (từ 12,7% trước đó).

**Bảng 32: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DGW**

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	18,817	22,078	23,808	25,856	28,274	30,838
Tỷ suất EBIT	2.22%	2.38%	2.33%	2.84%	3.15%	3.55%
EBIT	417	527	554	733	892	1,096
- Thuế đã điều chỉnh	92	143	129	147	178	219
NOPLAT	326	384	425	587	713	877
+ Khấu hao	(21)	55	57	59	61	62
- Thay đổi vốn lưu động	226	(565)	14	30	(112)	(17)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(30)	(45)	(6)	(9)	(10)	(10)
<b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp</b>	<b>501</b>	<b>(171)</b>	<b>490</b>	<b>667</b>	<b>653</b>	<b>912</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 33: Giả định và tính toán định giá, DGW**

HSC tăng giá mục tiêu mới theo phương pháp DCF lên 40.000đ (trước đó là 38.000đ)

Tính toán WACC	Cũ	Mới	Tính toán DCF	Đơn vị	Giá trị giữa năm 2026
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		3.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	8.75%	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	2,094
Beta	1.36	1.40	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	7,033
<b>Chi phí vốn CSH</b>	<b>16.0%</b>	<b>16.0%</b>	<b>Giá trị của doanh nghiệp</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>9,128</b>
Chi phí nợ	5.5%	5.5%	Tiền/(nợ) thuần	Tỷ đồng	(351)
<b>Chi phí nợ sau thuế</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.4%</b>	<b>Giá trị của vốn CSH</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>8,776</b>
Tỷ trọng vốn CSH	71.6%	71.6%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	219
Tỷ trọng nợ	28.4%	28.4%	<b>Giá trị hợp lý của cổ phiếu</b>	<b>ĐỒNG</b>	<b>40,000</b>
<b>WACC</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.9%</b>			

Nguồn: HSC

**Bảng 34: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, DGW**

Kích bản cơ sở của HSC sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% &amp; tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng		Lãi suất phi rủi ro					
		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%		39,100	36,600	34,400	32,400	30,600
	2.0%		42,600	39,600	36,900	34,700	32,600
	3.0%		46,800	43,200	<b>40,000</b>	37,300	35,000
	4.0%		52,300	47,700	43,800	40,600	37,800
	5.0%		59,400	53,400	48,600	44,600	41,100

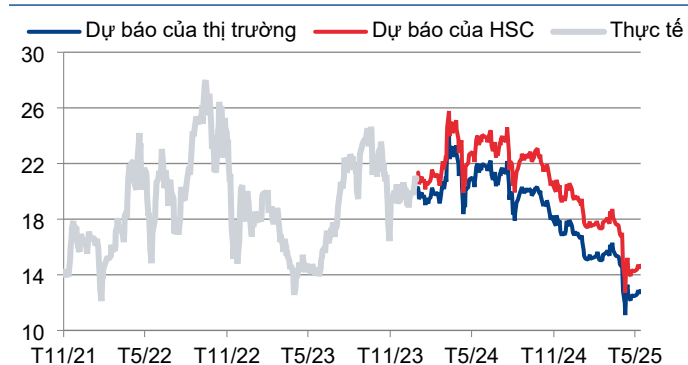
Nguồn: HSC

### Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 1 tháng qua và tăng 6% kể từ khi chúng tôi phát hành Báo cáo doanh nghiệp trong tháng 4/2025 và diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index, DGW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,7 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 11/2021 ở mức 20 lần. Trong bối cảnh thị trường đầy biến động, chúng tôi cho rằng bất kỳ đợt giảm giá nào cũng đều mang lại vị thế an toàn để mua vào cổ phiếu, sau khi thị trường và giá cổ phiếu phục hồi trong thời gian gần đây.

**Biểu đồ 35: P/E trượt dự phóng 1 năm, DGW**

DGW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,7 lần ...



Nguồn: Bloomberg; HSC

**Biểu đồ 36: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, DGW**

...thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với mức bình quân từ T11/2021 là 20 lần



Nguồn: Bloomberg; HSC

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	18,817	22,078	23,808	25,856	28,274
Lợi nhuận gộp	1,559	2,055	2,206	2,506	2,809
Chi phí BH&QL	(1,142)	(1,529)	(1,652)	(1,773)	(1,918)
Thu nhập khác	47.0	54.9	59.2	64.3	70.3
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>464</b>	<b>581</b>	<b>613</b>	<b>798</b>	<b>962</b>
Lãi vay thuần	(116)	(94.3)	(102)	(126)	(152)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(4.31)	1.30	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	126	80.5	98.0	92.3	84.4
<b>LNTT</b>	<b>471</b>	<b>569</b>	<b>610</b>	<b>764</b>	<b>894</b>
Chi phí thuế TNDN	(108)	(120)	(129)	(162)	(189)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(8.20)	(4.67)	(11.7)	(13.7)	(15.3)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>354</b>	<b>444</b>	<b>469</b>	<b>589</b>	<b>690</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>354</b>	<b>444</b>	<b>469</b>	<b>589</b>	<b>690</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>498</b>	<b>615</b>	<b>647</b>	<b>832</b>	<b>996</b>
EPS (đồng)	1,617	2,025	2,125	2,644	3,071
EPS ĐC (đồng)	1,617	2,025	2,120	2,662	3,119
DPS (đồng)	500	500	500	500	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	166	219	221	221	221
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	167	219	221	221	221
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	219	219	221	221	221

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	1,450	1,407	2,173	2,915	3,649
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải thu khách hàng	1,982	2,383	2,500	2,650	2,827
Hàng tồn kho	3,003	3,501	3,653	3,725	3,947
Các tài sản ngắn hạn khác	407	483	465	507	558
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>6,842</b>	<b>7,774</b>	<b>8,790</b>	<b>9,797</b>	<b>10,981</b>
TSCĐ hữu hình	38.3	67.0	68.5	69.8	70.8
TSCĐ vô hình	92.8	105	103	101	98.8
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	2.26	2.26	2.26	2.26
Đầu tư vào Cty LD,LK	19.1	11.5	11.5	11.5	11.5
Tài sản dài hạn khác	509	541	502	474	447
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>659</b>	<b>726</b>	<b>687</b>	<b>659</b>	<b>630</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>7,501</b>	<b>8,500</b>	<b>9,477</b>	<b>10,456</b>	<b>11,611</b>
Nợ ngắn hạn	2,321	2,487	2,809	2,981	3,298
Phả trả người bán	1,557	2,303	2,738	2,974	3,252
Nợ ngắn hạn khác	810	482	298	343	386
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>4,858</b>	<b>5,483</b>	<b>6,070</b>	<b>6,538</b>	<b>7,193</b>
Nợ dài hạn	5.50	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	2.91	2.91	2.91	2.91	2.91
Nợ dài hạn khác	7.77	2.53	2.53	2.53	2.53
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>16.2</b>	<b>5.45</b>	<b>5.45</b>	<b>5.45</b>	<b>5.45</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>4,874</b>	<b>5,488</b>	<b>6,075</b>	<b>6,543</b>	<b>7,198</b>
Vốn chủ sở hữu	2,595	2,979	3,357	3,854	4,339
Lợi ích cổ đông thiểu số	32.5	33.1	44.7	58.5	73.7
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,627</b>	<b>3,012</b>	<b>3,402</b>	<b>3,913</b>	<b>4,413</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>7,501</b>	<b>8,500</b>	<b>9,477</b>	<b>10,456</b>	<b>11,611</b>
BVPS (đ)	15,531	13,592	15,180	17,428	19,619
Nợ thuần*/(tiền mặt)	877	1,080	636	66.6	(350)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	464	581	613	798	962
Khấu hao	(33.8)	(33.8)	(33.8)	(33.8)	(33.8)
Lãi vay thuần	(116)	(94.3)	(102)	(126)	(152)
Thuế TNDN đã nộp	(100)	(121)	(129)	(162)	(189)
Thay đổi vốn lưu động	226	(565)	14.3	30.4	(112)
Khác	(14.5)	53.8	46.4	27.0	13.7
<b>LCT thuần từ HKKD</b>	<b>493</b>	<b>(112)</b>	<b>477</b>	<b>601</b>	<b>556</b>
Đầu tư TS dài hạn	(29.9)	(45.2)	(6.21)	(8.90)	(9.52)
Góp vốn & đầu tư	(157)	(220)	0	0	0
Thanh lý	54.3	155	0	0	0
Khác	70.9	48.3	63.3	68.8	75.2
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>(62.1)</b>	<b>(61.6)</b>	<b>57.1</b>	<b>59.9</b>	<b>65.7</b>
Cổ tức trả cho CSH	(167)	(83.5)	(111)	(112)	(225)
Thu từ phát hành CP	39.8	53.3	20.0	20.0	20.0
Tăng/giảm nợ	319	160	323	172	317
Khác	-	-	-	-	-
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>191</b>	<b>129</b>	<b>232</b>	<b>80.6</b>	<b>112</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	828	1,450	1,407	2,173	2,915
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>623</b>	<b>(44.0)</b>	<b>766</b>	<b>742</b>	<b>734</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0.30	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>1,450</b>	<b>1,407</b>	<b>2,173</b>	<b>2,915</b>	<b>3,649</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>463</b>	<b>(157)</b>	<b>471</b>	<b>592</b>	<b>547</b>

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	8.29	9.31	9.27	9.69	9.94
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	2.65	2.79	2.72	3.22	3.52
Tỷ suất LNT (%)	1.88	2.01	1.97	2.28	2.44
Thuế TNDN hiện hành (%)	22.9	21.2	21.2	21.2	21.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	(14.6)	17.3	7.83	8.60	9.35
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(44.3)	23.5	5.21	28.5	19.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(48.2)	25.3	5.64	25.6	17.2
Tăng trưởng EPS (%)	(48.2)	25.3	4.93	24.4	16.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(48.2)	25.3	4.69	25.6	17.2
Tăng trưởng DPS (%)	(50.0)	0	0	0	100
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	30.9	24.7	23.5	18.9	32.6
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	14.2	15.9	14.8	16.3	16.8
ROACE (%)	18.1	20.5	19.1	21.8	23.1
Vòng quay tài sản (lần)	2.72	2.76	2.65	2.59	2.56
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.06	(0.19)	0.78	0.75	0.58
Số ngày tồn kho	63.5	63.8	61.7	58.2	56.6
Số ngày phải thu	41.9	43.4	42.2	41.4	40.5
Số ngày phải trả	32.9	42.0	46.3	46.5	46.6
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	39.1	41.6	24.1	6.57	(3.37)
Nợ/tài sản (%)	32.9	31.1	31.5	30.3	30.2
EBIT/lãi vay (lần)	4.01	6.17	6.02	6.34	6.33
Nợ/EBITDA (lần)	4.95	4.30	4.61	3.81	3.52
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.41	1.42	1.45	1.50	1.53
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	0.35	0.38	0.34	0.29	0.25
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.1	13.8	12.5	9.04	7.13
P/E (lần)	20.8	16.6	15.9	12.7	11.0
P/E ĐC (lần)	20.8	16.6	15.9	12.7	10.8
P/B (lần)	2.17	2.48	2.22	1.93	1.72
Lợi suất cổ tức (%)	1.48	1.48	1.48	1.48	2.97

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

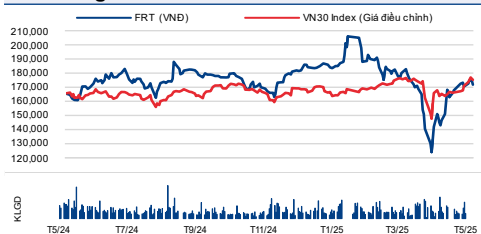
**Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)**

Giá mục tiêu: VNĐ202,800 (từ VNĐ207,100)  
Tiềm năng tăng/giảm: 18.0%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (16/5/2025)</b>	<b>171,800</b>
Mã Bloomberg	FRT VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	124,100-206,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	173,880
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	23,406
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	903
Slg CP lưu hành (tr.đv)	136
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	66.8
Slg CP NN được mua (tr.đv)	22.5
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	32.5%
Tỷ lệ freefloat	41.8%
Cổ đông lớn	Hồng ty Cổ phần FPT (46.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	18.5	(9.82)	3.74
So với chỉ số	10.7	(12.7)	(1.96)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	4,351	4,389	(0.9)
2026F	6,270	6,376	(1.7)
2027F	8,562	7,828	9.4

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

FRT là nhà bán lẻ điện thoại và dược phẩm. Tại thời điểm cuối quý 3/2023, công ty có 791 cửa hàng điện thoại FPT Shop và 1.384 nhà thuốc Long Châu.

**Chuyên viên phân tích**

**Trần Đăng Mạnh**  
Chuyên viên, Ngành Hàng Tiêu Dùng  
manh.tdang@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 369

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

**Thông tin tích cực của Long Châu đã phản ánh vào giá cổ phiếu; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng**

- Lợi nhuận thuần Q1/2025 của FRT cao hơn 25% so với dự báo, đa phần nhờ KQKD vững chắc của chuỗi nhà thuốc Long Châu khi nhu cầu và biên lợi nhuận (BLN) tăng mạnh, trong khi FPT Shop thua lỗ trở lại trong bối cảnh vị thế trên thị trường bị suy yếu.
- HSC giảm 7% dự báo EPS cho năm 2025 trong khi tăng 7-9% dự báo cho năm 2026-2027 do mức điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho chuỗi nhà thuốc Long Châu phần nào bù đắp cho mức giảm mạnh dự báo lợi nhuận của FPT Shop. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng tích cực với tốc độ CAGR 3 năm là 54%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 19% trong 1 tháng qua, FRT đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 33,5 lần, chỉ cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 31,1 lần. HSC hạ khuyến nghị đối với FRT xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với giá mục tiêu mới là 202.800đ, cho thấy tiềm năng tăng giá là 18%.

**Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q1/2025**

FRT công bố lợi nhuận thuần Q1/2025 vững chắc 168 tỷ đồng, tăng 3 lần so với cùng kỳ và cao hơn 25% dự báo ở mức 134 tỷ đồng, trên doanh thu thuần 11.760 tỷ đồng, tăng 29% so với cùng kỳ (sát với dự báo của HSC). Lợi nhuận Q1/2025 tăng mạnh nhờ lợi nhuận chuỗi nhà thuốc Long Châu (FRT sở hữu 74,2% cổ phần) cao hơn 27% so với dự báo, nhờ nhu cầu và BLN cải thiện mạnh. Trái lại, KQKD của chuỗi FPT Shop kém khả quan và thấp hơn dự báo, với tình trạng thua lỗ trong bối cảnh vị thế trên thị trường giảm sút.

**Tác động: Lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng ấn tượng với tốc độ CAGR 3 năm là 54%**

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 của FRT đạt 593 tỷ đồng, thấp hơn 7% so với dự báo trước đó nhưng vẫn tăng 87% so với cùng kỳ. Cho năm 2026-2027, chúng tôi tăng lần lượt 4% và 9% dự báo lợi nhuận thuần, lên 854 tỷ đồng (tăng trưởng 44%) và 1.167 tỷ đồng (tăng trưởng 37%). Sau khi chuỗi Long Châu ghi nhận KQKD cao hơn kỳ vọng, chúng tôi tăng 19-23% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, nhờ điều chỉnh tăng dự báo phân bổ rủi ro và BLN. Đối với FPT Shop, chúng tôi dự báo mức độ thua lỗ sẽ thu hẹp 33% trong năm nay, với kỳ vọng chuyển biến ghi nhận lợi nhuận khiêm tốn trong năm 2026-2027.

Dự báo lợi nhuận mới cho FRT của chúng tôi – sát với bình quân dự báo thị trường năm 2025-2026 nhưng cao hơn 9% so với dự báo thị trường năm 2027 – cho thấy mức tăng trưởng ấn tượng với tốc độ CAGR 3 năm là 54%.

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu tăng 19% trong 1 tháng qua và cao hơn 11% so với chỉ số VN Index, khả năng nhờ KQKD vững chắc của chuỗi Long Châu và việc hoàn thành kế hoạch tăng vốn, FRT đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 33,5 lần, chỉ cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 31,1 lần. Mặc dù giảm 2% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP, xuống 202.800đ (từ 207.100đ trước đó), đa phần do tăng giá định phân bổ rủi ro vốn CSH nội bộ, tiềm năng tăng giá là 18%. Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với FRT xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu FRT nhờ Long Châu có vị thế vượt trội trên thị trường chăm sóc sức khỏe của Việt Nam – một lĩnh vực có tính phòng thủ cao trong bối cảnh có nhiều bất ổn trên toàn cầu. FPT Shop đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất nhưng NĐT cần kiên nhẫn để nhận thấy sự hồi phục mạnh và bền vững hơn. Kế hoạch chi trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 25% được kỳ vọng sẽ thúc đẩy thanh khoản và đóng vai trò như động lực tăng giá cổ phiếu trong ngắn hạn, theo quan điểm của chúng tôi.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(84.5)	952	1,489	1,886 ▲	2,326 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(346)	318	593 ▼	854	1,167 ▲
EPS ĐC (đồng)	(2,537)	2,331	4,351 ▼	6,270	8,562 ▲
DPS (đồng)	0	0	500	1,000	1,500
BVPS (đồng)	11,738	14,032	17,883	23,153	30,215
EV/EBITDA ĐC (lần)	(362)	31.6	21.3	16.8	13.1
P/E ĐC (lần)	N/a	73.7	39.5	27.4	20.1
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0.29	0.58	0.87
P/B (lần)	14.6	12.2	9.61	7.42	5.69
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(189)	192	86.7	44.1	36.6
ROAE (%)	(19.2)	18.1	27.3	30.6	32.1

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## KQKD tích cực của Long Châu đã phản ánh vào giá cổ phiếu; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

Dựa trên KQKD Q1/2025 tích cực của Long Châu và các xu hướng cơ bản, HSC tăng 19-23% dự báo lợi nhuận thuần đối với mảng này cho giai đoạn 2025-2027. Tuy nhiên, đây chỉ là sự bù đắp cho việc giảm mạnh dự báo lợi nhuận của chuỗi FPT Shop. Chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh này sẽ ghi nhận lợi nhuận khiêm tốn trong năm 2026-2027 – muộn hơn so với dự báo trước đó cho năm 2025. Nhìn chung, dự báo lợi nhuận thuần của FRT được điều chỉnh giảm 7% năm 2025 nhưng tăng 4-9% cho năm 2026-2027. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 87%, 44% và 37% lần lượt trong năm 2025, 2026 và 2027. Nhằm phản ánh phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ cao hơn trong việc tính toán giả định WACC, chúng tôi giảm 2% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 202.800đ (từ 207.100đ). Sau khi giá cổ phiếu tăng trong thời gian gần đây, FRT đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 33,5 lần, cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 31,1 lần, cho thấy tiềm năng tăng giá 18%. HSC hạ khuyến nghị đối với FRT xuống Tăng tỷ trọng.

### Phân tích KQKD Q1/2025: Long Châu tiếp tục tỏa sáng

FRT công bố lợi nhuận thuần Q1/2025 vững chắc 168 tỷ đồng, tăng 3 lần so với cùng kỳ và cao hơn 25% dự báo ở mức 134 tỷ đồng, trên doanh thu thuần 11.760 tỷ đồng, tăng 29% so với cùng kỳ (sát với dự báo của HSC). Như vậy, KQKD Q1/2025 vững chắc đa phần nhờ vào KQKD xuất sắc của Long Châu.

#### Bảng 37: KQKD Q1/2025, FRT

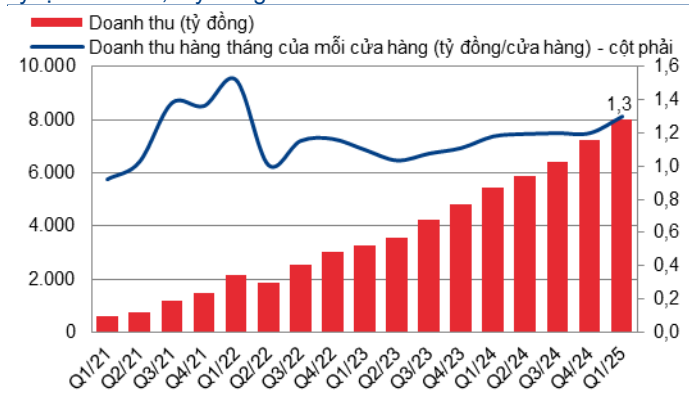
Lợi nhuận thuần tăng mạnh gấp 3 lần so với cùng kỳ và tăng 51% so với quý trước, đạt 168 tỷ đồng, cao hơn 25% so với dự báo của HSC là 134 tỷ đồng

Tỷ đồng	Q1/24	Q4/24	Q1/25	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	Q1/25 HSCF	% so với cùng kỳ	Chênh lệch
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9,042</b>	<b>11,447</b>	<b>11,670</b>	<b>29%</b>	<b>2%</b>	<b>11,675</b>	<b>29%</b>	<b>0%</b>
Long Châu	5,459	7,225	7,988	46%	11%	7,675	41%	4%
FPT Shop	3,583	4,222	3,682	3%	-13%	4,000	12%	-8%
<b>Lợi nhuận/(lỗ) thuần</b>	<b>39</b>	<b>111</b>	<b>168</b>	<b>333%</b>	<b>51%</b>	<b>134</b>	<b>246%</b>	<b>25%</b>
Long Châu	90	93	186	108%	100%	114	27%	64%
FPT Shop	(51)	18	(19)	-64%	N/m	20	-139%	N/m

Nguồn: FRT; HSC

#### Biểu đồ 38: Doanh thu (DT) & DT/nhà thuốc, Long Châu

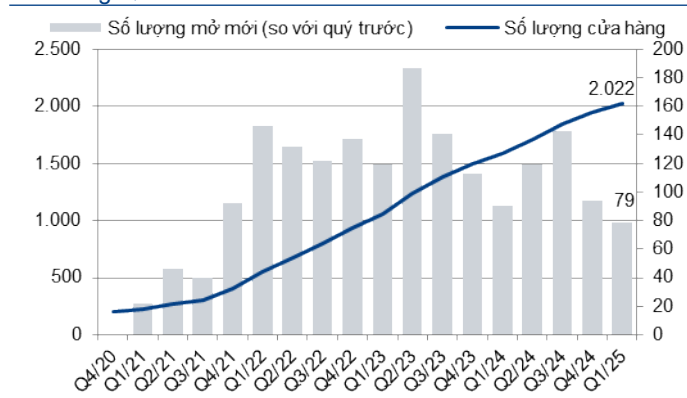
Doanh thu bình quân hàng tháng trên mỗi nhà thuốc đạt mức cao kỷ lục mới là 1,3 tỷ đồng...



Nguồn: FRT; HSC

#### Biểu đồ 39: Mạng lưới nhà thuốc, Long Châu

... bất chấp việc chuỗi này tiếp tục mở rộng với 79 nhà thuốc mở mới trong Q1/2025



Nguồn: FRT; HSC

### Chuỗi Long Châu: Lợi nhuận tăng mạnh và vận hành hiệu quả

Lợi nhuận của chuỗi nhà thuốc Long Châu đạt mức cao kỷ lục từ trước đến nay, với doanh thu thuần đạt mức kỷ lục 7.988 tỷ đồng (tăng 46% so với cùng kỳ và tăng 11% so với quý trước) đạt 186 tỷ đồng (tăng 108% so với cùng kỳ và tăng 100% so với quý trước). Chi tiết như sau:

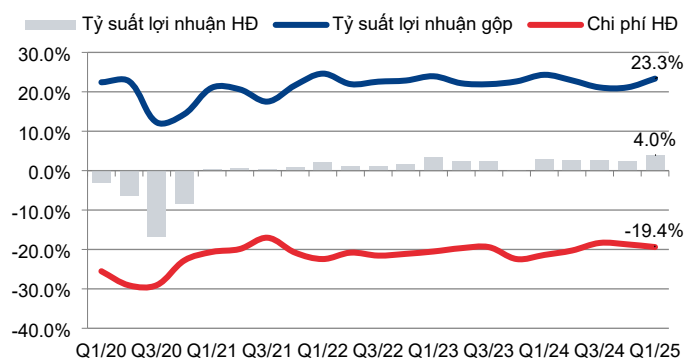
- Doanh thu/nhà thuốc hàng tháng tăng mạnh lên 1,3 tỷ đồng trong Q1/2025, từ 1,2 tỷ đồng trong Q1/2024.
- Hệ thống cửa hàng: Trong Q1/2025, Long Châu mở thêm 79 nhà thuốc mới (đúng như dự báo, thấp hơn so với 90 cửa hàng trong Q1/2024 và 94 cửa hàng trong Q4/2024) và 18 trung tâm tiêm chủng, nâng tổng số cửa hàng lên lần lượt 2.022 nhà thuốc và 144 trung tâm tiêm chủng. Lưu ý, Long Châu đặt mục tiêu mở 350 nhà thuốc và 80 trung tâm tiêm chủng mới trong năm nay.
- BLN vẫn ở mức cao (Biểu đồ 40): BLN gộp tăng lên 23,3% trong Q1/2025 so với 24,3% trong Q1/2024 và 21,1% trong Q4/2024, nhờ cơ cấu doanh thu thuận lợi cộng với chi phí vận hành được kiểm soát tốt, tăng 33% so với cùng kỳ và tăng 15% so với quý trước. Do đó, tỷ lệ chi phí vận hành/doanh thu thuần đạt 19,4% trong Q1/2025, thấp hơn so với 21,4% trong Q1/2024 và 18,7% trong Q4/2024. BLN hoạt động cải thiện mạnh lên 4% trong Q1/2025, cao hơn so với 2,9% trong Q1/2024 và 2,4% trong Q4/2024.

**FPT Shop gặp khó khăn trong việc duy trì lợi nhuận**

Sau khi có chuyển biến lợi nhuận tích cực trong nửa cuối năm 2024, FPT Shop ghi nhận lỗ thuần 19 tỷ đồng trong Q1/2025, thấp hơn nhiều so với lỗ 51 tỷ đồng trong Q1/2024. HSC cho rằng khả năng duy trì BLN có thể bị ảnh hưởng do vị thế của FPT Shop trên thị trường đã suy giảm. Đây là nguyên nhân dẫn đến biến động về lợi nhuận. Trong Q1/2025, doanh thu của FPT Shop tăng chậm lại ở mức chỉ 3% so với cùng kỳ, thấp hơn nhiều so với doanh thu mảng kinh doanh điện thoại di động, điện máy của MWG (tăng ấn tượng 14% so với cùng kỳ).

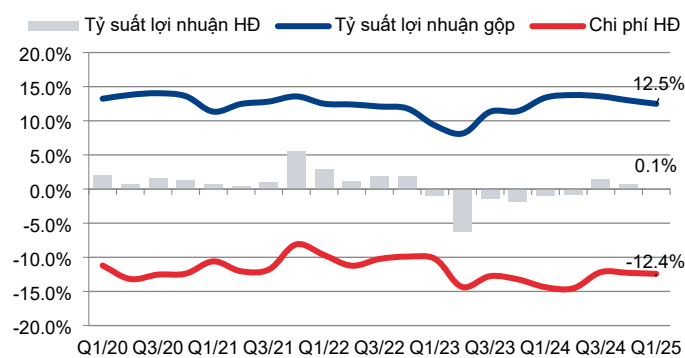
Do đó, BLN gộp Q1/2025 giảm xuống mức thấp nhất trong 5 quý ở mức 12,5%, so với 13,4% trong Q1/2024 và 13% trong Q4/2024 trong khi chi phí hoạt động có vẻ được kiểm soát tốt ở mức 12,4% doanh thu thuần Q1/2025 (Q1/2024: 14,4%, Q4/2024: 12,3%). FPT Shop đóng cửa 6 cửa hàng Q1/2025, giảm tổng số cửa hàng xuống 628 cửa hàng.

**Biểu đồ 40: Xu hướng BLN, Long Châu**  
BLN nhuận HĐ tăng mạnh lên 4% trong Q1/2025



Nguồn: FRT; HSC ước tính

**Biểu đồ 41: Xu hướng tỷ suất lợi nhuận, FPT Shop**  
BLN mỏng và biến động mạnh do vị thế thị trường suy yếu



Nguồn: FRT; HSC ước tính

**Bảng 42: Dự báo lợi nhuận cũ và mới cho giai đoạn 2025-2027, FRT**

Theo dự báo mới của HSC, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 87%/44%/37% trong năm 2025/26/27

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			CAGR 3 năm
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>40,104</b>	<b>49,544</b>	<b>58,700</b>	<b>65,710</b>	<b>50,798</b>	<b>61,040</b>	<b>68,836</b>	<b>20%</b>
Tăng trưởng	26%	24%	18%	12%	27%	20%	13%	
Điều chỉnh					3%	4%	5%	
<b>Lợi nhuận thuần, hợp nhất</b>	<b>318</b>	<b>634</b>	<b>823</b>	<b>1,073</b>	<b>593</b>	<b>854</b>	<b>1,167</b>	<b>54%</b>
Tăng trưởng	Đảo chiều	100%	30%	30%	87%	44%	37%	
Điều chỉnh					-7%	4%	9%	

Nguồn: FRT; HSC dự báo

## Dự báo lợi nhuận mới: tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 54%

Dựa trên các xu hướng dẫn đến KQKD gần đây và sau khi cập nhật các lợi ích kinh tế của FRT sau khi hoàn thành kế hoạch phát hành riêng lẻ, HSC giảm 7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 593 tỷ đồng (tăng trưởng 87%) từ 634 tỷ đồng trước đó. Trong khi đó, cho năm 2026-2027, HSC tăng lần lượt 4% và 9% dự báo lợi nhuận thuần, lên 854 tỷ đồng (tăng trưởng 44%) và 1.167 tỷ đồng (tăng trưởng 37%) từ 1.073 tỷ đồng trước đó.

Lưu ý, Creador Sdn Bhd, một quỹ đầu tư tư nhân của Malaysia, gần đây mua 13% cổ phần tại FPT Long Chau Investment JSC, với một nửa từ đợt phát hành sơ cấp và một nửa từ đợt phát hành thứ cấp. Số tiền thanh toán/giá trị của thương vụ không được công bố theo thỏa thuận bảo mật chung. HSC ước tính tỷ lệ sở hữu của FRT tại chuỗi này đã giảm xuống 74,2% (từ 80,7% trước đó), và tỷ lệ sở hữu của nhân viên giảm xuống 12,8% (từ 19,3%).

### Long Châu dẫn dắt lợi nhuận và củng cố vị thế dẫn đầu dẫn đầu

Sau KQKD tích cực và cao hơn kỳ vọng của chuỗi Long Châu trong Q1/2025, chúng tôi tăng 19-23% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, sau khi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu và BLN.

- Dự báo doanh thu: Doanh thu thuần của Long Châu được dự báo đạt 35.014 tỷ đồng trong năm 2025 (tăng 4% dự báo, tăng trưởng 40%), 44.329 tỷ đồng (tăng 6% dự báo, tăng trưởng 27%) và 51.189 tỷ đồng (tăng 7% dự báo, tăng trưởng 15%). HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận đa phần dựa trên giả định tăng trưởng doanh thu/cửa hàng, trong khi đó giả định số lượng cửa hàng trên hệ thống không đổi.
- Dự báo BLN: Chúng tôi điều chỉnh tăng 30 điểm cơ bản dự báo BLN thuần mỗi năm trong giai đoạn 2025-2027 lên 2,2-2,8% từ 1,9% trong năm 2024, sau khi phản ánh vào mô hình dự báo sự cải thiện cao hơn kỳ vọng của hiệu quả hoạt động vì ngày càng có thêm nhiều nhà thuốc mới cũng như mảng kinh doanh vắc-xin đạt điểm hòa vốn và gia tăng khả năng sinh lời.

Dự báo mới cho thấy Long Châu sẽ đóng góp 74% tổng doanh thu và 96% LNST của FRT trong năm 2027 (năm 2022: lần lượt ở mức 11% và 89%).

### Bảng 43: Dự báo lợi nhuận cũ và mới cho giai đoạn 2025-2027, Long Châu

Chúng tôi tăng bình quân 19-23% dự báo lợi nhuận thuần của chuỗi Long Châu sau khi nâng dự báo doanh thu và biên lợi nhuận

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>24,978</b>	<b>33,759</b>	<b>41,989</b>	<b>48,063</b>	<b>35,014</b>	<b>44,329</b>	<b>51,189</b>	<b>4%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>
Tăng trưởng	59%	35%	24%	14%	40%	27%	15%			
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>464</b>	<b>637</b>	<b>854</b>	<b>1,214</b>	<b>784</b>	<b>1,033</b>	<b>1,451</b>	<b>23%</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>
Tăng trưởng	216%	37%	34%	42%	69%	32%	40%			
<i>BLN thuần %</i>	<i>1.9%</i>	<i>1.9%</i>	<i>2.0%</i>	<i>2.5%</i>	<i>2.2%</i>	<i>2.3%</i>	<i>2.8%</i>	<i>30 điểm cơ bản</i>	<i>30 điểm cơ bản</i>	<i>30 điểm cơ bản</i>
<i>Số lượng nhà thuốc cuối năm</i>	<i>1,943</i>	<i>2,293</i>	<i>2,593</i>	<i>2,593</i>	<i>2,293</i>	<i>2,593</i>	<i>2,593</i>	-	-	-
<i>Số lượng trung tâm tiêm chủng cuối năm</i>	<i>126</i>	<i>276</i>	<i>426</i>	<i>576</i>	<i>276</i>	<i>426</i>	<i>576</i>	-	-	-

Nguồn: FRT; HSC dự báo

### Bảng 44: Dự báo lợi nhuận cũ và mới cho giai đoạn 2025-2027, FPT Shop

Chúng tôi giảm đáng kể 61-65% dự báo lợi nhuận thuần của FPT Shop trong năm 2026-2027, kỳ vọng chuỗi này sẽ thu hẹp khoản lỗ trong năm 2025

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>15,126</b>	<b>15,930</b>	<b>16,857</b>	<b>17,792</b>	<b>15,930</b>	<b>16,857</b>	<b>17,792</b>	-	-	-
Tăng trưởng	-7%	5%	6%	6%	5%	6%	6%			
<b>Lợi nhuận/(lỗ) thuần</b>	<b>(55)</b>	<b>103</b>	<b>129</b>	<b>159</b>	<b>(37)</b>	<b>51</b>	<b>56</b>	<b>-136%</b>	<b>-61%</b>	<b>-65%</b>
Tăng trưởng		Đảo chiều	25%	23%	-33%	Đảo chiều	9%			
<i>BLN thuần</i>	<i>-0.4%</i>	<i>0.6%</i>	<i>0.8%</i>	<i>0.9%</i>	<i>-0.2%</i>	<i>0.3%</i>	<i>0.3%</i>			
<i>Số lượng cửa hàng cuối năm</i>	<i>633</i>	<i>633</i>	<i>633</i>	<i>633</i>	<i>633</i>	<i>633</i>	<i>633</i>			

Nguồn: FRT; HSC

### FPT Shop: Dự báo lỗ ít hơn trong năm 2025, chuyển sang lợi nhuận khiêm tốn trong năm 2026-2027

HSC dự báo lỗ thuần của FPT Shop sẽ thu hẹp xuống còn 37 tỷ đồng trong năm 2025 từ lỗ thuần 55 tỷ đồng trong năm 2024. Cho năm 2026 và 2027, lợi nhuận thuần được dự báo đạt lần lượt 51 tỷ đồng và 56 tỷ đồng.

### Giá mục tiêu mới 202.800đ; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

#### Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 2% giá mục tiêu xuống 202.800đ (từ 207.100 trước đó), do điều chỉnh dự báo lợi nhuận và tăng giả định WACC sau khi tăng giả định phân bù rủi ro vốn CSH nội bộ.

Với tiềm năng tăng giá 18% từ thị giá hiện tại, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với FRT xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào). Chúng tôi ưa thích cổ phiếu FRT nhờ chuỗi Long Châu có vị thế vững chắc trong lĩnh vực chăm sóc sức khỏe vốn có tính phòng thủ cao tại thị trường Việt Nam. Mặc dù lợi nhuận của FPT Shop có dấu hiệu phục hồi nhưng cần thời gian để hồi phục hoàn toàn. Kế hoạch chi trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 25% được kỳ vọng sẽ thúc đẩy thanh khoản và đóng vai trò như động lực tăng giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

HSC vẫn áp dụng phương pháp SoTP để định giá cổ phiếu. Long Châu hiện đóng góp 94% (từ 86% trước đó) vào định giá của FRT trong khi mức đóng góp của FPT Shop là 6% (từ 14% trước đó).

Các giả định chính trong mô hình định giá của chúng tôi như sau:

- HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá chuỗi Long Châu. Giả định WACC được điều chỉnh tăng lên 10,4% (từ 9,9% trước đó), đa phần do tăng giả định phân bù rủi ro vốn CSH nội bộ lên 8,75% (từ 7,5% trước đó).
- Chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách để định giá FPT Shop thay vì phương pháp DCF trước đó. Bất chấp những nỗ lực tái cấu trúc, vị thế thị trường của FPT Shop suy yếu dẫn đến sự biến động mạnh về mặt lợi nhuận. Điều này làm cho phương pháp định giá DCF kém tin cậy hơn.
- Chúng tôi ước tính lợi ích kinh tế của FRT tại FPT Long Chau Pharma JSC giảm xuống 74,2% sau khi hoàn thành phát hành riêng lẻ (so với giả định trước đó ở mức 75%).
- Chúng tôi cũng chuyển thời điểm định giá đến giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025 trước đó).

Các thông tin bổ sung được trình bày bên dưới.

#### Bảng 45: Định giá SoTP, FRT

Chúng tôi giảm nhẹ 2% giá mục tiêu mới theo phương pháp SoTP xuống 202.800đ (trước đó là 207.100đ)

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị vốn CSH giữa năm 2026	Lợi ích kinh tế	Đóng góp vào FRT
Long Châu	DCF (không đổi)	34,935	74.2%	25,922
FPT Shop	Giá trị sổ sách (trước đó là DCF)	1,710	100.0%	1,710
<b>FRT</b>				<b>27,631</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				136.2
<b>Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)</b>				<b>202,800</b>

Nguồn: HSC

#### Bảng 46: Điều chỉnh định giá vốn CSH theo mảng kinh doanh (trên cơ sở FRT sở hữu 100%), FRT

Tỷ đồng	Cũ	Mới	Điều chỉnh
Long Châu	32,479	34,935	8%
FPT Shop	3,857	1,710	-56%

Nguồn: HSC

**Bảng 47: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, Long Châu**

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029
Doanh thu	35,014	44,329	51,189	55,174	58,935
EBIT	1,157	1,487	1,999	2,419	2,831
Trừ: Thuế	(231)	(297)	(400)	(484)	(566)
NOPLAT	926	1,190	1,599	1,935	2,265
Cộng: Khấu hao	426	454	326	192	141
Thay đổi vốn lưu động	(775)	(784)	(315)	85	951
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(440)	(405)	(132)	(66)	(66)
<b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp</b>	<b>137</b>	<b>454</b>	<b>1,479</b>	<b>2,146</b>	<b>3,290</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 48: Giả định và tính toán định giá, Long Châu**

Tính toán WACC	Cũ	Mới	Tính toán DCF	Đơn vị	Giá trị giữa năm 2026
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		3.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%	8.8%	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	5,508
Beta	1.2	1.2	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	32,603
<b>Chi phí vốn CSH</b>	<b>13.3%</b>	<b>14.1%</b>	<b>Giá trị của doanh nghiệp</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>38,111</b>
Chi phí nợ	6.0%	6.0%	Tiền mặt/(nợ) thuần	Tỷ đồng	(3,176)
<b>Chi phí nợ sau thuế</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.8%</b>	<b>Giá trị của vốn CSH</b>	<b>Tỷ đồng</b>	<b>34,935</b>
Tỷ trọng vốn CSH	60.0%	60.0%			
Tỷ trọng nợ	40.0%	40.0%			
<b>WACC</b>	<b>9.9%</b>	<b>10.4%</b>			

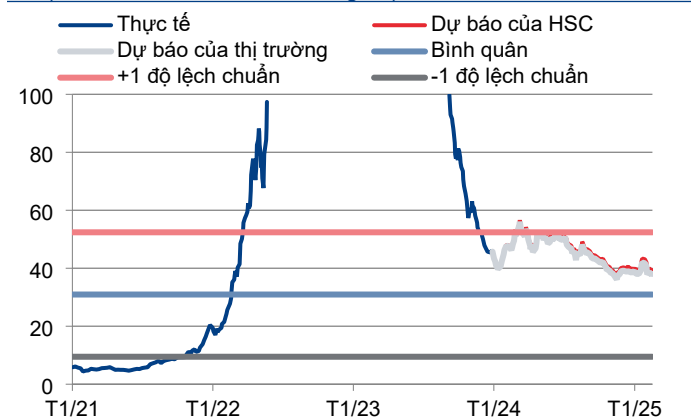
Nguồn: HSC

### Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 19% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 11% so với chỉ số VN Index, có thể nhờ thông tin tích cực liên quan đến lợi nhuận vững chắc của Long Châu cao hơn kỳ vọng và việc FRT hoàn thành phát hành riêng lẻ, FRT đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 33,5 lần, chỉ cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 31,1 lần.

**Biểu đồ 49: P/E trượt dự phóng 1 năm, FRT**

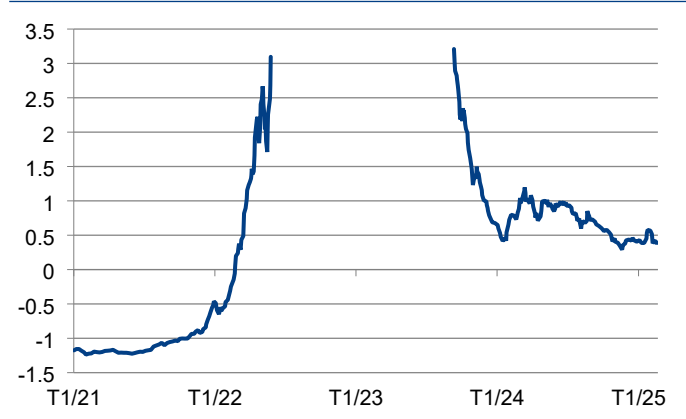
FRT hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 33,5 lần (dựa trên ước tính của chúng tôi) ...



Nguồn: HSC ước tính

**Biểu đồ 50: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, FRT**

... cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ T1/2021 là 31,1 lần



Nguồn: HSC ước tính

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKĐK (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	31,850	40,104	50,798	61,040	68,836
Lợi nhuận gộp	5,162	7,583	9,822	12,036	13,697
Chi phí BH&QL	(5,246)	(6,893)	(8,667)	(10,497)	(11,631)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>(84.5)</b>	<b>690</b>	<b>1,154</b>	<b>1,539</b>	<b>2,066</b>
Lãi vay thuần	(222)	(157)	(247)	(248)	(271)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	12.4	(5.76)	44.3	45.3	46.4
<b>LNTT</b>	<b>(294)</b>	<b>527</b>	<b>952</b>	<b>1,337</b>	<b>1,841</b>
Chi phí thuế TNDN	(35.0)	(119)	(157)	(216)	(301)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(16.4)	(90.9)	(202)	(266)	(374)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>(346)</b>	<b>318</b>	<b>593</b>	<b>854</b>	<b>1,167</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>(346)</b>	<b>318</b>	<b>593</b>	<b>854</b>	<b>1,167</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>(84.5)</b>	<b>952</b>	<b>1,489</b>	<b>1,886</b>	<b>2,326</b>
EPS (đồng)	(2,537)	2,331	4,351	6,270	8,562
EPS ĐC (đồng)	(2,537)	2,331	4,351	6,270	8,562
DPS (đồng)	0	0	500	1,000	1,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	136	136	136	136	136
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	136	136	136	136	136
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	136	136	136	136	136

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	961	2,098	591	1,493	2,923
Đầu tư ngắn hạn	1,194	986	986	1,500	1,500
Phải thu khách hàng	126	176	223	268	302
Hàng tồn kho	8,427	10,235	14,009	15,943	17,619
Các tài sản ngắn hạn khác	708	531	542	553	564
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>11,415</b>	<b>14,026</b>	<b>16,351</b>	<b>19,757</b>	<b>22,908</b>
TSCĐ hữu hình	1,079	1,157	1,070	937	684
TSCĐ vô hình	172	228	289	282	275
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	432	422	194	214	236
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1,683</b>	<b>1,806</b>	<b>1,554</b>	<b>1,434</b>	<b>1,196</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>13,098</b>	<b>15,833</b>	<b>17,904</b>	<b>21,191</b>	<b>24,104</b>
Nợ ngắn hạn	8,108	8,800	8,967	9,818	9,964
Phả trả người bán	2,274	3,202	4,056	4,874	5,497
Nợ ngắn hạn khác	921	1,541	1,754	2,285	2,966
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>11,379</b>	<b>13,712</b>	<b>15,058</b>	<b>17,359</b>	<b>18,936</b>
Nợ dài hạn	0	0	0.00	0.00	0.00
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0.01	0.03	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0.54	0.52	0.17	0.17	0.17
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>0.56</b>	<b>0.55</b>	<b>0.17</b>	<b>0.17</b>	<b>0.17</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>11,379</b>	<b>13,713</b>	<b>15,058</b>	<b>17,360</b>	<b>18,937</b>
Vốn chủ sở hữu	1,599	1,912	2,436	3,154	4,117
Lợi ích cổ đông thiểu số	120	208	410	677	1,051
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>1,719</b>	<b>2,120</b>	<b>2,847</b>	<b>3,831</b>	<b>5,168</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>13,098</b>	<b>15,833</b>	<b>17,904</b>	<b>21,191</b>	<b>24,104</b>
BVPS (đ)	11,738	14,032	17,883	23,153	30,215
Nợ thuần*/(tiền mặt)	7,147	6,703	8,376	8,325	7,042

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	(84.5)	690	1,154	1,539	2,066
Khấu hao	0	(262)	(334)	(347)	(260)
Lãi vay thuần	(222)	(157)	(247)	(248)	(271)
Thuế TNDN đã nộp	(0.11)	(38.9)	(157)	(216)	(301)
Thay đổi vốn lưu động	(1,848)	(681)	(2,427)	(539)	(291)
Khác	329	553	43.8	60.9	61.0
<b>LCT thuần từ HKĐK</b>	<b>(1,826)</b>	<b>627</b>	<b>(1,279)</b>	<b>944</b>	<b>1,525</b>
Đầu tư TS dài hạn	(705)	(490)	(233)	(207)	0
Góp vốn & đầu tư	33.6	310	8.23	(514)	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>(672)</b>	<b>(180)</b>	<b>(225)</b>	<b>(721)</b>	<b>0</b>
Cổ tức trả cho CSH	(59.2)	(54.3)	(68.1)	(136)	(204)
Thu từ phát hành CP	27.3	51.6	0	0	0
Tăng/giảm nợ	2,745	692	167	851	146
Khác	-	-	-	-	-
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>2,713</b>	<b>689</b>	<b>98.8</b>	<b>715</b>	<b>(58.4)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	746	961	2,098	591	1,493
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>215</b>	<b>1,137</b>	<b>(1,312)</b>	<b>938</b>	<b>1,466</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.07	0.16	(34.7)	(35.7)	(36.8)
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>961</b>	<b>2,098</b>	<b>751</b>	<b>1,493</b>	<b>2,923</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(2,531)</b>	<b>137</b>	<b>(1,520)</b>	<b>737</b>	<b>1,525</b>

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	16.2	18.9	19.3	19.7	19.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(0.27)	2.37	2.93	3.09	3.38
Tỷ suất LNT (%)	(1.09)	0.79	1.17	1.40	1.69
Thuế TNDN hiện hành (%)	(11.9)	22.5	16.5	16.2	16.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	5.58	25.9	26.7	20.2	12.8
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(115)	1,226	56.5	26.7	23.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(189)	192	86.7	44.1	36.6
Tăng trưởng EPS (%)	(189)	192	86.7	44.1	36.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(189)	192	86.7	44.1	36.6
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	100	50.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	11.5	15.9	17.5
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	(19.2)	18.1	27.3	30.6	32.1
ROACE (%)	(4.48)	35.9	46.5	46.1	45.9
Vòng quay tài sản (lần)	2.70	2.77	3.01	3.12	3.04
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	21.6	0.91	(1.11)	0.61	0.74
Số ngày tồn kho	115	115	125	119	117
Số ngày phải thu	1.72	1.98	1.99	2.00	2.00
Số ngày phải trả	31.1	35.9	36.1	36.3	36.4
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	449	353	346	266	173
Nợ/tài sản (%)	62.2	55.9	50.4	46.6	41.6
EBIT/lãi vay (lần)	(0.38)	4.39	4.68	6.21	7.62
Nợ/EBITDA (lần)	(96.4)	9.29	6.06	5.24	4.31
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.00	1.02	1.09	1.14	1.21
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	0.96	0.75	0.63	0.52	0.44
EV/EBITDA ĐC (lần)	(362)	31.6	21.3	16.8	13.1
P/E (lần)	N/a	73.7	39.5	27.4	20.1
P/E ĐC (lần)	N/a	73.7	39.5	27.4	20.1
P/B (lần)	14.6	12.2	9.61	7.42	5.69
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0.29	0.58	0.87

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

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.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC 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 đến 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 5 & 6, Tòa nhà AB  
 76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
 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