

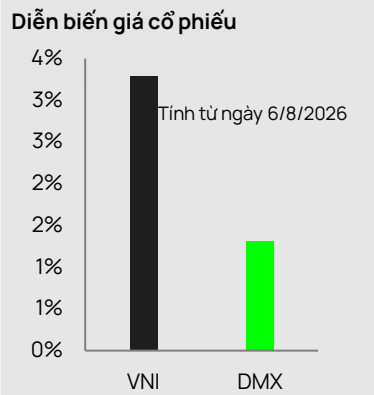
Điện Máy Xanh (DMX)

MUA +74,8%

Ngành	Bán lẻ	
Ngày báo cáo	21/09/2026	
Giá hiện tại	77.000 VND	
Giá mục tiêu	130.600 VND	
TL tăng	+69,6%	
Lợi suất cổ tức	5,2%	
Tổng mức sinh lời	+74,8%	
GT vốn hóa	99,9 nghìn tỷ đồng	
Room KN	1 nghìn tỷ đồng	
GTGD/ngày (30n)	618,1 tỷ đồng	
Cổ phần Nhà nước	0,0%	
SL cổ phiếu lưu hành	1,27 tỷ	
Pha loãng	1,27 tỷ	
	DMX	VNI
P/E (trượt)	12,4x	13,8x
P/B (ht)	4,3x	2,0x
ROE	34,7%	16,0%
ROA	10,4%	2,4%

Tổng quan Công ty

CTCP Đầu tư Điện Máy Xanh (DMX) sở hữu chuỗi bán lẻ điện máy hàng đầu Việt Nam với 55% thị phần ICT & CE. Công ty vận hành nền tảng bán lẻ đa kênh với nhiều mô hình của hàng và 3.007 cửa hàng tinh đến cuối tháng 8/2026, phủ khắp toàn bộ 34 tỉnh thành. Công ty cũng cung cấp dịch vụ kỹ thuật, tài chính tiêu dùng và các dịch vụ khác.



Bùi Xuân Vĩnh
Chuyên viên Cao cấp

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA
Trưởng phòng Cao cấp

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu *	106.801	132.850	145.690	160.060
%YoY	18,4%	24,4%	9,7%	9,9%
LNST-CBTS *	6.075	10.199	12.097	14.592
%YoY	45,6%	67,9%	18,6%	20,6%
TT EPS	56,1%	60,6%	10,6%	18,3%
Biên LN gộp	17,1%	20,1%	20,4%	20,8%
Biên LN ròng	5,7%	7,7%	8,3%	9,1%
FCFE/doanh thu	7,7%	7,5%	8,2%	8,9%
P/E	14,6x	9,1x	8,2x	7,0x
ROE	31,0%	39,8%	31,9%	30,6%
ROIC	12,6%	18,0%	16,3%	16,4%
Nợ ròng/VCSH	-3,7%	-43,1%	-51,8%	-57,7%
DPS	7.250	4.000	4.700	5.550

* LFL, loại trừ An Khang & Avakids, bao gồm Thợ DMX

Năm trụ cột thúc đẩy giai đoạn tăng trưởng tiếp theo

- Chúng tôi công bố báo cáo lần đầu đối với CTCP Đầu tư Điện Máy Xanh (DMX) với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 130.600 đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu trên cơ sở so sánh tương đương (LFL) giai đoạn 2025-2028 đạt 14% và CAGR EPS đạt 28%. Biên lợi nhuận ròng mở rộng từ 5,7% lên 9,1%, được thúc đẩy bởi sự dịch chuyển cơ cấu lợi nhuận gộp sang các mảng dịch vụ có biên lợi nhuận cao và giá bán trung bình cao hơn nhờ xu hướng cao cấp hóa cùng giá chip nhớ cao.
- Thị trường ICT & điện máy tiêu dùng của Việt Nam tăng trưởng 10% về sản lượng và 15% về giá trong 6T 2026, theo ước tính của DMX dựa trên dữ liệu GfK. Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng sẽ bình thường hóa về mức 8-9% trong giai đoạn 2027-2028. Các động lực chính gồm việc Việt Nam được Apple nâng lên thị trường Tier-1 trong tháng 9/2025, nhu cầu nâng cấp thiết bị nhờ AI, chu kỳ thay thế điện thoại khoảng 20 tháng so với 29 tháng trên toàn cầu, và tỷ lệ thâm nhập còn thấp của các ngành hàng điện máy tiện nghi.
- So với mức trung vị của các công ty cùng ngành tại châu Á, DMX vượt trội về thị phần, tăng trưởng (CAGR EPS giai đoạn 2024-2027 đạt 41% so với 37%) và ROE trung bình 3 năm trong quá khứ (16,9% so với 7,9%). Theo đó, giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E dự phóng các năm 2026/2027 lần lượt là 15,4 lần/14,0 lần so với mức trung vị P/E dự phóng trung bình 3 năm của các công ty cùng ngành là 14,7 lần.
- Rủi ro đầu tư:** Chu kỳ cung tín dụng tài chính tiêu dùng; giá chip nhớ và giá thiết bị ở mức cao ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu dùng.

Chiến lược tập trung vào chất lượng giúp mở rộng thị phần và biên lợi nhuận: DMX đang mở rộng lợi thế cạnh tranh thông qua chiến lược khác biệt hóa dịch vụ (Thợ DMX, Super App, tài chính tiêu dùng) mà các đối thủ cạnh tranh (đối thủ lớn nhất chỉ 621 cửa hàng) không thể sao chép. Dự báo CAGR doanh thu bán lẻ giai đoạn 2025-2028 đạt 13% so với mức 8,2% của thị trường phản ánh việc tiếp tục gia tăng thị phần.

Dịch vụ tài chính: Biên lợi nhuận cao, không rủi ro tín dụng, thu hút khách hàng: Tài chính tiêu dùng và đại lý ngân hàng – thanh toán hóa đơn lần lượt chiếm 70%/30% doanh thu dịch vụ tài chính năm 2025. DMX hưởng hoa hồng tài chính tiêu dùng từ hơn 5 công ty tài chính tiêu dùng mà không phải chịu rủi ro tín dụng. Tỷ lệ phê duyệt đạt mức cao 80% trong vòng chưa đầy 3 phút. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ thâm nhập tài chính tiêu dùng của DMX sẽ tăng từ 35% doanh thu bán lẻ năm 2025 lên 50% vào năm 2028.

Thợ DMX: Khai thác hạ tầng dịch vụ điện máy quy mô lớn nhất Việt Nam: Thợ DMX sở hữu đội ngũ 8.000 nhân viên, bao gồm 4.100 kỹ thuật viên, vận hành 700 xe tải và 300 trạm lưu kho. Mảng B2C bắt đầu bằng việc đẩy mạnh các gói dịch vụ đi kèm (gia hạn bảo hành, bảo trì; GMV dự kiến tăng từ 8% lên 25% doanh thu bán lẻ giai đoạn 2025-2028) và sau đó là dịch vụ sửa chữa tại nhà theo yêu cầu. Mảng B2B sẽ bứt tốc trong năm 2026 nhờ các trạm sạc pin cho V-Green và 1.000 cửa hàng BHX.

Super App: Nền tảng đa dịch vụ, hệ sinh thái sản phẩm của MWG và bên thứ ba: Ứng dụng bán chéo sản phẩm cho 19 triệu thành viên đã đăng ký thông qua các tính năng mua sắm, khách hàng thân thiết và gần đây là các dịch vụ nêu trên. Hạ tầng offline của MWG giúp ứng dụng này trở nên khác biệt so với hầu hết các nền tảng thương mại điện tử.

EraBlue: Tiềm năng dài hạn đáng kể: Đảo Java của Indonesia có 150 triệu dân với tỷ lệ thâm nhập của kênh bán lẻ hiện đại (MT) trong mảng điện máy còn thấp. Với mô hình cửa hàng nhỏ ưu việt và dịch vụ hậu mãi tốt, EraBlue ghi nhận doanh số trên cửa hàng cao gấp 2 lần so với các cửa hàng DMX có cùng mô hình và thời gian hoàn vốn là 15 tháng. Chúng tôi dự báo số lượng cửa hàng sẽ tăng gấp 5,5 lần trong giai đoạn 2025-2030 và đóng góp 2% vào LNTT của DMX vào năm 2030.

Mục lục

Năm trụ cột thúc đẩy giai đoạn tăng trưởng tiếp theo..... 1

Mục lục..... 3

Tổng quan Công ty: Lịch sử, Ban lãnh đạo và Hoạt động..... 4

Tổng quan ngành & vị thế của DMX.....7

Việt Nam là thị trường ICT & CE tăng trưởng nhanh nhất Đông Nam Á.....7

DMX – Đơn vị dẫn đầu hưởng lợi từ các chuyển dịch cấu trúc về chính thức hóa, AI và việc Apple nâng hạng Tier-1..... 9

Chính thức hóa: Các quy định về thuế, chống buôn lậu và thương mại điện tử tạo sân chơi bình đẳng10

Việc Apple nâng Việt Nam lên thị trường Tier-1 giúp chuyển dịch nhu cầu sang kênh chính hãng11

AI đã gián tiếp đẩy giá tiêu dùng lên cao; chu kỳ nâng cấp vẫn còn ở phía trước 12

CXMT và Đạo luật CHIPS đều được dự báo không thể thu hẹp khoảng trống nguồn cung giai đoạn 2026–2027 12

Năm trụ cột tăng trưởng của DMX..... 14

Chuyển trục chất lượng để thúc đẩy thị phần và mở rộng biên lợi nhuận..... 14

Thợ DMX: Hạ tầng dịch vụ điện máy quy mô lớn nhất Việt Nam..... 15

Dịch vụ Tài chính: Biên lợi nhuận cao, không rủi ro tín dụng, yếu tố then chốt thu hút khách hàng 16

Super App Quà Tặng VIP (QTV): Nền tảng đa dịch vụ trong hệ sinh thái MWG..... 17

EraBlue Indonesia: Tăng trưởng 8 năm bằng hơn 10 năm của DMX tại Việt Nam 20

Triển vọng 2026–2028 & kết quả kinh doanh qua các năm 21

Triển vọng giai đoạn 2025–2028: CAGR doanh thu 14%, EPS 28% 21

LNST quý 2/2026 tăng gấp đôi so với cùng kỳ nhờ cả tăng trưởng cùng cửa hàng (SSSG) và biên lợi nhuận gộp 26

Doanh thu 8T 2026 duy trì tăng trưởng mạnh ở mức 29% YoY 27

Các hoạt động doanh nghiệp và sự đồng thuận lợi ích của ban lãnh đạo; ĐHCĐ bất thường sắp tới 28

Định giá: Mức định giá cao được hỗ trợ bởi tăng trưởng, tỷ suất sinh lời và vị thế thị trường vượt trội 29

Rủi ro đầu tư 31

Báo cáo Tài chính 32

Danh mục Hình..... 33

Tổng quan Công ty: Lịch sử, Ban lãnh đạo và Hoạt động

Hình 1: Lịch sử & các cột mốc: DMX đã trở thành nhà bán lẻ điện máy dẫn đầu như thế nào

Số lượng cửa hàng của DMX bao gồm EraBlue

Giai đoạn hình thành (2004-2009)

Thế Giới Di Động được thành lập tại TP.HCM năm 2004 và chuyển đổi thành công ty cổ phần năm 2007, thời điểm bán lẻ hiện đại còn sơ khai và hoạt động phân phối ICT & điện máy còn phân mảnh cao.

Mở rộng quy mô & vị thế dẫn đầu (2010-2022)

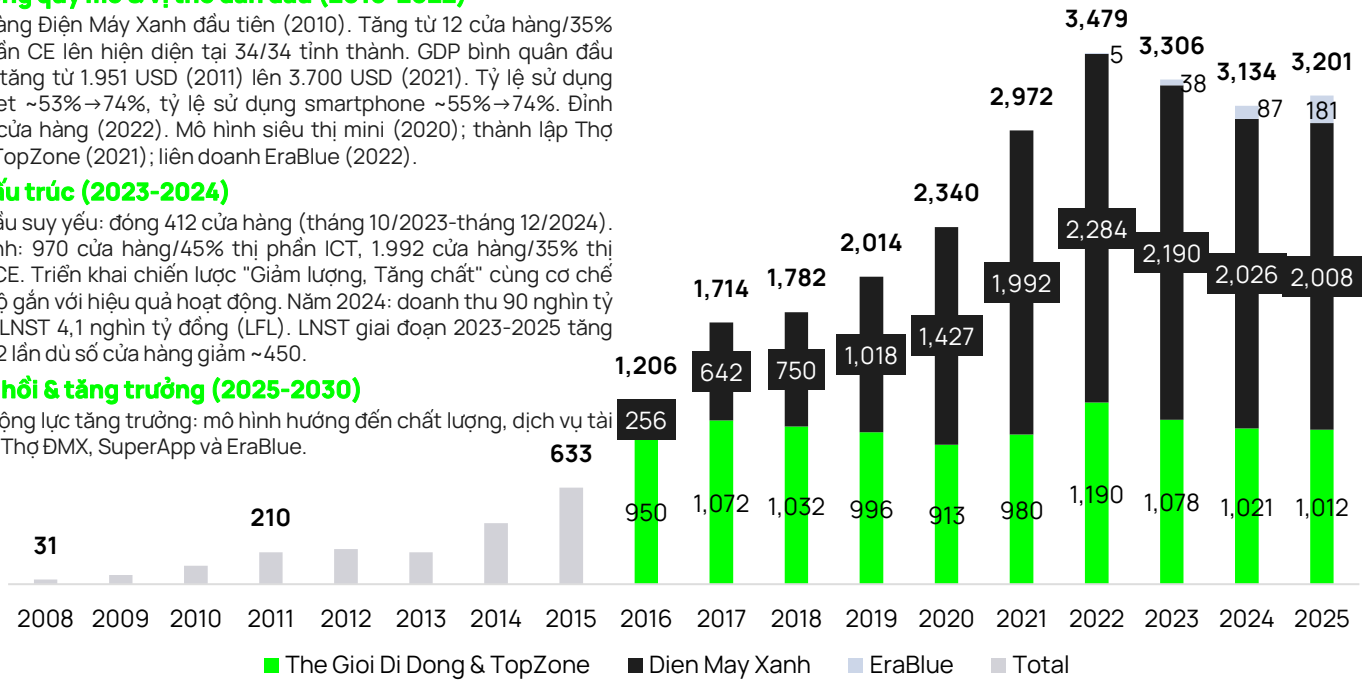
Cửa hàng Điện Máy Xanh đầu tiên (2010). Tăng từ 12 cửa hàng/35% thị phần CE lên hiện diện tại 34/34 tỉnh thành. GDP bình quân đầu người tăng từ 1.951 USD (2011) lên 3.700 USD (2021). Tỷ lệ sử dụng internet ~53%→74%, tỷ lệ sử dụng smartphone ~55%→74%. Đỉnh 3.475 cửa hàng (2022). Mô hình siêu thị mini (2020); thành lập Thợ DMX. TopZone (2021); liên doanh EraBlue (2022).

Tái cấu trúc (2023-2024)

Nhu cầu suy yếu: đóng 412 cửa hàng (tháng 10/2023-tháng 12/2024). Tại đỉnh: 970 cửa hàng/45% thị phần ICT, 1.992 cửa hàng/35% thị phần CE. Triển khai chiến lược "Giảm lượng, Tăng chất" cùng cơ chế đãi ngộ gắn với hiệu quả hoạt động. Năm 2024: doanh thu 90 nghìn tỷ đồng, LNST 4,1 nghìn tỷ đồng (LFL). LNST giai đoạn 2023-2025 tăng gấp 3,2 lần dù số cửa hàng giảm ~450.

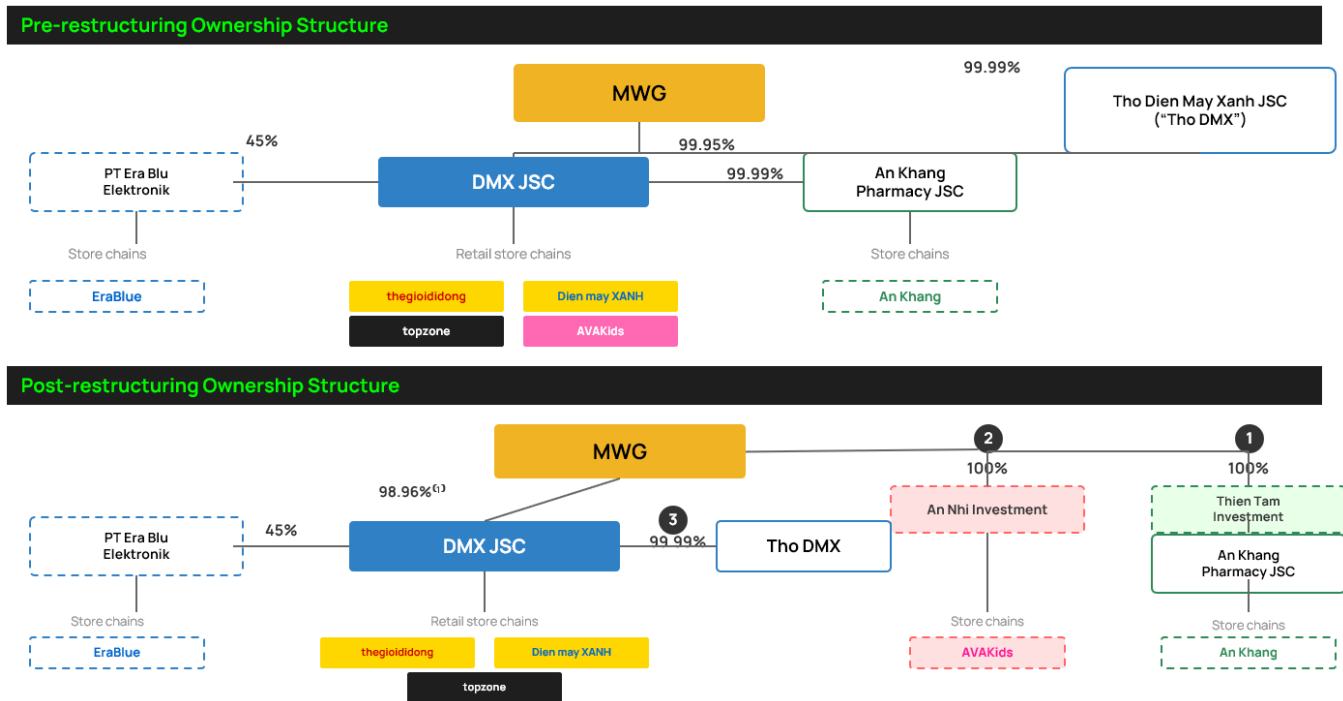
Phục hồi & tăng trưởng (2025-2030)

Năm động lực tăng trưởng: mô hình hướng đến chất lượng, dịch vụ tài chính, Thợ DMX, SuperApp và EraBlue.



Nguồn: DMX, Vietcap

Hình 2: Cơ cấu sở hữu của Thế giới Di động (MWG)



Nguồn: DMX, Ghi chú: Quá trình tái cấu trúc, bao gồm các giao dịch (1), (2) và (3), đã được hoàn tất vào ngày 23/12/2025.

Hình 3: Hội đồng Quản trị & Ban điều hành

 Mr. Nguyen Duc Tai Chairman 20+ years shaping MWG strategy MBA, CFVG School of Management. Entrepreneurial vision; performance culture and governance across MWG.	 Mr. Doan Van Hieu Em Executive BOD Member / CEO of DMX CEO since 2018; 19+ years ICT & CE retail MBA, Walker Technical College. Nationwide execution excellence; disciplined expansion and monetization.	 Mr. Vu Dang Linh BOD Member / CEO of MWG 17+ years C-level finance within MWG group & subsidiaries. Financial discipline; capital efficiency and balance sheet resilience.
 Mr. Robert Alan Willett BOD Member 40+ years global retail; ex-CEO International & CIO at Best Buy, Marks & Spencer, Accenture. Global best practices in retail strategy and operating standards.	 Mr. Do Tuan Anh Independent BOD Member / Audit Committee Chair 20+ years retail, supply chain; 15 years at DMX BA Economics (Accounting) & BA Law. Operational oversight and audit governance.	 Mr. Vo Ha Trung Tin Independent BOD Member / Audit Committee 14+ years with MWG; frontline sales to regional leadership. Frontline insight; internal promotion culture.
 Mr. Tran Van Hoang Business Development Director (CE category) 21+ years with DMX in mobile phone and CE category development.	 Mr. Phung Ngoc Tuyen Business Development Director (ICT category) 17+ years with DMX in ICT category management with extensive background in managing technology product categories.	 Mr. Truong Hong Hoang Business Development Director (Services category) 18+ years with DMX, held senior roles across multiple ICT & CE categories.
	 Mr. Quach Vinh Nam National Sales Director 21+ years in sales division operations (from staff to director).	
 Mr. Doan Trung Hieu CEO of Thợ DMX 20+ years with DMX in sales, store construction, maintenance, and after-sales services.	 Ms. Hoang Khanh Chi Chief Customer Experience Officer 2+ years with DMX leading group-wide CX strategy across all retail platforms.	 Mr. Nguyen Ba Tin Deputy CEO of EraBlue 15+ years of retail leadership across ICT & CE. Former Country Manager of MWG Cambodia.

Nguồn: DMX, Vietcap

Hình 4: Tổng quan hoạt động (2025)

	Thegioididong #1 ICT · 927 stores	Dien May Xanh #1 CE · 2,008 stores	TopZone #1 Apple AAR · 85 stores	EraBlue Indonesia CE · 181 stores
HIGH-LIGHTS	60% phone market share VND33.0tn revenue(FY25) 34/34 provinces · 1,000+ SKUs Std 150m² · Premium 180m² BNPL, trade-in, ~20-mo cycle	40% CE market share VND69.2tn revenue(FY25) 34/34 provinces · 1,650+ SKUs Supermini · Mini · Large 800m²+ Mass to premium · rural + urban	50% Apple VN (was 25% in 2021) VND4.3tn revenue · VND297bn GP AAR · APR · APP 800m²+ iPhone 17: >VND3tn · ~85K units Promo events: 10-20% discounts	181 stores YE2025 · +70% YoY Break-even Q3 2024 1.5-2.6x revenue/store vs DMX comps Java · 150M pop · 50-80m² 45% MWG stake · street-front CE
2025 REVENUE & PROFIT	VND33.0tn revenue VND4.6tn GP	VND69.2tn revenue VND13.2tn GP	VND4.3tn revenue VND297bn GP	VND3.7tn revenue VND54bn NPAT
STORES & FORMAT	927 stores Std 150m² · Premium 180m²	2,008 stores Supermini · Mini · Large 800m²+	85 stores AAR 50-70m² · APR ≥100m² · APP 800m²+	181 stores Street-front CE · Java · 50-80m²
PRE-SALE & AT-SALE	BNPL / Installment ~80% approval · 1-3 min · 0% interest 12-36 months · 20+ bank partners Commission: VND2.0tn (25A) · 89% GPM	Trade-in Multi-brand · instant in-store valuation ~20-month replacement (vs 29M global) At TGDD & DMX purchase or standalone	Delivery & Setup Same-day & 4h express delivery Thợ DMX installation on CE purchases 8% attached extended warranty at POS	
THỢ DMX POST-SALE	Thợ DMX at a Glance 4,100+ technician · 8,000+ staff · 80+ brands VND2.6tn revenue(25A) · VND9.1tn month. GMV 34/34 provinces · marketplace 2027+	Repair & Maintenance AC · washer · water filter · TV install On-demand + periodic servicing Apple warranty care (all TopZone)	Warranty & After-sales 2yr brand + 2yr Thợ DMX warranty Ext. warranty via Bao Kim (1-3yr) AI compliance · maintenance coverage	
SUPERAPP	Scale & Reach 18M+ registered Online revenue: VND9.1tn (~6% total)	Loyalty & Rewards Points across all chains · VIP tiers Vouchers · personalised offers AI cross-sell · banking & bills	Digital Services E-warranty management BNPL & installment in-app Thợ DMX booking · lifecycle tracking	

Nguồn: DMX, Vietcap

Hình 5: Cửa hàng Thegioididong Luxury – cung cấp sản phẩm ICT



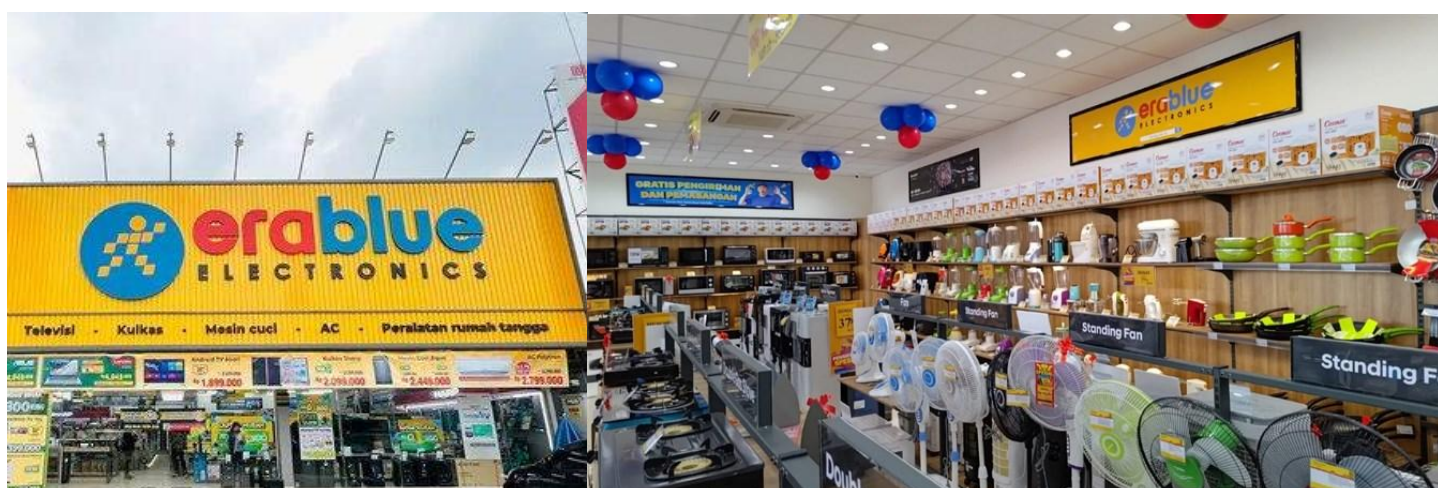
Nguồn: DMX

Hình 6: Cửa hàng Điện Máy Xanh – cung cấp cả sản phẩm ICT và điện máy tiêu dùng



Nguồn: DMX

Hình 7: Cửa hàng EraBlue – cửa hàng điện máy tại Indonesia



Nguồn: DMX

Tổng quan ngành & vị thế của DMX

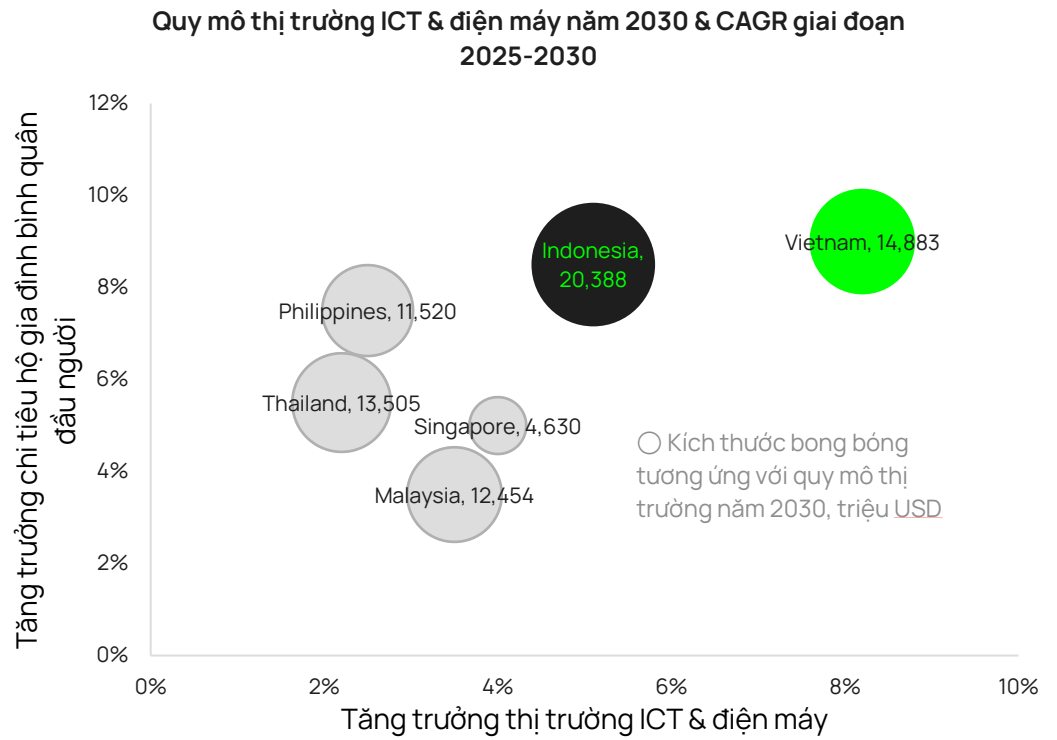
Việt Nam là thị trường ICT & CE tăng trưởng nhanh nhất Đông Nam Á

Hình 8: Việt Nam nổi bật trong ASEAN: GDP & tốc độ đô thị hóa bắt kịp nhanh từ nền thấp

								 	
		Vietnam	Indonesia	Philippines	Thailand	Malaysia	ASEAN	China	India
GDP per capita	USD (2025E)	5,139	5,187	4,275	7,515	12,752	6,121	13,800	2,986
	CAGR 21-25 (%)	9.7%	7.7%	9.4%	4.1%	5.3%	7.4%	4.5%	10.7%
	CAGR 25-29 (%)	8.8%	6.7%	8.4%	4.0%	5.0%	6.5%	5.1%	10.1%
Consumer expenditure	CAGR 21-25 (%)	7.7%	8.5%	10.7%	10.0%	9.8%	9.6%	5.1%	12.1%
	CAGR 25-29 (%)	9.4%	7.2%	9.1%	4.5%	6.5%	7.4%	5.4%	11.2%
	USD (2025E)	3,843	4,286	4,852	5,382	10,737	4,959	10,564	2,880
Young adults (age 15-34) Average gross income	CAGR 21-25 (%)	7.9%	7.4%	10.5%	4.9%	6.8%	8.1%	3.5%	10.1%
	CAGR 25-29 (%)	7.1%	6.2%	7.6%	5.6%	5.6%	6.3%	4.5%	9.6%
	%	38.6%	59.7%	55.6%	55.0%	77.7%	54.0%	66.9%	37.2%
Urbanization rate	Million (2025E)	39	171	65	39	27	375	942	545
	CAGR 21-25 (%)	2.6%	1.9%	1.4%	1.3%	2.1%	1.8%	1.5%	2.3%
	CAGR 25-29 (%)	2.3%	1.7%	1.5%	1.1%	1.6%	1.6%	1.1%	2.3%

Nguồn: EMR Claight, Vietcap tổng hợp

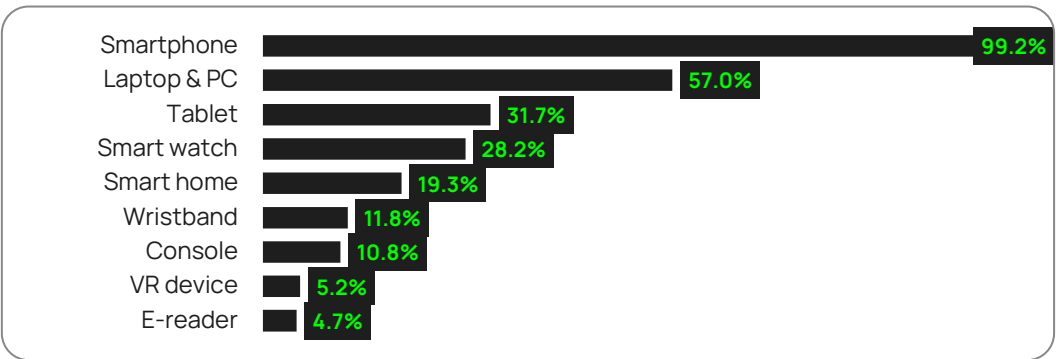
Hình 9: Quy mô thị trường ICT & điện máy tiêu dùng của Việt Nam dự kiến tăng trưởng nhanh nhất Đông Nam Á



Nguồn: EMR Claight, Vietcap tổng hợp

Thị trường ICT & CE của Việt Nam đang bước vào chu kỳ tăng trưởng thuận lợi về mặt cấu trúc, được hỗ trợ bởi nền tảng nhu cầu bền vững và ngày càng hướng đến giá trị. Giai đoạn 2025–2030, ngành được dự báo tăng trưởng với CAGR 8,2%, nhờ thu nhập hộ gia đình cải thiện ổn định, tầng lớp trung lưu mở rộng và tốc độ đô thị hóa tiếp tục vượt các nước trong khu vực, qua đó mở rộng nhóm người tiêu dùng có khả năng chi tiêu ở phân khúc giá trị cao hơn.

Hình 10: Tỷ lệ sở hữu thiết bị trong nhóm người dùng internet tại Việt Nam (2024)



Nguồn: Statista, MIIT, IDC, Vietcap ước tính

Tăng trưởng ICT của Việt Nam ngày càng được dẫn dắt bởi nhu cầu nâng cấp. Thị trường đang chuyển từ giai đoạn mua sắm lần đầu sang chu kỳ thay thế định kỳ, nâng cấp lên cấu hình cao cấp và mở rộng sang các thiết bị phụ trợ, chuyên biệt như máy tính bảng, đồng hồ thông minh, thiết bị đeo và các sản phẩm nhà thông minh.

Động lực thay thế thiết bị vẫn rất tích cực. Theo Global Digital Insights và Statista, chu kỳ thay điện thoại thông minh tại Việt Nam ngắn hơn đáng kể so với mức trung bình khu vực và toàn cầu – 20 tháng so với 26 tháng của Đông Nam Á và 29 tháng trên toàn cầu – trong khi laptop và PC có chu kỳ làm mới đều đặn 2-4 năm ở nhóm người dùng chuyên nghiệp và game thủ, qua đó duy trì nhu cầu ổn định đối với các thiết bị có giá bán trung bình cao hơn và ngày càng tích hợp AI.

Xu hướng làm việc kết hợp và lối sống di động làm tăng số thiết bị trên mỗi người dùng. Việc sử dụng nhiều thiết bị cho công việc, di chuyển và sinh hoạt tại nhà tiếp tục mở rộng, trong khi mức độ phổ biến của nhà kết nối mở rộng cơ hội bán kèm ở các sản phẩm TV thông minh, loa thông minh và IoT.

Tăng trưởng về giá trị đang vượt tăng trưởng về sản lượng. Các nhóm sản phẩm di động như thiết bị đeo, tai nghe không dây và phụ kiện hưởng lợi từ tính năng ngày càng đa dạng, khả năng tích hợp hệ sinh thái tốt hơn và chu kỳ làm mới thường xuyên hơn, qua đó khiến tăng trưởng doanh thu của thị trường phụ thuộc nhiều hơn vào giá bán trung bình.

Hình 11: Tỷ lệ thâm nhập tại Việt Nam so với các nước châu Á – Thái Bình Dương & hành vi mua sắm

Thiết bị	VN	Trung bình các nước	Nâng cấp	Mua mới	Quà tặng
Tủ lạnh	88%	93%	57%	34%	9%
Máy giặt	87%	92%	38%	39%	24%
TV	84%	90%	59%	31%	11%
Máy lạnh	78%	82%	38%	46%	16%
Quạt điều hòa / Quạt	60%	72%	N/A	N/A	N/A
Lò nướng / Lò vi sóng	54%	70%	33%	46%	21%
Máy chế biến thực phẩm	52%	—			
Máy hút bụi	46%	67%			
Máy rửa chén	16%	19%			

Nguồn: Rakuten Insight, Statista, Khảo sát Người tiêu dùng Việt Nam của Coc Coc (tháng 12/2024). Mức trung bình của các nước cùng nhóm bao gồm Indonesia, Trung Quốc, Hàn Quốc, Đài Loan và Singapore; số liệu của từng quốc gia được trích dẫn trong bài lấy từ cùng bộ dữ liệu. Tỷ trọng nâng cấp, mua mới và quà tặng đối với lò nướng/lò vi sóng, máy chế biến thực phẩm, máy hút bụi và máy rửa chén được báo cáo gộp thành một nhóm thiết bị gia dụng nhỏ.

Các sản phẩm thiết yếu đã gần bão hòa nhưng tăng trưởng vẫn duy trì nhờ nhu cầu nâng cấp. Tỷ lệ thâm nhập của tủ lạnh (88%), máy giặt (87%) và TV (84%) đang tiệm cận mức trung bình khu vực. Tuy nhiên, nhu cầu nâng cấp chiếm ưu thế trong hành vi mua sắm: 57% người mua tủ lạnh và 59% người mua TV là để nâng cấp lên các mẫu dung tích lớn hơn, tiết kiệm điện và tích hợp tính năng thông minh. Người mua máy giặt đang chuyển từ máy cửa trên sang các mẫu cửa trước hiện đại, trong khi tủ lạnh dịch chuyển sang dung tích lớn hơn và nhiều tính năng hơn.

Các nhóm sản phẩm tiện nghi và tiện lợi có tỷ lệ thâm nhập thấp hơn đáng kể so với các nước châu Á – Thái Bình Dương. Tỷ lệ sở hữu máy hút bụi tại Việt Nam là 46% so với 83% tại Hàn Quốc và 80% tại Singapore; lò nướng/lò vi sóng đạt 54% so với 82% tại Hàn Quốc; máy rửa chén chỉ đạt 16% so với 31% tại Trung Quốc và 25% tại Hàn Quốc. Mỗi điểm phần trăm tăng thêm của tỷ lệ thâm nhập tương ứng với cơ hội sản lượng lớn, đặc biệt khi quá trình đô thị hóa, thu nhập khả dụng gia tăng và các hộ gia đình có hai nguồn thu nhập thúc đẩy người tiêu dùng hướng tới các thiết bị tiết kiệm thời gian.

Nhu cầu mua mới chiếm ưu thế ở phân khúc sản phẩm tiện lợi. 46% lượng mua lò nướng/lò vi sóng, máy chế biến thực phẩm, máy hút bụi và máy rửa chén là mua mới thay vì nâng cấp, tương đương mức 46% của máy lạnh và cao hơn đáng kể mức 34% của tủ lạnh. Quà tặng cũng là kênh tiếp cận đáng kể ở các nhóm sản phẩm này với 21% lượng mua so với 9% của tủ lạnh, cho thấy một nguồn cầu thứ hai nằm ngoài chu kỳ thay thế của chính hộ gia đình.

DMX – Đơn vị dẫn đầu hưởng lợi từ các chuyển dịch cấu trúc về chính thức hóa, AI và việc Apple nâng hạng Tier-1

Hình 12: Bối cảnh cạnh tranh: Quy mô, đa kênh và dịch vụ giúp các đơn vị dẫn đầu nổi trội khoảng cách

	DMX	FPTShop	CellphonesS	MediaMart	Điện Chợ Lớn	Máy
Ngày thành lập	2004	2012	2012	2008	2001	
Mạng lưới & Quy mô	3.007 cửa hàng tính đến cuối tháng 8/2026	~621 cửa hàng	Không phủ sóng toàn quốc ~180 cửa hàng	Tập trung tại miền Bắc ~333 cửa hàng	Tập trung tại miền Nam ~98 cửa hàng	
Đa dạng hóa sản phẩm	+1,6K SKU từ ICT đến CE	Tập trung ICT với rất ít CE	Tập trung ICT với rất ít CE	Tập trung CE với rất ít ICT	Tập trung CE với rất ít ICT	
SKU độc quyền	✓	✓	✓	N/A	N/A	
Nền tảng đa kênh	Super App – mua sắm & dịch vụ. Website có lượng truy cập lớn.	1 ứng dụng – chỉ cho dịch vụ SIM điện thoại. Website.	1 ứng dụng – trải nghiệm mua sắm online & offline tích hợp. Website.	1 ứng dụng – chỉ để tra cứu và yêu cầu bảo hành. Website.	1 ứng dụng – chỉ để mua sắm online. Website.	
Dịch vụ hậu mãi	Nền tảng Thợ DMX – lắp đặt, dịch vụ sửa chữa & bảo trì	Không có đội ngũ sửa chữa nội bộ	Chuỗi trung tâm sửa chữa thương hiệu chỉ cho ICT (~30 điểm)	Chỉ dịch vụ bảo hành, thuê ngoài bên thứ ba	Không có đội ngũ sửa chữa nội bộ	
Lượt truy cập website¹	2,1mn	369K	453K	N/A	85,6K	
Tích hợp hệ sinh thái	✓ (+ đối tác)	Chuỗi bán lẻ được phẩm	X	X	X	

Nguồn: Vietcap tổng hợp, DMX, FRT. Số lượng cửa hàng tính đến tháng 8/2026. ¹Số phiên truy cập website trung bình mỗi ngày trong tháng 12/2025.

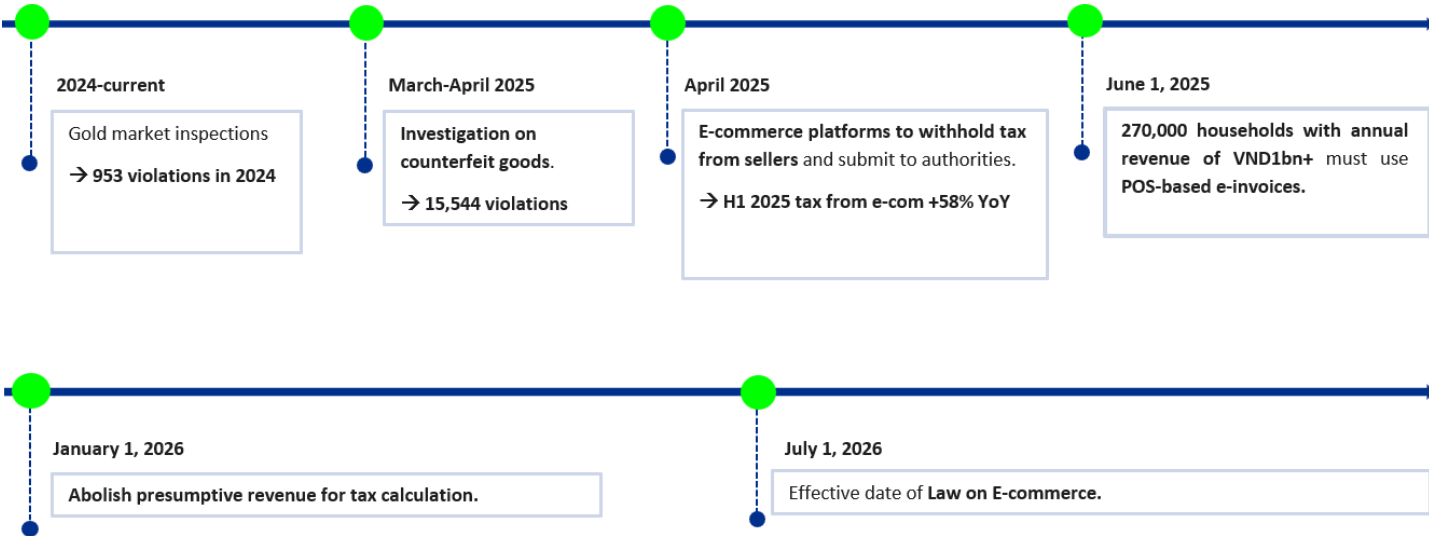
DMX vận hành ở quy mô mà không đối thủ nào có thể sao chép

Với 3.007 cửa hàng tính đến cuối tháng 8/2026 trên toàn bộ 34 tỉnh thành và hơn 1.600 SKU trải rộng cả ICT và điện máy, DMX là đơn vị duy nhất có độ phủ toàn quốc và đầy đủ các nhóm ngành hàng. DMX vận hành nhiều mô hình cửa hàng, trong đó TGDD tập trung vào sản phẩm ICT, DMX cung cấp cả ICT & điện máy, còn TopZone chuyên về sản phẩm Apple. FPTShop – đối thủ gần nhất – vận hành khoảng 621 cửa hàng nhưng vẫn tập trung vào ICT với tỷ trọng điện máy rất thấp. CellphoneS chỉ có khoảng 180 cửa hàng và chưa phủ sóng toàn quốc, trong khi MediaMart (khoảng 333 cửa hàng) và Điện Máy Chợ Lớn (khoảng 98 cửa hàng) tập trung theo vùng, lấn lướt tại miền Bắc và miền Nam.

Bên cạnh đó, dịch vụ hậu mãi tự vận hành là lợi thế cạnh tranh mang tính cấu trúc. Nền tảng Thị trường DMX của DMX cung cấp dịch vụ lắp đặt, sửa chữa và bảo trì tích hợp trực tiếp trong hành trình mua sắm. Khi tăng trưởng chuyển dịch từ sản lượng sang giá trị, yếu tố này thúc đẩy tỷ lệ bán kèm cao hơn, giữ chân khách hàng tốt hơn và tạo nguồn doanh thu định kỳ.

Chính thức hóa: Các quy định về thuế, chống buôn lậu và thương mại điện tử tạo sân chơi bình đẳng

Hình 13: Lộ trình pháp lý – siết chặt kiểm soát thuế, buôn lậu và thương mại điện tử



Nguồn: Các cơ quan Nhà nước, Truyền thông trong nước, Vietcap tổng hợp

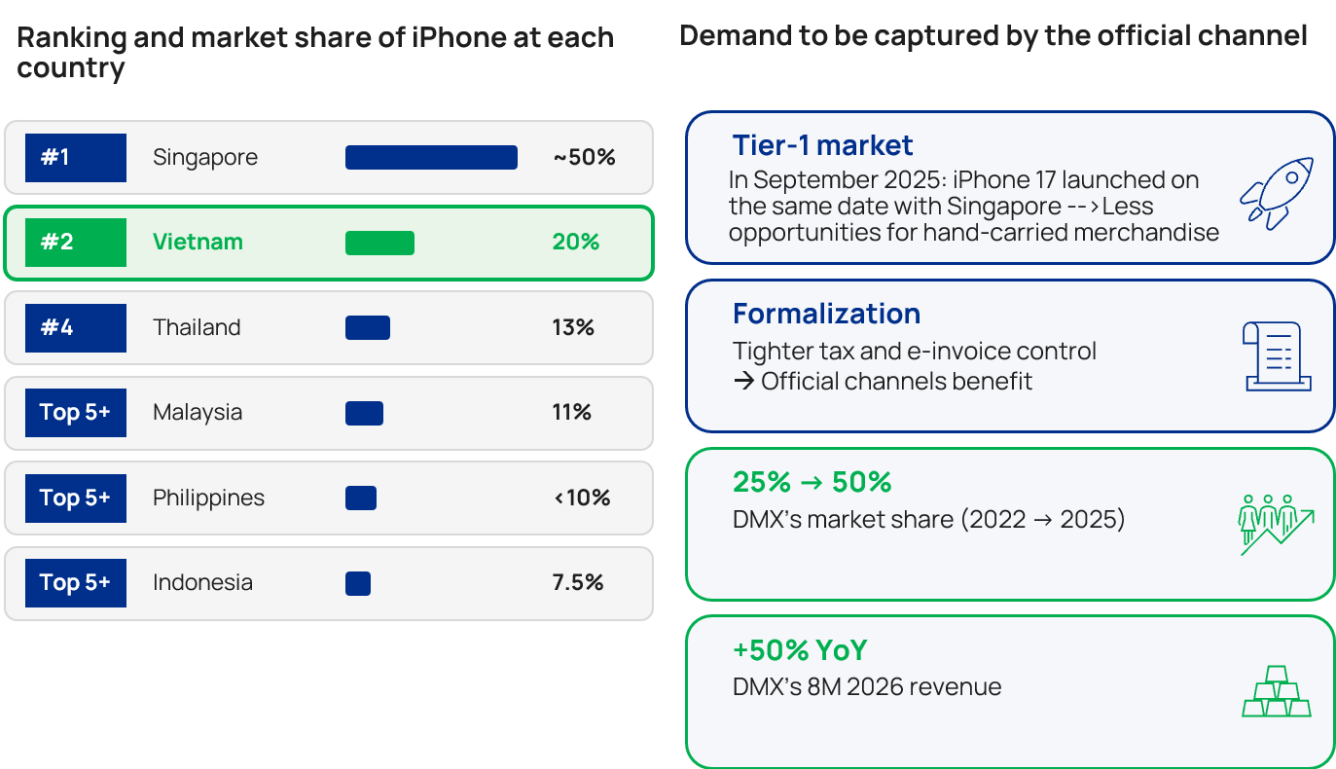
Khu vực phi chính thức đang mất dần lợi thế trước đây. Quy định bắt buộc xuất hóa đơn điện tử từ máy POS từ tháng 6/2025 và việc bãi bỏ thuế khoán từ tháng 1/2026 đã loại bỏ hai cơ chế từng cho phép các hộ kinh doanh kê khai thiếu doanh thu và cạnh tranh về giá với kênh bán lẻ hiện đại. Điều này giúp chi phí thuế và chi phí tuân thủ thực tế giữa hai kênh hội tụ.

Kinh tế thương mại điện tử cũng đang dần bình thường hóa. Trong năm 2025, dù GMV tăng trưởng, số lượng gian hàng trực tuyến đang hoạt động giảm 7%, quy định miễn thuế GTGT đối với hàng nhập khẩu giá trị thấp dưới 1 triệu đồng bị bãi bỏ, đồng thời Shopee và TikTok Shop tăng mạnh phí đối với người bán. Trong 5 năm qua, phí thương mại điện tử đã tăng nhiều lần, lên mức 20%-30% GMV.

Bên cạnh đó, trong hơn một thập kỷ qua, DMX đã cung cấp dịch vụ tư vấn, tài chính, giao hàng và lắp đặt vượt trội. Các hình thức livestream và KOL rút ngắn quá trình từ nhận biết đến mua hàng nhưng hiếm khi đi kèm dịch vụ hậu mãi tích hợp và tự vận hành.

Việc Apple nâng Việt Nam lên thị trường Tier-1 giúp chuyển dịch nhu cầu sang kênh chính hãng

Hình 14: Xếp hạng và thị phần iPhone theo quốc gia



Nguồn: Omdia, IDC, Vietcap tổng hợp

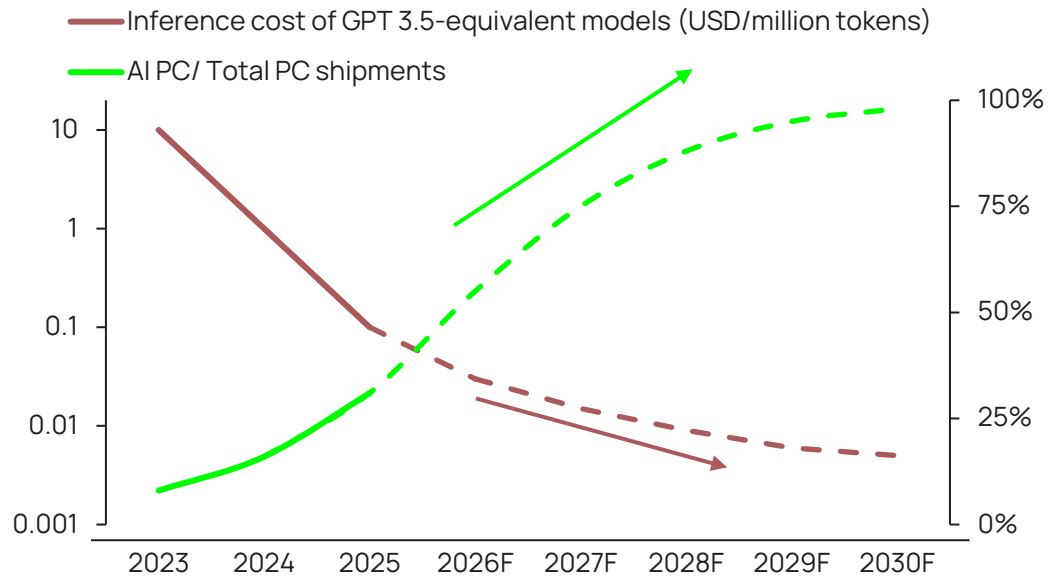
Việt Nam hiện là thị trường iPhone lớn thứ hai khu vực xét theo thị phần. Ở mức 20%, Việt Nam chỉ xếp sau Singapore (khoảng 50%) và cao hơn Thái Lan (13%), Malaysia (11%), Philippines (<10%) và Indonesia (7,5%) – mức cao bất thường đối với một thị trường có mức thu nhập như Việt Nam, và là phản ánh trực tiếp của xu hướng cao cấp hóa.

Vị thế Tier-1 khép lại dư địa chênh lệch giá của hàng xách tay. Từ tháng 9/2025, Việt Nam được nâng lên thị trường mở bán Tier-1, với iPhone 17 được mở bán cùng ngày với Singapore, Mỹ và Nhật Bản. Trước đây, khoảng thời gian chờ từ 2 đến 6 tuần giữa các thị trường mở bán đã tạo dư địa cho hàng xách tay hưởng chênh lệch giá và thời điểm ra mắt.

DMX là đơn vị hưởng lợi chính. Thị phần của công ty trên thị trường Apple tại Việt Nam đã tăng gấp đôi từ 25% năm 2022 lên 50% năm 2025, và doanh thu điện thoại Apple tăng 50% YoY trong 8T 2026 - yếu tố đóng góp lớn nhất vào tăng trưởng ICT. Kết hợp với việc siết chặt thực thi quy định về thuế và hóa đơn điện tử, nhu cầu trước đây rò rỉ sang kênh phi chính thức đang được các nhà bán lẻ chính hãng thu hút.

AI đã gián tiếp đẩy giá tiêu dùng lên cao; chu kỳ nâng cấp vẫn còn ở phía trước

Hình 15: AI đang chuyển hóa thành nhu cầu phần cứng có thể đo lường được



Nguồn: Gartner, Vietcap tổng hợp

Đến nay, AI chủ yếu tác động gián tiếp đến thị trường ICT tiêu dùng thông qua giá thay vì sản lượng. Các thiết bị phần cứng tích hợp AI dành cho người tiêu dùng vẫn còn hạn chế và chúng tôi không đánh giá AI là động lực đáng kể cho nhu cầu sản lượng trong năm 2026. Thay vào đó, làn sóng xây dựng hạ tầng AI toàn cầu đã khiến nguồn cung chip nhớ thắt chặt và đẩy giá RAM tăng, làm tăng chi phí linh kiện của điện thoại và laptop, qua đó nâng giá bán lẻ trung bình toàn ngành hàng. Đối với DMX, điều này có lợi cho cả biên lợi nhuận và giá bán trung bình – một nguyên nhân chính giúp biên lợi nhuận gộp 6T 2026 đạt 20,1%.

Chi phí suy luận (inference) giảm mạnh sẽ biến AI thành một chu kỳ nâng cấp thực sự trong trung và dài hạn. Chi phí vận hành các mô hình tương đương GPT-3,5 đã giảm từ 10 USD/triệu token năm 2023 xuống còn 10 cent năm 2025 và được Gartner dự báo sẽ tiếp tục giảm. Khi chi phí suy luận đủ rẻ để chạy trực tiếp trên thiết bị, các tính năng AI sẽ dịch chuyển từ nhóm flagship cao cấp sang các phân khúc giá phổ thông trên nhiều dòng thiết bị hơn.

CXMT và Đạo luật CHIPS đều được dự báo không thể thu hẹp khoảng trống nguồn cung giai đoạn 2026–2027

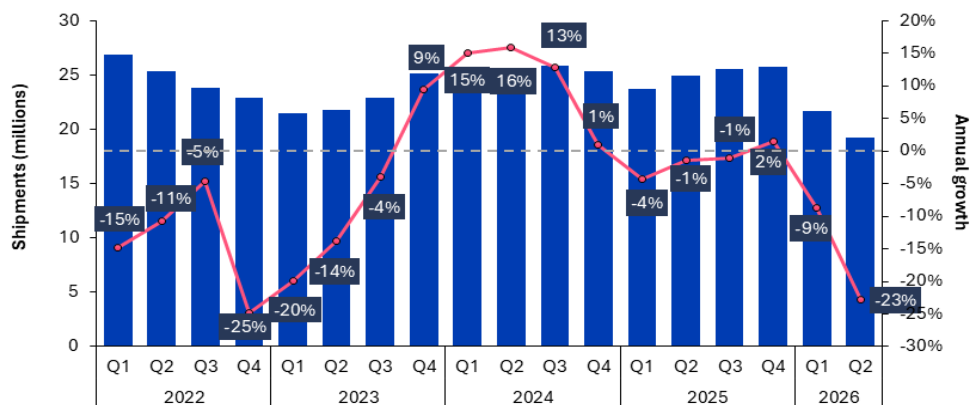
Việc mở rộng công suất của ChangXin Memory Technologies (CXMT) là nguồn cung đáng kể cho chip nhớ dùng trong PC và điện thoại thông minh, nhưng vẫn chưa đủ để tạo ra đợt điều chỉnh giá đối với hàng điện tử tiêu dùng. Tính đến năm 2026, CXMT là nhà sản xuất DRAM lớn nhất Trung Quốc và lớn thứ tư thế giới. Áp lực lên giá bán trung bình của thiết bị đến từ việc chip nhớ dùng cho máy chủ AI hút bớt công suất wafer khỏi dòng DRAM thông thường dùng cho laptop và điện thoại thông minh. CXMT chủ yếu sản xuất dòng DRAM thông thường này. Thị phần DRAM tổng thể của CXMT đã tăng lên: theo dữ liệu theo quý của Counterpoint, CXMT chiếm 4% trong quý 2/2025, 8% trong quý 4/2025 và 10% trong quý 2/2026.

Dù vậy, mô hình do Hanwha công bố cho thấy CXMT đóng góp 11,3% mức tăng thêm của sản lượng bit DRAM toàn cầu trong năm 2026 nhưng chỉ còn 6,9% trong năm 2027 khi Samsung, SK Hynix và Micron cũng gia tăng sản lượng; ngay cả khi tính cả CXMT, ngành vẫn thiếu hụt nguồn cung 9,4% trong năm 2026 và 5,6% trong năm 2027. Do đó, CXMT có thể hạn chế dư địa tăng giá chip nhớ dùng cho PC và điện thoại thông minh, đặc biệt từ giai đoạn 2027–2028, nhưng các dự báo hiện tại vẫn cho thấy giá bán trung bình hàng điện tử tiêu dùng duy trì ở mức cao đến hết năm 2027 thay vì giảm trên diện rộng.

Các nhà máy được hỗ trợ bởi Đạo luật CHIPS nhiều khả năng sẽ không thu hẹp được khoảng trống nguồn cung chip nhớ giai đoạn 2026-2027. Đạo luật CHIPS và Khoa học là chương trình liên bang của Hoa Kỳ nhằm tăng cường năng lực sản xuất và R&D bán dẫn tại Hoa Kỳ, bao gồm 39 tỷ USD ưu đãi cho hoạt động sản xuất. Các đơn vị hưởng lợi lớn gồm Micron (6,1 tỷ USD), Samsung (4,7 tỷ USD), TSMC (6,6 tỷ USD) và SK Hynix (458 triệu USD). Theo Viện Tiêu chuẩn và Công nghệ Quốc gia Hoa Kỳ và công bố của các doanh nghiệp, Micron là đơn vị hưởng lợi duy nhất từ Đạo luật CHIPS có liên quan trực tiếp đến nguồn cung DRAM trong ngắn hạn: nhà máy tại Idaho dự kiến bắt đầu cho sản lượng vào năm 2027, trong khi dự án tại New York có tiến độ muộn hơn. Các khoản hỗ trợ cho Samsung và TSMC chủ yếu phục vụ công suất chip logic, vốn không trực tiếp bổ sung nguồn cung DRAM cho PC hay điện thoại thông minh. Dự án của SK Hynix tại Indiana tập trung vào đóng gói và R&D, với sản xuất hàng loạt dự kiến chỉ bắt đầu từ nửa cuối năm 2028. Do đó, Đạo luật CHIPS củng cố nguồn cung bán dẫn dài hạn của Hoa Kỳ nhưng khó làm thay đổi đáng kể cán cân DRAM trong ngắn hạn. Áp lực chi phí chip nhớ đối với điện thoại và laptop vì vậy nhiều khả năng sẽ kéo dài đến hết năm 2027, với khả năng hạ nhiệt nguồn cung rõ hơn từ năm 2028 trở đi.

Thị trường điện thoại thông minh Đông Nam Á duy trì ổn định trong năm 2025, sau đó suy giảm trong 6T 2026. Sản lượng điện thoại thông minh nhìn chung đi ngang trong năm 2025, sau đó giảm 9% trong quý 1/2026 và 23% trong quý 2/2026 – xuống còn 19,3 triệu chiếc, mức thấp nhất theo quý kể từ năm 2014, theo Omdia.

Hình 16: Thị trường điện thoại thông minh Đông Nam Á duy trì ổn định trong năm 2025, sau đó suy giảm trong 6T 2026



Nguồn: Omdia

Tuy nhiên, giá trị thị trường không giảm theo sản lượng. Omdia ghi nhận giá trị thị trường quý 2/2026 đạt 6,6 tỷ USD với giá bán trung bình tăng 31% YoY lên 342 USD, tương ứng giá trị thị trường điện thoại thông minh Đông Nam Á tăng nhẹ khoảng 1% trong khi sản lượng giảm 23%. Dữ liệu của Counterpoint xác nhận xu hướng này: sản lượng khu vực giảm 15% YoY trong quý 2/2026, trong đó phân khúc dưới 150 USD giảm 38% còn phân khúc 500-699 USD tăng 74%. Việt Nam nằm ở nhóm chống chịu tốt hơn, khi Counterpoint ghi nhận áp lực nhẹ hơn ở các phân khúc phổ thông so với Malaysia (-67%) hay Indonesia (-34%). Chúng tôi cho rằng xu hướng tại Việt Nam tích cực hơn nhờ quá trình chính thức hóa thị trường và việc Apple nâng hạng Việt Nam, qua đó giúp các nhà bán lẻ chính hãng gia tăng thị phần.

Năm trụ cột tăng trưởng của DMX

Chuyển trục chất lượng để thúc đẩy thị phần và mở rộng biên lợi nhuận

DMX nắm khoảng 55% thị phần ICT & CE tại Việt Nam (khoảng 60% thị phần điện thoại và khoảng 40% thị phần điện máy). Thị phần của công ty trong doanh số Apple tại Việt Nam đã tăng gấp đôi từ 25% lên 50% trong giai đoạn 2022–2025. DMX dẫn đầu với 2,1 triệu phiên truy cập website mỗi ngày so với 369K của FPT Shop và 453K của CellphoneS. Doanh thu LFL tăng 18,4% trong năm 2025, phản ánh việc tiếp tục gia tăng thị phần. LNST LFL tăng 3,2 lần từ 1,9 nghìn tỷ đồng (2023) lên 6,1 nghìn tỷ đồng (2025) dù số lượng cửa hàng giảm khoảng 400, phản ánh hiệu quả của mô hình tập trung vào chất lượng.

Các sáng kiến tăng trưởng dựa trên chất lượng

- **Nâng tầm trải nghiệm bán lẻ:** DMX đang chuyển từ các điểm bán mang tính giao dịch sang các điểm đến thiên về trải nghiệm, với không gian mở rộng và khu vực thương hiệu được bố trí riêng tại các cửa hàng được thiết kế lại. Công ty nâng cao năng lực cạnh tranh thông qua vị thế dẫn đầu ngành hàng và giá trị thương hiệu, cùng các dịch vụ được thiết kế riêng cho nhóm khách hàng Gen Z và Gen Y.
 - Điện Máy Xanh mô hình mới: doanh thu tăng 50% trong 3 tháng gần nhất so với trước khi chuyển đổi.
 - Thegioididong: doanh thu tăng 75% trong 3 tháng gần nhất so với trước khi chuyển đổi.
- **Cơ chế lương gắn với hiệu suất:** DMX áp dụng cơ cấu lương biến đổi nhằm tăng tính trách nhiệm và cải thiện năng suất trên toàn hệ thống. Mô hình này cũng giúp giảm chi phí vận hành cố định do thu nhập của nhân viên gắn trực tiếp hơn với kết quả kinh doanh. Nhờ đó, công ty có thể giữ chân nhân sự có năng suất cao trong khi duy trì cơ cấu chi phí tinh gọn hơn. Doanh thu mỗi giờ trên mỗi nhân viên tăng từ 2,1 triệu đồng năm 2023 lên 2,5 triệu đồng năm 2025.
- **Hệ sinh thái nhà cung cấp theo mô hình đối tác:** DMX xem các nhà cung cấp là đối tác chiến lược thay vì chỉ là quan hệ mua bán thuần túy. Thông qua quan hệ hợp tác dài hạn, đồng đầu tư với các đối tác thương hiệu và các dòng sản phẩm độc quyền, công ty củng cố sự gắn kết của nhà cung cấp và cải thiện khả năng tiếp cận các sản phẩm khác biệt.
- **Hiệu quả vận hành nhờ công nghệ & AI:** DMX đang thay thế các quy trình cũ trên máy tính để bàn và giấy tờ bằng tự động hóa ưu tiên nền tảng di động trên toàn bộ hoạt động của hàng và khối văn phòng. Các sáng kiến công nghệ và AI này giúp tăng tốc độ thực thi, giảm khối lượng công việc thủ công và hỗ trợ tiết giảm chi phí hoạt động. Đáng chú ý, DMX đạt được hiệu quả này mà không ảnh hưởng đến khả năng tạo doanh thu hay trải nghiệm bán lẻ của khách hàng.
- **Danh mục sản phẩm độc quyền:** Quy mô của DMX mang lại sức mạnh đàm phán lớn với các nhà cung cấp, cho phép công ty có được các SKU độc quyền và khác biệt với điều kiện thương mại hấp dẫn. Điều này củng cố cả tăng trưởng doanh thu và khả năng sinh lời khi người tiêu dùng ngày càng tìm kiếm các sản phẩm không phổ biến ở các đối thủ quy mô nhỏ hơn.
- **Xu hướng cao cấp hóa gia tăng:** Ở cả nhóm hàng ICT và điện máy, DMX đang hưởng lợi từ sự dịch chuyển cơ cấu sản phẩm sang các mẫu cấu hình cao hơn, thương hiệu cao cấp và các mẫu độc quyền. Xu hướng này hỗ trợ giá bán trung bình và biên lợi nhuận cao hơn, đặc biệt khi người tiêu dùng nâng cấp lên các sản phẩm thông minh hơn, tiết kiệm điện hơn và nhiều tính năng hơn.
- **TopZone:** Việc Việt Nam được nâng lên nhóm thị trường mở bán đồng thời Tier-1 của Apple, cùng với các thị trường như Mỹ, Singapore và Nhật Bản, giúp gia tăng sức hấp dẫn của kênh bán lẻ chính hãng. Điều này làm giảm lợi thế trước đây của hàng xách tay và

củng cố vai trò của TopZone trong việc nắm bắt nhu cầu Apple cao cấp thông qua trải nghiệm bán lẻ chính hãng, chất lượng cao hơn.

- **Trọn vòng đời sản phẩm:** DMX đang xây dựng hành trình khách hàng khép kín, trải dài từ bán sản phẩm, tài chính, bảo hành, bảo trì đến nhu cầu nâng cấp về sau. Bằng việc tiếp tục đồng hành sau giao dịch mua ban đầu, công ty có thể biến dịch vụ hậu mãi thành động lực giữ chân khách hàng và tạo doanh thu định kỳ. Điều này giúp mở rộng giá trị vòng đời khách hàng và củng cố mối quan hệ giữa DMX với tệp khách hàng hiện hữu.

Thợ DMX: Hạ tầng dịch vụ điện máy quy mô lớn nhất Việt Nam

Thợ DMX hiện sở hữu nền tảng hạ tầng dịch vụ quy mô lớn nhất Việt Nam. Hoạt động hiện tại bao gồm lắp đặt điện máy, sửa chữa ICT, sửa chữa và bảo trì, thi công cửa hàng, sửa chữa tiện ích, gia hạn bảo hành và phát triển logistics B2B, với hơn 4.100 kỹ thuật viên, 85% độ phủ điều phối tự động và mạng lưới trên toàn bộ 34/34 tỉnh thành.

Lộ trình mở rộng theo giai đoạn đưa Thợ DMX từ vai trò thực thi nội bộ trở thành nền tảng dịch vụ B2C và B2B rộng hơn. Thợ DMX được hợp nhất từ năm 2026 và toàn bộ số liệu dưới đây là doanh thu bên ngoài. Trong năm 2025, Thợ DMX đã vận hành đầy đủ các dịch vụ nội bộ, ghi nhận 318 tỷ đồng doanh thu B2C và hoàn tất tích hợp với Super App. Trong năm 2026, mảng B2C tăng tốc và mảng B2B khởi động thông qua việc triển khai cửa hàng BHX và các dự án trạm sạc pin xe điện của V-Green, với doanh thu B2C đạt 3,4 nghìn tỷ đồng và doanh thu B2B đạt 600 tỷ đồng theo dự báo của chúng tôi. Trong năm 2027, nền tảng tiếp tục mở rộng mô hình đa dịch vụ. Giai đoạn 2028-2030, Thợ DMX được kỳ vọng phát triển thành nền tảng đa dịch vụ trải rộng từ các chủ đầu tư bất động sản, tiện ích gia đình đến dịch vụ cấp thoát nước, với doanh thu B2C dự phóng năm 2028F đạt 5,9 nghìn tỷ đồng và doanh thu B2B đạt 726 tỷ đồng, đồng thời bổ sung dịch vụ bảo hành trực tiếp, vận tải, kho bãi và logistics cho các thương hiệu.

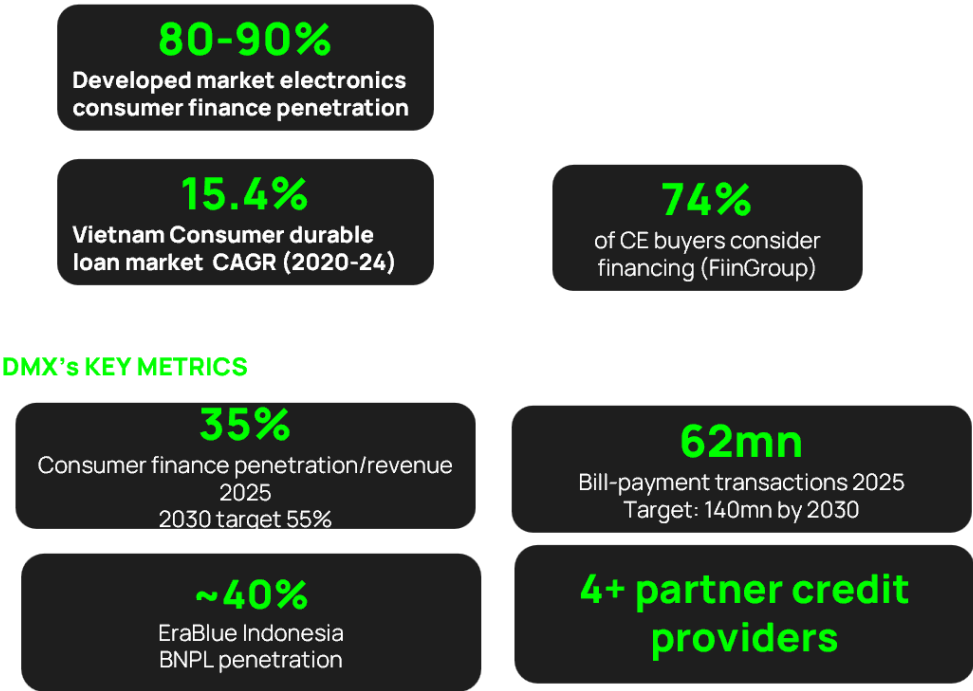
Hình 17: Khoảng trống dịch vụ tại Việt Nam là lợi thế cấu trúc của Thợ DMX

Khoảng trống dịch vụ hậu mãi tại Việt Nam	Các lợi thế khó sao chép của Thợ DMX
Lực lượng kỹ thuật viên phân mảnh Chất lượng không đồng đều từ kỹ thuật viên phi chính thức; toàn ngành thiếu đào tạo, chứng chỉ và cơ chế trách nhiệm chuẩn hóa.	Hơn 4.100 kỹ thuật viên được chứng nhận 90% đạt bậc chuyên nghiệp/nâng cao; đào tạo chuẩn hóa, kiểm tra tuân thủ bằng AI và đồng phục thương hiệu trên toàn bộ 34 tỉnh thành.
Chưa có nền tảng quy mô toàn quốc Chưa đơn vị nào cung cấp được dịch vụ lắp đặt, sửa chữa và bảo trì đồng nhất ở quy mô lớn trên toàn bộ 34 tỉnh thành.	Mạng lưới 3.020 cửa hàng toàn quốc Các điểm bán đóng vai trò trung tâm dịch vụ, hỗ trợ giao hàng chặng cuối, đặt lịch lắp đặt và tiếp nhận hậu mãi tại cửa hàng.
Giá trị cung cấp chưa hoàn thiện Các đối thủ tập trung vào bán sản phẩm, gần như không có dịch vụ trọn vòng đời ngoài phạm vi bảo hành cơ bản.	Nền tảng công nghệ tích hợp 85% điều phối tự động, duy trì liên tục dịch vụ nhờ CRM, đặt lịch theo vị trí và theo dõi tiến độ minh bạch cho khách hàng.
Nhu cầu vượt nguồn cung Tỷ lệ thâm nhập điện máy còn thấp và xu hướng nâng cấp gia tăng tạo nhu cầu dịch vụ vượt khả năng đáp ứng của thị trường.	Thời gian phục vụ nhanh hơn 17-20% Năng suất vượt thị trường: sửa máy lạnh 50 phút (+17%), TV 40 phút (+20%), máy giặt 45 phút (+18%) so với chuẩn ngành.

Nguồn: DMX, Vietcap

Dịch vụ Tài chính: Biên lợi nhuận cao, không rủi ro tín dụng, yếu tố then chốt thu hút khách hàng

Hình 18: Tỷ lệ thâm nhập tài chính tiêu dùng giúp giảm rào cản khả năng chi trả – bối cảnh ngành và các mức tham chiếu



Nguồn: DMX, FiinGroup, Vietcap tổng hợp

Chúng tôi cho rằng DMX thu hoa hồng từ các công ty tài chính tiêu dùng mà không phải chịu rủi ro tín dụng nhờ thị phần dẫn đầu. Theo ban lãnh đạo, DMX nắm khoảng 55% tổng thị trường ICT và điện máy, và khoảng 80% tổng thị trường tài chính tiêu dùng cho hàng điện tử. Theo chúng tôi, yếu tố này tạo nên sự khác biệt của DMX so với nhiều nhà bán lẻ điện máy hàng đầu tại các quốc gia khác – vốn chỉ nắm dưới 25% thị phần bán lẻ điện máy và phải trả hoa hồng cho các công ty tài chính tiêu dùng.

Các mức tham chiếu khu vực cho thấy dư địa mở rộng của tài chính tiêu dùng: EraBlue tại Indonesia đã đạt tỷ lệ thâm nhập tài chính tiêu dùng khoảng 40%, trong khi các thị trường phát triển hơn trong khu vực đã đạt khoảng 90%, cho thấy khả năng nhân rộng của mô hình này.

Mạng lưới 3.007 cửa hàng tính đến cuối tháng 8/2026 cùng hơn 40 ngân hàng đối tác tạo lợi thế cấu trúc cho DMX trong việc phục vụ nhóm dân số chưa tiếp cận đầy đủ dịch vụ ngân hàng tại Việt Nam, hoạt động 7 ngày mỗi tuần. Với 62 triệu giao dịch và 120 nghìn tỷ đồng tổng giá trị hàng hóa (GMV) trong năm 2025, các cửa hàng hoạt động như những điểm giao dịch tài chính 7 ngày mỗi tuần – tạo lưu lượng khách hàng thường xuyên vượt xa các dịp mua sắm bán lẻ. Hoạt động đại lý VPBank và thẻ Mastercard đồng thương hiệu tiếp tục mở rộng hệ sinh thái tài chính, với tỷ trọng giao dịch ngân hàng trong tổng giao dịch ngày càng tăng.

Tài chính tiêu dùng đã góp phần đáng kể vào thành công của DMX. Doanh thu của DMX trong 6T 2026 tăng 27% so với mức 25% của toàn ngành. Trong khi biên lợi nhuận của DMX cũng cải thiện, nhiều đối thủ lại không đạt được điều này. DMX ghi nhận nhu cầu gia tăng nhờ chính sách hỗ trợ tài chính tiêu dùng mạnh mẽ, giúp nâng cao khả năng chi trả cho các thiết bị điện tử mà không cần giảm giá sâu. Nhờ đó, biên lợi nhuận được bảo vệ, với các sản phẩm bán qua tài chính tiêu dùng chiếm 38% doanh thu của DMX trong 6T 2026, tăng từ mức 35% năm 2025. Xu hướng này củng cố niềm tin của chúng tôi vào khả năng ứng phó của DMX trong môi trường kinh tế thách thức và giảm rủi ro tham gia vào cuộc chiến giá bán lẻ như đã diễn ra trong năm 2023.

Super App Quà Tặng VIP (QTV) : Nền tảng đa dịch vụ trong hệ sinh thái MWG

Từ ứng dụng khách hàng thân thiết đến Super App: QTV đang phát triển thành một Super App cá nhân hóa hành vi người tiêu dùng, hoạt động vượt ra ngoài phạm vi thương mại điện tử nhờ dịch vụ và hậu mãi offline vượt trội. Nền tảng này phục vụ 19 triệu thành viên đã đăng ký trên 6 chuỗi bán lẻ của MWG.

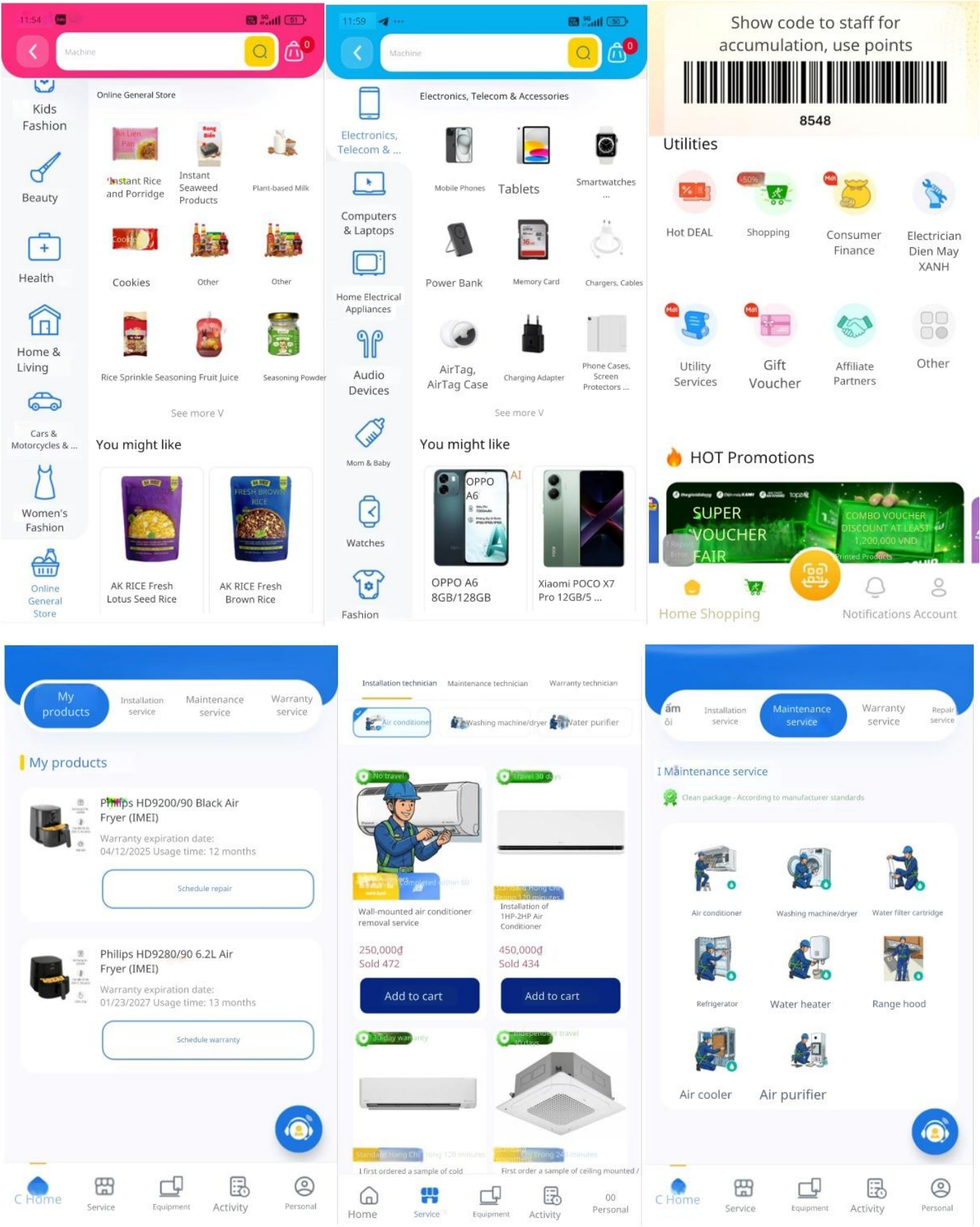
Mục tiêu doanh thu: 55 nghìn tỷ đồng vào năm 2030, tương đương 30% doanh thu của DMX, từ mức 9 nghìn tỷ đồng và 9% doanh thu của DMX trong năm 2025.

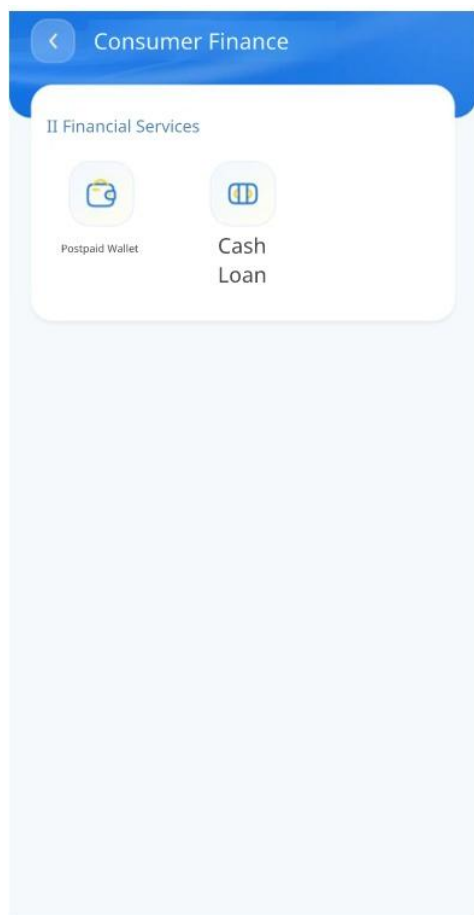
- Tích lũy và sử dụng điểm thưởng trên toàn hệ sinh thái MWG (Điện máy Xanh, TGDD, TopZone, An Khang, AVAKids, BHX).
- Tích hợp dịch vụ offline vượt trội tạo lợi thế quyết định so với các nền tảng thương mại điện tử thuần túy.
- Phân tầng khách hàng (vàng/bạc/đồng) cho phép nhắm mục tiêu chính xác và đưa ra ưu đãi phù hợp.
- Các chiến dịch cá nhân hóa ở quy mô lớn (ví dụ: ưu đãi riêng cho iPhone).
- Chăm sóc chủ động thông qua nhắc lịch dịch vụ và liên hệ sau bán hàng.
- Chương trình khách hàng thân thiết tương thưởng cho thời gian gắn bó và giá trị vòng đời cao.

Hệ sinh thái dịch vụ tích hợp: dịch vụ tài chính, Thợ DMX và các điểm chạm từ đối tác.

- **Ưu đãi đặc biệt** – các chương trình khuyến mãi được chọn lọc và phần thưởng khách hàng thân thiết trên toàn hệ sinh thái MWG.
- **Mua sắm** – hành trình mua sắm liền mạch từ đầu đến cuối với các gợi ý được cá nhân hóa.
- **Tài chính tiêu dùng** – trả góp và mua trả chậm (BNPL).
- **Dịch vụ Thợ DMX** – dịch vụ hậu mãi trọn vòng đời gồm lắp đặt, bảo trì, bảo hành, sửa chữa và hỗ trợ khách hàng.
- **Tiện ích** – điểm thanh toán một cửa cho các hóa đơn hàng ngày và dịch vụ thiết yếu.
- **Hệ sinh thái đối tác** – các chuỗi trong hệ sinh thái MWG (BHX, An Khang, AVAKids) đóng vai trò là mạng lưới đối tác cốt lõi, cho phép triển khai voucher liên thương hiệu và các ưu đãi độc quyền cho người dùng đã đăng ký. Lộ trình dài hạn bao gồm việc hợp tác với các đối tác bên thứ ba để mở rộng sang các nhóm ngành hàng khác

Hình 19: Super App Quà Tặng VIP





< Cash Loan



Easy and fast cash loans!

-  Credit limit up to 50 million
-  Installment period up to 48 months
-  Attractive interest rate, check here
-  Just need ID card - Approved in 2 minutes

Explore now

< Postpaid Wallet



Welcome Sister to Postpaid Wallet!

-  Spending limit from 6 million to 40 million
-  Buy now, pay later, no interest for up to 45 days
-  No hidden fees, no annual fees

Explore now

Nguồn: Vietcap tổng hợp – Dịch từ tiếng Việt trong giao diện người dùng gốc của Quà Tặng VIP.

EraBlue Indonesia: Tăng trưởng 8 năm bằng hơn 10 năm của DMX tại Việt Nam

EraBlue là liên doanh giữa DMX và Tập đoàn Erajaya của Indonesia, thành lập năm 2022 nhằm nhân rộng mô hình bán lẻ hàng điện tử tiêu dùng thành công của DMX tại Indonesia, trong đó DMX nắm 45% cổ phần. Chuỗi này đang mở rộng trên đảo Java – hòn đảo đông dân nhất Indonesia. Đến cuối năm 2025, chuỗi vận hành 181 cửa hàng. Tính đến 8T 2026, EraBlue đã đạt 307 cửa hàng, mở mới 126 cửa hàng từ đầu năm.

Java là thị trường lớn với tỷ lệ thâm nhập của bán lẻ điện máy hiện đại còn thấp. Indonesia có thị trường bán lẻ điện máy quy mô lớn, trong khi riêng đảo Java có khoảng 150 triệu dân, tương đương khoảng 1,5 lần dân số Việt Nam. Chỉ khoảng 3% hộ gia đình tại Java – nhóm thu nhập cao – được phục vụ bởi kênh bán lẻ hiện đại, đồng nghĩa 97% thị trường vẫn do kênh truyền thống phân mảnh phục vụ.

Hệ thống cửa hàng hiện tại đã cho thấy năng suất cao hơn so với các cửa hàng DMX tương đương. Các cửa hàng size M của EraBlue (250-350 m²) tạo ra doanh thu cao gấp khoảng 1,5 lần so với cửa hàng DMX cùng quy mô tại Việt Nam, trong khi cửa hàng size S (180-200 m²) cao gấp khoảng 2,6 lần. Kết quả này đạt được ngay cả khi giá bán trung bình tại Indonesia thấp hơn Việt Nam 30%-40%.

Thời gian hoàn vốn ở cấp cửa hàng vẫn ngắn. Khoảng một nửa số cửa hàng EraBlue có lãi ngay trong tháng đầu tiên, trong khi các cửa hàng còn lại thường đạt điểm hòa vốn sau 3 đến 5 tháng. Thời gian hoàn vốn trung bình của mỗi cửa hàng là khoảng 15 tháng.

Khoảng trống thị trường đại chúng: EraBlue nhắm đến phân khúc trung cấp rộng lớn nằm giữa kênh bán lẻ hiện đại cao cấp trong trung tâm thương mại và các cửa hàng truyền thống phân mảnh. Vị thế này phù hợp với nhóm khách hàng mong muốn tiếp cận kênh bán lẻ có tổ chức, đa dạng sản phẩm, giao hàng và dịch vụ hậu mãi mà không phải trả thêm chi phí cho không gian bán lẻ cao cấp.

Dịch vụ hậu mãi: EraBlue cung cấp dịch vụ đổi mới 1-1 và sửa chữa tại nhà – những yếu tố khác biệt then chốt so với các cửa hàng truyền thống. Giá trị dịch vụ đặc biệt quan trọng trong ngành điện máy do khách hàng mua các sản phẩm cồng kềnh, giá trị cao, đòi hỏi giao hàng, lắp đặt và hỗ trợ sau bán hàng.

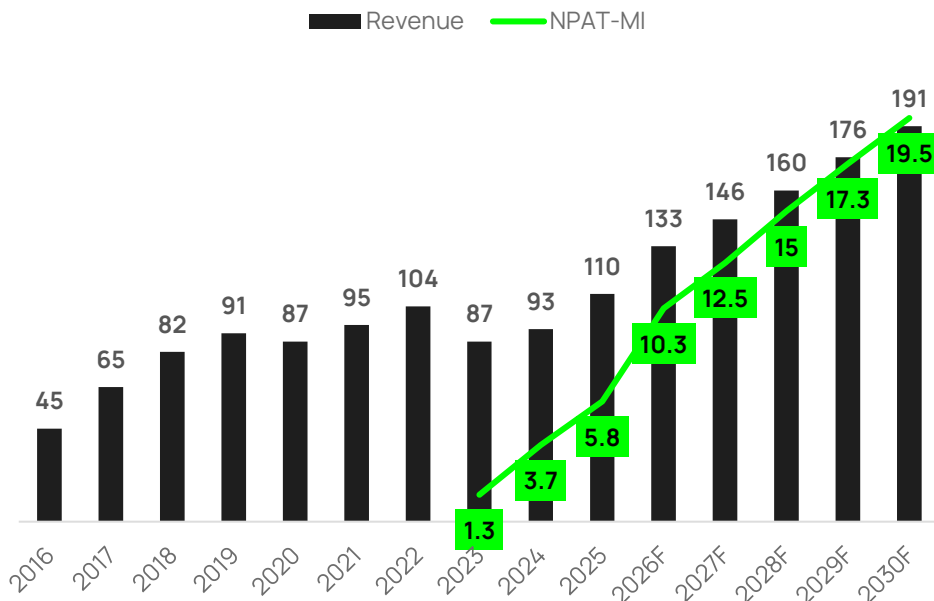
Mô hình vận hành của DMX: EraBlue áp dụng mô hình cửa hàng quy mô nhỏ, kinh nghiệm ngành hàng và năng lực vận hành bán lẻ của DMX tại Indonesia. Điều này giúp mở rộng nhanh hơn so với quá trình triển khai ban đầu của DMX tại Việt Nam, đồng thời tập trung vốn đầu tư vào các cửa hàng quy mô nhỏ.

Lợi thế địa phương của Erajaya: Erajaya cung cấp hỗ trợ triển khai tại địa phương, bao gồm lựa chọn mặt bằng, quan hệ nhà cung cấp và hiểu biết thị trường. Tỷ lệ sở hữu 45% của DMX cũng là mức trần theo quy định, do đó cấu trúc hợp tác đóng vai trò trung tâm trong mô hình mở rộng của EraBlue.

Triển vọng 2026-2028 & kết quả kinh doanh qua các năm

Triển vọng giai đoạn 2025-2028: CAGR doanh thu 14%, EPS 28%

Hình 20: Doanh thu & LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2028 của DMX (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: DMX, Vietcap dự báo. Doanh thu bao gồm An Khang và AvaKids (không còn hợp nhất từ năm 2026)

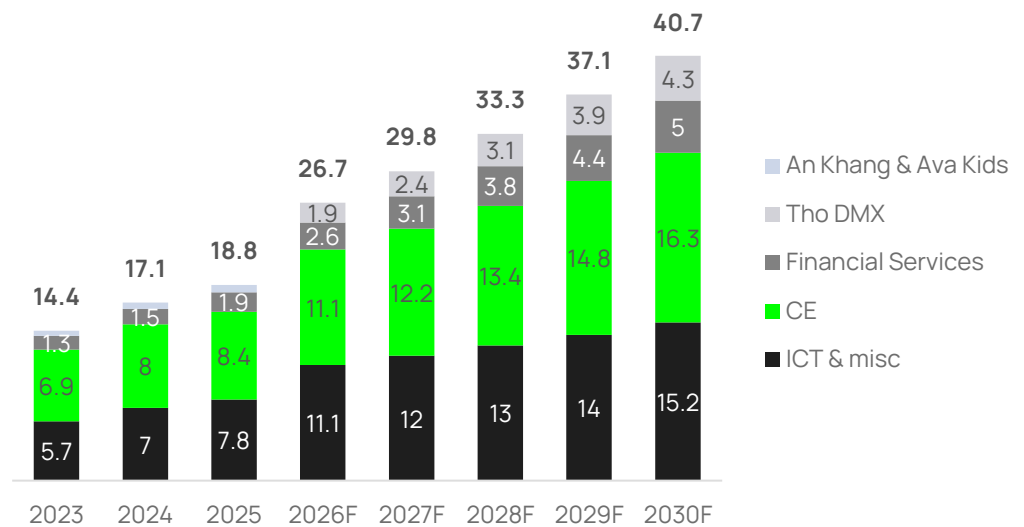
CAGR doanh thu LFL (so sánh tương đương, loại trừ An Khang và Avakids và bao gồm Thợ DMX) đạt 14% giai đoạn 2025-2028; CAGR doanh thu báo cáo đạt 13%

- **ICT - CAGR 11%:** Tăng trưởng được dẫn dắt bởi Apple (+50% YoY trong 8T 2026) khi Việt Nam được nâng lên nhóm thị trường mở bán Tier 1, trong khi Android tăng 15% YoY nhờ chu kỳ thay thế khoảng 20 tháng tại Việt Nam. Laptop (+40% YoY) được thúc đẩy bởi các mẫu tích hợp AI và các chu kỳ hệ điều hành mới.
- **Điện máy - CAGR 15%:** Máy lạnh và TV đã phục hồi trong năm 2026, tủ lạnh, thiết bị gia dụng và máy giặt dự kiến tăng trưởng nhờ các dòng sản phẩm thông minh/tiết kiệm điện độc quyền; du địa thâm nhập vẫn còn lớn ở nhóm điện máy tiện ích (máy hút bụi, nồi chiên không dầu, v.v.).
- **Dịch vụ tài chính - CAGR 25%:** GMV tài chính tiêu dùng tăng từ khoảng 35% lên khoảng 50% doanh thu bán lẻ với mức phí khoảng 4%.
- **Thợ DMX:** chúng tôi dự báo doanh thu đạt 6,6 nghìn tỷ đồng vào năm 2028, từ mức 318 tỷ đồng năm 2025, trong đó năm đầu tiên hợp nhất đầy đủ là 2026 đạt 3.980 tỷ đồng. Thợ DMX được hợp nhất từ năm 2026. Tăng trưởng doanh thu sẽ được hỗ trợ bởi các gói dịch vụ đi kèm — với GMV các gói này dự kiến tăng từ 8% lên 25% doanh thu bán lẻ và DMX hưởng phí trên phần GMV đó — cùng với doanh thu sửa chữa B2C ngoài bảo hành. Mạng B2B được dẫn dắt bởi việc triển khai cửa hàng BHX và lắp đặt trạm sạc xe điện V-Green trước khi mở rộng sang dịch vụ logistics và bảo trì cho các thương hiệu điện tử.

CAGR LNST sau lợi ích CDTS theo LFL đạt 34% giai đoạn 2025–2028

- **Biên lợi nhuận gộp mở rộng từ 17,1% lên 20,8%:** Dịch chuyển cơ cấu sang dịch vụ tài chính có biên lợi nhuận cao hơn (biên lợi nhuận gộp 89%) và Thợ DMX (biên lợi nhuận gộp 47%), cùng với giá bán trung bình cao hơn.
- **Đòn bẩy hoạt động:** Phần lớn chi phí tiền mặt là chi phí biến đổi, trong khi khấu hao là chi phí cố định và đang giảm dần - khấu hao giảm từ 817 tỷ đồng (2025) xuống 679 tỷ đồng (2026) và 622 tỷ đồng (2028) khi vốn đầu tư cải tạo cửa hàng bù đắp một phần cho mức giảm của chi phí hoàn thiện cửa hàng trước đây. Không mở rộng cửa hàng, chi phí thuê chỉ tăng 5%/năm cho đến khi các hợp đồng được gia hạn trong giai đoạn 2029-2030, chi phí nhân sự quản lý doanh nghiệp tăng 10%/năm, chậm hơn tốc độ tăng của lợi nhuận gộp.

Hình 21: Mảng dịch vụ dự kiến tăng từ 10% (2025) lên 21% (2028F) tổng lợi nhuận gộp (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: DMX, Vietcap dự báo

Hình 22: Dự báo của Vietcap cho DMX giai đoạn 2026–2028F — doanh thu & lợi nhuận gộp

Tỷ đồng	2024	2025	Dự báo 2026	Dự báo 2027	Dự báo 2028	CAGR 2025-2028	Nhận định của Vietcap cho giai đoạn 2025-2028
Doanh thu	93.357	110.006	132.850	145.690	160.060	13%	Thị trường ICT & điện máy của Việt Nam tăng trưởng 25% YoY trong 6T 2026 (10% về sản lượng, 15% về giá) và vẫn là thị trường tăng trưởng nhanh nhất Đông Nam Á. Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng sẽ bình thường hóa về mức một chữ số trong giai đoạn 2027-28. Thợ DMX được hợp nhất từ năm 2026.
Doanh thu LFL	90.206	106.801	132.850	145.690	160.060	14%	Loại trừ An Khang & AvaKids, bao gồm Thợ DMX.
ICT & khác	50.198	62.958	74.290	80.233	86.652	11%	Điện thoại (~55% doanh thu ICT): được thúc đẩy bởi nhu cầu thay thế/nâng cấp — chu kỳ thay thế khoảng 20 tháng tại Việt Nam (so với khoảng 29 tháng trên toàn cầu) — giúp duy trì sản lượng. Laptop (~14% doanh thu ICT): được thúc đẩy bởi các mẫu tích hợp AI, chu kỳ hệ điều hành mới và MacBook. Tăng trưởng năm 2026F đạt khoảng 18% nhờ giá bán trung bình cao hơn do giá chip nhớ và việc gia tăng thị phần; 8%/năm trong giai đoạn 27-28F nhờ nhu cầu nâng cấp phần cứng AI.
Điện máy	38.026	41.342	51.678	56.846	62.530	15%	Thiết bị gia dụng lớn (~70% doanh thu điện máy): - 39% lượng mua máy giặt và 46% lượng mua máy lạnh vẫn đến từ khách hàng mua lần đầu, cho thấy dư địa bất kịp tỷ lệ thâm nhập của khu vực. Máy lạnh đã phục hồi, với doanh thu 8T 2026 tăng 50% YoY. - TV/tủ lạnh/máy giặt tăng trưởng nhờ các dòng sản phẩm giá trị cao, thông minh và tiết kiệm điện. Thiết bị gia dụng nhỏ (~30% doanh thu điện máy): Tỷ lệ thâm nhập hộ gia đình thấp: máy hút bụi đạt 46%, máy rửa chén chỉ 16%. Các thiết bị hướng đến sự tiện lợi (máy lọc nước, máy rửa chén, nồi cơm thông minh, máy hút ẩm, robot hút bụi) là phân khúc điện máy tăng trưởng nhanh nhất với CAGR khoảng 16% đến năm 2028F, được thúc đẩy bởi AI & IoT mở ra chu kỳ nâng cấp nhà thông minh mới — tuy nhiên, nền doanh thu còn nhỏ nên mức đóng góp tuyệt đối còn hạn chế.
Dịch vụ tài chính	1.679	2.183	2.902	3.534	4.264	25%	GMV tài chính tiêu dùng tính theo % doanh thu bán lẻ dự kiến tăng từ khoảng 35% năm 2025 lên khoảng 50% vào năm 2028F. Thị trường cho vay tiêu dùng hàng lâu bền tại Việt Nam tăng trưởng với CAGR 15,4% (2020-24) (theo FiinGroup). Tỷ lệ thâm nhập tài chính tiêu dùng vẫn thấp so với khu vực.
Thợ DMX (hợp nhất 303 từ 2026)		318	3.980	5.078	6.613	n.m.	Sửa chữa B2C: Chúng tôi ước tính doanh thu Thợ DMX đạt 6,6 nghìn tỷ đồng vào năm 2028, trong đó B2C đạt 5,9 nghìn tỷ đồng, từ mức 318 tỷ đồng năm 2025, nhờ (1) GMV các gói dịch vụ đi kèm tăng từ 8% (2025) lên 25% (2028) doanh thu bán lẻ — phần DMX hưởng phí — và (2) dịch vụ sửa chữa ngoài bảo hành. Dịch vụ B2B: tăng trưởng 10%/năm giai đoạn 2026-2028 từ mức 600 tỷ đồng năm 2026, dựa trên việc triển khai của hàng BHX (1.000 cửa hàng trong năm 2026), lắp đặt trạm V-Green (hàng chục nghìn trạm sạc pin trong năm 2026) và dịch vụ logistics bảo trì/sửa chữa cho các thương hiệu. Biên LN gộp: Ổn định ở mức 47% từ năm 2026 đến năm 2028.
An Khang & AvaKids	3.454	3.523	0	0	0	n.m.	Không còn hợp nhất từ năm 2026.
Lợi nhuận gộp	17.089	18.775	26.704	29.784	33.340	21%	
Biên LN gộp %	18,3%	17,1%	20,1%	20,4%	20,8%		Biên LN gộp mở rộng nhờ dịch chuyển cơ cấu thuận lợi sang các mảng dịch vụ có biên lợi nhuận cao hơn và Thợ DMX.
Biên LN gộp ICT & khác	13,9%	12,4%	15,0%	15,0%	15,0%		Cao cấp hóa danh mục SKU và giá chip nhớ ở mức cao giúp cải thiện giá bán trung bình và biên lợi nhuận.
Biên LN gộp điện máy	21,0%	20,4%	21,5%	21,5%	21,5%		Ổn định khi biên LN gộp cao hơn từ các dòng TV/tủ lạnh/máy giặt giá trị cao, thông minh, tiết kiệm điện được bù đắp bởi sự dịch chuyển cơ cấu sang các sản phẩm có biên lợi nhuận thấp hơn.
Biên LN gộp dịch vụ tài chính	91,9%	88,9%	88,9%	88,9%	88,9%		
Biên LN gộp Thợ DMX	NA	NA	47,0%	47,0%	47,0%		

Nguồn: BCTC của DMX, Vietcap dự báo

Hình 23: Dự báo của Vietcap cho DMX giai đoạn 2026–2028F – Lợi nhuận

Tỷ đồng	2023	2024	2025	Dự báo 2026	Dự báo 2027	Dự báo 2028	CAGR 2025–28	Nhận định của Vietcap về giai đoạn 2025–2028
Chi phí SG&A	-13.040	-12.933	-12.402	-15.509	-16.878	-18.090	13%	SG&A giá trị tuyệt đối: chi phí nhân sự và chi phí thuê tăng cùng chi phí SG&A của Thợ DMX, bù đắp một phần cho mức giảm của khấu hao (1) Chi phí thuê: +5%/năm giai đoạn 2026–28F, sẽ tăng trong năm 2029 khi các hợp đồng được gia hạn. (2) Chi phí nhân sự tiếp tục xu hướng giảm từ 4,3% doanh thu (2024) và 2,8% (2025) xuống 2,5% (2026–27) và 2,4% (2028) nhờ lợi thế quy mô và giá bán trung bình cao hơn. (3) Chi phí marketing, dịch vụ thuê ngoài và tiện ích giảm nhẹ theo % doanh thu nhờ lợi thế quy mô và giá bán trung bình cao hơn. (4) Khấu hao: 679 tỷ đồng năm 2026 và 622 tỷ đồng vào năm 2028, khi vốn đầu tư cải tạo cửa hàng mới bù đắp một phần cho mức giảm khấu hao của chi phí hoàn thiện cửa hàng trước đây.
Chi phí bán hàng	-12.106	-10.477	-9.249	-10.594	-11.416	-11.982	9%	(1) Nhân sự khối văn phòng: khoản mục lớn nhất, +10%/năm với số lượng nhân sự ổn định. (2) Dịch vụ thuê ngoài: +6%/năm. (3) Chi phí quản lý doanh nghiệp của Thợ DMX: 12,5% doanh thu Thợ DMX.
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-933	-2.456	-3.153	-4.916	-5.461	-6.108	25%	
Trong đó, SG&A cho Thợ DMX	NA	NA	NA	-995	-1.269	-1.653		
Lợi nhuận từ HĐKD	1.379	4.156	6.373	11.194	12.906	15.249	34%	Đòn bẩy EBIT đến từ dịch chuyển cơ cấu lợi nhuận gộp và kiểm soát chi phí quản lý doanh nghiệp. Phần lớn chi phí tiền mặt là chi phí biến đổi (nhân sự & thuê mặt bằng), trong khi khấu hao cố định giảm dần khi các chi phí hoàn thiện cửa hàng cũ khấu hao hết. Giai đoạn 2026–2027 tăng mạnh nhờ số dư tiền mặt cao hơn 47% sau IPO.
Doanh thu tài chính ròng	625	973	870	1.491	2.088	2.762		
Lợi nhuận/(lỗ) từ công ty LDLC	0	-45	24	51	102	183	96%	(1) EraBlue (Indonesia): Chúng tôi kỳ vọng số lượng cửa hàng đạt 672 vào năm 2028 từ mức 181 năm 2025, nhờ mở mới 164 cửa hàng mỗi năm, chủ yếu tại đảo Java. (2) Khả năng sinh lời: Chúng tôi dự báo biên LN gộp cải thiện từ 13,3% năm 2025 lên 15,0% vào năm 2028F.
Thu nhập khác ròng	-205	-338	7	0	0	0	n.m.	
PBT	1.799	4.747	7.274	12.736	15.096	18.194	36%	Thuế TNDN 20% không đổi trong giai đoạn 26–28.
LNST sau lợi ích CĐTS	1.346	3.717	5.802	10.199	12.097	14.592	36%	
LNST sau lợi ích CĐTS theo LFL	1.868	4.173	6.075	10.199	12.097	14.592	34%	Năm 2026 dự kiến tăng 68% YoY nhờ doanh số bán lẻ, mảng dịch vụ tăng tốc và doanh thu tài chính.
SG&A/doanh thu	-15,0%	-13,9%	-11,3%	-11,7%	-11,6%	-11,3%		SG&A/doanh thu giảm nhẹ nhờ đòn bẩy hoạt động.
SG&A/doanh thu của Thợ DMX	NA	NA	NA	-25,0%	-25,0%	-25,0%		Chưa có đòn bẩy hoạt động do chi phí vận hành tăng từ dịch vụ logistics cho các đối tác thương hiệu và việc mở rộng dịch vụ sửa chữa điện nước tại nhà.
Biên LN HĐKD %	1,6%	4,5%	5,8%	8,4%	8,9%	9,5%		
Biên LN ròng %	1,5%	4,0%	5,3%	7,7%	8,3%	9,1%		

Nguồn: BCTC của DMX, Vietcap dự báo

Hình 24: EraBlue: Mạng lưới cửa hàng tăng từ 181 lên 672 cửa hàng vào năm 2028

	2025	2026F	2027F	2028F
Số lượng cửa hàng (cuối năm)	181	344	508	672
Số cửa hàng mở mới	94	164	164	164
Doanh thu bình quân/cửa hàng/tháng (tỷ đồng)	2,73	2,32	2,22	2,26
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	4.360	7.299	11.356	16.021
Biên lợi nhuận gộp	13,3%	14,0%	14,5%	15,0%
LNST EraBlue (100%, tỷ đồng)	54	113	226	406
Phần sở hữu 45% của DMX (tỷ đồng)	24	51	102	183

Nguồn: Vietcap dự báo, DMX. Bảng thể hiện dự báo đến năm 2028; tốc độ mở rộng tiếp tục ở mức 164 cửa hàng mới mỗi năm sau đó, đạt khoảng 1.000 cửa hàng vào năm 2030F.

Hình 25: Dự báo doanh thu hoa hồng giai đoạn 2023–2028: tài chính tiêu dùng, thanh toán hóa đơn & ATM

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu dịch vụ tài chính (tỷ đồng)	1.404	1.679	2.183	2.902	3.534	4.264
Biên LN gộp dịch vụ tài chính %	92,8%	91,9%	88,9%	88,9%	88,9%	88,9%
GMV tài chính tiêu dùng (nghìn tỷ đồng)	20,6	26,5	36,5	50,4	61,7	74,6
Tỷ lệ thâm nhập tài chính tiêu dùng	25%	30%	35%	40%	45%	50%
Mức phí tài chính tiêu dùng	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Doanh thu tài chính tiêu dùng (tỷ đồng)	NA	NA	1.528	2.116	2.591	3.133
Khác (thanh toán tiện ích, ATM, giao dịch) (tỷ đồng)	NA	NA	655	786	943	1.132

Nguồn: DMX, FiinGroup, Vietcap dự báo và ước tính

LNST quý 2/2026 tăng gấp đôi so với cùng kỳ nhờ cả tăng trưởng cùng cửa hàng (SSSG) và biên lợi nhuận gộp

Doanh thu quý 2/2026 của DMX tăng 25% YoY lên 32.738 tỷ đồng và LNST tăng 98% YoY lên 2.658 tỷ đồng, khi biên lợi nhuận gộp mở rộng 3,6 điểm % YoY lên mức kỷ lục 21%. Doanh thu 6T 2026 đạt 65.280 tỷ đồng (+27% YoY) và LNST đạt 4.876 tỷ đồng (+73% YoY).

- **Tăng trưởng tích cực ở cả quý 1 và quý 2.** Doanh thu quý 2 tăng 25% YoY nhưng đi ngang so với quý trước (+1%), khi nền cao của quý 1 nhờ mùa Tết được bù đắp bởi nhu cầu máy lạnh cao điểm mùa hè trong quý 2.
- **Biên lợi nhuận gộp mở rộng là động lực lợi nhuận chính.** Biên LN gộp quý 2 đạt 21,1%, tăng 3,6 điểm % YoY và 1,9 điểm % QoQ, trong khi biên LN gộp 6T đạt 20,1% (+2,4 điểm % YoY). Mức mở rộng này phản ánh cơ cấu dịch vụ có biên lợi nhuận cao gia tăng, danh mục SKU độc quyền và cao cấp hóa, cùng giá bán trung bình cao hơn nhờ giá chip nhớ tăng. Biên LN gộp 6T đã đạt mức giả định cả năm của chúng tôi, và chúng tôi cho rằng sự dịch chuyển cơ cấu sang mảng dịch vụ mang tính cấu trúc hơn là mang tính chu kỳ.
- **Đòn bẩy hoạt động có tác động nhỏ hơn.** Các cấu phần chi phí của DMX (thuê mặt bằng, lương thưởng) đã được điều chỉnh để phần lớn trở thành chi phí biến đổi trong vài năm qua. Tỷ lệ SG&A/doanh thu cải thiện về 11,5% từ mức 11,8%, giúp biên lợi nhuận từ HĐKD 6T tăng 2,7 điểm % YoY lên 8,6%.
- **Doanh thu tài chính ròng giảm đủ số dư tiền mặt lớn hơn.** Doanh thu tài chính 6T tăng 23% YoY lên 1.097 tỷ đồng nhờ số dư tiền gửi cao hơn, nhưng chi phí lãi vay tăng 56% YoY lên 666 tỷ đồng do vay vốn lưu động nhiều hơn, khiến doanh thu tài chính ròng đạt 428 tỷ đồng (-8% YoY). Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ đảo chiều từ nửa cuối năm 2026 khi nguồn vốn thu được từ IPO được đưa vào tiền gửi.
- **Biên lợi nhuận ròng lần đầu vượt 8%.** Biên LN ròng quý 2 đạt 8,1% (+3,0 điểm % YoY, +1,3 điểm % QoQ) và biên LN ròng 6T đạt 7,5% (+2,0 điểm % YoY). EPS 6T đạt 4.428 đồng (+71% YoY), với ROE trượt 12 tháng cải thiện lên 34,7% từ mức 31,0% của cả năm 2025.

Hình 26: KQKD quý 2 và 6T 2026 của DMX

	Q2			Q1		Q2		QoQ		YoY		6T		YoY		Dự báo		KQ 6T	
Tỷ đồng	2025	2026	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Doanh thu thuần	26.086	32.542	32.738	1%	25%	51.239	65.280	27%	132.850	49%									
Giá vốn hàng bán	-21.528	-26.301	-25.831	-2%	20%	-42.156	-52.132	24%	-106.146	49%									
Lợi nhuận gộp	4.557	6.241	6.906	11%	52%	9.084	13.147	45%	26.704	49%									
Chi phí bán hàng	-2.286	-2.438	-2.736	12%	20%	-4.426	-5.175	17%	-10.594	49%									
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-836	-1.225	-1.117	-9%	34%	-1.607	-2.342	46%	-4.916	48%									
Lợi nhuận từ HĐKD	1.435	2.578	3.053	18%	113%	3.051	5.630	85%	11.194	50%									
Doanh thu tài chính ròng	230	186	242	30%	5%	464	428	-8%	1.491	29%									
LN từ liên doanh	11	9	19	107%	68%	14	28	94%	51	55%									
PBT	1.680	2.775	3.318	20%	98%	3.536	6.094	72%	12.736	48%									
LNST	1.340	2.219	2.658	20%	98%	2.818	4.876	73%	10.199	48%									
EPS (VND)	1.243	2.015	2.413	20%	94%	2.585	4.428	71%	8.462	52%									
Biên LN gộp	17,5%	19,2%	21,1%			17,7%	20,1%		20,1%										
Tỷ lệ chi phí bán hàng	8,8%	7,5%	8,4%			8,6%	7,9%		8,0%										
Tỷ lệ chi phí QLDN	3,2%	3,8%	3,4%			3,1%	3,6%		3,7%										
Biên LN từ HĐKD	5,5%	7,9%	9,3%			6,0%	8,6%		8,4%										
Biên LN ròng	5,1%	6,8%	8,1%			5,5%	7,5%		7,7%										

Nguồn: BCTC của DMX, Vietcap. Ghi chú: Lợi nhuận từ HĐKD bằng lợi nhuận gộp trừ chi phí SG&A; các dòng biên lợi nhuận thể hiện mức thay đổi theo điểm % ở các cột QoQ và YoY.

Doanh thu 8T 2026 duy trì tăng trưởng mạnh ở mức 29% YoY

Doanh thu tháng 8 đạt 11,6 nghìn tỷ đồng (+28% YoY, so với +16% YoY trong tháng 7); doanh thu 8T 2026 tăng 29% YoY lên 87,1 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 66% dự báo cả năm 2026 của chúng tôi là 132,9 nghìn tỷ đồng. Tăng trưởng diễn ra trên diện rộng và được dẫn dắt bởi SSSG thay vì mở rộng mạng lưới, được hỗ trợ bởi mùa tựu trường, các sản phẩm Apple mới và mùa mua sắm cuối năm trong quý 4/2026.

Trụ cột 1: Tăng trưởng dựa trên chất lượng, bao gồm các ngành hàng bán lẻ

- ICT 8T 2026: Doanh thu điện thoại Apple tăng 50% YoY, trong khi điện thoại Android tăng 15% YoY. Laptop tăng 40% YoY và phụ kiện tăng 30% YoY.
- Điện máy 8T 2026: Tăng trưởng doanh thu máy lạnh bình thường hóa về mức +50% YoY. Các nhóm sản phẩm khác duy trì đà tăng ổn định: thiết bị gia dụng tăng 30% YoY, tủ lạnh tăng 30% YoY, TV tăng 20% YoY và máy giặt tăng 20% YoY.

Trụ cột 2: Tài chính tiêu dùng & dịch vụ tiện ích

- Doanh số bán qua tài chính tiêu dùng tăng 44% YoY, chiếm 38% tổng doanh thu của DMX trong 8T 2026 so với 35% của cả năm 2025, với 97% sản phẩm được áp dụng các phương án tài chính.
- Đối với thanh toán tiện ích và dịch vụ đại lý ngân hàng, tổng giá trị hàng hóa đạt 74 nghìn tỷ đồng trên 49 triệu giao dịch trong 8T 2026, lần lượt tăng 5% YoY và 9% YoY. Các dịch vụ này được triển khai trên toàn mạng lưới khoảng 3.000 cửa hàng của DMX.

Trụ cột 3: Thợ Điện máy Xanh (Thợ DMX)

Tổng doanh thu của mảng này đạt 2.464 tỷ đồng trong 8T 2026, tăng 40% YoY. Doanh thu từ khách hàng bên ngoài đạt 282 tỷ đồng (+33% YoY), tương đương 11% tổng doanh thu của mảng.

Trụ cột 4: Super App & kênh online

Doanh thu kênh online & Super App đạt 12,1 nghìn tỷ đồng trong 8T 2026, tương đương 14% tổng doanh thu của DMX. Tổng số thành viên đăng ký Super App đạt 19 triệu người dùng, tăng thêm 1 triệu thành viên từ đầu năm.

Trụ cột 5: EraBlue (Indonesia)

Doanh thu EraBlue tăng 88% YoY, với SSSG đạt 14%. Mạng lưới mở rộng lên tổng cộng 307 cửa hàng (+126 cửa hàng từ đầu năm, +172 cửa hàng YoY).

Các hoạt động doanh nghiệp và sự đồng thuận lợi ích của ban lãnh đạo; ĐHCĐ bất thường sắp tới

DMX chính thức trở thành công ty đại chúng từ ngày 03/07/2026 (theo quyết định của UBCKNN), với số lệnh đăng ký mua mở từ ngày 27/05/2026 và đóng vào ngày 18/06/2026, hoàn tất chào bán 93% khối lượng dự kiến. Cổ phiếu bắt đầu giao dịch trên HOSE (mã: DMX) từ ngày 06/08/2026 với giá IPO 80.000 đồng/cổ phiếu.

Các số liệu chính của giao dịch:

- **Vốn điều lệ:** 11.013 tỷ đồng → 12.677 tỷ đồng.
- **Số cổ phiếu lưu hành (sau IPO):** 1.267.722.000.
- **Số cổ phiếu đã chào bán:** ~166,44 triệu (93% của khối lượng chào bán tối đa dự kiến khoảng 179,5 triệu cổ phiếu).
- **Nguồn vốn huy động:** ~13.315 tỷ đồng (~500 triệu USD).
- **Tỷ lệ sở hữu của MWG:** ~98,95% trước IPO → ~86% sau IPO.

Cơ cấu nhà đầu tư nghiêng mạnh về tổ chức với tỷ trọng 90% (73% nước ngoài, 17% tổ chức trong nước) so với khoảng 10% nhà đầu tư cá nhân (~2.600 nhà đầu tư cá nhân), với khoảng 30 tổ chức/60 quỹ tham gia.

Các hoạt động doanh nghiệp

Cổ tức: Đợt cổ tức tiền mặt đầu tiên sau niêm yết của DMX là 4.000 đồng/cổ phiếu, ngày chốt danh sách 19/08/2026, thanh toán ngày 26/08/2026 (từ lợi nhuận năm 2025, trước IPO). Đợt thứ hai với mức 4.000 đồng/cổ phiếu dự kiến được chia làm hai phần, trong tháng 12/2026 và sau khi ĐHCĐ tháng 4/2027 phê duyệt. Tổng cộng, mức lợi suất kỳ vọng đạt khoảng 10% trong vòng 12 tháng kể từ khi niêm yết. Chính sách trong thời gian tới vẫn duy trì tỷ lệ chi trả $\geq 50\%$.

Giao dịch của người nội bộ: Ngày 28/08/2026, ông Đoàn Văn Hiếu Em (Thành viên HĐQT của MWG và Tổng Giám đốc DMX) đã đăng ký bán 1,0 triệu cổ phiếu MWG (khớp lệnh, 07/09/2026–06/10/2026), giảm tỷ lệ sở hữu tại MWG từ 2,27 triệu cổ phiếu (0,154%) xuống dự kiến 1,27 triệu cổ phiếu (0,086%). Theo công bố, nguồn tiền thu được nhằm tái cơ cấu danh mục sang cổ phiếu DMX, được định hướng là khoản đầu tư dài hạn — sau khi ông đã mua 268.000 cổ phiếu DMX trong ngày IPO (06/08/2026, tỷ lệ sở hữu tăng từ 3,83 triệu lên 4,10 triệu cổ phiếu).

Trái phiếu chuyển đổi & chứng quyền cho nhân sự nòng cốt: DMX dự kiến triển khai chương trình trái phiếu chuyển đổi & chứng quyền dài hạn với giá 80.000 đồng/cổ phiếu trong giai đoạn 2027–2031. Chương trình này về bản chất là chương trình quyền chọn cổ phiếu — Việt Nam hiện chưa có khung pháp lý cho quyền chọn cổ phiếu chính thức. KPI sơ bộ bao gồm tăng trưởng LNST và vốn hóa thị trường 15% mỗi năm so với nền của năm trước, không tính lũy kế từ nền năm 2025. Ví dụ, khối lượng phát hành tối đa của năm 2027 sẽ phụ thuộc vào việc LNST của DMX có tăng 15% so với nền năm 2026 hay không. Mức pha loãng tối đa được giới hạn ở 10% trong 5 năm, chia thành 5 đợt. Toàn bộ phương án đang được xem xét và sẽ được trình ĐHCĐ bất thường trong quý 4/2026, trong đó MWG sẽ không tham gia biểu quyết.

DMX sẽ trình cổ đông phê duyệt phương án cổ tức tiền mặt và chào bán riêng lẻ trái phiếu kèm chứng quyền

DMX sẽ tổ chức ĐHCĐ bất thường vào ngày 29/10/2026. Các nội dung chính bao gồm (1) chi trả cổ tức tiền mặt từ lợi nhuận giữ lại năm 2026 và (2) chào bán riêng lẻ trái phiếu kèm chứng quyền — như đề cập ở trên.

Ngày chốt danh sách là 05/10/2026. Đại hội được tổ chức theo hình thức kết hợp, cho phép cổ đông tham dự trực tiếp hoặc trực tuyến và bỏ phiếu điện tử thông qua website của công ty. Thông báo chưa công bố mức cổ tức đề xuất, giá trị phát hành trái phiếu, lãi suất, kỳ hạn hay các điều khoản của chứng quyền.

Định giá: Mức định giá cao được hỗ trợ bởi tăng trưởng, tỷ suất sinh lời và vị thế thị trường vượt trội

Chúng tôi định giá DMX bằng phương pháp kết hợp 50:50 giữa mô hình FCFE 7 năm và bội số P/E mục tiêu. Kết hợp hai phương pháp theo tỷ trọng 50:50, chúng tôi xác định giá mục tiêu 130.600 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E dự phóng năm 2026/27 lần lượt là 15,4 lần/14,0 lần.

Chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu 15 lần (EPS trung bình 2026-27). Chúng tôi cho rằng mức định giá cao hơn vừa phải so với trung vị các công ty cùng ngành là hợp lý, xét đến thị phần dẫn đầu khoảng 60% ở mảng điện thoại và khoảng 40% ở mảng điện máy của DMX, tăng trưởng và khả năng sinh lời vượt trội so với các công ty cùng ngành, bảng cân đối kế toán ở vị thế tiến mặt rộng, cùng chất lượng lợi nhuận được hỗ trợ bởi dịch vụ tài chính biên lợi nhuận cao và Thợ DMX – những lợi thế mà không công ty cùng ngành nào trong khu vực hội tụ được.

Tác động của trái phiếu chuyển đổi:

- Khung thời gian CKDT 7 năm phản ánh chương trình trái phiếu chuyển đổi 5 năm: Điều kiện thực hiện của chương trình trái phiếu chuyển đổi dựa trên các KPI đo lường theo kết quả giai đoạn 2026-2030, và đợt quyền chọn cuối cùng kết thúc vào năm 2031. Do đó, chúng tôi đặt năm 2032 là năm cuối, để toàn bộ mức pha loãng được phản ánh trong giai đoạn dự báo tương minh.
- Pha loãng: từ góc nhìn của cổ đông bên ngoài, chúng tôi điều chỉnh dự báo FCFE theo mức pha loãng lũy kế của các đợt phát hành trong tương lai, với mức pha loãng 2%/năm trong giai đoạn 2026-2031.

Hình 27: Tóm tắt định giá – kết hợp 50:50 giữa CKDT và P/E mục tiêu

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)
FCFE (CKDT 7 năm)	50%	161.755	127.595
P/E mục tiêu 15 lần (EPS trung bình 2026-27)	50%	169.404	133.629
Giá mục tiêu		165.580	130.600
P/E 2026/27 tương ứng tại giá mục tiêu			15,4x/14,0x

Nguồn: Vietcap

Hình 28: Định giá FCFE của DMX

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
LNST	10.199	12.097	14.592	16.860	19.176	21.377	24.576
- Vốn XD CB	-507	-551	-628	-713	-801	-883	-972
+ Khấu hao	679	718	622	691	774	859	946
- Tăng vốn lưu động	-1.365	-1.145	-1.399	-1.596	-1.741	-1.476	-2.084
+ Vay ròng	1.365	1.145	1.399	1.596	1.741	1.476	2.084
+ Nguồn vốn thu được từ phát hành	13.315	2.028	2.028	2.028	2.028	2.028	0
FCFE + nguồn vốn phát hành	23.686	14.292	16.615	18.866	21.177	23.381	24.550
Tỷ trọng điều chỉnh theo phát hành	100%	98%	96%	94%	92%	91%	91%
FCFE điều chỉnh phát hành	23.686	13.983	15.912	17.692	19.452	21.213	22.274
GHTT của FCFE phân bổ	22.088	11.339	11.220	10.848	10.371	9.835	8.980
GHTT lũy kế của FCFE phân bổ	22.088	33.426	44.646	55.494	65.865	75.700	84.680

Chi phí vốn chủ sở hữu	New		VND bn
Beta	1,0	GTHT của dòng tiền tự do	84.680
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	GTHT của giá trị cuối (g = 3,0%)	77.075
Tỷ lệ phi rủi ro %	7,0	PV of FCF and TV	161.755
Chi phí vốn chủ sở hữu %	15,0	Trừ: Lợi ích CĐTS	0
		Giá trị VCSH theo CKDT	161.755

Nguồn: Vietcap

Hình 29: Độ nhạy của giá trị CKDT trên mỗi cổ phiếu theo chi phí vốn chủ sở hữu và tốc độ tăng trưởng dài hạn (đồng/cổ phiếu)

g/ke	14,1%	14,4%	14,7%	15,0%	15,3%	15,6%	15,9%
2,0%	131.233	128.135	125.185	122.373	119.690	117.127	114.676
2,5%	134.263	130.976	127.852	124.880	122.049	119.349	116.771
3,0%	137.566	134.066	130.747	127.595	124.599	121.747	119.028
3,5%	141.180	137.439	133.900	130.547	127.365	124.343	121.468
4,0%	145.152	141.137	137.347	133.766	130.376	127.163	124.112

Nguồn: Vietcap

Hình 30: So sánh với các công ty cùng ngành: DMX so với các nhà bán lẻ điện máy khu vực và toàn cầu (Trung bình/CAGR 3 năm trong quá khứ, trừ vốn hóa thị trường)

Tên	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	3Y Avg GM%	3Y Avg NPM%	3Y Avg ROE%	Tăng trưởng DT bình quân 3 năm %	CAGR EPS 24-27%	P/E dự phóng	Nợ vay ròng/ VCSH% (FY25)	P/B
Kojima Co Ltd	Nhật Bản	726	27,1	1,4	5,9	0,0%	n/a	n/a	-17,7	1,2x
Bic Camera Inc	Nhật Bản	2.094	26,6	1,2	7,6	7,0%	12,0%	17,4x	22,2	1,6x
EDION Corp	Nhật Bản	1.802	28,9	1,7	5,9	3,0%	n/a	13,8x	29,8	0,9x
K's Holdings Corp	Nhật Bản	2.041	27,7	1,4	4,0	1,0%	61,0%	13,1x	18,6	0,9x
Joshin Denki Co Ltd	Nhật Bản	755	25,4	0,9	3,7	2,0%	n/a	20,1x	38,8	0,6x
Digiworld Corp	Việt Nam	358	8,8	2,0	15,7	7,0%	29,0%	14,4x	41,6	3,0x
Mobile World	Việt Nam	4.059	19,8	2,5	12,9	5,0%	45,0%	15,0x	-30,7	3,3x
FPT Digital Retail	Việt Nam	936	18,2	0,4	8,2	19,0%	68,0%	25,3x	174,1	9,7x
Jaymart Group Holdings	Thái Lan	459	31,6	1,5	1,1	3,0%	-3,0%	10,0x	67,1	0,9x
Trung vị các CTCN		936	26,6	1,4	5,9	3,0%	37,0%	14,7x	29,8	1,2
DMX	Việt Nam	3.706	17,3%	3,6%	16,9%	2,0%	40,5%	9,0x	-3,7%	4,2x

Rủi ro đầu tư

Giá chip nhớ ở mức cao: Việc giá DRAM/NAND tăng đột biến có thể đẩy giá bán trung bình của điện thoại thông minh và laptop lên cao, làm chậm chu kỳ nâng cấp và kìm hãm doanh thu ICT trong ngắn hạn. Các giải pháp tài chính tiêu dùng có thể giúp giảm bớt tác động của tình huống này.

Rủi ro thực thi B2B của Thợ DMX: Các nhà sản xuất có thể không muốn nhượng quyền kiểm soát dịch vụ cho một nền tảng do nhà bán lẻ vận hành. Việc mảng B2B tăng tốc chậm hơn kỳ vọng là kịch bản rủi ro chính đối với doanh thu từ bên thứ ba của Thợ DMX.

Rủi ro chu kỳ tín dụng và tài chính tiêu dùng: Tỷ lệ thâm nhập tài chính tiêu dùng khiến DMX chịu ảnh hưởng khi chu kỳ tín dụng suy giảm, tức nhu cầu không được đáp ứng bởi nguồn cung tín dụng đủ lớn từ các công ty tài chính. Thị phần dẫn đầu và năng lực đàm phán mạnh của DMX có thể giảm thiểu rủi ro này.

Chúng tôi không đánh giá việc thu hẹp tỷ lệ hoa hồng tài chính tiêu dùng là rủi ro đáng kể trong trung hạn. Có thể lập luận rằng một khi các đơn vị cấp tín dụng thu thập đủ dữ liệu khách hàng và thiết lập quan hệ trực tiếp thông qua nền tảng DMX, tỷ lệ hoa hồng có thể được đàm phán lại theo hướng giảm. Tuy nhiên, khảo sát của chúng tôi cho thấy các công ty tài chính tiêu dùng vẫn có lãi sau khi trả hoa hồng cho DMX nhờ NIM cao — họ không phải chịu lỗ vì khoản hoa hồng này. Bên cạnh đó, tỷ lệ thâm nhập tài chính tiêu dùng của Việt Nam chỉ ở mức 6% GDP (tương đương 20% dư nợ cho vay tiêu dùng, vốn chiếm 30% GDP) trong năm 2025, cho thấy dư địa tăng trưởng còn lớn. Ngoài ra, các công ty tài chính tiêu dùng cần xác nhận từ DMX (55% thị phần) để đảm bảo khoản vay phục vụ mục đích mua hàng chứ không phải vay tiền mặt với rủi ro tín dụng cao hơn.

Áp lực cạnh tranh từ các nền tảng trực tuyến: Shopee, TikTok Shop và Lazada cạnh tranh thị phần chi tiêu của người tiêu dùng ở mảng điện máy/ICT. Rủi ro tập trung ở các nhóm hàng giá trị thấp, không đòi hỏi dịch vụ đi kèm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng hạ tầng offline của DMX đóng vai trò then chốt trong dịch vụ khách hàng thương mại điện tử và rất khó sao chép.

Báo cáo Tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	110.006	132.850	145.690	160.060
Giá vốn hàng bán	-91.231	-106.146	-115.907	-126.721
Lợi nhuận gộp	18.775	26.704	29.784	33.340
Chi phí bán hàng	-9.249	-10.594	-11.416	-11.982
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-3.153	-4.916	-5.461	-6.108
LN từ HĐKD	6.373	11.194	12.906	15.249
Doanh thu tài chính	1.843	2.817	3.483	4.094
Chi phí tài chính	-973	-1.326	-1.395	-1.332
Trong đó, chi phí lãi vay	-970	-1.326	-1.395	-1.332
LN từ công ty LDLK	24	51	102	183
Thu nhập/(lỗ) khác ròng	7	0	0	0
LNTT	7.274	12.736	15.096	18.194
Thuế TNDN	-1.472	-2.537	-2.999	-3.602
LNST	5.802	10.199	12.097	14.592
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS	5.802	10.199	12.097	14.592
EBITDA	7.190	11.873	13.623	15.872
EPS cơ bản báo cáo, VND	5.269	8.462	9.355	11.068
DPS, VND	7.250	4.000	4.700	5.550
DPS/EPS (%)	138%	47%	50%	50%

CHỈ SỐ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng YoY				
Tăng trưởng doanh thu	17,8%	20,8%	9,7%	9,9%
Tăng trưởng LN từ HĐKD (EBIT)	53,4%	75,6%	15,3%	18,2%
Tăng trưởng LNTT	53,3%	75,1%	18,5%	20,5%
Tăng trưởng EPS	56,1%	60,6%	10,6%	18,3%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp	17,1%	20,1%	20,4%	20,8%
Biên LN từ HĐKD (EBIT)	5,8%	8,4%	8,9%	9,5%
Biên EBITDA	6,5%	8,9%	9,4%	9,9%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	5,3%	7,7%	8,3%	9,1%
ROE	31,0%	39,8%	31,9%	30,6%
ROA	10,9%	15,5%	15,0%	15,6%
Hiệu quả hoạt động				
Số ngày tồn kho	82,4	80,1	78,0	77,0
Số ngày phải thu	6,6	6,5	6,8	6,8
Số ngày phải trả	30,7	32,4	30,2	30,2
Số ngày chuyển đổi tiền mặt	51,7	54,3	54,6	53,6
Khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành (x)	1,4	1,7	1,9	2,0
Hệ số thanh toán nhanh (x)	0,7	1,0	1,1	1,3
Hệ số thanh toán tiền mặt (x)	0,6	1,0	1,1	1,2
Nợ/Tổng tài sản (x)	41%	33%	30%	27%
Nợ/Tổng vốn (x)	57%	43%	38%	34%
Nợ ròng/VCSH (x)	-4%	-43%	-52%	-58%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	6,6	8,4	9,3	11,4

Nguồn: DMX, Vietcap

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền & tương đương tiền	3.578	7.179	14.916	23.916
Đầu tư ngắn hạn	20.514	32.000	33.000	34.000
Các khoản phải thu	2.146	2.591	2.842	3.122
Hàng tồn kho	22.759	23.847	25.722	27.774
Tài sản ngắn hạn khác	4.601	5.557	6.094	6.695
Tổng tài sản ngắn hạn	53.598	71.174	82.573	95.507
Tài sản cố định, nguyên giá	9.491	9.998	10.550	11.178
- Khấu hao	-8.651	-9.330	-10.047	-10.670
TSCĐ ròng	840	668	502	508
Đầu tư dài hạn	371	547	749	1.032
Tài sản dài hạn khác	2.172	2.623	2.877	3.161
Tổng tài sản dài hạn	3.384	3.839	4.128	4.700
Tổng tài sản	56.982	75.013	86.701	100.207
Phải trả người bán	9.701	9.326	10.184	11.134
Nợ ngắn hạn	23.429	24.794	25.939	27.338
Nợ ngắn hạn khác	5.981	7.480	8.140	8.725
Tổng nợ ngắn hạn	39.112	41.600	44.263	47.197
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	39.112	41.600	44.263	47.197
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn góp	11.013	12.677	12.931	13.184
Thặng dư vốn cổ phần	1.143	12.793	14.568	16.343
Lợi nhuận giữ lại	5.715	7.942	14.939	23.483
Vốn chủ sở hữu khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	17.870	33.413	42.438	53.010
Tổng cộng nguồn vốn	56.982	75.013	86.701	100.207
SL cổ phiếu cuối kỳ (triệu)	1.101,3	1.268	1.293	1.318

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Số dư tiền đầu kỳ	3.780	3.578	7.179	14.916
LNST	5.802	10.199	12.097	14.592
Khấu hao	817	679	718	622
Δ Vốn lưu động	16	-1.365	-1.145	-1.399
Điều chỉnh khác	-1.619	-451	-254	-284
Tiền từ HĐKD	5.017	9.062	11.416	13.532
Vốn XDCB ròng	-126	-567	-612	-688
Đầu tư ròng	138	-11.662	-1.141	-1.223
Tiền từ hoạt động đầu tư	12	-12.169	-1.753	-1.911
Cổ tức đã trả	-8.700	-7.972	-5.100	-6.048
Δ Vốn cổ phần	109	13.315	2.028	2.028
Δ Nợ ngắn hạn	3.499	1.365	1.145	1.399
Δ Nợ dài hạn	0	0	0	0
Dòng tiền tài chính khác	-139	0	0	0
Tiền từ hoạt động tài chính	-5.231	6.708	-1.926	-2.621
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-202	3.601	7.737	9.000
Số dư tiền cuối kỳ	3.578	7.179	14.916	23.916

Danh mục Hình

Hình 1: Lịch sử & các cột mốc: DMX đã trở thành nhà bán lẻ điện máy dẫn đầu như thế nào	4
Hình 2: Cơ cấu sở hữu của Thế giới Di động (MWG).....	4
Hình 3: Hội đồng Quản trị & Ban điều hành	5
Hình 4: Tổng quan hoạt động (2025)	5
Hình 5: Cửa hàng Thegioididong Luxury – cung cấp sản phẩm ICT	6
Hình 6: Cửa hàng Điện Máy Xanh – cung cấp cả sản phẩm ICT và điện máy tiêu dùng	6
Hình 7: Cửa hàng EraBlue – cửa hàng điện máy tại Indonesia	6
Hình 8: Việt Nam nổi bật trong ASEAN: GDP & tốc độ đô thị hóa bắt kịp nhanh từ nền thấp.....	7
Hình 9: Quy mô thị trường ICT & điện máy tiêu dùng của Việt Nam dự kiến tăng trưởng nhanh nhất Đông Nam Á.....	7
Hình 10: Tỷ lệ sở hữu thiết bị trong nhóm người dùng internet tại Việt Nam (2024)	8
Hình 11: Tỷ lệ thâm nhập tại Việt Nam so với các nước châu Á – Thái Bình Dương & hành vi mua sắm	8
Hình 12: Bối cảnh cạnh tranh: Quy mô, đa kênh và dịch vụ giúp các đơn vị dẫn đầu nới rộng khoảng cách.....	9
Hình 13: Lộ trình pháp lý – siết chặt kiểm soát thuế, buôn lậu và thương mại điện tử.....	10
Hình 14: Xếp hạng và thị phần iPhone theo quốc gia	11
Hình 15: AI đang chuyển hóa thành nhu cầu phần cứng có thể đo lường được	12
Hình 16: Thị trường điện thoại thông minh Đông Nam Á giữ vững trong năm 2025, sau đó suy giảm trong 6T 2026	13
Hình 17: Khoảng trống dịch vụ tại Việt Nam là lợi thế cấu trúc của Thợ DMX	15
Hình 18: Tỷ lệ thâm nhập tài chính tiêu dùng giúp giảm rào cản khả năng chi trả – bối cảnh ngành và các mức tham chiếu	16
Hình 19: SuperApp Quà Tặng VIP	18
Hình 20: Doanh thu & LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2025–2028 của DMX (nghìn tỷ đồng).....	21
Hình 21: Mảng dịch vụ dự kiến tăng từ 10% (2025) lên 21% (2028F) tổng lợi nhuận gộp (nghìn tỷ đồng)	22
Hình 22: Dự báo của Vietcap cho DMX giai đoạn 2026–2028F – doanh thu & lợi nhuận gộp	23
Hình 23: Dự báo của Vietcap cho DMX giai đoạn 2026–2028F – Lợi nhuận.....	24
Hình 24: EraBlue: Mạng lưới cửa hàng tăng từ 181 lên 672 cửa hàng vào năm 2028.....	25
Hình 25: Dự báo doanh thu hoa hồng giai đoạn 2023–2028: tài chính tiêu dùng, thanh toán hóa đơn & ATM	25
Hình 26: KQKD quý 2 và 6T 2026 của DMX.....	26
Hình 27: Tóm tắt định giá – kết hợp 50:50 giữa DCF và P/E mục tiêu	29
Hình 28: Định giá FCFE của DMX	29
Hình 29: Độ nhạy của giá trị DCF trên mỗi cổ phiếu theo chi phí vốn chủ sở hữu và tốc độ tăng trưởng dài hạn (đồng/cổ phiếu)	30
Hình 30: So sánh với các công ty cùng ngành: DMX so với các nhà bán lẻ điện máy khu vực và toàn cầu (Trung bình/CAGR 3 năm trong quá khứ, trừ vốn hóa thị trường)	30

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Bùi Xuân Vinh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Trưởng phòng, ext 364

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Bùi Nguyên Cẩm Giang

Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532

- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191

- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.