

## Bán lẻ hàng công nghệ: Các doanh nghiệp lớn có vị thế tốt; DGW & 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

- HSC kỳ vọng thị trường hàng công nghệ tiêu dùng sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực - khoảng 12% trong năm 2026 và tăng ở mức cao một chữ số trong các năm 2027-2028, được hỗ trợ nhờ nhu cầu sản phẩm CNTT-TT và doanh thu hàng gia dụng nhỏ tăng lên.
- Các nhà bán lẻ quy mô lớn như MWG có vị thế thuận lợi để nắm bắt đà tăng trưởng này nhờ danh mục sản phẩm, dịch vụ và lợi thế hệ sinh thái mạnh, trong khi việc siết chặt quản lý thuế có thể tiếp tục làm giảm lợi thế về giá của các nhà bán lẻ nhỏ hơn.
- Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DGW lên Mua vào với giá mục tiêu 59.000đ (không đổi; tiềm năng tăng giá 37%) sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh, đồng thời duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MWG với tiềm năng tăng giá 34% tại giá mục tiêu mới 108.200đ. Chúng tôi cũng duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với FRT với giá mục tiêu điều chỉnh tăng nhẹ.

### KQKD hàng công nghệ tiêu dùng Q4/2025 tích cực, vượt tăng trưởng chung của ngành bán lẻ

Trong Q4/2025, ba doanh nghiệp ngành bán lẻ hàng công nghệ trong danh sách khuyến nghị của HSC gồm MWG, FRT và DGW ghi nhận KQKD tích cực, với lợi nhuận thuần tăng lần lượt 145%, 161% và 14% so với cùng kỳ, đều vượt dự báo của chúng tôi. Tính chung cả ba doanh nghiệp, doanh thu thuần tăng 27% so với cùng kỳ, vượt xa mức tăng trưởng doanh thu bán lẻ của Việt Nam là 8,4%.

### Thị trường hàng công nghệ tiêu dùng đang phục hồi; MWG là doanh nghiệp hưởng lợi hàng đầu

Doanh thu hàng công nghệ tiêu dùng trên toàn quốc tăng trưởng 12,4% đạt 221 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, phản ánh sự phục hồi sau hai năm suy yếu. Đà phục hồi thể hiện rõ nét hơn ở phân khúc công nghệ thông tin và truyền thông (CNTT-TT), với mức tăng trưởng 20,4% nhờ niềm tin của người tiêu dùng cải thiện, các doanh nghiệp lớn đẩy mạnh hoạt động bán hàng và marketing (trong đó công ty con Điện Máy Xanh (ĐMX) của MWG là một đơn vị dẫn đầu), chu kỳ nâng cấp Windows 11, nhu cầu đối với các sản phẩm tích hợp AI gia tăng và nhu cầu thay thế đối với các sản phẩm được mua trong giai đoạn COVID-19.

Thị phần của chuỗi ĐMX tăng 2,4 điểm phần trăm lên mức 45,3% trong năm 2025 và khoảng cách lợi nhuận giữa doanh nghiệp này và các đối thủ còn lại ở mức đáng kể. Nhờ quy mô lớn hơn và doanh thu HĐ tài chính cao hơn, ĐMX tiếp tục duy trì tỷ suất lợi nhuận thuần vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Trong thời gian tới, HSC kỳ vọng thị trường hàng công nghệ tiêu dùng sẽ tiếp tục tăng trưởng khoảng 12,2% trong năm 2026 và duy trì mức tăng trưởng một chữ số cao trong các năm 2027-2028, được hỗ trợ nhờ nhu cầu sản phẩm CNTT-TT và doanh thu hàng gia dụng nhỏ tăng lên. Các nhà bán lẻ quy mô lớn như MWG có vị thế thuận lợi để nắm bắt đà tăng trưởng này nhờ danh mục sản phẩm, dịch vụ và lợi thế hệ sinh thái mạnh, trong khi việc siết chặt quản lý thuế có thể tiếp tục làm giảm lợi thế về giá của các nhà bán lẻ nhỏ hơn.

### Mua vào MWG và DGW

HSC nâng khuyến nghị đối với DGW lên Mua vào với giá mục tiêu 59.000đ (không đổi; tiềm năng tăng giá 37%) sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh gần đây. Chúng tôi cũng duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MWG với tiềm năng tăng giá 34% tại giá mục tiêu mới 108.200đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với FRT với giá mục tiêu điều chỉnh tăng nhẹ.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/3.*

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
DGW	43,100	Mua vào	Tăng tỷ trọng	59,000	-	36.9	14.0	11.5	9.74	7.84	1.16	2.32
FRT	150,500	Tăng tỷ trọng	-	174,900	2.88	16.2	24.2	17.4	14.9	11.4	0	0
MWG	80,600	Mua vào	-	108,200	8.74	34.2	13.5	10.8	12.0	10.7	1.24	1.24

*Giá cổ phiếu tại ngày 16/3/2026.  
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

## Mục lục

<b>Các doanh nghiệp lớn nhiều khả năng tiếp tục gia tăng thị phần trong bối cảnh nhu cầu CNTT-TT phục hồi</b>	<b>3</b>
<b>KQKD Q4/2025: Tăng trưởng cao, vượt trội so với toàn ngành</b>	<b>3</b>
<b>Thị trường hàng công nghệ tiêu dùng đang phục hồi; MWG nổi lên là doanh nghiệp dẫn đầu rõ rệt</b>	<b>4</b>
<b>Kỳ vọng tăng trưởng ổn định trong ba năm tới</b>	<b>6</b>
<b>Dự báo lợi nhuận mới và khuyến nghị</b>	<b>7</b>
<b>Báo cáo thành phần</b>	
CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG)	9
CTCP Thế giới số (DGW)	17
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (FRT)	19

---

## Các doanh nghiệp lớn nhiều khả năng tiếp tục gia tăng thị phần trong bối cảnh nhu cầu CNTT-TT phục hồi

Thị trường hàng công nghệ tiêu dùng trong nước đã phục hồi trong năm 2025, tăng trưởng 12,4% sau hai năm suy yếu, chủ yếu nhờ sự phục hồi mạnh của nhu cầu CNTT-TT. MWG (thông qua ĐMX) tiếp tục gia tăng thị phần trong khi các nhà bán lẻ nhỏ hơn bị thu hẹp thị phần. Trong thời gian tới, HSC kỳ vọng thị trường hàng công nghệ tiêu dùng sẽ tiếp tục tăng trưởng – khoảng 12% trong năm 2026 và duy trì mức tăng trưởng một chữ số cao trong các năm 2027-2028, được hỗ trợ nhờ nhu cầu sản phẩm CNTT-TT và doanh thu hàng gia dụng nhỏ tăng lên. Các nhà bán lẻ quy mô lớn có vị thế vô cùng thuận lợi để nắm bắt đà tăng trưởng này nhờ danh mục sản phẩm, dịch vụ và lợi thế hệ sinh thái mạnh, trong khi việc siết chặt quản lý thuế có thể tiếp tục làm giảm lợi thế về giá của các nhà bán lẻ nhỏ hơn. HSC nâng khuyến nghị đối với DGW lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh gần đây và duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MWG (với giá mục tiêu điều chỉnh tăng 9%) và Tăng tỷ trọng đối với FRT.

### KQKD Q4/2025: Tăng trưởng cao, vượt trội so với toàn ngành

Trong Q4/2025, cả ba doanh nghiệp ngành bán lẻ trong danh sách khuyến nghị của HSC (MWG, FRT, DGW) ghi nhận KQKD ấn tượng, với lợi nhuận thuần tăng lần lượt 145%, 161% và 14% so với cùng kỳ, vượt dự báo của chúng tôi lần lượt 28%, 33% và 10%. Tính chung cả ba doanh nghiệp, doanh thu thuần tăng 27% so với cùng kỳ, vượt xa mức tăng trưởng doanh thu bán lẻ của Việt Nam là 8,4%, trong khi lợi nhuận thuần tăng mạnh 129% so với cùng kỳ.

Đáng chú ý, yếu tố bất ngờ đến từ mảng hàng công nghệ tiêu dùng của các doanh nghiệp này. Xét từng doanh nghiệp:

- Doanh thu thuần hợp nhất của MWG tăng 23,9% so với cùng kỳ đạt 42.850 tỷ đồng, cao hơn 4% so với dự báo của HSC, trong khi lợi nhuận thuần tăng mạnh 145% so với cùng kỳ đạt 2.070 tỷ đồng, vượt 28% so với dự báo. KQKD vượt dự báo chủ yếu nhờ chuỗi điện máy ĐMX với lợi nhuận thuần tăng 144% so với cùng kỳ đạt 1.810 tỷ đồng, vượt dự báo 27%. Lợi nhuận thuần của BHX đạt 293 tỷ đồng, tăng hơn 3 lần so với cùng kỳ và cũng vượt dự báo, tuy nhiên mức đóng góp vào lợi nhuận thuần của MWG vẫn còn khiêm tốn.
- FRT ghi nhận lợi nhuận thuần đạt 290 tỷ đồng (tăng 161% so với cùng kỳ), vượt 33% so với dự báo 218 tỷ đồng của HSC. KQKD vượt dự báo nhờ sự phục hồi mạnh hơn kỳ vọng tại chuỗi bán lẻ hàng công nghệ FPT Shop, với lợi nhuận thuần đạt 79 tỷ đồng, tăng gấp 6 lần so với cùng kỳ, cao hơn dự báo của chúng tôi (27 tỷ đồng), trong khi lợi nhuận của chuỗi Long Châu sát với dự báo.
- Lợi nhuận thuần của DGW tăng 14% so với cùng kỳ đạt 160 tỷ đồng, vượt 10% so với dự báo của HSC. Tăng trưởng ghi nhận trên diện rộng ở các dòng sản phẩm hàng công nghệ tiêu dùng. Nếu không tính đến khoản mục không thường xuyên 91 tỷ đồng để trích lập dự phòng giảm giá danh mục đầu tư chứng khoán trong Q4/2025, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi đạt 232 tỷ đồng, tăng 66% so với cùng kỳ. Tính chung cả năm 2025, doanh thu thuần tăng trưởng 21% đạt 26.632 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng trưởng 23% đạt 548 tỷ đồng, đều vượt nhẹ dự báo của HSC.

**Bảng 1: KQKD Q4/2025, các doanh nghiệp bán lẻ công nghệ trong phạm vi phân tích của HSC**

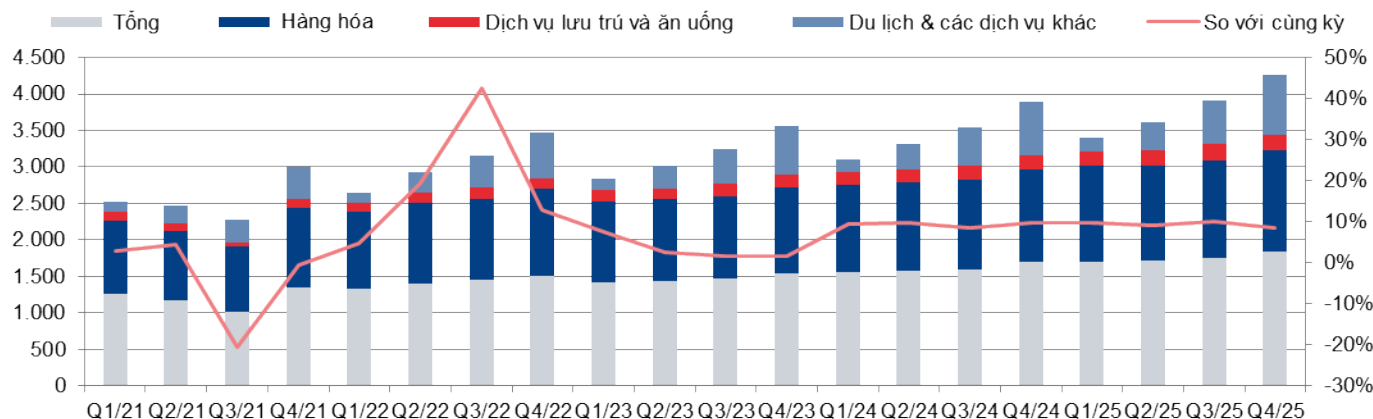
Doanh thu và lợi nhuận của cả 3 công ty đều tăng tích cực, vượt mạnh dự báo của chúng tôi

Tỷ đồng	Q4/24	Q3/25	Q4/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	Q4/25F	% dự báo của HSC	2024	2025	Tăng trưởng
<b>DGW</b>										
Doanh thu thuần	5,859	7,391	7,990	36%	8%	6,424	124%	22,078	26,632	21%
Lợi nhuận thuần	140	166	160	14%	-4%	145	110%	444	621	40%
<b>FRT</b>										
Doanh thu thuần	11,448	13,110	14,913	30%	14%	13,660	109%	40,104	51,083	27%
Lợi nhuận thuần	111	219	290	161%	32%	218	133%	318	795	150%
<b>MWG</b>										
Doanh thu thuần	34,574	39,853	42,850	24%	8%	41,373	104%	134,341	156,458	16%
Lợi nhuận thuần	847	1,771	2,072	145%	17%	1,614	128%	3,722	7,037	89%
<b>Tổng</b>										
Doanh thu thuần	<b>51,881</b>	<b>60,354</b>	<b>65,753</b>	<b>27%</b>	<b>9%</b>	<b>61,457</b>	<b>107%</b>	<b>196,524</b>	<b>234,172</b>	<b>19%</b>
Lợi nhuận thuần	<b>1,098</b>	<b>2,156</b>	<b>2,521</b>	<b>129%</b>	<b>17%</b>	<b>1,977</b>	<b>128%</b>	<b>4,483</b>	<b>8,452</b>	<b>89%</b>

Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

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

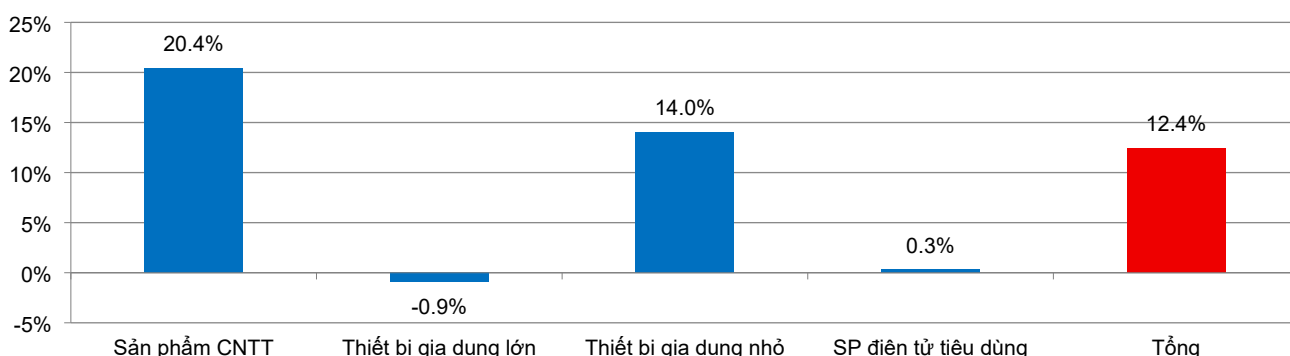
Trong Q4/2025, doanh thu bán lẻ của Việt Nam tăng 8,4% so với cùng kỳ. Trong đó, doanh thu bán lẻ hàng hóa, dịch vụ lưu trú - ăn uống và du lịch & dịch vụ lần lượt tăng 8,8%, 15,2% và 13,0% so với cùng kỳ



Nguồn: NSO

**Biểu đồ 3: Tăng trưởng doanh thu mảng sản phẩm công nghệ tiêu dùng năm 2025, Việt Nam**

Doanh thu tăng trưởng 12,4% trong năm 2025 nhờ mảng sản phẩm CNTT phục hồi mạnh mẽ và nhóm thiết bị gia dụng nhỏ tăng trưởng ổn định



Nguồn: HSC ước tính

### Thị trường hàng công nghệ tiêu dùng đang phục hồi; MWG nổi lên là doanh nghiệp dẫn đầu rõ rệt

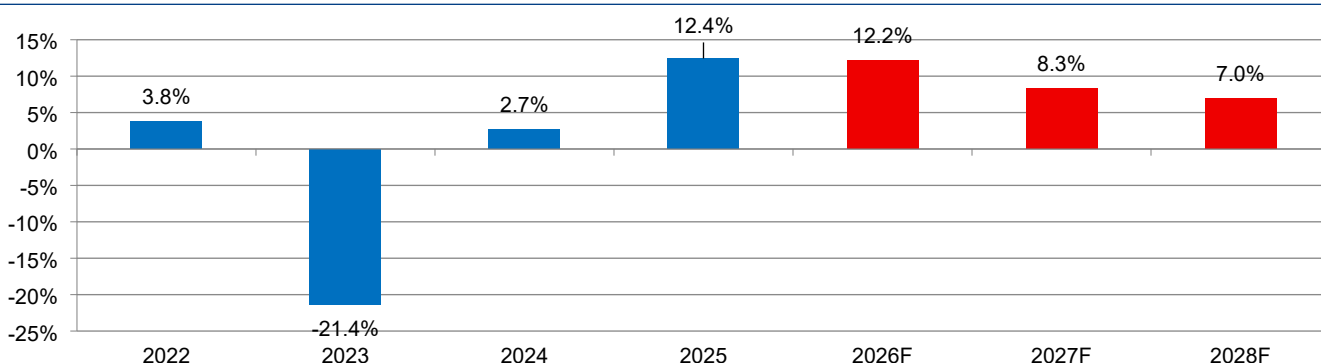
HSC ước tính trong năm 2025, doanh thu hàng công nghệ tiêu dùng tại Việt Nam tăng trưởng 12,4% đạt 221 nghìn tỷ đồng, phản ánh sự phục hồi sau hai năm suy yếu (so

với mức giảm 21,4% trong năm 2023 và chỉ tăng trưởng 2,7% trong năm 2024). Như thể hiện trong Biểu đồ 3, đà phục hồi thể hiện rõ nét hơn ở phân khúc CNTT-TT, với mức tăng trưởng 20,4% trong năm 2025 đạt 138 nghìn tỷ đồng (so với mức giảm 21,7% trong năm 2023 và chỉ tăng trưởng 0,2% trong năm 2024), trong khi phân khúc hàng gia dụng tăng trưởng nhẹ 1,3% đạt 83 nghìn tỷ đồng. Cụ thể:

- Đà phục hồi ban đầu của phân khúc CNTT-TT được hỗ trợ nhờ niềm tin của người tiêu dùng cải thiện, các doanh nghiệp lớn đẩy mạnh hoạt động bán hàng và marketing (đáng chú ý là chuỗi ĐMX với vai trò dẫn đầu thị trường), chu kỳ nâng cấp Windows 11, nhu cầu đối với các sản phẩm tích hợp AI gia tăng và nhu cầu thay thế đối với các sản phẩm được mua trong giai đoạn COVID-19.
- Trong phân khúc hàng gia dụng, doanh thu máy điều hòa suy yếu (giảm 13%) đã kéo giảm toàn bộ phân khúc, trong khi doanh thu hàng gia dụng nhỏ cải thiện ổn định khoảng 14% (so với mức tăng trưởng 4,4% trong năm 2024).

**Biểu đồ 4: Tăng trưởng doanh thu mảng công nghệ tiêu dùng hàng năm tại Việt Nam, thực tế và dự báo**

Chúng tôi dự báo tăng trưởng sẽ duy trì tích cực ở mức 12,2% trong năm 2026, chủ yếu nhờ nhu cầu mạnh mẽ đối với nhóm sản phẩm CNTT



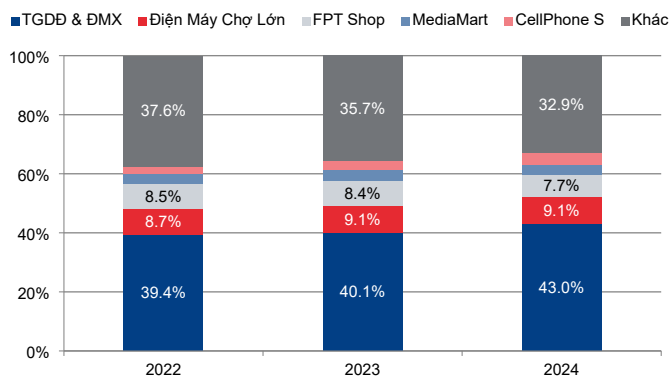
Nguồn: HSC ước tính

**Bối cảnh cạnh tranh**

HSC ước tính thị phần hàng công nghệ tiêu dùng của MWG tăng 2,4 điểm phần trăm lên mức 45,3% trong năm 2025 từ 43% trong năm 2024. Trong đó, thị phần điện thoại di động tăng lên 50% từ 47,1%, trong khi thị phần hàng gia dụng mở rộng lên 48,9% từ 45,6%.

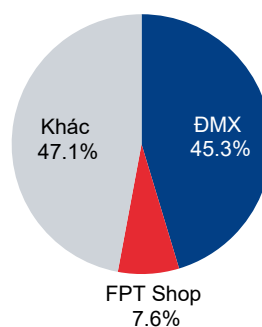
Điều này cho thấy các doanh nghiệp còn lại đã mất tổng cộng khoảng 2,4 điểm phần trăm thị phần trong năm. Trong số đó, doanh nghiệp đứng thứ ba là FRT ghi nhận thị phần giảm nhẹ 1 điểm phần trăm xuống 7,6% trong năm 2025 từ 7,7% trong năm 2024, do doanh thu trong 6 tháng đầu năm 2025 bị ảnh hưởng bởi việc đóng cửa nhiều cửa hàng trong quá trình tái cơ cấu.

**Biểu đồ 5: Thị phần mảng bán lẻ công nghệ tại Việt Nam DMX liên tục giành thêm thị phần kể từ năm 2023**



Nguồn: HSC ước tính

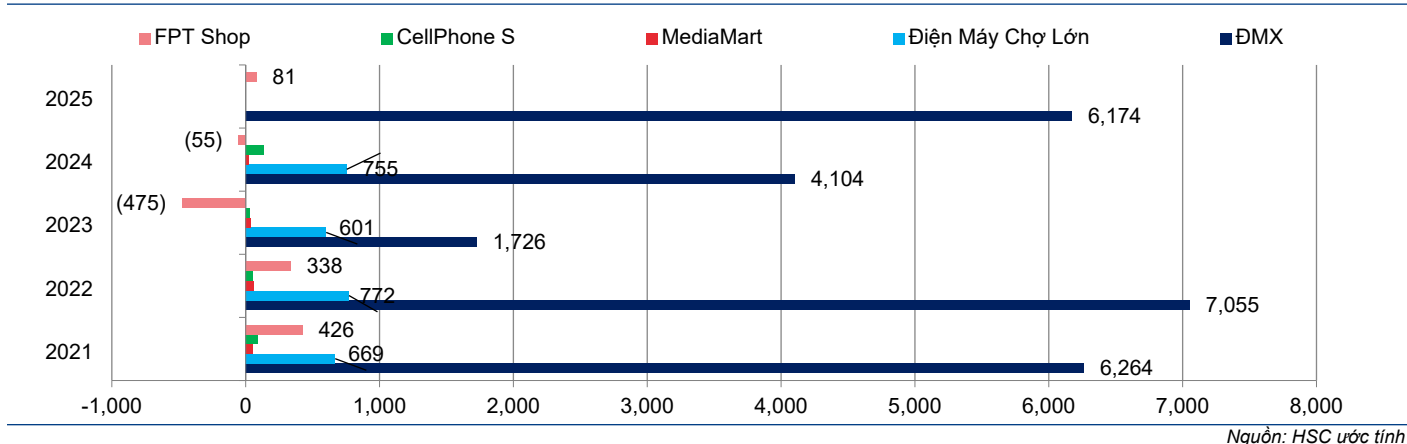
**Biểu đồ 6: Thị phần mảng bán lẻ công nghệ tại VN, năm 2025 DMX giành thêm 2,4 điểm phần trăm thị phần từ các đối thủ khác trong năm qua**



Nguồn: HSC ước tính

**Biểu đồ 7: Lợi nhuận thuần của nhóm 5 doanh nghiệp bán lẻ công nghệ hàng đầu Việt Nam (tỷ đồng)**

Lợi nhuận thuần của ĐMX có một khoảng chênh lệch lớn so với các công ty bán lẻ khác



Xét về khả năng sinh lời, trong năm 2025, lợi nhuận thuần tại cả chuỗi ĐMX và FPT Shop đều tăng trưởng mạnh nhờ sự phục hồi của thị trường và hiệu quả hoạt động kinh doanh cải thiện sau tái cơ cấu, mặc dù khoảng cách lợi nhuận giữa hai doanh nghiệp vẫn ở mức đáng kể (Biểu đồ 7). Nhờ quy mô lớn hơn và doanh thu HĐ tài chính cao hơn, chuỗi ĐMX tiếp tục duy trì tỷ suất lợi nhuận thuần vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành, ở mức 6% so với 0,5% của FPT Shop trong năm 2025. Trước đó, trong năm 2024, ĐMX cũng vượt trội so với doanh nghiệp đứng thứ hai là Điện Máy Chợ Lớn, với tỷ suất lợi nhuận thuần đạt 4,6% so với 4,2%.

### Kỳ vọng tăng trưởng ổn định trong ba năm tới

HSC kỳ vọng xu hướng tăng trưởng của ngành hàng công nghệ tiêu dùng sẽ tiếp tục trong năm 2026, với mức tăng trưởng thị trường dự báo đạt 12,2%, chủ yếu được hỗ trợ bởi sự phục hồi của nhu cầu CNTT-TT. Trong các năm 2027-2028, HSC kỳ vọng ngành sẽ duy trì mức tăng trưởng một chữ số cao, chủ yếu được thúc đẩy nhờ nhu cầu đối với hàng gia dụng nhỏ. Các nhà bán lẻ dẫn đầu như MWG (thông qua ĐMX) đã thành công trong việc tạo ra nhu cầu mới ở các ngành hàng mới nổi, tương tự như những gì đã đạt được ở các phân khúc như camera gia đình, loa karaoke di động và máy lọc nước trong vài năm qua, và HSC tin rằng xu hướng này sẽ tiếp tục duy trì.

Xét về cạnh tranh, HSC tin rằng MWG có thể tiếp tục gia tăng thị phần trong vài năm tới nhờ các yếu tố hỗ trợ chính như danh mục sản phẩm đa dạng (bao gồm các sản phẩm độc quyền), dịch vụ hậu mãi vượt trội và tiếp tục được mở rộng, các giải pháp tài chính, chương trình thu cũ đổi mới và nguồn doanh thu mới từ “Super App”.

Ngoài ra, khi thị trường ngày càng trở nên minh bạch và chuẩn hóa hơn nhờ các quy định thuế mới, các nhà bán lẻ nhỏ không còn duy trì được lợi thế về giá như trước, đặc biệt ở kênh online và đối với hàng xách tay.

**Bảng 8: Dự báo cũ và mới, các doanh nghiệp bán lẻ công nghệ trong phạm vi phân tích của HSC**

Tỷ đồng	2026F				2027F				2028F	
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo lần đầu	Tăng trưởng
<b>DGW</b>										
Doanh thu thuần	28,839	31,514	9%	18%	31,867	35,964	13%	14%	40,366	12%
Lợi nhuận thuần	651	683	5%	25%	784	832	6%	22%	1,013	22%
<b>FRT</b>										
Doanh thu thuần	58,330	62,471	7%	22%	65,084	72,293	11%	16%	81,395	13%
Lợi nhuận thuần	1033	1,060	3%	33%	1324	1,472	11%	39%	2,085	42%
<b>MWG</b>										
Doanh thu thuần	179,610	189,125	5%	21%	218,937	218,937	0%	16%	249,940	14%
Lợi nhuận thuần	7,958	8,861	11%	26%	9,949	11,116	12%	25%	13,191	19%
<b>Tổng</b>										
Doanh thu thuần	266,779	283,110	6%	44%	315,888	327,194	4%	16%	371,701	14%
Lợi nhuận thuần	9,642	10,604	10%	137%	12,057	13,420	11%	27%	16,289	21%

*Nguồn: HSC ước tính*

**Bảng 9: Định giá và khuyến nghị, các doanh nghiệp bán lẻ công nghệ trong phạm vi phân tích của HSC**

Ở mức định giá hiện tại, DGW và MWG là các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

Công ty	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá	P/E 2026F	P/E trượt dự phóng 1 năm	P/E trượt dự phóng bình quân 3 năm	Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân	CAGR 3 năm của lợi nhuận thuần
DGW	Mua vào	59,000	37%	14.0	13.4	17.4	(1.2)	23%
FRT	Tăng tỷ trọng	174,900	16%	24.2	23.4	32.8	(1.1)	38%
MWG	Mua vào	108,200	34%	13.5	13.2	16.3	(0.5)	23%
<b>Bình quân</b>			<b>29%</b>	<b>17.2</b>	<b>16.7</b>	<b>22.2</b>	<b>(0.9)</b>	<b>28%</b>

Nguồn: HSC ước tính

### Dự báo lợi nhuận mới và khuyến nghị

#### DGW: Nâng khuyến nghị lên Mua vào sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh; tiềm năng tăng giá 37%

HSC kỳ vọng tất cả các mảng kinh doanh cốt lõi đều tăng trưởng mạnh. Mảng thiết bị văn phòng và máy tính xách tay & máy tính bảng dự kiến tiếp tục được hưởng lợi từ nhu cầu tăng nhờ AI, trong khi mảng hàng gia dụng được hỗ trợ nhờ các thương hiệu và sản phẩm mới. Chúng tôi tiếp tục ưa thích DGW nhờ vị thế thuận lợi trong thị trường CNTT-TT tại Việt Nam, khi công ty vẫn là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi chính từ xu hướng tiêu dùng hàng công nghệ đang gia tăng. HSC duy trì dự báo cho giai đoạn 2026-2028 đối với DGW; theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 23%.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 15% trong 1 tháng qua, DGW đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,4 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 2/2023 ở mức 17,4 lần, theo chúng tôi đây là mức định giá hấp dẫn. Kết hợp với triển vọng lợi nhuận không thay đổi, HSC nâng khuyến nghị đối với DGW lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu giữ nguyên ở mức 59.000đ, tương đương tiềm năng tăng giá 37%.

#### MWG: Tăng 9% giá mục tiêu, duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 34%

Nhờ điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận đối với cả ĐMX và mảng bách hóa BHX, HSC nâng bình quân 12% dự báo lợi nhuận thuần của MWG cho giai đoạn 2026-2027 và tăng 9% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 108.200đ, đồng thời duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 34%.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 1 tháng qua và 2% trong 3 tháng qua, MWG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,2 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 3/2023 ở mức 16,3 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E năm 2026 ở mức 13,5 lần, thấp hơn 18% so với bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và khu vực (loại trừ MWG) là 16,5 lần. Xét trên cả hai góc độ, chúng tôi cho rằng cổ phiếu đang có định giá hấp dẫn.

**Bảng 10: Diễn biến giá cổ phiếu, các doanh nghiệp bán lẻ công nghệ trong phạm vi phân tích của HSC**

Giá cổ phiếu đã giảm bình quân 13,1% trong 1 tháng qua

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
DGW	-14.7%	7.0%	8.6%
FRT	-11.5%	5.5%	4.5%
MWG	-13.1%	-1.7%	32.9%
<b>Bình quân</b>	<b>-13.1%</b>	<b>3.6%</b>	<b>15.3%</b>
<b>VN Index</b>			

Nguồn: HSC ước tính

#### FRT: Dự báo mới cho thấy CAGR 3 năm đạt 38%; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

HSC kỳ vọng FRT sẽ duy trì tăng trưởng lợi nhuận ở mức hai chữ số cao trong ba năm tới, chủ yếu được thúc đẩy bởi đà tăng trưởng mạnh của chuỗi nhà thuốc Long Châu. Tăng trưởng lợi nhuận dự kiến được hỗ trợ nhờ doanh thu bình quân mỗi cửa hàng tăng, việc Công ty tiếp tục mở rộng mạng lưới với thời gian hòa vốn nhanh cho các cửa hàng mới, và đòn bẩy hoạt động tốt hơn khi chi phí cố định được phân bổ hiệu quả hơn. Ngoài ra, việc siết chặt quản lý thuế đối với các hộ kinh doanh nhà

thuốc từ năm 2026 có thể thúc đẩy quá trình tập trung hóa của ngành, trong khi đà phục hồi của nhu cầu CNTT-TT sẽ hỗ trợ sự phục hồi của FPT Shop. HSC tăng bình quân 7% dự báo cho các năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028; theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 38%. Chúng tôi tăng 3% giá mục tiêu lên 174.900đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 1 tháng qua nhưng tăng 6% trong 3 tháng qua, FRT đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 23,4 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 32,8 lần. Như thường lệ, FRT vẫn giao dịch ở mức định giá cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và khu vực.

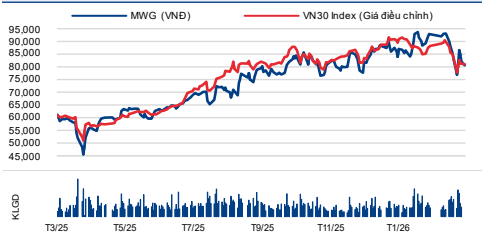
**Mua vào (giữ nguyên)**

Giá mục tiêu: VNĐ108,200 (từ VNĐ99,500)  
 Tiềm năng tăng/giảm: 34.2%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (16/3/2026)</b>	<b>80,600</b>
Mã Bloomberg	MWG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	45,593-93,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	82,400
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	118,355
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,502
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,468
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	720
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1.87
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	49.0%
Tỷ lệ freefloat	60.6%
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	(13.1)	(1.71)	32.9
So với chỉ số	(5.38)	1.31	(0.49)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	5,983	5,501	8.8
2027F	7,486	6,471	15.7
2028F	8,843	8,010	10.4

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.

**Chuyên viên phân tích**

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

**Tiềm năng tăng giá 34% tại giá mục tiêu mới cao hơn; duy trì khuyến nghị Mua vào**

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 9% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 108.200đ sau khi điều chỉnh tăng định giá các mảng kinh doanh.
- Chúng tôi tăng bình quân 12% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027 nhờ kỳ vọng cao hơn đối với cả chuỗi ĐMX và BHX. Dự báo mới của chúng tôi, bao gồm cả dự báo lần đầu cho năm 2028, cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 23%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 1 tháng qua, MWG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,2 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 3/2023 ở mức 16,3 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E năm 2026 ở mức 13,5 lần, thấp hơn 18% so với bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành là 16,5 lần. Xét trên cả hai hệ số, chúng tôi cho rằng cổ phiếu đang có định giá hấp dẫn.

**Sự kiện: Đánh giá triển vọng**

HSC cho rằng triển vọng lợi nhuận của MWG trong ba năm tới vẫn duy trì tích cực. Chúng tôi kỳ vọng công ty con mảng điện máy Điện Máy Xanh (ĐMX) sẽ duy trì mức tăng trưởng trên 10%, được hỗ trợ nhờ sự phục hồi của nhu cầu CNTT-TT, doanh thu hàng gia dụng nhỏ tăng và thị phần tiếp tục gia tăng. Trong khi đó, tại chuỗi Bách Hóa Xanh (BHX), chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí hoạt động/doanh thu sẽ tiếp tục giảm trong giai đoạn 2026-2028, qua đó thúc đẩy cải thiện đáng kể tỷ suất lợi nhuận thuần và lợi nhuận thuần.

**Tác động: Tăng bình quân 12% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027**

HSC điều chỉnh tăng đáng kể dự báo đối với ĐMX và BHX; theo đó, chúng tôi tăng bình quân 5% dự báo doanh thu thuần và 12% dự báo lợi nhuận thuần của MWG cho giai đoạn 2026-2027. Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần đạt 8.861 tỷ đồng (tăng trưởng 26%) trong năm nay, tăng trưởng 25% đạt 11.116 tỷ đồng trong năm 2027; đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần đạt 13.191 tỷ đồng, tăng trưởng 19%.

Dự báo mới của chúng tôi cho giai đoạn 2026-2028 – tương đối cao hơn so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 23%.

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 1 tháng qua và 2% trong 3 tháng qua, MWG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,2 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 3/2023 ở mức 16,3 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E năm 2026 ở mức 13,5 lần, thấp hơn 18% so với bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành là 16,5 lần. Xét trên cả hai hệ số, HSC cho rằng cổ phiếu đang có định giá hấp dẫn.

HSC tăng 9% giá mục tiêu lên 108.200đ nhờ tăng 9% định giá chuỗi TGDD & ĐMX và tăng 10% định giá BHX. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MWG với tiềm năng tăng giá 34% tại giá mục tiêu mới.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	6,997	8,969	11,871 ▲	13,470 ▲	15,443
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	3,722	7,037	8,826 ▲	11,149 ▲	13,301
EPS ĐC (đồng)	2,546	4,936	5,983 ▲	7,486 ▲	8,843
DPS (đồng)	500	1,000	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	18,993	22,203	27,214	33,501 ▲	41,030
EV/EBITDA ĐC (lần)	20.0	16.0	12.0	10.7	9.47
P/E ĐC (lần)	31.7	16.3	13.5	10.8	9.11
Lợi suất cổ tức (%)	0.62	1.24	1.24	1.24	1.24
P/B (lần)	4.24	3.63	2.96	2.41	1.96
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	2,121	93.9	21.2	25.1	18.1
ROAE (%)	14.6	23.3	24.3	24.7	23.8

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

## Tăng dự báo và giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Mua vào

Triển vọng lợi nhuận của MWG trong ba năm tới vẫn duy trì tích cực, được hỗ trợ nhờ sự tăng trưởng ổn định của ngành hàng công nghệ tiêu dùng, thị phần tiếp tục gia tăng tại ĐMX và khả năng sinh lời cải thiện tại BHX. Nhờ điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận đối với cả ĐMX và BHX, HSC tăng bình quân 12% dự báo lợi nhuận thuần của MWG cho các năm 2026-2027 và tăng 9% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 108.200đ, đồng thời duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 34%. So với bình quân quá khứ và bình quân P/E của các doanh nghiệp cùng ngành, cổ phiếu đang có định giá hấp dẫn.

### Triển vọng tích cực của ĐMX và sự cải thiện tỷ suất lợi nhuận của BHX thúc đẩy giai đoạn tăng trưởng tiếp theo

#### Chuỗi ĐMX: Sự phục hồi của nhu cầu và thị phần gia tăng sẽ hỗ trợ tăng trưởng

Trong năm 2025, ngành hàng công nghệ tiêu dùng tăng trưởng 12,5%, phản ánh sự phục hồi sau hai năm suy yếu. HSC kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục trong năm 2026 với dự báo ngành tăng trưởng 12,2% trong năm nay. Trong các năm 2027 và 2028, chúng tôi kỳ vọng ngành sẽ duy trì mức tăng trưởng một chữ số cao, được thúc đẩy nhờ nhu cầu đối với hàng gia dụng nhỏ.

HSC cũng tin rằng ĐMX có thể tiếp tục giành thêm thị phần trong vài năm tới nhờ các yếu tố hỗ trợ chính như danh mục sản phẩm đa dạng (bao gồm các sản phẩm độc quyền), dịch vụ hậu mãi vượt trội và tiếp tục được mở rộng, các giải pháp tài chính, chương trình thu cũ đổi mới và nguồn doanh thu mới từ “Super App”. Sự chuyển dịch này giúp ĐMX khai thác giá trị từ “sự an tâm” và trải nghiệm khách hàng, qua đó củng cố mức độ gắn kết của khách hàng và tạo ra các dòng doanh thu định kỳ ít phụ thuộc hơn vào chu kỳ thay thế sản phẩm.

Ngoài ra, khi thị trường ngày càng trở nên minh bạch và chuẩn hóa hơn nhờ các quy định thuế mới, các nhà bán lẻ nhỏ không còn duy trì được lợi thế về giá như trước, đặc biệt ở kênh online và đối với hàng xách tay.

#### Thông tin IPO

Đợt IPO của ĐMX dự kiến sẽ hoàn tất trong năm nay với khối lượng chào bán tối đa 179,5 triệu cổ phiếu (tương đương 16,29% số cổ phiếu đang lưu hành) nhằm tăng vốn điều lệ lên 12,8 nghìn tỷ đồng. Mặc dù giá IPO chưa được chốt, định giá có thể dao động trong khoảng P/E năm 2026 là 13-14 lần, tương ứng số tiền huy động tối đa khoảng 15,6-16,8 tỷ đồng, dựa trên kế hoạch lợi nhuận thuần năm 2026 của Công ty là 7.350 tỷ đồng. Số tiền thu được sẽ được sử dụng để thanh toán các khoản nợ ngắn hạn.

#### Chuỗi BHX: Cải thiện đáng kể hiệu quả hoạt động giúp nâng tỷ suất lợi nhuận thuần

Trong năm 2025, tỷ lệ chi phí hoạt động/doanh thu của BHX giảm mạnh xuống mức 22,8% từ 25,1% trong năm 2024, do chi phí logistics, thuê mặt bằng, khấu hao, các chi phí bán hàng khác và chi phí quản lý doanh nghiệp tính trên doanh thu đều giảm, được hỗ trợ nhờ doanh thu tăng trưởng mạnh và hiệu quả hoạt động cải thiện liên tục. Việc mở rộng nhanh mạng lưới cửa hàng không làm suy giảm đáng kể tỷ suất lợi nhuận do chuỗi đường như đã tìm được mô hình hoạt động hiệu quả tại khu vực miền Trung mới, với các cửa hàng mới thường đạt điểm hòa vốn trong vòng 3-6 tháng.

HSC kỳ vọng tỷ lệ chi phí hoạt động/doanh thu sẽ tiếp tục giảm trong giai đoạn 2026-2028, qua đó thúc đẩy cải thiện đáng kể tỷ suất lợi nhuận thuần cũng như lợi nhuận thuần.

### Dự báo mới cho các năm 2026-2027: Tăng bình quân 12% dự báo lợi nhuận thuần

HSC điều chỉnh tăng đáng kể dự báo đối với chuỗi ĐMX và BHX; theo đó, chúng tôi tăng bình quân 5% dự báo doanh thu thuần và tăng bình quân 12% dự báo lợi nhuận thuần của MWG cho các năm 2026-2027. Trong năm 2026, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 8.861 tỷ đồng (tăng trưởng 26%). Trong năm 2027, chúng tôi ước tính lợi nhuận thuần đạt 11.116 tỷ đồng (tăng trưởng 25%). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần đạt 13.191 tỷ đồng (tăng trưởng 19%).

Dự báo mới của chúng tôi cho giai đoạn 2026-2028 – tương đối cao hơn so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 23%.

**Bảng 11: Dự báo cũ và mới, MWG**

Chúng tôi tăng bình quân 12% dự báo lợi nhuận thuần, tương đương tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2025-28 là 23%

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh	
		2025F	2026F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	156,458	179,610	207,305	189,125	218,937	249,940	5%	6%
Tăng trưởng	16%	16%	15%	21%	16%	14%		
Lợi nhuận thuần	7,037	7,958	9,949	8,861	11,116	13,191	11%	12%
Tăng trưởng	89%	21%	25%	26%	25%	19%		
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.5%	4.4%	4.8%	4.7%	5.1%	5.3%	0.3%	0.3%

*Nguồn: HSC ước tính*
**Bảng 12: Dự báo cũ và mới, ĐMX**

HSC nâng bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần, tương đương tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2025-28 là 18%

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh	
		2025F	2026F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	107,219	117,351	127,853	123,721	135,919	148,144	5%	6%
Tăng trưởng	18%	10%	9%	15%	10%	9%		
Lợi nhuận thuần	6,169	6,893	7,887	7,550	8,720	10,249	10%	11%
Tăng trưởng	50%	15%	14%	22%	15%	18%		
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.8%	5.9%	6.2%	6.1%	6.4%	6.9%	0.2%	0.2%

*Nguồn: HSC ước tính*

### Chuỗi ĐMX: Tăng bình quân 6% dự báo doanh thu thuần và 10% dự báo lợi nhuận thuần

HSC tăng bình quân 6% & 10% dự báo doanh thu thuần & lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 cho chuỗi ĐMX và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028; theo đó, doanh thu thuần & lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2025-2028 đạt lần lượt 11% và 18%. Các thay đổi chính trong giả định bao gồm:

- **Kỳ vọng tăng trưởng ngành mạnh hơn:** Dựa trên thông tin mới, HSC hiện ước tính quy mô thị trường trong năm 2025 đạt 221 nghìn tỷ đồng, cao hơn 15% so với ước tính trước đó là 196 nghìn tỷ đồng. Trong năm 2026, chúng tôi dự báo ngành hàng công nghệ tiêu dùng tăng trưởng 12,2% đạt 248 nghìn tỷ đồng (so với mức tăng trưởng 10% và quy mô 211 nghìn tỷ đồng trước đó). Theo đó, quy mô thị trường trong các năm 2027-2028 được điều chỉnh tăng 17%.
- **Thị phần dự báo tiếp tục gia tăng trong các năm 2026-2027:** HSC dự báo thị phần của chuỗi ĐMX sẽ tăng thêm 1,4 điểm phần trăm trong năm 2026 và 0,6 điểm phần trăm trong năm 2027.
- **Tỷ suất lợi nhuận HSKD được điều chỉnh tăng** bình quân 0,6 điểm phần trăm, chủ yếu nhờ tỷ lệ chi phí hoạt động/doanh thu giảm, khi các biện pháp giảm chi phí thông qua tự động hóa, ứng dụng AI... trong năm 2025 hiệu quả hơn so với kỳ vọng của chúng tôi.

### Chuỗi BHX: Tăng bình quân 59% dự báo lợi nhuận thuần

HSC tăng bình quân 6% và 59% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần của BHX cho các năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Trong các năm 2026 và 2027, chúng tôi kỳ vọng BHX sẽ ghi nhận lợi nhuận thuần lần lượt 1.729 tỷ

đồng và 2.919 tỷ đồng, đóng góp lần lượt 20% và 26% vào lợi nhuận thuần của MWG. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 68%.

Các thay đổi trong các giả định chính của chúng tôi bao gồm:

- **Tăng 25% số lượng cửa hàng mở mới trong năm 2026 lên 1.000 cửa hàng**, dự kiến đạt 3.559 cửa hàng vào cuối năm. Chúng tôi giữ nguyên dự báo mở mới 1.000 cửa hàng trong năm 2027 và 1.000 cửa hàng trong năm 2028.
- **Giảm bình quân 3% doanh thu mỗi cửa hàng** dựa trên KQKD gần đây và kế hoạch mở mới cửa hàng quyết liệt hơn, với giả định rằng phần lớn các cửa hàng mới sẽ có doanh thu thấp hơn so với các cửa hàng được mở từ năm 2024 trở về trước.
- **Tăng bình quân 1 điểm phần trăm tỷ suất lợi nhuận thuần** nhờ tỷ lệ chi phí hoạt động/doanh thu giảm, chủ yếu ở chi phí khấu hao, thuê mặt bằng và chi phí quản lý doanh nghiệp.

**Bảng 13: Dự báo cũ và mới, BHX**

HSC nâng bình quân 59% giả định lợi nhuận thuần, tương đương tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2025-28 là 68%

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh	
		2025F	2026F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	46,899	59,302	75,519	62,851	79,539	97,313	6%	5%
Tăng trưởng	14%	27%	27%	34%	27%	22%		
Lợi nhuận thuần	750	1,047	1,910	1,729	2,918	3,565	65%	53%
Tăng trưởng	672%	53%	82%	131%	69%	22%		
Tỷ suất lợi nhuận thuần	1.6%	1.8%	2.5%	2.8%	3.7%	3.7%	1.0%	1.1%

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 14: Các giả định, BHX**

Chúng tôi giả định số lượng cửa hàng mở mới năm 2026 là 1000 (tăng so với giả định trước đó là 800) nhưng hạ giả định doanh thu trên mỗi cửa hàng

	2025	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh	
		2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
Số lượng cửa hàng mở mới	789	800	1,000	1,000	1,000	1,000	25.0%	0.0%
Số lượng cửa hàng cuối năm	2,559	3,270	4,270	3,559	4,559	5,559	8.8%	6.8%
Tăng trưởng doanh thu / cửa hàng cũ	-4.1%	2.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	0.0%	-1.0%
Doanh thu / cửa hàng (tỷ đồng/tháng)	1.72	1.64	1.60	1.62	1.54	1.51	-1.3%	-3.7%
Tăng trưởng	-11%	-11%	-11%	-6%	-6%	-6%		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	24.0%	24.2%	24.2%	24.1%	24.2%	24.3%	-0.1%	0.0%
Chi phí HĐ / doanh thu	22.4%	22.4%	21.4%	21.3%	20.2%	20.4%	-1.1%	-1.2%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	1.6%	1.8%	2.5%	2.8%	3.7%	3.7%	1.0%	1.1%

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 15: Dự báo cũ và mới, An Khang**

Các dự báo của chúng tôi gần như không đổi

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh	
		2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	2,165	2,956	3,934	2,991	3,953	4,992	1%	0%
Tăng trưởng	-5%	35%	33%	38%	32%	26%		
Lợi nhuận/(lỗ) thuần	(113)	(39)	40	(44)	20	80	14%	-51%
Tăng trưởng	-68%	-62%	-204%	-61%	-145%	301%		
Tỷ suất lợi nhuận thuần	-5.2%	-1.3%	1.0%	-1.5%	0.5%	1.6%	-0.2%	-0.5%

Nguồn: HSC ước tính

## Tăng giá mục tiêu lên 108.200đ; duy trì khuyến nghị Mua vào

### Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 9% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 108.200đ, nhờ tăng 9% định giá DMX và tăng 10% định giá BHX. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 34%. Đối với chuỗi DMX, do chưa có thông tin chi tiết về giá IPO, chúng tôi sử dụng định giá trước phát hành làm giá trị hợp lý của công ty con này.

Giả định WACC không thay đổi ở mức 11,5%, mặc dù chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ beta xuống 1,1, tăng chi phí nợ lên 6,1% (từ 4,0% trước đó) để phản ánh lãi suất vay cao hơn, và tăng tỷ trọng vốn CSH lên 80% (từ 77% trước đó).

Các tính toán và giả định bổ sung được trình bày trong Bảng 16-24.

**Bảng 16: Định giá SOTP, MWG**

Chúng tôi nâng 9% giá mục tiêu lên 108.200đ/cp

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị vốn CSH	Tỷ lệ sở hữu của MWG	Đóng góp vào MWG	P/E 2026 tại giá mục tiêu	P/E 2027 tại giá mục tiêu
DMX	DCF	113,366	98.94%	112,165	15.0	13.0
BHX	DCF	46,188	94.94%	43,852	26.7	15.8
An Khang	P/S	2,794	99.99%	2,794	N/m	140.0
<b>MWG</b>				<b>158,810</b>	<b>18.1</b>	<b>14.5</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				<b>1,468</b>		
<b>Giá mục tiêu của MWG</b>				<b>108,150</b>		

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 17: Điều chỉnh giả định giá trị vốn CSH (trên cơ sở MWG sở hữu 100%)**

Tỷ đồng	Cũ (T11/2025)	Mới	Điều chỉnh
DMX	104,441	113,366	9%
BHX	42,076	46,188	10%
An Khang	2,762	2,794	1%
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>99,500</b>	<b>108,200</b>	<b>9%</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 18: Giả định WACC, DMX và BHX**

Giả định WACC được giữ nguyên ở mức 11,5%

	Cũ	Mới
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	8.75%
Beta	1.1	1.1
<b>Chi phí vốn CSH</b>	<b>14.0%</b>	<b>13.2%</b>
Chi phí nợ	4.0%	6.1%
<b>Chi phí nợ sau thuế</b>	<b>3.2%</b>	<b>4.9%</b>
Tỷ trọng vốn CSH	77.0%	80.0%
Tỷ trọng nợ	23.0%	20.0%
<b>WACC</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 19: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DMX**

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu	107,219	121,891	133,615	145,332	156,349	166,776
EBIT	6,347	8,192	9,337	10,675	11,786	12,783
Trừ: Thuế	(1,518)	(1,874)	(2,157)	(2,527)	(2,868)	(3,199)
NOPLAT	4,829	6,318	7,180	8,148	8,917	9,584
Khấu hao	788	631	505	404	323	258
Thay đổi vốn lưu động	415	(933)	(563)	(454)	(312)	(190)
Chi phí đầu tư tài sản cố định	(58)	(73)	(73)	(73)	(73)	(73)
<b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp</b>	<b>5,974</b>	<b>5,942</b>	<b>7,049</b>	<b>8,025</b>	<b>8,855</b>	<b>9,579</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 20: Giá trị dài hạn, TGDD/DMX**

Tỷ đồng	Giá trị
Dòng tiền dài hạn	9,579
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%
WACC – tốc độ tăng trưởng dài hạn	8.5%
<b>Giá trị dài hạn</b>	<b>115,719</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 21: Giá trị của vốn CSH, TGDD/DMX**

Tỷ đồng	Giá trị (cuối 2026)
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do của DN	31,290
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	74,800
<b>Giá trị của doanh nghiệp</b>	<b>106,089</b>
Tiền/(nợ) thuần	7,277
<b>Giá trị của vốn CSH</b>	<b>113,366</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 22: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, BHX**

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu	46,899	62,851	79,539	97,313	114,923	131,866
EBIT	561	1,756	3,148	3,758	3,930	3,963
Trừ: Thuế	(180)	(432)	(729)	(891)	(980)	(1,061)
NOPLAT	382	1,324	2,419	2,867	2,949	2,903
Khấu hao	1,452	1,730	940	1,043	1,311	1,431
Thay đổi vốn lưu động	519	453	498	654	801	1,012
Chi phí đầu tư tài sản cố định	(870)	(1,391)	(1,411)	(1,431)	(1,451)	(1,471)
<b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp</b>	<b>1,482</b>	<b>2,117</b>	<b>2,445</b>	<b>3,133</b>	<b>3,610</b>	<b>3,874</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 23: Giá trị dài hạn, BHX**

Tỷ đồng	Giá trị
Dòng tiền dài hạn	3,874
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%
WACC – tốc độ tăng trưởng dài hạn	8.5%
<b>Giá trị dài hạn</b>	<b>46,803</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 24: Giá trị của vốn CSH, BHX**

Tỷ đồng	Giá trị (cuối 2026)
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do của DN	11,935
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	30,253
<b>Giá trị của doanh nghiệp</b>	<b>42,188</b>
Tiền/(nợ) thuần	4,000
<b>Giá trị của vốn CSH</b>	<b>46,188</b>

Nguồn: HSC ước tính

### Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 13% trong 1 tháng qua và 2% trong 3 tháng qua, MWG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,2 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 3/2023 ở mức 16,3 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E năm 2026 ở mức 13,5 lần, thấp hơn 18% so với bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành là 16,5 lần. Xét trên cả hai hệ số, HSC cho rằng cổ phiếu đang có định giá hấp dẫn.

**Biểu đồ 25: P/E trượt dự phóng 1 năm, MWG**

MWG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,2 lần...



Nguồn: HSC ước tính

**Biểu đồ 26: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, MWG**

...thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ tháng 3/2023 là 16,3 lần



Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 27: Định giá của các công ty cùng ngành**

MWG đang giao dịch với P/E năm 2026 là 13,5 lần, tương đương chiết khấu 18% so với bình quân 16,5 lần của các công ty cùng ngành

Công ty	Mã CP	Vốn hóa (triệu USD)	P/E		EV/EBITDA 2026	P/B 2026
			2026	2027		
CTCP Thế giới số	DGW VN	362	14.0	11.5	9.7	2.4
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	FRT VN	974	24.2	17.4	14.9	4.9
CTCP Tập đoàn Masan	MSN VN	4,063	23.6	15.7	11.8	2.9
Sumber Alfaria Trijaya Tbk PT	AMRT IJ	3,564	15.7	14.3	7.0	2.9
Central Retail Corp PCL	CRC TB	3,582	14.4	13.0	6.4	1.6
CP ALL PCL	CPALL TB	13,232	13.7	12.6	10.6	2.7
President Chain Store Corp	2912 TT	7,028	18.1	16.5	7.9	4.7
Sheng Siong Group Ltd	SSG SP	3,018	23.3	22.1	14.0	6.0
Com7 PCL	COM7 TB	1,771	13.0	12.0	9.4	4.3
Erajaya Swasembada Tbk PT	ERAA IJ	364	4.7	4.0	4.8	0.6
<b>Bình quân</b>		<b>3,796</b>	<b>16.5</b>	<b>13.9</b>	<b>9.6</b>	<b>3.3</b>
<b>CTCP Đầu tư Thế giới di động</b>	<b>MWG VN</b>	<b>4,502</b>	<b>13.5</b>	<b>10.8</b>	<b>12.0</b>	<b>3.0</b>

Nguồn: HSC ước tính, Bloomberg

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	134,341	156,458	189,125	218,937	249,940
Lợi nhuận gộp	27,499	30,294	36,495	42,614	49,291
Chi phí BH&QL	(23,416)	(23,215)	(27,053)	(30,613)	(35,319)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>4,084</b>	<b>7,078</b>	<b>9,441</b>	<b>12,001</b>	<b>13,972</b>
Lãi vay thuần	1,188	1,565	1,875	2,287	3,055
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(44.6)	24.4	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(401)	(31.0)	(90.0)	(90.0)	(90.0)
<b>LNTT</b>	<b>4,826</b>	<b>8,636</b>	<b>11,226</b>	<b>14,199</b>	<b>16,937</b>
Chi phí thuế TNDN	(1,092)	(1,561)	(2,313)	(2,904)	(3,457)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(11.4)	(38.9)	(86.6)	(146)	(179)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>3,722</b>	<b>7,037</b>	<b>8,826</b>	<b>11,149</b>	<b>13,301</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>3,722</b>	<b>7,037</b>	<b>8,826</b>	<b>11,149</b>	<b>13,301</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>6,997</b>	<b>8,969</b>	<b>11,871</b>	<b>13,470</b>	<b>15,443</b>
EPS (đồng)	2,546	4,800	5,983	7,486	8,843
EPS ĐC (đồng)	2,546	4,936	5,983	7,486	8,843
DPS (đồng)	500	1,000	1,000	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,462	1,466	1,475	1,489	1,504
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,461	1,468	1,476	1,491	1,505
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,461	1,468	1,476	1,491	1,505

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	4,897	5,000	6,036	5,407	5,091
Đầu tư ngắn hạn	29,324	33,874	40,874	49,874	60,874
Phải thu khách hàng	8,826	10,153	10,916	12,538	14,185
Hàng tồn kho	22,245	27,267	31,320	34,823	38,216
Các tài sản ngắn hạn khác	544	921	1,110	1,295	1,488
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>65,836</b>	<b>77,215</b>	<b>90,256</b>	<b>103,938</b>	<b>119,855</b>
TSCĐ hữu hình	3,523	2,540	1,247	1,293	1,356
TSCĐ vô hình	63.5	58.1	58.1	57.7	57.0
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	2,765	2,765	2,765	2,765
Đầu tư vào Cty LD,LK	242	371	371	371	371
Tài sản dài hạn khác	773	1,009	1,046	1,147	1,252
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>4,601</b>	<b>6,744</b>	<b>5,487</b>	<b>5,633</b>	<b>5,802</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>70,438</b>	<b>83,959</b>	<b>95,743</b>	<b>109,571</b>	<b>125,656</b>
Nợ ngắn hạn	27,300	29,931	29,931	29,931	29,931
Phả trả người bán	9,180	13,124	15,740	18,212	20,786
Nợ ngắn hạn khác	5,054	6,615	7,916	9,145	10,424
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>42,316</b>	<b>50,780</b>	<b>54,918</b>	<b>58,828</b>	<b>62,900</b>
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>42,316</b>	<b>50,780</b>	<b>54,918</b>	<b>58,828</b>	<b>62,900</b>
Vốn chủ sở hữu	27,758	32,604	40,162	49,935	61,769
Lợi ích cổ đông thiểu số	364	576	662	808	987
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>28,122</b>	<b>33,179</b>	<b>40,824</b>	<b>50,743</b>	<b>62,756</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>70,438</b>	<b>83,959</b>	<b>95,743</b>	<b>109,571</b>	<b>125,656</b>
BVPS (đ)	18,993	22,203	27,214	33,501	41,030
Nợ thuần*/(tiền mặt)	22,403	24,931	23,895	24,524	24,840

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	4,084	7,078	9,441	12,001	13,972
Khấu hao	(2,913)	(1,891)	(2,430)	(1,468)	(1,471)
Lãi vay thuần	1,188	1,565	1,875	2,287	3,055
Thuế TNDN đã nộp	(959)	(1,546)	(2,493)	(3,073)	(3,634)
Thay đổi vốn lưu động	3,224	(300)	(867)	(400)	(162)
Khác	(1,933)	(2,590)	(3,185)	(4,048)	(4,890)
<b>LCT thuần từ HĐKD</b>	<b>8,517</b>	<b>6,097</b>	<b>7,201</b>	<b>8,235</b>	<b>9,812</b>
Đầu tư TS dài hạn	(304)	(892)	(1,494)	(1,514)	(1,534)
Góp vốn & đầu tư	(52,159)	(57,063)	(7,000)	(10,000)	(12,000)
Thanh lý	38,344	48,784	0	0	0
Khác	2,376	2,510	3,731	3,994	4,761
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>(11,743)</b>	<b>(6,662)</b>	<b>(4,763)</b>	<b>(7,520)</b>	<b>(8,773)</b>
Cổ tức trả cho CSH	(731)	(1,478)	(1,476)	(1,491)	(1,505)
Thu từ phát hành CP	1,762	(532)	73.4	148	149
Tăng/giảm nợ	1,726	2,678	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>2,757</b>	<b>667</b>	<b>(1,402)</b>	<b>(1,343)</b>	<b>(1,356)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,366	4,897	5,000	6,036	5,407
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>(468)</b>	<b>103</b>	<b>1,036</b>	<b>(628)</b>	<b>(317)</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.10	0.06	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>4,897</b>	<b>5,000</b>	<b>6,036</b>	<b>5,407</b>	<b>5,091</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>8,214</b>	<b>5,204</b>	<b>5,707</b>	<b>6,721</b>	<b>8,278</b>

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	20.5	19.4	19.3	19.5	19.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	5.21	5.73	6.28	6.15	6.18
Tỷ suất LNT (%)	2.77	4.50	4.67	5.09	5.32
Thuế TNDN hiện hành (%)	22.6	18.1	20.6	20.5	20.4
Tăng trưởng doanh thu (%)	13.6	16.5	20.9	15.8	14.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	86.2	28.2	32.4	13.5	14.6
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	2,120	89.1	25.4	26.3	19.3
Tăng trưởng EPS (%)	2,121	88.6	24.6	25.1	18.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	2,121	93.9	21.2	25.1	18.1
Tăng trưởng DPS (%)	nm	100	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	19.6	20.8	16.7	13.4	11.3
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	14.6	23.3	24.3	24.7	23.8
ROACE (%)	14.2	23.1	25.5	26.2	24.6
Vòng quay tài sản (lần)	2.06	2.03	2.10	2.13	2.13
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	2.09	0.86	0.76	0.69	0.70
Số ngày tồn kho	76.0	78.9	74.9	72.1	69.5
Số ngày phải thu	30.2	29.4	26.1	26.0	25.8
Số ngày phải trả	31.4	38.0	37.6	37.7	37.8
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	81.0	77.1	60.1	49.7	40.8
Nợ/tài sản (%)	38.9	35.9	31.5	27.6	24.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	3.91	3.36	2.54	2.24	1.96
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.56	1.52	1.64	1.77	1.91
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	1.04	0.92	0.76	0.66	0.58
EV/EBITDA ĐC (lần)	20.0	16.0	12.0	10.7	9.47
P/E (lần)	31.7	16.8	13.5	10.8	9.11
P/E ĐC (lần)	31.7	16.3	13.5	10.8	9.11
P/B (lần)	4.24	3.63	2.96	2.41	1.96
Lợi suất cổ tức (%)	0.62	1.24	1.24	1.24	1.24

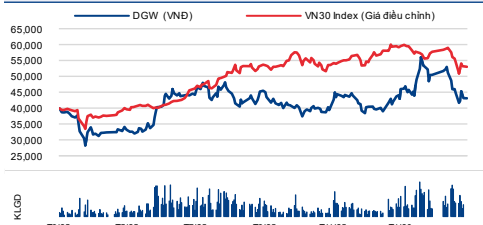
Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

**Mua vào** (từ Tăng tỷ trọng)  
Giá mục tiêu: VNĐ59,000 (giữ nguyên)  
Tiềm năng tăng/giảm: 36.9%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (16/3/2026)</b>	<b>43,100</b>
Mã Bloomberg	DGW VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	28,316-56,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	43,467
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	9,532
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	363
Slg CP lưu hành (tr.đv)	221
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	108
Slg CP NN được mua (tr.đv)	65.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	19.6%
Tỷ lệ freefloat	54.0%
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	(14.7)	6.95	8.59
So với chỉ số	(7.02)	10.2	(18.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

### HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,089	2,972	3.9
2027F	3,762	3,567	5.5
2028F	4,582	4,266	7.4

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.

### Chuyên viên phân tích

#### Trần Hương Mỹ

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

#### Huyền Phương Bảo Khánh

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

## Nâng khuyến nghị lên Mua vào sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh

- HSC nâng khuyến nghị đối với DGW lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) sau khi giá cổ phiếu giảm 15% trong 1 tháng qua do thị trường chung suy yếu, không phải do các yếu tố cơ bản của doanh nghiệp suy giảm.
- Trong giai đoạn đầu năm 2026, doanh thu vẫn tăng trưởng tích cực ở tất cả các mảng kinh doanh cốt lõi (thiết bị văn phòng, máy tính xách tay và hàng gia dụng). Chúng tôi duy trì dự báo cho giai đoạn 2026-2028 với lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 23%.
- DGW hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,4 lần, thấp hơn khoảng 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 17,4 lần. HSC nâng khuyến nghị đối với DGW lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 37% tại giá mục tiêu 59.000đ. Chúng tôi tiếp tục ưa thích DGW nhờ vị thế thuận lợi trong thị trường CNTT-TT tại Việt Nam.

### Sự kiện: Giá cổ phiếu điều chỉnh dù các yếu tố cơ bản không thay đổi

Trong hai tuần đầu tháng 3/2026, VN Index đã điều chỉnh khoảng 10%, một phần do tâm lý né tránh rủi ro lan rộng trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị leo thang giữa Mỹ và Iran. HSC nhấn mạnh rằng giá cổ phiếu DGW giảm dù không có thay đổi đáng kể nào trong triển vọng HKKD cốt lõi của Công ty, qua đó tạo ra điểm mua hấp dẫn hơn theo quan điểm của chúng tôi.

Đà tăng trưởng doanh thu của DGW được cho là vẫn duy trì tích cực. Doanh thu trong 5 ngày đầu tháng 3 tăng 50% so với cùng kỳ đạt 300 tỷ đồng; trước đó, KQKD tháng 2/2026 cũng tích cực với doanh thu đạt 2.200 tỷ đồng (tăng 20% so với cùng kỳ), được thúc đẩy bởi mảng điện thoại di động (tăng 21%) và máy tính xách tay (tăng 16%). Theo đó, doanh thu 2 tháng đầu năm 2026 đạt 5.300 tỷ đồng, tăng 54% so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi tăng trưởng trên diện rộng ở tất cả các mảng kinh doanh chính: máy tính xách tay, thiết bị văn phòng, hàng gia dụng và điện thoại di động.

Trong thời gian tới, HSC kỳ vọng tất cả các mảng kinh doanh cốt lõi đều tăng trưởng mạnh. Mảng thiết bị văn phòng, máy tính xách tay & máy tính bảng dự kiến tiếp tục được hưởng lợi khi nhu cầu tăng nhờ AI, trong khi mảng hàng gia dụng được hỗ trợ nhờ các thương hiệu và sản phẩm mới. Chúng tôi tiếp tục ưa thích DGW nhờ vị thế thuận lợi trong thị trường CNTT-TT tại Việt Nam, khi Công ty vẫn là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi chính từ xu hướng tiêu dùng hàng công nghệ đang gia tăng.

### Duy trì dự báo; lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 23%

HSC duy trì dự báo cho giai đoạn 2026-2028 đối với DGW; theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng 25% đạt 683 tỷ đồng trong năm nay và tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 23%.

### Nâng khuyến nghị lên Mua vào nhờ định giá hấp dẫn

Sau khi giá cổ phiếu giảm 15% trong 1 tháng qua, DGW đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,4 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 2/2023 ở mức 17,4 lần, theo HSC đây là mức định giá hấp dẫn và là cơ hội để nhà đầu tư mua vào cổ phiếu. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DGW lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu giữ nguyên ở mức 59.000đ, tương đương tiềm năng tăng giá 37%. Chi tiết về dự báo lợi nhuận và định giá được trình bày trong báo cáo doanh nghiệp 'Triển vọng tích cực hơn, mới chỉ phản ánh một phần vào giá' (ngày 27/2).

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	615	826	993	1,186	1,425
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	444	548	683	832	1,013
EPS ĐC (đồng)	2,003	2,477	3,089	3,762	4,582
DPS (đồng)	500	500	500	1,000	1,000
BVPS (đồng)	13,592	15,520	18,109	20,952	24,606
EV/EBITDA ĐC (lần)	17.1	12.9	9.74	7.84	6.04
P/E ĐC (lần)	21.5	17.4	14.0	11.5	9.41
Lợi suất cổ tức (%)	1.16	1.16	1.16	2.32	2.32
P/B (lần)	3.17	2.78	2.38	2.06	1.75
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	21.0	23.7	24.7	21.8	21.8
ROAE (%)	15.9	17.1	18.4	19.3	20.1

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

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)						Báo cáo LCTT (tỷ đồng)					
	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F		12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	22,078	26,632	31,514	35,964	40,366	EBIT	581	792	959	1,152	1,391
Lợi nhuận gộp	2,055	2,311	2,756	3,192	3,661	Khấu hao	(33.8)	(33.8)	(33.8)	(33.8)	(33.8)
Chi phí BH&QL	(1,529)	(1,593)	(1,885)	(2,140)	(2,382)	Lãi vay thuần	(93.5)	(132)	(195)	(200)	(212)
Thu nhập khác	55.0	74.3	87.9	100	113	Thuế TNDN đã nộp	(121)	(184)	(172)	(209)	(255)
Chi phí khác	-	-	-	-	-	Thay đổi vốn lưu động	(565)	118	(297)	(297)	(153)
<b>EBIT</b>	<b>581</b>	<b>792</b>	<b>959</b>	<b>1,152</b>	<b>1,391</b>	Khác	53.0	(718)	663	(56.0)	(67.9)
Lãi vay thuần	(93.5)	(132)	(195)	(200)	(212)	<b>LCT thuần từ HKKD</b>	<b>(112)</b>	<b>(89.4)</b>	<b>992</b>	<b>423</b>	<b>737</b>
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	1.30	2.50	2.50	2.50	2.50	Đầu tư TS dài hạn	(45.2)	(0.79)	(8.23)	(8.81)	(9.43)
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-	Góp vốn & đầu tư	(220)	(94.6)	0	0	0
LN không thường xuyên	79.6	26.1	95.3	95.3	95.3	Thanh lý	155	68.0	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>569</b>	<b>689</b>	<b>862</b>	<b>1,050</b>	<b>1,277</b>	Khác	48.3	60.0	145	158	171
Chi phí thuế TNDN	(120)	(134)	(172)	(209)	(255)	<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>(61.6)</b>	<b>32.6</b>	<b>137</b>	<b>150</b>	<b>162</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(4.67)	(7.12)	(7.25)	(8.20)	(9.05)	Cổ tức trả cho CSH	(83.5)	(110)	(111)	(223)	(225)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-	Thu từ phát hành CP	53.3	20.0	0	20.0	20.0
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>444</b>	<b>548</b>	<b>683</b>	<b>832</b>	<b>1,013</b>	Tăng/giảm nợ	160	481	410	323	81.3
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>444</b>	<b>548</b>	<b>683</b>	<b>832</b>	<b>1,013</b>	Khác	-	-	-	-	-
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>615</b>	<b>826</b>	<b>993</b>	<b>1,186</b>	<b>1,425</b>	<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>129</b>	<b>392</b>	<b>299</b>	<b>120</b>	<b>(124)</b>
EPS (đồng)	2,003	2,494	3,089	3,736	4,511	Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,450	1,407	1,742	3,171	3,864
EPS ĐC (đồng)	2,003	2,477	3,089	3,762	4,582	<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>(44.0)</b>	<b>335</b>	<b>1,429</b>	<b>693</b>	<b>775</b>
DPS (đồng)	500	500	500	1,000	1,000	Ảnh hưởng của tỷ giá	0.30	0.27	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	219	221	221	221	221	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>1,407</b>	<b>1,742</b>	<b>3,171</b>	<b>3,864</b>	<b>4,639</b>
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	219	221	221	221	221	<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(157)</b>	<b>(90.2)</b>	<b>984</b>	<b>415</b>	<b>728</b>
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	219	221	221	221	221						

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)						Các chỉ số tài chính					
	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F		12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	1,407	1,742	3,171	3,864	4,639	<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Đầu tư ngắn hạn	0	697	697	697	697	Tỷ suất LN gộp (%)	9.31	8.68	8.75	8.88	9.07
Phải thu khách hàng	2,383	3,223	3,751	4,173	4,562	Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	2.79	3.10	3.15	3.30	3.53
Hàng tồn kho	3,501	4,436	5,127	5,764	6,288	Tỷ suất LNT (%)	2.01	2.06	2.17	2.31	2.51
Các tài sản ngắn hạn khác	483	603	(10.8)	65.2	140	Thuế TNDN hiện hành (%)	21.2	19.5	19.9	20.0	20.0
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>7,774</b>	<b>10,701</b>	<b>12,735</b>	<b>14,562</b>	<b>16,326</b>	Tăng trưởng doanh thu (%)	17.3	20.6	18.3	14.1	12.2
TSCĐ hữu hình	67.0	55.9	56.3	56.4	56.1	Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	23.5	34.3	20.2	19.4	20.2
TSCĐ vô hình	105	71.0	69.2	67.2	65.0	Tăng trưởng LNT ĐC (%)	25.3	23.4	24.7	21.8	21.8
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0	Tăng trưởng EPS (%)	21.0	24.5	23.9	21.0	20.7
Đầu tư dài hạn	2.26	22.8	22.8	22.8	22.8	Tăng trưởng EPS ĐC (%)	21.0	23.7	24.7	21.8	21.8
Đầu tư vào Cty LD,LK	11.5	14.0	14.0	14.0	14.0	Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	100	0
Tài sản dài hạn khác	541	392	355	328	300	Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	25.0	20.0	16.2	26.8	22.2
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>726</b>	<b>556</b>	<b>517</b>	<b>488</b>	<b>458</b>						
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>8,500</b>	<b>11,257</b>	<b>13,253</b>	<b>15,050</b>	<b>16,784</b>	<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
Nợ ngắn hạn	2,487	2,899	3,309	3,632	3,714	ROAE (%)	15.9	17.1	18.4	19.3	20.1
Phả trả người bán	2,303	3,524	4,567	5,212	5,850	ROACE (%)	20.5	24.4	25.5	26.3	27.3
Nợ ngắn hạn khác	482	1,037	949	1,095	1,247	Vòng quay tài sản (lần)	2.76	2.70	2.57	2.54	2.54
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>5,483</b>	<b>7,780</b>	<b>9,196</b>	<b>10,356</b>	<b>11,273</b>	Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(0.19)	(0.11)	1.03	0.37	0.53
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0	Số ngày tồn kho	63.8	66.6	65.1	64.2	62.5
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	2.91	0	0	0	0	Số ngày phải thu	43.4	48.4	47.6	46.5	45.4
Nợ dài hạn khác	2.53	4.53	4.53	4.53	4.53	Số ngày phải trả	42.0	52.9	58.0	58.0	58.2
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>5.45</b>	<b>4.53</b>	<b>4.53</b>	<b>4.53</b>	<b>4.53</b>	<b>Cơ cấu vốn</b>					
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>5,488</b>	<b>7,784</b>	<b>9,200</b>	<b>10,361</b>	<b>11,278</b>	Nợ thuần*/VCSH (%)	41.6	41.8	11.7	3.10	(9.27)
Vốn chủ sở hữu	2,979	3,433	4,005	4,634	5,442	Nợ/tài sản (%)	31.1	28.2	27.4	26.6	24.6
Lợi ích cổ đông thiểu số	33.1	39.9	47.2	55.4	64.4	EBIT/lãi vay (lần)	6.22	6.01	4.93	5.75	6.57
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>3,012</b>	<b>3,472</b>	<b>4,052</b>	<b>4,689</b>	<b>5,507</b>	Nợ/EBITDA (lần)	4.30	3.85	3.66	3.38	2.90
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>8,500</b>	<b>11,257</b>	<b>13,253</b>	<b>15,050</b>	<b>16,784</b>	Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.42	1.38	1.38	1.41	1.45
BVPS (đ)	13,592	15,520	18,109	20,952	24,606	<b>Định giá</b>					
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,080	1,157	138	(231)	(925)	EV/doanh thu (lần)	0.48	0.40	0.31	0.26	0.21
						EV/EBITDA ĐC (lần)	17.1	12.9	9.74	7.84	6.04
						P/E (lần)	21.5	17.3	14.0	11.5	9.56
						P/E ĐC (lần)	21.5	17.4	14.0	11.5	9.41
						P/B (lần)	3.17	2.78	2.38	2.06	1.75
						Lợi suất cổ tức (%)	1.16	1.16	1.16	2.32	2.32

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

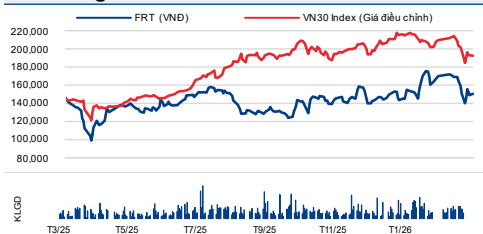
**Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)**

Giá mục tiêu: VNĐ174,900 (từ VNĐ170,000)  
Tiềm năng tăng/giảm: 16.2%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (16/3/2026)</b>	<b>150,500</b>
Mã Bloomberg	FRT VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	99,280-175,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	151,067
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	25,630
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	975
Slg CP lưu hành (tr.đv)	170
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	83.4
Slg CP NN được mua (tr.đv)	28.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	32.6%
Tỷ lệ freefloat	47.7%
Cổ đông lớn	Hãng 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	(11.5)	5.54	4.46
So với chỉ số	(3.56)	8.78	(21.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	6,224	5,921	5.1
2027F	8,644	7,493	15.4
2028F	12,244	8,759	39.8

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

FRT là nhà bán lẻ dược phẩm hàng đầu Việt Nam. Tại thời điểm cuối quý 4/2025, công ty có 2.417 nhà thuốc Long Châu và 623 cửa hàng điện thoại FPT Shop.

**Chuyên viên phân tích**

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

**CAGR 3 năm ở mức cao 38%; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng**

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với FRT nhưng tăng 3% giá mục tiêu lên 174.900đ sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận. Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ duy trì mức tăng trưởng trên 10% trong ba năm tới, được thúc đẩy nhờ chuỗi Long Châu.
- Chúng tôi tăng lần lượt 3% và 11% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026 và 2027. Dự báo mới của chúng tôi, bao gồm cả dự báo lần đầu cho năm 2028, cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 38%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 1 tháng qua, FRT đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 23,4 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân từ tháng 1/2024 ở mức 32,8 lần. Mặc dù vẫn có mức định giá cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành nhưng đây không phải là điều bất thường.

**Sự kiện: Đánh giá triển vọng và cập nhật mô hình**

HSC kỳ vọng FRT sẽ duy trì tăng trưởng lợi nhuận ở mức hai chữ số cao trong ba năm tới, chủ yếu được thúc đẩy bởi đà tăng trưởng mạnh của chuỗi nhà thuốc Long Châu. Tăng trưởng lợi nhuận dự kiến được hỗ trợ nhờ doanh thu bình quân mỗi cửa hàng tăng, việc Công ty tiếp tục mở rộng mạng lưới với thời gian hòa vốn nhanh cho các cửa hàng mới, và đòn bẩy hoạt động tốt hơn khi chi phí cố định được phân bổ hiệu quả hơn. Ngoài ra, việc siết chặt quản lý thuế đối với các hộ kinh doanh nhà thuốc từ năm 2026 có thể thúc đẩy quá trình tập trung hóa của ngành, trong khi đà phục hồi của nhu cầu CNTT-TT sẽ hỗ trợ sự phục hồi của FPT Shop.

**Tác động: Tăng 7% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027**

Cho năm 2026, HSC tăng 7% dự báo doanh thu thuần lên 62.471 tỷ đồng (tăng trưởng 22%) và tăng 3% dự báo lợi nhuận thuần lên 1.060 tỷ đồng (tăng trưởng 33%). Cho năm 2027, chúng tôi tăng 11% dự báo doanh thu thuần lên 72.293 tỷ đồng (tăng trưởng 15%) và tăng 11% dự báo lợi nhuận thuần lên 1.472 tỷ đồng (tăng trưởng 39%). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với doanh thu thuần đạt 81.395 tỷ đồng (tăng trưởng 13%) và lợi nhuận thuần đạt 2.085 tỷ đồng (tăng trưởng 42%).

Dự báo điều chỉnh của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 38%.

**Định giá và khuyến nghị**

HSC tăng 3% giá mục tiêu lên 174.800đ (từ 170.000đ) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận. Với tiềm năng tăng giá 16% so với thị giá hiện tại, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với FRT.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 1 tháng qua nhưng tăng 6% trong 3 tháng qua, FRT đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 23,4 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ ngày 1/1/2024 là 32,8 lần, theo chúng tôi đây là mức định giá hấp dẫn. Đáng chú ý, với P/E năm 2026 ở mức 24,2 lần, FRT đang giao dịch ở mức cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành tại Việt Nam là MWG và DGW (với P/E năm 2026 lần lượt là 13,5 lần và 14,0 lần) và cao hơn 62% so với bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và khu vực (loại trừ FRT) là 15,0 lần – tuy nhiên, mức chênh lệch định giá này không phải là bất thường.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	690	1,314	2,226	2,875 ▲	3,670
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	318	795	1,060	1,472 ▲	2,085
EPS ĐC (đồng)	1,834	4,667	6,224	8,644 ▲	12,244
DPS (đồng)	3.98	0	0 ▼	0 ▼	0
BVPS (đồng)	14,032	24,494	30,718 ▲	39,363 ▲	51,607
EV/EBITDA ĐC (lần)	39.4	25.0	14.9	11.4	9.05
P/E ĐC (lần)	82.0	32.2	24.2	17.4	12.3
Lợi suất cổ tức (%)	0.00	0	0	0	0
P/B (lần)	10.7	6.14	4.90	3.82	2.92
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	190	154	33.4	38.9	41.6
ROAE (%)	18.1	26.1	22.5	24.7	26.9

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

## Tăng dự báo nhờ đà tăng trưởng mạnh hơn của Long Châu và sự phục hồi của thị trường CNTT-TT; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

HSC kỳ vọng FRT sẽ duy trì tăng trưởng lợi nhuận ở mức hai chữ số cao trong ba năm tới, chủ yếu được thúc đẩy bởi đà tăng trưởng mạnh của chuỗi nhà thuốc Long Châu. Tăng trưởng lợi nhuận dự kiến được hỗ trợ nhờ doanh thu bình quân mỗi cửa hàng tăng, việc Công ty tiếp tục mở rộng mạng lưới với thời gian hòa vốn nhanh cho các cửa hàng mới, và đòn bẩy hoạt động tốt hơn khi chi phí cố định được phân bổ hiệu quả hơn. Ngoài ra, việc siết chặt quản lý thuế đối với các hộ kinh doanh nhà thuốc từ năm 2026 có thể thúc đẩy quá trình tập trung hóa của ngành, trong khi đà phục hồi của nhu cầu CNTT-TT sẽ hỗ trợ sự phục hồi của FPT Shop. Chúng tôi tăng bình quân 7% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028; theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh với tốc độ CAGR 3 năm đạt 38%. Chúng tôi tăng 3% giá mục tiêu lên 174.900đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

HSC kỳ vọng FRT sẽ duy trì tăng trưởng lợi nhuận ở mức hai chữ số cao trong ba năm tới, được thúc đẩy nhờ triển vọng tích cực của chuỗi nhà thuốc Long Châu, động lực tăng trưởng chính của FRT. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận của Long Châu sẽ tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2026-2028, được hỗ trợ bởi các yếu tố sau:

- 1) **Doanh thu bình quân mỗi cửa hàng tiếp tục cải thiện:** Hiệu quả doanh thu dự kiến tiếp tục cải thiện, được hỗ trợ bởi cơ cấu sản phẩm thiên về dược phẩm có tính ổn định cao, giúp đảm bảo nhu cầu mua thường xuyên, mức giá cạnh tranh và các yếu tố hỗ trợ từ chính sách giúp thúc đẩy quá trình tập trung hóa của ngành.

Đáng chú ý, với mức doanh thu hiện tại đạt 1,22 tỷ đồng/cửa hàng/tháng, hiệu quả doanh thu của Long Châu đã vượt ngưỡng sinh lời ước tính là 600 triệu đồng/tháng; điều này cho thấy tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ vẫn vững vàng ở mức khoảng 10% trong năm 2025. Nhờ các lợi thế cạnh tranh nêu trên, tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ dự kiến có thể duy trì ở mức một chữ số trong giai đoạn 2026-2028.

Ngoài ra, việc dần loại bỏ cơ chế thuế khoán đối với hộ kinh doanh từ năm 2026 có thể tạo áp lực lên các nhà thuốc nhỏ lẻ vốn trước đây được hưởng lợi từ các hình thức kê khai thuế không chính thức. Chi phí tuân thủ gia tăng cùng với yêu cầu kê khai thuế chặt chẽ hơn có thể thúc đẩy quá trình chuẩn hóa ngành, qua đó dần chuyển dịch thị phần sang các chuỗi nhà thuốc quy mô lớn với hệ thống tuân thủ tốt và lợi thế về quy mô mua hàng, như Long Châu.

- 2) **Mở rộng mạng lưới mà không làm suy giảm đáng kể lợi nhuận:** Trong năm 2026, Long Châu dự kiến mở mới 300-400 cửa hàng, mức tương đối khiêm tốn so với quy mô 2.417 cửa hàng vào cuối năm 2025. Các cửa hàng mới thường đạt điểm hòa vốn trong khoảng 6 tháng, trong khi phần lớn mạng lưới hiện hữu (chiếm 62% số cửa hàng) đã vượt giai đoạn trưởng thành (được định nghĩa là hoạt động từ 2 năm trở lên), qua đó đóng góp đủ lợi nhuận để hỗ trợ quá trình mở rộng của các cửa hàng mới
- 3) **Chi phí cố định được phân bổ nhanh:** Một phần đáng kể chi phí hoạt động, bao gồm chi phí thuê mặt bằng, chi phí hỗ trợ vận hành và chi phí IT, là chi phí cố định hoặc bán cố định. Khi doanh thu bình quân mỗi cửa hàng tiếp tục tăng, đòn bẩy hoạt động sẽ cải thiện và tỷ lệ chi phí hoạt động/doanh thu sẽ giảm. HSC dự báo tỷ lệ chi phí hoạt động/doanh thu sẽ giảm xuống mức 19,1% trong năm 2028, so với 20,4% trong năm 2025.

Đồng thời, quá trình phục hồi của FPT Shop nhiều khả năng sẽ tiếp tục trong năm nay và năm sau, nhờ nhu cầu CNTT-TT tăng mạnh.

**Những dự báo mới: Tăng bình quân 7% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027**

Sau KQKD Q4/2025 tích cực hơn kỳ vọng và triển vọng khả quan của cả mảng dược phẩm và điện máy, HSC điều chỉnh tăng dự báo cho FRT cho các năm 2026-2027. Cho năm 2026, chúng tôi tăng 7% dự báo doanh thu thuần lên 62.471 tỷ đồng (tăng trưởng 22%) và tăng 3% dự báo lợi nhuận thuần lên 1.060 tỷ đồng (tăng trưởng 33%). Cho năm 2027, chúng tôi tăng 11% dự báo doanh thu thuần lên 72.293 tỷ đồng (tăng trưởng 15%) và tăng 11% dự báo lợi nhuận thuần lên 1.472 tỷ đồng (tăng trưởng 39%).

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với doanh thu thuần đạt 81.395 tỷ đồng (tăng trưởng 13%) và lợi nhuận thuần đạt 2.085 tỷ đồng (tăng trưởng 42%). Dự báo điều chỉnh của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 38%.

**Bảng 28: Dự báo cũ và mới, FRT**

Chúng tôi nâng 4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 của FRT lên 1.075 tỷ đồng, tương đương tăng trưởng 35%

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh	
		2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>51,083</b>	<b>58,330</b>	<b>65,084</b>	<b>62,471</b>	<b>72,293</b>	<b>81,395</b>	<b>7%</b>	<b>11%</b>
Tăng trưởng	27%	17%	12%	22%	16%	13%		
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>795</b>	<b>1,033</b>	<b>1,324</b>	<b>1,060</b>	<b>1,472</b>	<b>2,085</b>	<b>3%</b>	<b>11%</b>
Tăng trưởng	150%	43%	28%	33%	39%	42%		

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 29: Dự báo cũ và mới, chuỗi nhà thuốc và trung tâm tiêm chủng Long Châu**

HSC điều chỉnh tăng 6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 của Long Châu lên 1.214 tỷ đồng (tăng trưởng 34%)

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh	
		2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>34,501</b>	<b>40,904</b>	<b>46,483</b>	<b>43,605</b>	<b>51,946</b>	<b>59,639</b>	<b>7%</b>	<b>12%</b>
Tăng trưởng	34%	21%	14%	26%	19%	15%		
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>905</b>	<b>1,149</b>	<b>1,483</b>	<b>1,199</b>	<b>1,702</b>	<b>2,445</b>	<b>4%</b>	<b>15%</b>
Tăng trưởng	95%	31%	29%	32%	42%	44%		
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.6%	2.8%	3.2%	2.8%	3.3%	4.1%		
Số lượng nhà thuốc	2,417	2,688	2,888	2,817	3,117	3,317	5%	8%
Số lượng trung tâm tiêm chủng	223	286	336	323	423	473	13%	26%

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 30: Dự báo cũ và mới, FPT Shop**

Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 của FPT Shop ở mức 184 tỷ đồng, tương đương tăng trưởng 126%

Tỷ đồng	2025	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh	
		2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>16,809</b>	<b>17,356</b>	<b>18,746</b>	<b>19,125</b>	<b>20,632</b>	<b>22,069</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>
Tăng trưởng	11%	10%	7%	14%	8%	7%		
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>81</b>	<b>181</b>	<b>233</b>	<b>189</b>	<b>264</b>	<b>339</b>	<b>4%</b>	<b>14%</b>
Tăng trưởng	Đảo chiều	521%	24%	132%	40%	28%		
Số lượng cửa hàng	623	625	625	623	623	623	0%	0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.5%	1.0%	1.2%	1.0%	1.3%	1.5%		

Nguồn: HSC ước tính

**Xét từng mảng kinh doanh chính**

**Chuỗi Long Châu:** HSC tăng bình quân 7% dự báo doanh thu thuần cho các năm 2026-2027, phản ánh việc điều chỉnh tăng cả doanh thu bình quân mỗi cửa hàng và số lượng cửa hàng. Trong năm 2025, chúng tôi hiện giả định doanh thu bình quân mỗi cửa hàng đạt 1,24 tỷ đồng/tháng (tăng 5% so với ước tính trước đó là 1,17 tỷ đồng), tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ đạt 7% (so với 5,8% trước đó) và số lượng nhà thuốc cuối năm đạt 2.817 cửa hàng (tăng 5% so với 2.688 cửa hàng). Chúng tôi cũng điều chỉnh tăng giả định về số lượng trung tâm tiêm chủng lên 303 trung tâm tại thời điểm cuối năm 2025 (tăng 6% so với 286 trung tâm trước đó). HSC duy trì dự báo tỷ suất lợi nhuận thuần năm 2026 ở mức 2,8%, đồng thời điều chỉnh tăng nhẹ tỷ suất lợi nhuận thuần năm 2027 lên 3,3% từ mức 3,2% trước đó.

**Chuỗi FPT Shop:** HSC điều chỉnh tăng bình quân 10% dự báo doanh thu thuần cho các năm 2026-2027, phản ánh quan điểm tích cực hơn đối với sự phục hồi của thị

trường bán lẻ CNTT-TT. Dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh tăng 4% cho năm 2026 lên 189 tỷ đồng (tăng trưởng 132% từ mức nền thấp) và tăng 14% cho năm 2027 lên 264 tỷ đồng (tăng trưởng 40%).

### Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu mới cao hơn là 174.900đ

#### Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 3% giá mục tiêu lên 174.900đ (từ 170.000đ) sau khi tăng dự báo lợi nhuận và điều chỉnh các giả định định giá. Với tiềm năng tăng giá 16% so với thị giá hiện tại, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với FRT.

HSC vẫn áp dụng phương pháp SoTP để định giá FRT. Đối với cả Long Châu và FPT Shop, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF, với giả định WACC ở mức 10,3% (tăng từ 10,0% trước đó, do tăng giả định chi phí nợ và beta).

**Bảng 31: Định giá SOTP, FRT**

Chúng tôi nâng 3% giá mục tiêu lên 174.800đ/cp

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị vốn CSH	Tỷ lệ sở hữu của FRT (cuối 2026)	Đóng góp vào FRT	Tỷ trọng	P/E 2026 tại giá trị hợp lý	P/E 2027 tại giá trị hợp lý
Long Châu	DCF	36,267	72.97%	26,464	89%	30.2	21.3
FPT Shop	DCF	3,314	100.0%	3,314	11%	17.5	12.5
<b>FRT</b>				<b>29,778</b>		<b>28.1</b>	<b>20.2</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				170			
<b>Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)</b>				<b>174,856</b>			

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 32: Điều chỉnh giá định giá trị vốn CSH (trên cơ sở FRT sở hữu 100%), FRT**

Tỷ đồng	Cũ (T11/2025)	Mới	Điều chỉnh
Long Châu	35,326	36,267	3%
FPT Shop	2,669	3,314	24%
<b>Giá trị vốn CSH của FRT</b>	<b>28,955</b>	<b>29,778</b>	<b>3%</b>
<b>Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)</b>	<b>170,020</b>	<b>174,856</b>	<b>3%</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 33: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, Long Châu**

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu	34,501	43,605	51,946	59,639	64,322	69,199
EBIT	1,169	1,528	2,095	2,892	3,329	3,679
Trừ: Thuế	(234)	(306)	(419)	(578)	(666)	(736)
NOPLAT	935	1,222	1,676	2,314	2,664	2,943
Cộng: Khấu hao	405	440	494	425	393	306
Thay đổi vốn lưu động	245	(316)	(69)	(239)	(16)	(147)
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(435)	(431)	(325)	(215)	(215)	(215)
<b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp</b>	<b>1,149</b>	<b>915</b>	<b>1,777</b>	<b>2,285</b>	<b>2,825</b>	<b>2,888</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 34: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, FPT Shop**

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu	16,809	19,125	20,632	22,069	23,531	25,095
EBIT	146	295	351	431	439	519
Trừ: Thuế	(29)	(59)	(70)	(86)	(88)	(104)
NOPLAT	117	236	281	344	351	415
Cộng: Khấu hao	70	70	70	70	70	70
Thay đổi vốn lưu động	1,130	(105)	(66)	(45)	(143)	(148)
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(34)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)
<b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp</b>	<b>1,283</b>	<b>173</b>	<b>257</b>	<b>341</b>	<b>250</b>	<b>309</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 35: Tính toán WACC và DCF, Long Châu và FPT Shop**

Tính toán WACC	Cũ	Mới	Tính toán DCF (cuối 2026)	Long Châu	FPT Shop
Beta	0.95	0.98	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do của doanh nghiệp	8,463	1,082
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	8.75%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	27,620	2,598
<b>Chi phí vốn CSH</b>	<b>12.3%</b>	<b>12.6%</b>	<b>Giá trị của doanh nghiệp</b>	<b>36,083</b>	<b>3,680</b>
Chi phí nợ	4.0%	6.0%	Tiền/(nợ) thuần	184	(365)
<b>Chi phí nợ sau thuế</b>	<b>3.2%</b>	<b>4.8%</b>	<b>Giá trị của vốn CSH</b>	<b>36,267</b>	<b>3,314</b>
Tỷ trọng vốn CSH	75.0%	70.5%			
Tỷ trọng nợ	25.0%	29.5%			
<b>WACC</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.3%</b>			

Nguồn: HSC ước tính

### Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 1 tháng qua nhưng tăng 6% trong 3 tháng qua, FRT đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 23,4 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ ngày 1/1/2024 là 32,8 lần, theo chúng tôi đây là mức định giá hấp dẫn. Đáng chú ý, với P/E năm 2026 ở mức 24,2 lần, FRT đang giao dịch ở mức cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành tại Việt Nam là MWG và DGW (với P/E năm 2026 lần lượt là 13,5 lần và 14,0 lần) và cao hơn 62% so với bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và khu vực (loại trừ FRT) là 15,0 lần – tuy nhiên, mức chênh lệch định giá này không phải là bất thường.

**Biểu đồ 36: P/E trượt dự phóng 1 năm, FRT**

FRT đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,4 lần...



Nguồn: FRT

**Biểu đồ 37: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, FRT**

...thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ từ 1/1/2024 là 32,8 lần



Nguồn: FRT

**Bảng 38: Định giá các công ty cùng ngành, FRT**

FRT đang giao dịch với P/E 2026 là 24,2 lần, cao hơn 62% so với bình quân các công ty cùng ngành (không tính FRT)

Công ty	Mã CP	Vốn hóa (triệu USD)	P/E		EV/EBITDA 2026	P/B 2026
			2026	2027		
CTCP Đầu tư Thế giới di động	MWG VN	4,502	13.5	10.8	12.0	3.0
CTCP Thế giới số	DGW VN	362	14.0	11.5	9.7	2.4
Great Tree Pharmacy Co Ltd	6469 TT	389	17.5	15.0	10.4	2.5
MatsukiyoCocokara & Co	3088 JP	6,242	16.9	16.0	8.2	1.8
Yixintang Pharmaceutical Group	002727 CH	1,118	13.4	11.6	6.5	1.0
DaShenLin Pharmaceutical Group	603233 CH	3,183	15.2	13.1	7.6	2.6
Laobaixing Pharmacy Chain JSC	603883 CH	1,573	13.8	11.8	7.9	1.5
Yifeng Pharmacy Chain Co Ltd	603939 CH	4,320	15.3	13.4	8.4	2.3
<b>Bình quân</b>		<b>2,721</b>	<b>15.0</b>	<b>12.9</b>	<b>8.8</b>	<b>2.1</b>
<b>CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT</b>	<b>FRT VN</b>	<b>974</b>	<b>24.2</b>	<b>17.4</b>	<b>14.9</b>	<b>4.9</b>

Nguồn: HSC ước tính, Bloomberg

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	40,104	51,083	62,471	72,293	81,395
Lợi nhuận gộp	7,583	10,010	12,635	14,799	16,894
Chi phí BH&QL	(6,893)	(8,696)	(10,843)	(12,387)	(13,609)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>690</b>	<b>1,314</b>	<b>1,792</b>	<b>2,412</b>	<b>3,285</b>
Lãi vay thuần	(157)	(111)	(95.0)	4.79	150
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(5.76)	16.0	7.09	7.09	7.09
<b>LNTT</b>	<b>527</b>	<b>1,219</b>	<b>1,704</b>	<b>2,424</b>	<b>3,442</b>
Chi phí thuế TNDN	(119)	(235)	(347)	(492)	(696)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(90.9)	(189)	(297)	(460)	(661)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>318</b>	<b>795</b>	<b>1,060</b>	<b>1,472</b>	<b>2,085</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>318</b>	<b>795</b>	<b>1,060</b>	<b>1,472</b>	<b>2,085</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>690</b>	<b>1,314</b>	<b>2,226</b>	<b>2,875</b>	<b>3,670</b>
EPS (đồng)	2,293	4,667	6,224	8,644	12,244
EPS ĐC (đồng)	1,834	4,667	6,224	8,644	12,244
DPS (đồng)	3.98	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	136	170	170	170	170
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	136	170	170	170	170
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	170	170	170	170	170

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	2,098	2,870	3,314	4,011	4,205
Đầu tư ngắn hạn	986	5,929	7,429	8,929	11,929
Phải thu khách hàng	176	233	457	529	596
Hàng tồn kho	10,235	11,927	13,779	15,478	17,295
Các tài sản ngắn hạn khác	531	828	845	862	879
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>14,026</b>	<b>21,787</b>	<b>25,824</b>	<b>29,809</b>	<b>34,904</b>
TSCĐ hữu hình	1,157	1,197	1,204	1,076	915
TSCĐ vô hình	228	289	378	368	358
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	422	441	361	382	406
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1,806</b>	<b>1,927</b>	<b>1,943</b>	<b>1,826</b>	<b>1,679</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>15,833</b>	<b>23,714</b>	<b>27,766</b>	<b>31,635</b>	<b>36,583</b>
Nợ ngắn hạn	8,800	10,052	10,924	11,208	11,793
Phả trả người bán	3,202	5,996	7,333	8,486	9,554
Nợ ngắn hạn khác	1,541	2,227	2,603	2,949	3,284
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>13,712</b>	<b>18,574</b>	<b>21,269</b>	<b>23,206</b>	<b>25,408</b>
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
Nợ dài hạn khác	0.52	0.66	0.66	0.66	0.66
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>0.55</b>	<b>0.69</b>	<b>0.69</b>	<b>0.69</b>	<b>0.69</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>13,713</b>	<b>18,575</b>	<b>21,270</b>	<b>23,207</b>	<b>25,408</b>
Vốn chủ sở hữu	1,912	4,171	5,231	6,704	8,789
Lợi ích cổ đông thiểu số	208	968	1,265	1,725	2,386
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,120</b>	<b>5,139</b>	<b>6,496</b>	<b>8,428</b>	<b>11,174</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>15,833</b>	<b>23,714</b>	<b>27,766</b>	<b>31,635</b>	<b>36,583</b>
BVPS (đ)	14,032	24,494	30,718	39,363	51,607
Nợ thuần*/(tiền mặt)	6,703	7,182	7,611	7,196	7,588

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	690	1,314	1,792	2,412	3,285
Khấu hao	0	0	(434)	(463)	(385)
Lãi vay thuần	(157)	(111)	(95.0)	4.79	150
Thuế TNDN đã nộp	(38.9)	(115)	(347)	(492)	(696)
Thay đổi vốn lưu động	(40.5)	1,565	(2,727)	(436)	(559)
Khác	(145)	(308)	1,909	(327)	(523)
<b>LCT thuần từ HKKD</b>	<b>627</b>	<b>2,747</b>	<b>967</b>	<b>1,626</b>	<b>2,041</b>
Đầu tư TS dài hạn	(490)	(534)	(430)	(325)	(215)
Góp vốn & đầu tư	208	(4,943)	(1,500)	(1,500)	(3,000)
Thanh lý	0.02	0.01	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>(180)</b>	<b>(5,264)</b>	<b>(1,396)</b>	<b>(1,212)</b>	<b>(2,433)</b>
Cổ tức trả cho CSH	(54.3)	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	51.6	2,037	0	0	0
Tăng/giảm nợ	692	1,251	873	283	585
Khác	-	-	-	-	-
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>689</b>	<b>3,289</b>	<b>873</b>	<b>283</b>	<b>585</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	961	2,098	2,870	3,314	4,011
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>1,137</b>	<b>772</b>	<b>444</b>	<b>697</b>	<b>193</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.16	0.02	0	0	0
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>2,098</b>	<b>2,870</b>	<b>3,314</b>	<b>4,011</b>	<b>4,205</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>137</b>	<b>2,213</b>	<b>537</b>	<b>1,301</b>	<b>1,826</b>

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	18.9	19.6	20.2	20.5	20.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	1.72	2.57	3.56	3.98	4.51
Tỷ suất LNT (%)	0.79	1.56	1.70	2.04	2.56
Thuế TNDN hiện hành (%)	22.5	19.3	20.4	20.3	20.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	25.9	27.4	22.3	15.7	12.6
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	917	90.4	69.4	29.2	27.7
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	192	150	33.4	38.9	41.6
Tăng trưởng EPS (%)	190	104	33.4	38.9	41.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	190	154	33.4	38.9	41.6
Tăng trưởng DPS (%)	(8.36)	(100)	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0.17	0	0	0	0
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	18.1	26.1	22.5	24.7	26.9
ROACE (%)	35.9	36.2	30.8	32.3	33.5
Vòng quay tài sản (lần)	2.77	2.58	2.43	2.43	2.39
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.91	2.09	0.54	0.67	0.62
Số ngày tồn kho	115	106	101	98.3	97.9
Số ngày phải thu	1.98	2.07	3.35	3.36	3.37
Số ngày phải trả	35.9	53.3	53.7	53.9	54.1
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	353	173	147	109	87.3
Nợ/tài sản (%)	55.9	42.6	39.6	35.7	32.5
EBIT/lãi vay (lần)	4.39	11.9	18.9	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	12.8	7.69	4.94	3.93	3.24
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.02	1.17	1.21	1.28	1.37
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	0.68	0.64	0.53	0.45	0.41
EV/EBITDA ĐC (lần)	39.4	25.0	14.9	11.4	9.05
P/E (lần)	65.6	32.2	24.2	17.4	12.3
P/E ĐC (lần)	82.0	32.2	24.2	17.4	12.3
P/B (lần)	10.7	6.14	4.90	3.82	2.92
Lợi suất cổ tức (%)	0.00	0	0	0	0

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) 2025.

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

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

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

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

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

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

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

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



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

#### TRỤ SỞ CHÍNH

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

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)