

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ75,800 (từ VNĐ81,300)

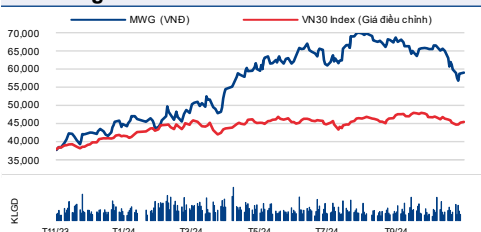
Tiềm năng tăng/giảm: 28.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (25/11/2024) 59,000

Mã Bloomberg	MWG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	37,700-70,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	58,900
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	86,282
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	3,394
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,462
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	717
Slg CP NN được mua (tr.đv)	26.4
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	47.2%
Tỷ lệ freefloat	60.6%
Cổ đông lớn	Đầu tư Thế Giới Ba (10.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(9.92)	(15.7)	54.3
So với chỉ số	(7.58)	(13.8)	29.8
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,609	2,798	(6.7)
2025F	3,345	3,863	(13.4)
2026F	3,896	4,568	(14.7)

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

Giảm 7% giá mục tiêu do mở rộng chuỗi BHX

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MWG nhưng giảm 7% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 75.800đ do BHX mở rộng hệ thống cửa hàng nhiều hơn so với dự báo và tỷ suất lợi nhuận của chuỗi TGDD & ĐMX ổn định.
- Dự báo lợi nhuận thuần mới cho giai đoạn 2024-2026 được điều chỉnh giảm bình quân 15%, cho thấy lợi nhuận thuần năm 2025 và 2026 tăng trưởng lần lượt 31% và 19%, sau khi Công ty ghi nhận chuyển biến lợi nhuận rất tích cực trong năm nay.
- MWG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,1 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 11/2021 ở mức 21,4 lần và có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 17,6 lần, thấp hơn 14% so với bình quân các công ty cùng ngành. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 29% và P/E dự phóng năm 2025 là 22,7 lần.

Sự kiện: Cập nhật tình hình mở rộng hệ thống cửa hàng BHX

Kể từ tháng 9/2024 đến nay, chuỗi cửa hàng bách hóa hiện đại BHX đã mở thêm 28 cửa hàng mới, trong đó có 15 cửa hàng tại miền Trung, thị trường mới. HSC dự báo tổng số cửa hàng trong năm 2024 sẽ đạt con số 70 (so với 50 dự báo trước đó). Trong năm 2025, BHX có kế hoạch tập trung thúc đẩy tăng trưởng doanh thu thông qua tăng trưởng doanh thu/cửa hàng và mở rộng mạng lưới cửa hàng, bao gồm việc mở thêm cửa hàng tại những vùng miền mới (miền Trung, có khả năng sẽ mở tại miền Bắc).

Chúng tôi giả định BHX sẽ mở thêm 200 cửa hàng trong năm 2025 (so với 100 cửa hàng dự báo trước đó). Hoạt động mở rộng hệ thống cửa hàng dự kiến sẽ làm giảm doanh thu/cửa hàng và tăng chi phí/doanh thu và chi phí logistics/doanh thu. HSC cũng nhận thấy rằng tỷ suất lợi nhuận hoạt động của chuỗi cửa hàng điện tử tiêu dùng TGDD & ĐMX ổn định trở lại ở mức dưới 6%.

Tác động: Giảm bình quân 15% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

Dựa trên những thay đổi đã đề cập ở bên trên, HSC giảm bình quân 15% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Cho năm 2024, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 3.815 tỷ đồng, cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2024 đạt 941 tỷ đồng, tăng 942% so với cùng kỳ và tăng 18% so với quý trước. Cho năm 2025, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 31% đạt 5.002 tỷ đồng, nhờ lợi nhuận thuần chuỗi TGDD & ĐMX và BHX tăng lần lượt 13% và 176%. Lợi nhuận thuần năm 2026 được dự báo tăng 19% so với cùng kỳ.

Dự báo lợi nhuận của chúng tôi thấp hơn 7-14% so với bình quân thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% và 16% trong 1 tháng và 3 tháng qua, MWG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,1 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 11/2021 ở mức 21,4 lần. Trong khi đó, MWG có P/E dự phóng năm 2025 là 17,6 lần, thấp hơn 14% so với bình quân các công ty cùng ngành tại Việt Nam và châu Á ở mức 20,6 lần.

HSC tin tưởng vào triển vọng mạnh mẽ của MWG, được hỗ trợ từ sự hồi phục bền vững tại chuỗi TGDD & ĐMX, khả năng sinh lời của chuỗi BHX và doanh thu HĐ tài chính vững chắc. Giá cổ phiếu giảm đã phản ánh đầy đủ mức tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn. Duy trì khuyến nghị Mua vào.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	10,227	3,788	7,416	7,691 ▼	8,385 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	4,100	168	3,815 ▼	5,002 ▼	5,972 ▼
EPS ĐC (đồng)	2,810	115	2,609 ▼	3,345 ▼	3,896 ▼
DPS (đồng)	500	0	500	500	1,000
BVPS (đồng)	16,344	15,964	19,055	21,672	24,276
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.57	28.0	13.8	13.6	12.9
P/E ĐC (lần)	21.0	515	22.6	17.6	15.1
Lợi suất cổ tức (%)	0.85	0	0.85	0.85	1.69
P/B (lần)	3.61	3.70	3.10	2.72	2.43
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(17.4)	(95.9)	2,176	28.2	16.5
ROAE (%)	18.5	0.71	14.9	16.6	17.1

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

BHX tích cực mở rộng hệ thống cửa hàng: Một số tác động đã được ghi nhận

Do BHX mở rộng HĐKD tại miền Trung nhanh hơn dự báo và doanh thu trên mỗi cửa hàng hiện tại có vẻ đã đạt mức đỉnh, chúng tôi giảm bình quân 45% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Trong khi đó, tỷ suất lợi nhuận của chuỗi TGDĐ & ĐMX cải thiện mạnh sau khi tiến hành tái cấu trúc, nên tỷ suất lợi nhuận năm 2025-2026 được dự báo sẽ không tăng đáng kể. Do đó, chúng tôi giảm lần lượt 7% và 6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 của chuỗi TGDĐ & ĐMX. Nhìn chung, lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 của MWG được điều chỉnh giảm bình quân 15% trong khi giá mục tiêu cũng được điều chỉnh giảm 7% xuống 75.800đ. Giá cổ phiếu giảm 11% và 16% trong 1 tháng và 3 tháng qua đã phản ánh đầy đủ mức tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn. Duy trì khuyến nghị Mua vào.

BHX mở rộng HĐKD tại miền Trung; giảm 45% dự báo lợi nhuận thuần

Từ cuối tháng 9/2024 đến nay, BHX đã mở thêm 28 cửa hàng mới, bao gồm 15 cửa hàng tại miền Trung (5 cửa hàng tại Đà Nẵng, 5 tại Quảng Nam, 5 tại Quảng Ngãi). HSC dự báo tổng số cửa hàng mới trong năm 2024 sẽ đạt 70 (so với dự báo 50 cửa hàng trước đó).

Sau khi thảo luận với BLĐ, chúng tôi nhận thấy trong năm 2025, BHX có kế hoạch tập trung thúc đẩy tăng trưởng doanh thu thông qua tăng doanh thu/cửa hàng và mở rộng mạng lưới cửa hàng, bao gồm kế hoạch mở thêm cửa hàng tại những vùng miền mới (miền Trung, có khả năng sẽ mở ở miền Bắc). Sau 3 tháng khai trương, các cửa hàng mới tại miền Trung kỳ vọng sẽ ghi nhận doanh thu trên mỗi cửa hàng bình quân ở mức 1,2 tỷ đồng mỗi tháng, các cửa hàng mới tại những khu vực hiện hữu có mức doanh thu kỳ vọng trên mỗi cửa hàng là 1,5 tỷ đồng, thấp hơn so với doanh thu của những cửa hàng hiện hữu với 2,03-2,05 tỷ đồng.

Việc mở rộng HĐKD này chắc chắn sẽ làm giảm doanh thu bình quân trên mỗi cửa hàng của BHX và làm tăng chi phí/doanh thu và chi phí logistics/doanh thu. Đường như Công ty sẽ tích cực mở cửa hàng mới hơn so với trước đây. Chúng tôi giả định BHX sẽ mở thêm 200 cửa hàng trong năm 2025 (so với 100 cửa hàng trong dự báo trước đó).

Ngoài ra, dữ liệu từ tháng 9/2024 đến tháng 10/2024 cho thấy doanh thu trên mỗi cửa hàng có khuynh hướng ổn định quanh mức 2,05 tỷ đồng. Do đó, chúng tôi giảm dự báo tăng trưởng doanh thu/cửa hàng xuống mức 4% (từ 7% trong dự báo trước đó).

Với những thay đổi trên, chúng tôi giảm bình quân 45% dự báo lợi nhuận thuần của BHX giai đoạn 2024-2026 xuống 100 tỷ đồng trong năm 2024, 277 tỷ đồng trong năm 2025 và 693 tỷ đồng trong năm 2026.

Bảng 1: Ước tính lợi nhuận cũ & mới, chuỗi BHX

HSC giảm dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 trong bối cảnh BHX tiếp tục mở rộng chuỗi cửa hàng

Tỷ đồng	Ước tính 2023	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	31,584	41,811	47,119	51,744	41,145	45,957	51,294	-1%	0.1%	2%
Tăng trưởng	17%	32%	13%	10%	30%	12%	12%			
Lợi nhuận thuần	(1,215)	116	861	1,470	100	277	693	-13%	-68%	-53%
Tăng trưởng	-59%	n/m	642%	71%	n/m	176%	150%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	-3.8%	0.3%	1.8%	2.8%	0.2%	0.6%	1.4%	(4)	(129)	(158)

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 2: Giả định cũ & mới, chuỗi BHX

HSC tăng giả định số lượng cửa hàng mở mới trong giai đoạn 2024-2026 nhưng giảm giả định doanh thu mỗi cửa hàng trong năm 2025-2026

	Ước tính	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	
Số lượng cửa hàng, cuối năm	1,698	1,747	1,847	2,047	1,768	1,968	2,168	1%	7%	6%	
Số lượng cửa hàng mở mới	-	50	100	200	70	200	200				
Doanh thu mỗi cửa hàng	1.50	1.95	2.07	2.10	1.95	1.99	2.01	0%	-4%	-4%	
Tăng trưởng	27%	33%	5%	-1%	33%	2%	-3%				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	25.7%	25.1%	25.1%	25.3%	25.1%	25.1%	25.2%	(5)	(5)	(15)	
Chi phí BH&QL/Doanh thu	29.4%	24.9%	23.1%	22.1%	24.9%	24.6%	23.9%	(1)	155	182	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	-3.8%	0.3%	1.9%	2.9%	0.2%	0.6%	1.4%	(4)	(129)	(158)	

Nguồn: HSC ước tính

Tỷ suất lợi nhuận của chuỗi TGDD & ĐMX ổn định, giảm nhẹ dự báo lợi nhuận thuần

Trong Q3/2024, tỷ suất lợi nhuận hoạt động thuần của chuỗi TGDD & ĐMX (loại trừ chi phí không thường xuyên từ việc đóng cửa hàng) giảm xuống còn 5,3% (từ mức 6,1% trong Q2/2024) đa phần do đóng góp cao hơn từ doanh thu iPhone. Tuy nhiên, HSC giảm dự báo tỷ suất lợi nhuận hoạt động năm 2025 và 2026 của chuỗi TGDD & ĐMX đạt 5,7% và 5,9% (từ 5,9% và 6,3%) và tăng giả định chi phí lãi vay cho phù hợp với lãi suất cho vay ở thời điểm hiện tại (bình quân 4,5% mỗi năm).

Do đó, chúng tôi giảm lần lượt 7% và 6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 của chuỗi TGDD & ĐMX và cũng điều chỉnh giảm dự báo của chuỗi nhà thuốc An Khang. Chuỗi nhà thuốc này được dự báo lỗ 403 tỷ đồng trong năm 2024 (so với 378 tỷ đồng dự báo trước đó), 279 tỷ đồng trong năm 2025 (so với 213 tỷ đồng dự báo trước đó) và 223 tỷ đồng trong năm 2026 (so với 150 tỷ đồng dự báo trước đó).

Bảng 3: Dự báo lợi nhuận cũ & mới, chuỗi TGDD & ĐMX

HSC giảm bình quân 6% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026

Tỷ đồng	Ước tính	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	84,591	91,642	94,932	99,533	91,414	94,699	99,192	0%	0%	0%
Tăng trưởng	-20%	8%	4%	5%	8%	4%	5%			
Lợi nhuận thuần	1,726	4,533	5,496	5,933	4,551	5,128	5,605	0%	-7%	-6%
Tăng trưởng	-76%	163%	21%	8%	164%	13%	9%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.0%	4.9%	5.8%	6.0%	5.0%	5.4%	5.7%	3	(37)	(31)

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận cũ & mới, MWG

Chúng tôi giảm bình quân 15% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 sau khi điều chỉnh giảm giả định lợi nhuận thuần của chuỗi TGDD & ĐMX

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	118,280	135,512	142,577	151,878	134,932	142,378	152,380	0%	0%	0%
Tăng trưởng	-11%	15%	5%	7%	14%	6%	7%			
Lợi nhuận thuần	168	4,058	6,217	7,338	3,815	5,002	5,972	-6%	-20%	-19%
Tăng trưởng	-96%	2320%	53%	18%	2176%	31%	19%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.1%	3.0%	4.4%	4.8%	2.8%	3.5%	3.9%	(17)	(85)	(91)

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 5: Dự báo Q4/2024, MWG

HSC dự báo lợi nhuận thuần Q4 sẽ đạt 941 tỷ đồng, tăng 18% so với quý trước

Tỷ đồng	Q4/2023	Q3/2024	Q4/2024F	% so với cùng kỳ	% so với quý trước
Doanh thu thuần	31,422	34,147	35,074	12%	3%
Lợi nhuận thuần	90	800	941	942%	18%

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo KQKD của MWG: Giảm bình quân 15% dự báo lợi nhuận thuần

Sau khi điều chỉnh giảm lợi nhuận của các mảng kinh doanh chính, HSC giảm bình quân 15% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 của MWG. Cho năm 2024, lợi nhuận thuần được dự báo đạt 3.815 tỷ đồng, cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2024 đạt 941 tỷ đồng, tăng 942% so với cùng kỳ và tăng 18% so với quý trước.

Sang năm 2025, lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng 31% đạt 5.002 tỷ đồng. Tăng trưởng mạnh dự kiến được thúc đẩy bởi:

- Lợi nhuận thuần của chuỗi TGDD & ĐMX tăng 13% nhờ doanh thu tăng 4%, được hỗ trợ bởi nhu cầu chung cải thiện nhẹ và hiệu ứng tích cực từ hoạt động tái cấu trúc chi phí bán hàng & quản lý.
- Lợi nhuận cả năm của BHX. Lợi nhuận thuần của BHX dự kiến tăng 176% lên 273 tỷ đồng từ mức nền thấp trong năm 2024 mặc dù Công ty đầu tư vào việc mở rộng mạng lưới cửa hàng, khi có đến 90% cửa hàng hiện hữu kinh doanh có lợi nhuận.

Giảm giá mục tiêu xuống 75.800đ; duy trì khuyến nghị Mua vào

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 7% giá mục tiêu xuống 75.800đ (tiềm năng tăng giá: 29%) do định giá của chuỗi TGDD & ĐMX giảm 11% sau khi giảm dự báo lợi nhuận trong khi định giá của BHX gần như không đổi. Giá cổ phiếu MWG giảm 11% và 16% trong 1 tháng và 3 tháng qua do hoạt động rút vốn từ các thị trường mới nổi, phản ánh đầy đủ mức tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn, theo quan điểm của chúng tôi. Mặc dù giảm dự báo lợi nhuận, HSC nhận thấy tiềm năng tăng giá, từ mức P/E trượt dự phóng 1 năm từ mức 18,1 lần. Duy trì khuyến nghị Mua vào.

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá MWG. HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá chuỗi TGDD & ĐMX, đồng thời vẫn áp dụng phương pháp so sánh hệ số giá trên doanh thu để xác định giá trị hợp lý của chuỗi BHX.

Bảng 6: Định giá theo phương pháp SOTP, MWG

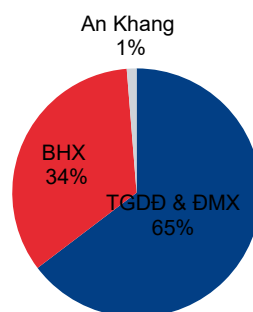
HSC giảm 7% giá mục tiêu đối với MWG xuống còn 75.800đ

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị của vốn CSH	Tỷ lệ sở hữu của MWG	Đóng góp vào MWG	P/E 2024 tại giá mục tiêu	P/E 2025 tại giá mục tiêu
TGDD & ĐMX	DCF	72,339	100%	72,339	15.9	14.1
BHX	P/S	39,011	95%	37,060	389.8	141.0
An Khang	P/S	1,377	100%	1,377	N/m	N/m
MWG				110,776	29.0	22.7
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				1,461.9		
Giá mục tiêu của MWG				75,774		

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 7: Cơ cấu SOTP, MWG

TGDD & ĐMX hiện chiếm 65% định giá của MWG, trong khi chuỗi BHX đóng góp 34%



Nguồn: HSC

Bảng 8: Điều chỉnh giá trị của vốn CSH (tỷ lệ sở hữu của MWG là 100%)

Tỷ đồng	Cũ (T10/2024)	Cũ	Điều chỉnh
TGDD & ĐMX	80,836	72,339	-11%
BHX	39,036	39,011	0%
An Khang	1,377	1,377	0%
Giá mục tiêu	81,300	75,800	-7%

Nguồn: HSC ước tính

Trong mô hình dự báo cập nhật, chuỗi TGDD & ĐMX hiện đóng góp 65% giá trị của MWG trong khi chuỗi BHX đóng góp 34%. Chi tiết như sau:

- **Định giá chuỗi TGDD & ĐMX:** Giá trị vốn CSH tại thời điểm cuối năm 2025 của chuỗi TGDD & ĐMX đã giảm 11% xuống 72.339 tỷ đồng (so với 80.836 tỷ đồng trước đó) do giảm dự báo lợi nhuận, mặc dù HSC đã giảm giả định WACC duy trì ở mức 11,8%.

Bảng 9: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, TGDD & ĐMX

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	84,591	91,414	94,699	99,192	104,086	108,948
EBIT	1,807	5,224	5,570	6,215	6,721	7,278
Trừ: Thuế	(393)	(1,195)	(1,347)	(1,472)	(1,731)	(1,893)
NOPLAT	1,414	4,029	4,223	4,743	4,990	5,385
Khấu hao	1,592	1,344	925	699	485	355
Thay đổi vốn lưu động	2,077	1,123	(192)	(238)	(115)	(65)
Chi phí đầu tư tài sản cố định	(198)	(153)	(192)	(192)	(192)	(192)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	4,885	6,343	4,765	5,013	5,169	5,483

Nguồn: HSC

Bảng 10: Giả định & tính toán định giá, TGDD & ĐMX

	Giá trị	Đơn vị	Giá trị (cuối 2025)
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng 15,487
Beta	1.30	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng 46,046
Chi phí vốn CSH	13.8%	Tiền/(nợ) thuần	Tỷ đồng 10,806
Chi phí nợ	4.5%	Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng 72,339
Chi phí nợ sau thuế	3.6%		
Tỷ trọng vốn CSH	80.6%		
Tỷ trọng nợ	19.4%		
WACC	11.8%		

Nguồn: HSC

Bảng 11: Định giá các công ty cùng ngành trong khu vực, BHX

Các công ty bán lẻ tạp hóa tại châu Á đang giao dịch với P/S trung vị năm 2025 là 0,9 lần

Công ty	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (triệu USD)	P/E		EV/EBITDA		P/B		P/S	
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
PT Sumber Alfaria Trijaya TBK	Indonesia	7,569	29.7	25.8	15.2	13.4	6.7	5.7	1.0	0.9
Central Retail Corp	Thái Lan	5,901	23.5	20.5	10.1	0.5	2.8	2.6	0.8	0.8
CP ALL PCL	Thái Lan	16,284	23.8	21.1	13.9	13.0	4.6	4.1	0.6	0.6
Wushang Group Co Ltd-A	Trung Quốc	920	22.8	20.4	7.0	6.8	0.6	0.6	0.9	0.9
President Chain Store Corporation	Đài Loan	8,627	23.8	21.9	9.8	9.3	7.0	6.2	0.8	0.8
Sheng Siong Group Ltd	Singapore	1,833	17.1	16.7	11.1	10.7	4.6	4.2	1.7	1.7
Trung vị		6,735	23.6	20.8	10.6	10.0	4.6	4.2	0.9	0.9

Nguồn: Bloomberg, HSC

- **Định giá chuỗi BHX:** Định giá dựa trên so sánh với các công ty cùng ngành gần như không đổi ở mức 39.011 tỷ đồng (từ mức 39.036 tỷ đồng trước đó) vì chúng tôi hiện sử dụng doanh thu thuần năm 2025 ở mức 45.894 tỷ đồng (không đổi so với dự báo trước đó) và P/S dự phóng năm 2025 trung vị của các công ty cùng ngành (ở mức 0,9 lần) để định giá BHX.

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% và 16% trong 1 tháng và 3 tháng qua, MWG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,1 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 11/2021 ở mức 21,4 lần. Mức định giá này cao hơn mức P/E 16,5 lần vào ngày 31/10/2024 khi chúng tôi phát hành báo cáo gần nhất, nhưng vẫn tương đối rẻ. P/E dự phóng năm 2025 của MWG là 17,6 lần thấp hơn 14% so với các công ty cùng ngành tại Việt Nam và châu Á với P/E trung vị ở mức 20,6 lần.

Biểu đồ 12: P/E trượt dự phóng 1 năm, MWG

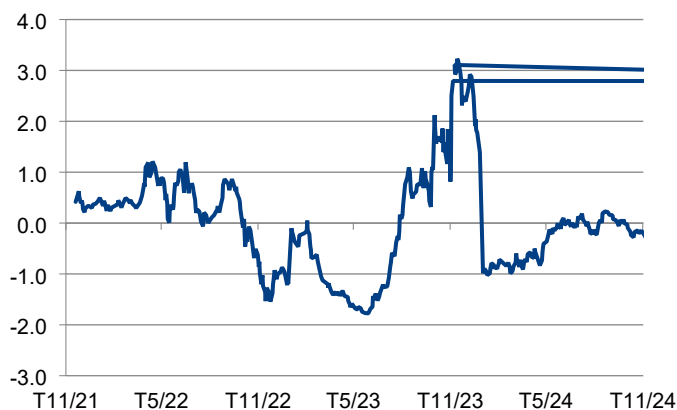
MWG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,1 lần, so với giá trị bình quân từ tháng 10/2021 là 20,8 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 13: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, MWG

MWG đang giao dịch thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với giá trị P/E trượt dự phóng 1 năm bình quân



Nguồn: HSC

Bảng 14: Định giá các công ty cùng ngành, MWG

P/E 2025 của MWG thấp hơn 14% so với trung vị các công ty cùng ngành

Công ty	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (triệu USD)	P/E		EV/EBITDA		P/B		P/S	
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
PT Sumber Alfaria Trijaya TBK	Indonesia	7,569	29.7	25.8	15.2	13.4	6.7	5.7	1.0	0.9
Central Retail Corp	Thái Lan	5,901	23.5	20.5	10.1	0.5	2.8	2.6	0.8	0.8
CP ALL PCL	Thái Lan	16,284	23.8	21.1	13.9	13.0	4.6	4.1	0.6	0.6
President Chain Store Corp.	Đài Loan	8,627	23.8	21.9	9.8	9.3	7.0	6.2	0.8	0.8
Sheng Siong Group Ltd	Đài Loan	1,833	17.1	16.7	11.1	10.7	4.6	4.2	1.7	1.7
Shanghai Flyco Electrical Appl	Trung Quốc	2,472	24.1	20.7	16.2	14.3	5.2	4.9	3.7	3.3
Com7 PCL	Thái Lan	1,762	19.7	17.7	13.3	12.3	6.4	5.4	0.8	0.7
ERAJAYA SWASEMBADA	Indonesia	427	7.1	6.2	6.0	5.3	0.8	0.7	0.1	0.1
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	Việt Nam	928	112.0	42.1	30.9	20.4	13.0	10.3	0.6	0.5
CTCP Thế giới số	Việt Nam	354	18.8	16.1	13.6	10.4	0.3	2.0	0.4	0.4
Trung vị		2,153	23.6	20.6	13.5	11.5	4.9	4.6	0.8	0.7
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	Việt Nam	3,450	22.6	17.6	10.9	10.0	3.1	2.7	0.6	0.6

Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	133,405	118,280	134,932	142,315	152,380
Lợi nhuận gộp	30,782	22,521	28,474	29,873	32,182
Chi phí BH&QL	(24,138)	(22,114)	(23,832)	(24,443)	(25,603)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	6,644	407	4,642	5,431	6,579
Lãi vay thuần	(69.5)	611	903	1,002	1,048
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	(38.7)	20.0	45.4
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(518)	(328)	(446)	0	0
LNTT	6,056	690	5,060	6,452	7,673
Chi phí thuế TNDN	(1,955)	(522)	(1,241)	(1,436)	(1,666)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.95)	(0.16)	(3.75)	(13.8)	(34.7)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	4,100	168	3,815	5,002	5,972
Lợi nhuận thuần ĐC	4,100	168	3,815	5,002	5,972
EBITDA ĐC	10,227	3,788	7,416	7,691	8,385
EPS (đồng)	2,810	115	2,609	3,345	3,896
EPS ĐC (đồng)	2,810	115	2,609	3,345	3,896
DPS (đồng)	500	0	500	500	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,459	1,463	1,462	1,495	1,533
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,463	1,462	1,462	1,498	1,536
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,463	1,462	1,462	1,498	1,536

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	5,061	5,366	7,248	7,193	5,482
Đầu tư ngắn hạn	10,059	18,937	21,937	25,937	30,937
Phải thu khách hàng	3,072	5,159	8,042	10,234	12,495
Hàng tồn kho	25,696	21,824	23,749	24,533	25,638
Các tài sản ngắn hạn khác	743	661	701	740	791
Tổng tài sản ngắn hạn	44,631	51,947	61,676	68,637	75,343
TSCĐ hữu hình	9,653	6,431	3,637	2,362	1,565
TSCĐ vô hình	74.2	68.8	69.8	70.7	71.2
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	60.0	460	170	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	181	287	240	240	240
Tài sản dài hạn khác	1,235	914	647	660	678
Tổng tài sản dài hạn	11,203	8,161	4,765	3,333	2,554
Tổng cộng tài sản	55,834	60,108	66,441	71,970	77,897
Nợ ngắn hạn	10,688	19,129	17,129	17,129	17,129
Phải trả người bán	8,746	7,927	10,114	10,682	11,419
Nợ ngắn hạn khác	5,704	3,199	4,107	4,255	4,437
Tổng nợ ngắn hạn	26,000	30,762	32,087	32,984	34,064
Nợ dài hạn	5,901	5,985	6,132	6,132	6,132
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	1.17	1.17	1.17	1.17
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	5,901	5,986	6,133	6,133	6,133
Tổng nợ phải trả	31,902	36,748	38,220	39,117	40,197
Vốn chủ sở hữu	23,918	23,346	27,856	32,475	37,286
Lợi ích cổ đông thiểu số	14.5	13.4	365	379	413
Tổng vốn chủ sở hữu	23,933	23,360	28,221	32,854	37,699
Tổng nợ phải trả và VCSH	55,834	60,108	66,441	71,970	77,897
BVPS (đ)	16,344	15,964	19,055	21,672	24,276
Nợ thuần/(tiền mặt)	11,528	19,748	16,013	16,067	17,779

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	6,644	407	4,642	5,431	6,579
Khấu hao	(3,582)	(3,381)	(2,774)	(2,260)	(1,806)
Lãi vay thuần	(69.5)	611	903	1,002	1,048
Thuế TNDN đã nộp	(1,805)	(862)	(1,461)	(1,612)	(1,820)
Thay đổi vốn lưu động	761	1,836	974	(118)	(337)
Khác	(1,189)	(1,937)	(1,151)	(1,987)	(2,021)
LCT thuần từ HKKD	7,923	3,436	6,681	4,976	5,256
Đầu tư TS dài hạn	(4,412)	(523)	(459)	(985)	(1,008)
Góp vốn & đầu tư	(20,980)	(34,257)	(5,114)	(5,830)	(7,000)
Thanh lý	25,856	22,836	0	0	0
Khác	1,138	1,113	1,580	2,169	2,202
LCT thuần từ HĐĐT	1,602	(10,831)	(3,994)	(4,646)	(5,806)
Cổ tức trả cho CSH	(732)	(731)	(731)	(749)	(1,536)
Thu từ phát hành CP	188	(9.34)	0	365	375
Tăng/giảm nợ	(8,062)	8,440	(1,853)	0	0
Khác	-	-	1,779	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(8,606)	7,700	(806)	(384)	(1,161)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	4,142	5,061	5,366	7,248	7,193
LCT thuần trong kỳ	919	304	1,882	(54.5)	(1,711)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.06)	0.37	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5,061	5,366	7,248	7,193	5,482
Dòng tiền tự do	3,512	2,913	6,222	3,990	4,248

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	23.1	19.0	21.1	21.0	21.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.67	3.20	5.50	5.40	5.50
Tỷ suất LNT (%)	3.07	0.14	2.83	3.51	3.92
Thuế TNDN hiện hành (%)	32.3	75.7	24.5	22.3	21.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	8.50	(11.3)	14.1	5.47	7.07
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	16.0	(63.0)	95.8	3.70	9.03
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(16.3)	(95.9)	2,176	31.1	19.4
Tăng trưởng EPS (%)	(17.4)	(95.9)	2,176	28.2	16.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(17.4)	(95.9)	2,176	28.2	16.5
Tăng trưởng DPS (%)	(50.0)	(100)	nm	0	100
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	17.8	0	19.2	14.9	25.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	18.5	0.71	14.9	16.6	17.1
ROACE (%)	26.5	1.38	14.6	14.8	15.9
Vòng quay tài sản (lần)	2.25	2.04	2.13	2.06	2.03
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.19	8.44	1.44	0.92	0.80
Số ngày tồn kho	91.4	83.2	81.4	79.6	77.9
Số ngày phải thu	10.9	19.7	27.6	33.2	37.9
Số ngày phải trả	31.1	30.2	34.7	34.7	34.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	48.6	85.0	57.8	49.8	48.0
Nợ/tài sản (%)	29.9	41.9	35.2	32.5	30.0
EBIT/lãi vay (lần)	95.6	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.63	6.65	3.15	3.04	2.79
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.72	1.69	1.92	2.08	2.21
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.73	0.90	0.76	0.73	0.71
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.57	28.0	13.8	13.6	12.9
P/E (lần)	21.0	515	22.6	17.6	15.1
P/E ĐC (lần)	21.0	515	22.6	17.6	15.1
P/B (lần)	3.61	3.70	3.10	2.72	2.43
Lợi suất cổ tức (%)	0.85	0	0.85	0.85	1.69

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

Tuyên bố miễn trách

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

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

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

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

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

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