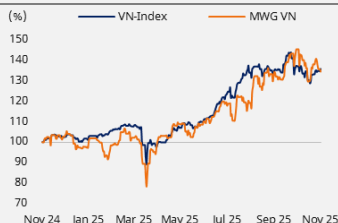


(Cập nhật)	Mua
Giá mục tiêu (VND)	▲ 99,500
Thị giá (24/11/2025, VND))	79,300
Lợi nhuận kỳ vọng	25.5%

Lợi nhuận HĐKD (26F, tỷ đồng)	6,958
Kỳ vọng thị trường (26F, tỷ đồng)	-
Tăng trưởng EPS (26F, %)	12.8%
Kỳ vọng thị trường (26F, %)	
P/E (26F, x)	16.6
P/E thị trường (x)	14.6
VNIndex	1,655

Vốn hóa (tỷ đồng)	117,242
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,478
% tự do chuyển nhượng (%)	82.7
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	46.5
Beta (12T)	1.1
Thấp nhất 52 tuần (VND)	45,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	87,900

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	-6.7	24.4	35.6
Tương đối	-5.0	0.9	0.8



CTCP Chứng khoán Mirae Asset (Vietnam)

Nguyễn Huỳnh Bình Nguyên
nguyen.nhb@miraeeasset.com.vn

HOSE: MWG · Tiêu dùng – bán lẻ

CTCP Đầu tư Thế giới Di động

Cân bằng giữa hiệu quả & quy mô

Theo số liệu doanh nghiệp công bố, lũy kế 10T2025 MWG ghi nhận doanh thu 128,3 nghìn tỷ đồng (+15,2% CK). Riêng tháng 10 đạt 14,9 nghìn tỷ đồng (+28,2% CK), mức tăng theo tháng cao nhất kể từ đầu năm 2025. Diễn biến theo từng chuỗi như sau:

TGDD & ĐMX: Doanh thu tháng 10 đạt 10,4 nghìn tỷ đồng (+32,2% CK), chủ yếu nhờ đóng góp mạnh của nhóm iPhone. Việc iPhone 17 mở bán tại Việt Nam cùng thời điểm với thị trường Mỹ giúp giảm hàng xách tay và hỗ trợ doanh số chính ngạch. Lũy kế 10T2025, doanh thu hai chuỗi đạt 86.9 nghìn tỷ đồng (+16,4% CK).

BHX: Doanh thu lũy kế 10T2025 đạt 38,5 nghìn tỷ đồng (+13,7% CK). Từ đầu năm, BHX đã mở mới 600 cửa hàng (khoảng 50% tại miền Trung), nâng tổng số lên 2.370 cửa hàng. Do tốc độ mở mới mạnh, doanh thu bình quân/cửa hàng trong tháng 10 giảm nhẹ do hiệu ứng pha loãng.

Các chuỗi khác: Sau thời gian dài không mở rộng, An Khang và AvaKids đã trở lại mở mới trong hai tháng gần đây, nâng tổng số cửa hàng lên lần lượt 356 và 72. Trong Q3, An Khang tiếp tục thu hẹp mức lỗ, còn khoảng 28 tỷ đồng trong so với mức lỗ lớn hơn cùng kỳ. AvaKids duy trì lợi nhuận với mức tăng trưởng doanh thu hai chữ số CK.

Kết quả kinh doanh Q3/2025 tích cực hơn kì vọng: MWG ghi nhận kết quả tích cực trong quý 3 với doanh thu thuần đạt 39.9 nghìn tỷ đồng (+6% sv Q2, +17% CK), nhờ sự tăng trưởng ổn định ở mảng ICT-CE. Biên lợi nhuận hoạt động cải thiện, cùng với thu nhập tài chính tăng mạnh 63% CK và chi phí tài chính giảm, giúp lợi nhuận sau thuế tăng 121% CK lên 1,771 tỷ đồng.

Điều chỉnh dự báo: Dựa trên kết quả 9T2025 tích cực, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo cho năm 2025, kỳ vọng doanh thu đạt 151.5 nghìn tỷ đồng (+13% CK) và lợi nhuận sau thuế đạt 6.3 nghìn tỷ đồng (+69% CK). Trong giai đoạn 2026–27F, chúng tôi dự phóng biên LNHĐ cải thiện lên 3.9% trong 2026F từ mức 4.3% của 2025F, và tiếp tục tăng nhẹ vào 2027F. Theo đó, lợi nhuận được dự báo tăng lần lượt 13% và 30% CK trong 2026F và 2027F, so với mức tăng doanh thu 17% và 20%.

Định giá: Chúng tôi giữ nguyên phương pháp định giá FCFE và chuyển sang cơ sở 2026F, phản ánh kỳ vọng tăng trưởng doanh thu theo kế hoạch mở rộng mạng lưới cùng biên lợi nhuận cải thiện sau quá trình tái cấu trúc. Giá mục tiêu mới là 99,500 đồng mỗi cổ phiếu, tương ứng mức P/E 2026F khoảng 21 lần, cao hơn một lần độ lệch chuẩn so với trung vị P/E 5 năm.

Rủi ro: (1) Chi phí mở rộng BHX cao hơn dự kiến làm chệch hướng quá trình cải thiện biên lợi nhuận; (2) tăng trưởng doanh thu tại cửa hàng mới thấp hơn kì vọng.

FY (31/12)	12/31/2023	12/31/2024	12/31/2025	12/31/2026	12/31/2027
Doanh thu (tỷ đồng)	118,280	134,341	151,448	177,224	212,466
Lợi nhuận HĐKD (tỷ đồng)	328	4,032	6,539	6,958	9,385
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	0.3	3.0	4.3	3.9	4.4
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	168	3,722	6,306	7,114	9,278
EPS (VND)	115	2,547	4,262	4,808	6,270
ROE (%)	0.7	13.2	19.0	18.4	19.9
P/E (x)	697.8	31.4	18.8	16.6	12.8
P/B (x)	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8
Lợi suất cổ tức (%)	0.6	0.6	1.2	1.3	1.3

Ghi chú: Lợi nhuận ròng là lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ theo BCTC hợp nhất
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Vietnam Research

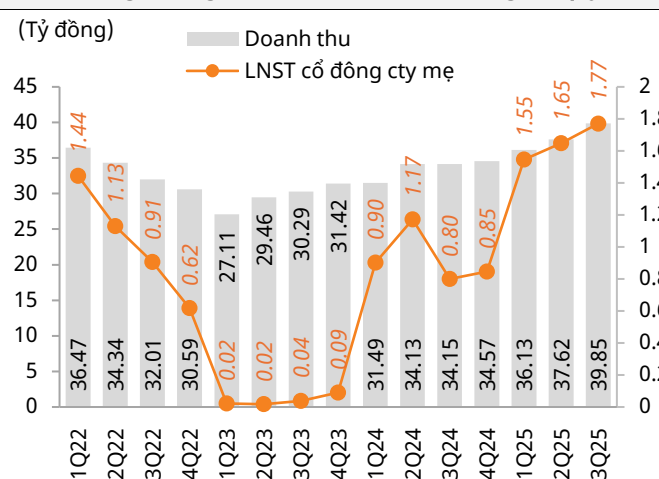
Tổng quan hoạt động kinh doanh

Hình 1. Kết quả kinh doanh quý 3

Tỷ đồng	3Q24	2Q25	3Q25			Kỳ vọng thị trường	
			Sv. Q2 (%)	Sv. CK (%)		Dự phóng	Chênh lệch (%)
Doanh thu	34,147	37,620	39,853	5.9	16.7	30,434	30.9
TGDD	8,134	8,284	9,535	15.1	17.2		
DMX	14,302	16,923	17,547	3.7	22.7		
BHX	10,840	11,622	11,780	1.4	8.7		
Khác	871	792	990	25.1	13.7		
Lợi nhuận hoạt động	1,075	1,664	1,788	7.5	66.3	1,014	76.3
LNST cổ đông công ty mẹ	800	1,648	1,771	7.4	121.3	886	99.8
Biên lợi nhuận hoạt động	3.1	4.4	4.5			3.3	
Biên lợi nhuận ròng	2.3	4.4	4.4			2.9	

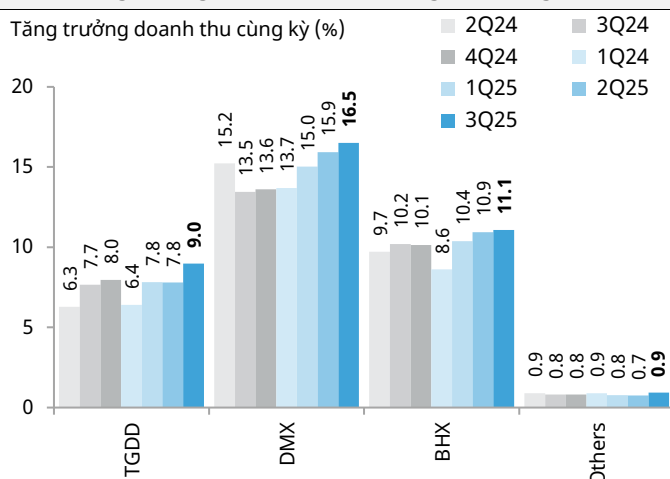
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Mirae Asset Research

Hình 2. Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng các quý

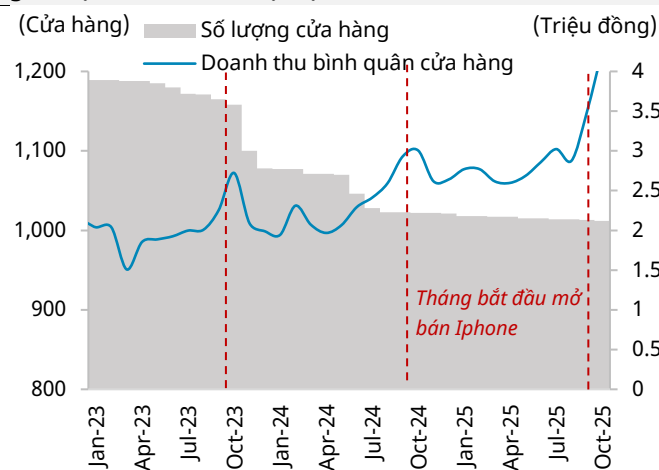


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Hình 3. Tăng trưởng doanh thu theo mảng hoạt động

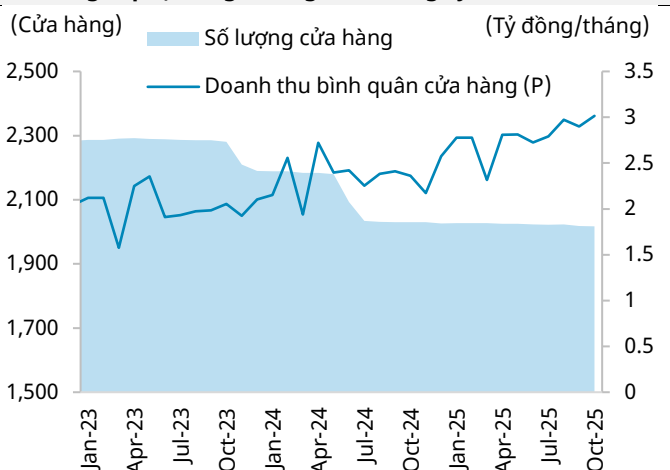


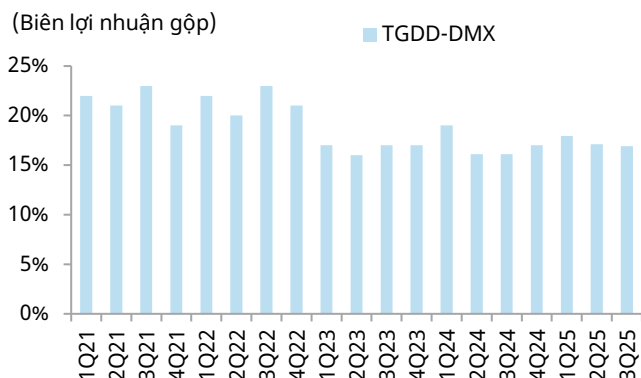
Hình 4. Doanh số TGDD tăng vượt kỳ vọng trong tháng 9, vốn là giai đoạn cao điểm nhờ sự kiện ra mắt iPhone 17.



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Hình 5. Đối với Điện Máy Xanh, doanh thu bình quân trên mỗi cửa hàng tiếp tục tăng trưởng so với cùng kỳ



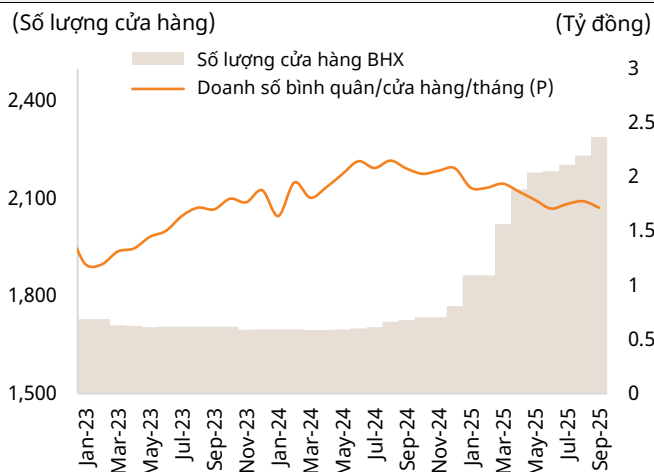
Hình 6. Sau khi GD giảm giá thành và tăng tỷ trọng nhập trực tiếp từ nhà cung cấp, biên LN gộp đã có xu hướng ổn định hơn

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

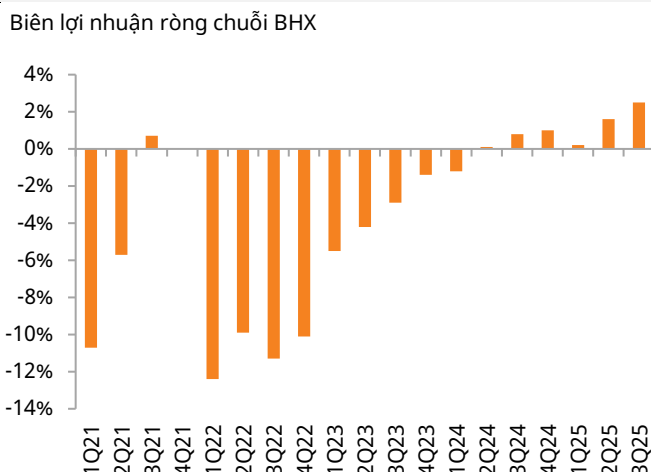
Hình 7. Chương trình mua trả chậm cũng hỗ trợ tăng trưởng chung, hiện chiếm 40% doanh thu so với mức chỉ 30% cùng kỳ

MUA TRẢ CHẬM và MUA TRẢ GÓP khác nhau như thế nào?

	MUA TRẢ CHẬM	MUA TRẢ GÓP
LÃI SUẤT	Không lãi suất	0% hoặc có lãi suất
CHI PHÍ	Không chi phí ẩn, không phí bảo hiểm, phí hồ sơ	Có phí bảo hiểm, hồ sơ
TRẢ TRƯỚC	0 - 30% giá trị sản phẩm	10% - 80% giá trị sản phẩm
KỶ HẠN	6 - 12 tháng	6 - 12 tháng
GIẤY TỜ	CMND/CCCD	CMND/CCCD

Hình 8. Việc mở rộng nhanh vào miền Trung, nơi có lưu lượng khách thấp hơn, đã làm giảm doanh thu bình quân của BHX

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Hình 9. Tuy vậy, chuỗi đã quay lại trạng thái có lãi và chưa xuất hiện dấu hiệu bị kéo lỗ bởi chi phí mở mới cửa hàng

Cập nhật triển vọng

Dự phóng kết quả kinh doanh

So với mức biến động mạnh trong năm trước, biên lợi nhuận hoạt động của MWG đã dần ổn định, phục hồi lên khoảng 4.4–4.5% so với vùng 1.2–4.1% trong năm 2024. Sự cải thiện này chủ yếu đến từ hai yếu tố: (1) quá trình tái cấu trúc TGDĐ và ĐMX đã hoàn tất, giúp loại bỏ các chi phí một lần liên quan đến đóng cửa hàng; và (2) MWG đã thu hẹp quy mô hoạt động và cắt giảm đáng kể chi phí nhân sự.

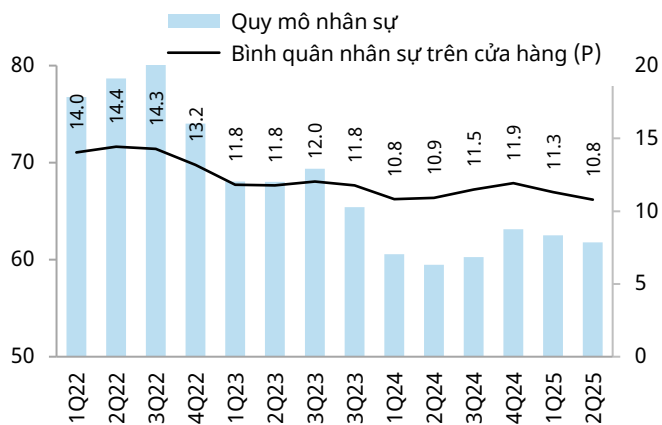
Tuy vậy, các yếu tố mang tính “one-off” từ tái cấu trúc đã gần như được ghi nhận đầy đủ, khiến dư địa cải thiện biên lợi nhuận thông qua tối ưu chi phí không còn nhiều. Do đó, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận sẽ giữ ổn định quanh mức hiện tại thay vì tiếp tục mở rộng.

Trong giai đoạn tới, hai yếu tố chính có thể gây áp lực hoặc tạo động lực cho biên lợi nhuận gồm:

- 1) chi phí vận hành gia tăng theo kế hoạch mở mới BHX tại miền Trung trong năm nay và mở rộng số lượng cửa hàng BHX tại miền Bắc vào 2026-2027
- 2) động lực cải thiện biên lợi nhuận chủ yếu sẽ đến từ hiệu ứng quy mô (operating leverage), khi tăng trưởng doanh thu cao hơn sẽ làm phân bổ chi phí hiệu quả hơn.

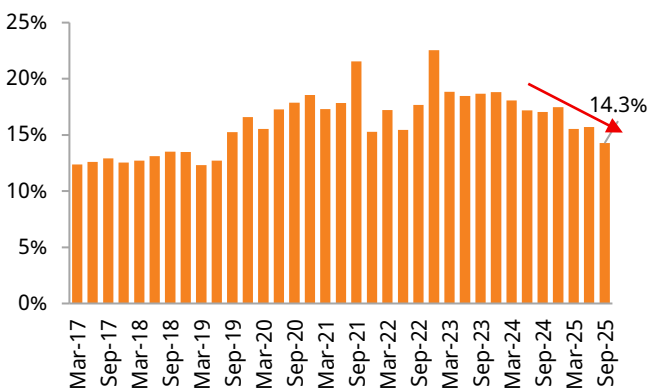
Trong lần cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh chi phí quản lý và bán hàng đạt mức 15.1% trong năm 2025F và gia tăng mức 15.4% doanh thu vào các năm sau. Chúng tôi cũng dự phóng doanh thu hợp nhất tăng trung bình 4.4%/năm đến FY28, từ đó hỗ trợ biên EBIT cải thiện nhẹ và giúp LNHH tăng trưởng kép khoảng 32%.

Hình 10. Quy mô nhân sự đã giảm mạnh trong năm 2024 trước khi tăng trở lại theo đà mở mới của BHX trong 2025. Tổng thể, đầu nhân sự trên cửa hàng vẫn thấp hơn so với GĐ trước



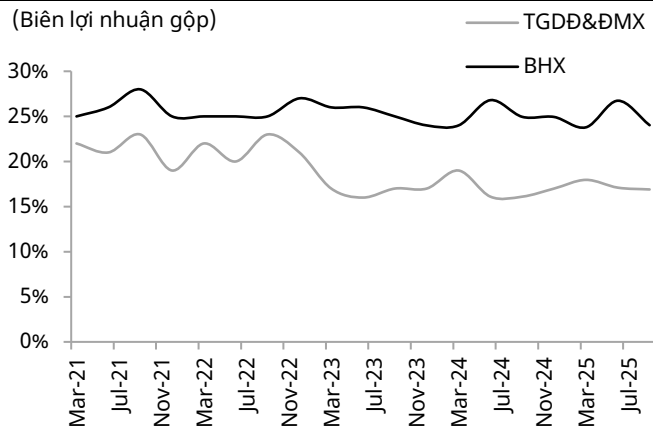
Hình 11. Thông qua (1) cắt giảm chi phí nhân sự, (2) đóng các cửa hàng có khấu hao cao và (3) không còn các khoản chi phí một lần đã giúp chi phí BH&QLDN, trên % doanh thu giảm

(Chi phí bán hàng & QLDN/doanh thu)

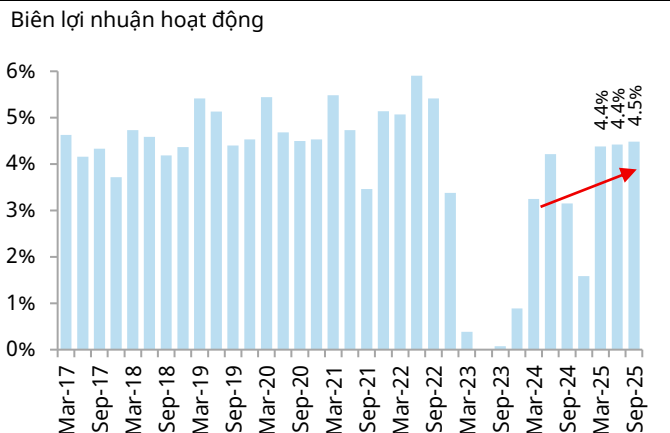


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Hình 12. Biên lợi nhuận gộp của MWG cũng tăng vck nhờ: (1) TGDĐ-ĐMX tăng nhập khẩu trực tiếp thay vì thông qua trung gian và (2) tỷ trọng doanh thu BHX, có biên cao hơn, tăng lên

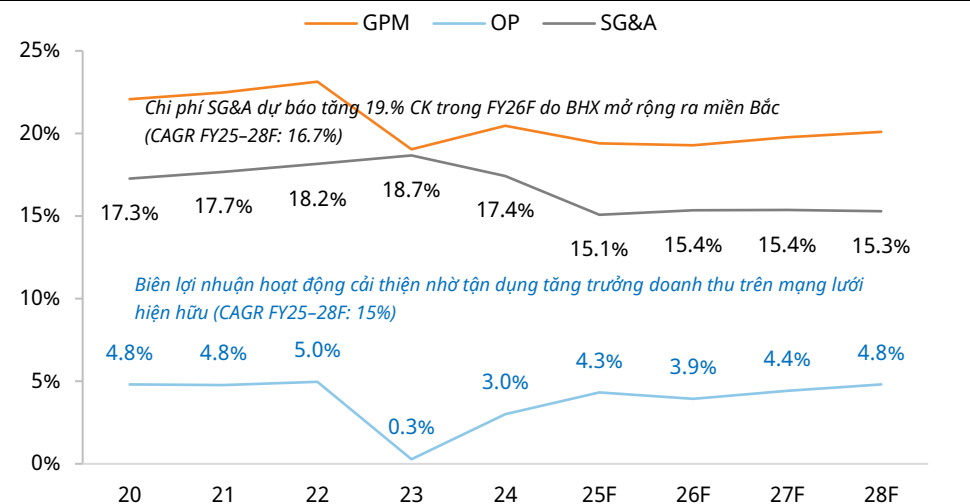


Hình 13. Kết hợp các yếu tố trên, biên lợi nhuận hoạt động của MWG đã có sự ổn định, hiện đạt mức 4.4-4.5% các quý trong 2025



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Hình 14. Do đó, động lực mở rộng biên lợi nhuận hoạt động trong giai đoạn tới nhiều khả năng sẽ dựa vào tăng trưởng doanh thu/bình quân cửa hàng hơn là tiếp tục tối ưu chi phí



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

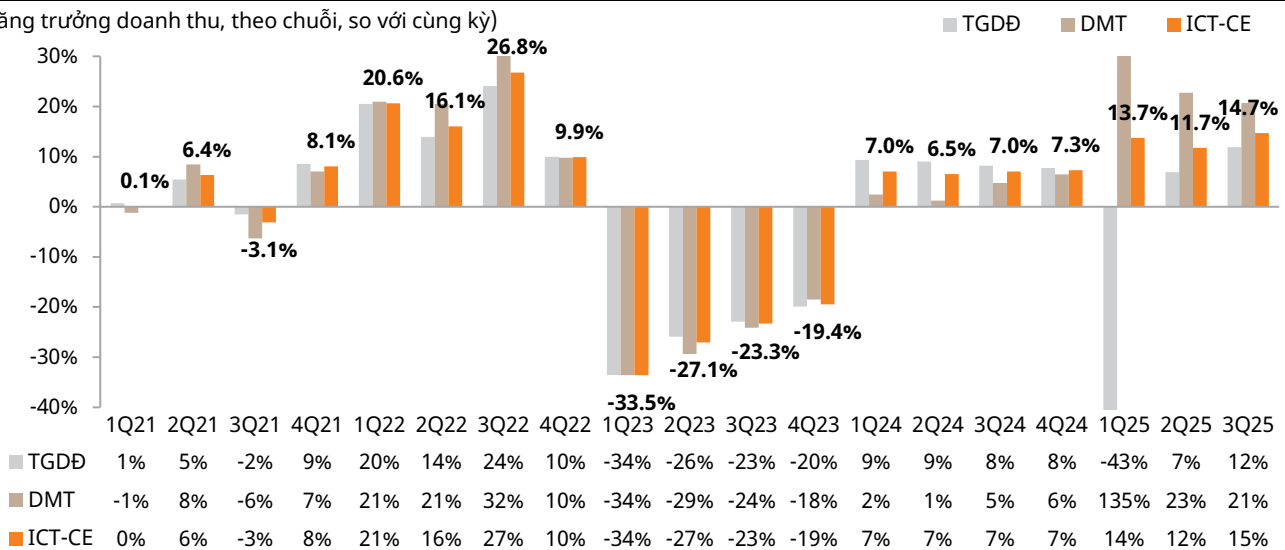
Sau giai đoạn tăng trưởng hai chữ số svck, doanh thu mảng thiết bị điện tử dự kiến sẽ quay lại mức tăng bình thường trong các năm sau

MWG gần đây đã cải thiện được sức hút của TGDĐ nhờ điều chỉnh lại chính sách giá với việc tăng mua trực tiếp từ nhà cung cấp và giảm bớt phần chi phí trung gian. Việc cơ quan chức năng siết kiểm soát hàng xách tay cũng khiến khách hàng quay lại chọn hàng chính hãng nhiều hơn. Nhờ vậy, nhóm sản phẩm điện thoại và điện tử duy trì được tốc độ tăng trưởng rất mạnh trong các quý năm 2025, đạt mức 2 chữ số svck

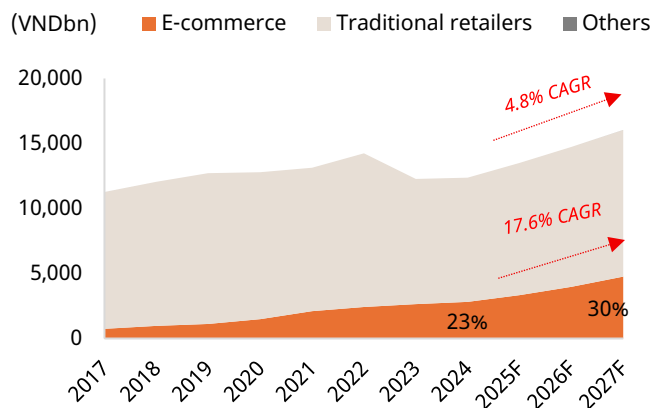
Tuy nhiên, cần lưu ý mức tăng mạnh này xuất phát từ nền thấp của năm trước, khi sức chi tiêu không mạnh. Bên cạnh đó, thị trường điện thoại và điện máy nhìn chung đã bão hòa, trong khi MWG đã nắm hơn 40% thị phần. Theo đó, tăng trưởng của mảng này nhiều khả năng sẽ quay về mức ổn định hơn vào các năm sau, phù hợp với xu hướng tăng trưởng thấp của ngành. Chúng tôi ước tính doanh thu bình quân mỗi cửa hàng sẽ tăng khoảng 5.5%/năm, so với mức 4.5%/năm của toàn ngành trong giai đoạn 2025 đến 2028.

Hình 15. Mảng điện thoại di động và điện máy ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số trong 2025, mức cao nhất kể từ giai đoạn sau COVID

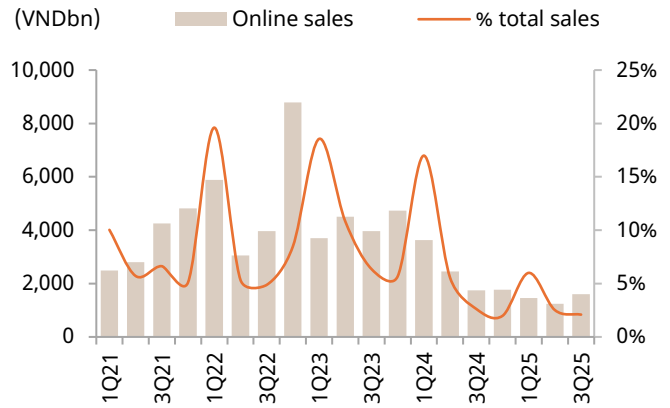
(Tăng trưởng doanh thu, theo chuỗi, so với cùng kỳ)



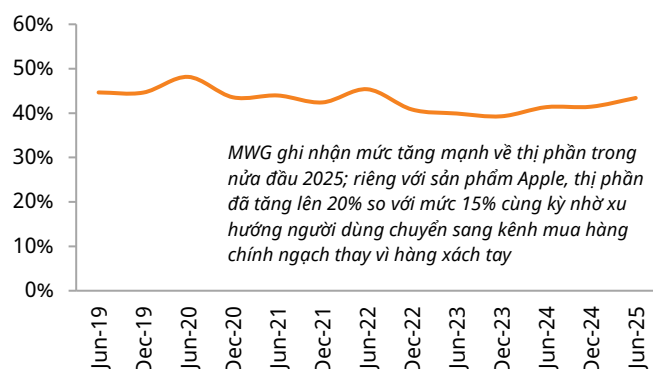
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Hình 16. Tuy nhiên, thị trường điện tử Việt Nam đang tiến gần đến điểm bão hòa, và tăng trưởng cơ sở của kênh bán lẻ truyền thống được kỳ vọng chỉ duy trì ở mức 1 chữ số thấp

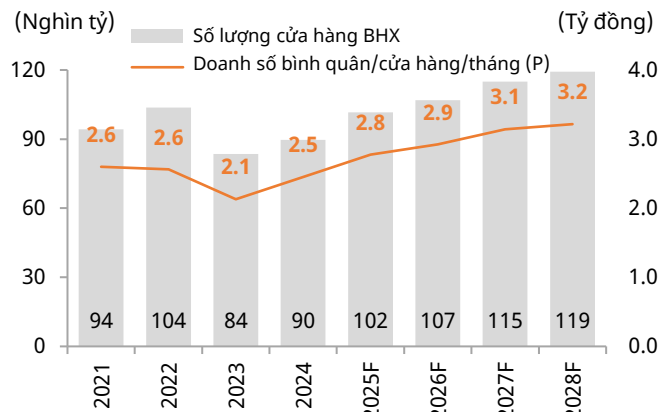
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Euromonitor, Mirae Asset Research

Hình 17. Ngoài giai đoạn nhu cầu bất thường trong và sau COVID, tỷ trọng đóng góp doanh thu từ kênh thương mại điện tử của TGDĐ-DMX nhìn chung vẫn còn thấp sv. tổng doanh thu**Hình 20. MWG hiện đã nắm giữ thị phần rất lớn, do đó dự địa tiếp tục tăng trưởng mạnh khả hạn chế**

(Thị phần mảng điện máy, thiết bị di động điện tử)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, NiQ, Mirae Asset Research

Hình 21. Chúng tôi dự phóng doanh thu của TGDĐ-DMX tăng trưởng 5.5%/năm trong giai đoạn FY25-28F, cao hơn so với ngành nhằm phản ánh sự gia tăng thị phần

BHX sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu của MWG

Mô hình vận hành tại miền Nam tiếp tục cho thấy sự cải thiện hiệu quả. Biên lợi nhuận đã tăng lên mức 3.5-4.5% trong 3Q25, so với mức -12% của 2021. Đây là kết quả của việc các cửa hàng bước qua giai đoạn đầu tư và tận dụng hiệu quả tối ưu chi phí, kết hợp với đòn bẩy chi phí cố định khi doanh thu duy trì tăng trưởng ổn định. Sau khi nhu cầu thực phẩm bình thường hóa từ 2022, BHX vẫn giữ được tốc độ tăng trưởng cao một chữ số đến hai chữ số thấp, giúp lợi nhuận cải thiện dần theo thời gian.

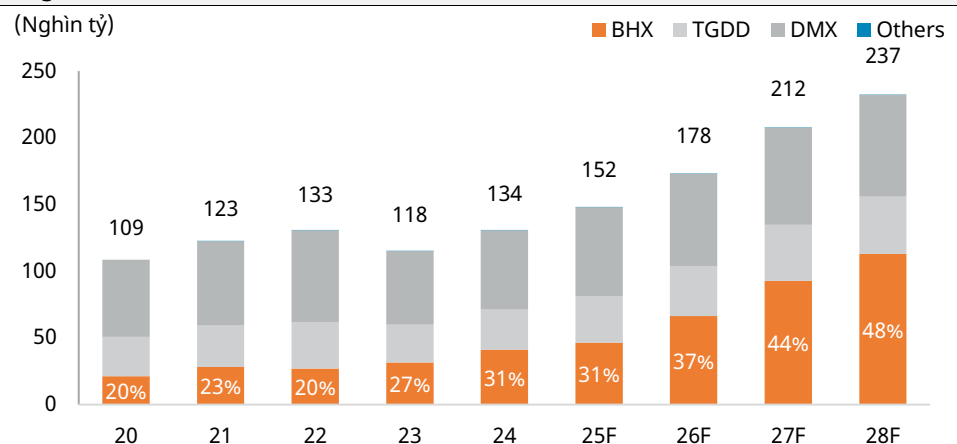
Từ đầu năm, chuỗi đã mở thêm 600 cửa hàng, nâng diện tích bán lẻ khoảng%. Một nửa số cửa hàng mới nằm ở miền Trung, nơi lưu lượng khách thấp hơn. Vì vậy, doanh thu bình quân mỗi cửa hàng chưa phản ánh ngay với tăng trưởng quy mô điểm cửa hàng. Điểm tích cực là chi phí đầu tư tại khu vực này thấp hơn, với điểm hòa vốn chỉ 1.3-1.4 tỷ đồng mỗi tháng. Do đó, theo các cửa hàng mở từ nửa đầu 2025 đã có lợi nhuận dương ở cấp độ cửa hàng, theo trao đổi với doanh nghiệp trong các buổi công bố KQKD trước.

Giai đoạn tới, BHX sẽ mở rộng ra miền Bắc với kế hoạch nâng số cửa hàng thêm khoảng 1,000 vào năm 2026. Trong mô hình dự báo của chúng tôi, số cửa hàng mới lần lượt là 800 trong 2026F và 1,000 trong 2027F. MWG kỳ vọng doanh thu bình quân trên mỗi cửa hàng từ 2.1 đến 2.5 tỷ đồng mỗi tháng, nhưng chúng tôi thận trọng hơn khi dự báo mức 1.7 tỷ đồng trong 2025, tăng lên 1.8/1.9 tỷ đồng trong 2026F/2027F. Dự báo này phản ánh sự pha loãng từ các cửa hàng mới, dù được hỗ trợ phần nào bởi thói quen mua sắm ổn định của người tiêu dùng khu vực Bắc so với miền Trung, nơi WinMart đã hình thành hệ thống khách hàng lớn.

Tốc độ mở rộng nhanh đồng nghĩa áp lực lên lợi nhuận vẫn còn. Ngay cả khi đưa ra giả định khá tích cực về chi phí đầu tư ban đầu tại miền Bắc, với điểm hòa vốn khoảng 2.2 tỷ đồng mỗi tháng do chi phí thuê và đầu tư DC cao hơn, chúng tôi cho rằng BHX khó đạt biên lợi nhuận ròng dương bền vững trong FY25 đến FY26F. Trong giai đoạn này, hiệu quả của chuỗi sẽ phụ thuộc nhiều vào tốc độ mở rộng và suất đầu tư tại miền Bắc.

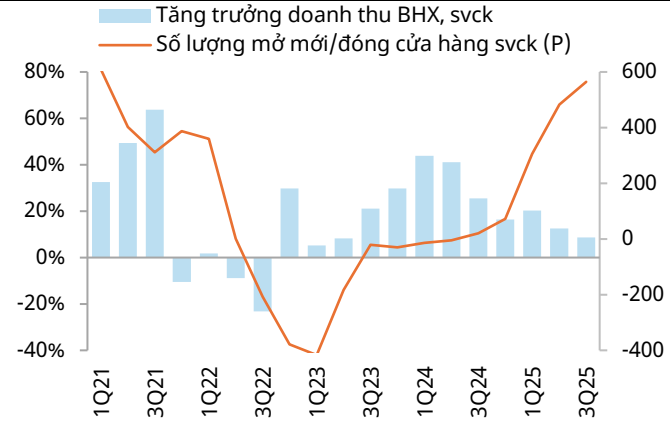
Chúng tôi dự phóng doanh thu BHX tăng trưởng bình quân 24.8%/năm trong giai đoạn đến 2028, với lợi nhuận ròng duy trì ở mức dương, dù biên lợi nhuận chỉ ở mức tối thiểu.

Hình 22. Tỷ trọng doanh thu của MWG những năm gần đây đã dịch chuyển ngày càng nhiều sang BHX.

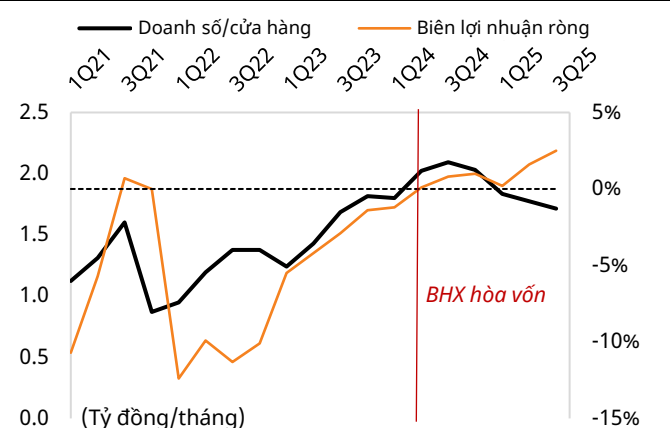


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Hình 23. Tăng trưởng doanh thu BHX gắn liền với tốc độ mở rộng quy mô cửa hàng



Hình 24. ... Trong khi biên lợi nhuận có sự phụ thuộc cao vào doanh thu bình quân mỗi cửa hàng



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Hình 25. Theo ước tính, BHX cần đạt khoảng 1.9 tỷ đồng doanh thu mỗi tháng trên mỗi cửa hàng để đạt hòa vốn, tức là đủ để bù đắp toàn bộ chi phí vận hành

(VNDbn)	1Q25	2Q25	3Q25	9M25	% doanh thu	Doanh số/cửa hàng/tháng
Doanh thu	8,311	8,284	9,535	26,130	100.0%	1.90
Giá vốn hàng bán	-6,334	-6,069	-7,244	-19,647	-75.2%	-0.95
Lợi nhuận gộp	1,977	2,215	2,291	6,482	24.8%	0.31
Tỷ suất lợi nhuận gộp	23.80%	26.70%	24.00%	25.00%		
Chi phí hoạt động	-1,925	-2,003	-2,161	-6,088	-23.3%	-0.44
% doanh thu	-23.2%	-24.2%	-22.7%	-23.3%		
Chi phí vận tải	-394	-410	-442	-1,247	-4.8%	
Chi phí nhân viên	-737	-767	-827	-2,331	-8.9%	
Chi phí thuê mặt bằng	-512	-533	-575	-1,619	-6.2%	
Điện nước và tiện ích khác	-154	-160	-172	-486	-1.9%	
Chi phí khấu hao	-128	-133	-144	-405	-1.5%	
LNHD cấp độ cửa hàng	52	212	130	394	1.5%	
Biên lợi nhuận hoạt động	0.6%	0.6%	0.3%	1.5%		
Chi phí cấp độ công ty	-30	-30	-30	-90	-0.3%	
Thuế TNDN	0	0	0	0		
Lợi nhuận ròng	22	182	100	304	1.2%	
# Số lượng cửa hàng tại cuối kỳ	2,002	2,184	2,290	2,290		
Lợi nhuận/cửa hàng	11	83	44	133		

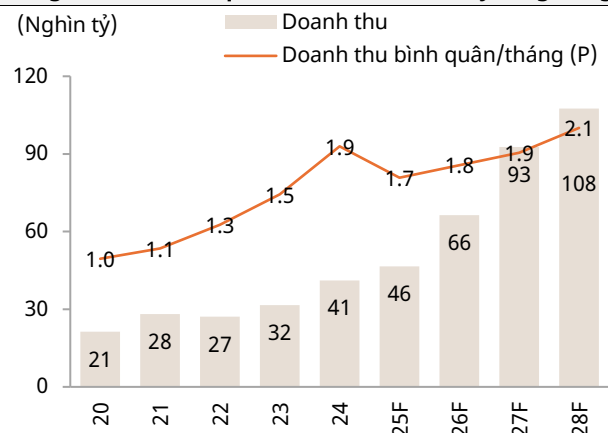
Ghi chú: BHX không công bố chi tiết cơ cấu chi phí hoạt động, vùng tô xanh là giá trị ước tính theo giả định
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Hình 26. Với kế hoạch mở rộng ra miền Bắc, chúng tôi giả định BHX sẽ mở khoảng 700 cửa hàng mới mỗi năm đến trong giai đoạn 2026-2028.

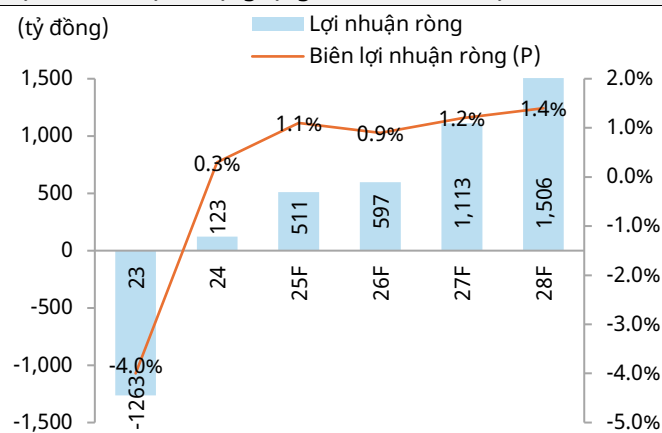


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Hình 27. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu cùng cửa hàng sẽ bù đắp phần lớn tác động chi phí từ các cửa hàng mới, nâng doanh số bình quân lên từ 1.68 lên 1.75 tỷ đồng trong 2026



Hình 28. Tuy nhiên, ngay cả với giả định chi phí mở mới tương đối thấp, BHX có thể vẫn khó duy trì mức lợi nhuận dương ổn định với tốc độ mở rộng nhanh như kế hoạch



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Hình 29. Tổng thể, chúng tôi dự phóng doanh thu hợp nhất tăng trưởng bình quân 11.1%/ năm trong giai đoạn 2028-28, dẫn dắt bởi mức tăng trưởng 23.3%/năm của BHX

VNDbn	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	23-25'	25-28'
Doanh thu	109,801	124,142	134,722	119,234	135,225	152,356	178,287	213,741	231,864	13.0	
Giảm trừ	1,255	1,183	1,317	954	884	909	1,063	1,275	1,383	-2.4	
Doanh thu thuần	108,546	122,958	133,405	118,280	134,341	151,448	177,224	212,466	230,481	13.2	11.1
TGDD	29,525	31,600	34,685	28,269	30,092	34,828	36,290	38,359	39,165	11.0	3.0
DMX	57,746	62,709	68,970	55,237	59,513	66,712	70,557	76,556	78,440	9.9	4.1
BHX	21,275	28,157	27,081	31,581	41,108	46,495	66,387	92,722	107,565	21.3	23.3
An Khang	0	485	1,500	2,200	2,300	2,400	2,856	3,558	3,914	4.4	13.0
Avakids & Erablue	0	7	1,169	993	1,328	1,013	1,134	1,270	1,398	1.0	8.4
Doanh số bình quân*	7.1	6.6	6.7	6.2	7.4	8.3	8.8	9.5	9.9	15.7	4.5
TGDD	2.7	2.7	2.7	2.2	2.5	2.9	3.0	3.2	3.2	14.5	3.0
DMX	3.4	2.6	2.5	2.1	2.4	2.8	2.9	3.2	3.2	14.5	4.1
BHX	1.0	1.1	1.3	1.5	1.9	1.68	1.78	1.88	2.1	4.3	5.5
An Khang		0.2	0.3	0.3	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	28.7	11.8
Avakids & Erablue			1.4	0.8	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	-29.8	1.8
Tăng trưởng cùng kỳ (%)		-7.2	2.1	-8.0	20.1	11.5	5.9	7.8	4.5		
TGDD		-0.3	-1.3	-17.6	12.4	16.7	4.2	5.7	2.1		
DMX		-24.1	-1.7	-16.5	16.5	12.5	5.8	8.5	2.5		
BHX		8.0	17.2	18.7	24.9	-13.0	5.9	5.6	10.6		
An Khang			10.1	39.2	69.0	-2.0	17.3	22.9	8.5		
Avakids & Erablue				-42.5	-8.4	-46.1	2.3	3.1	1.9		
Tỷ trọng đóng góp (%)											
TGDD	27.2	25.7	26.0	23.9	22.4	23.0	20.5	18.1	17.0		
DMX	53.2	51.0	51.7	46.7	44.3	44.0	39.8	36.0	34.0		
BHX	19.6	22.9	20.3	26.7	30.6	30.7	37.5	43.6	46.7		
An Khang	0.0	0.4	1.1	1.9	1.7	1.6	1.6	1.7	1.7		
Avakids & Erablue	0.0	0.0	0.9	0.8	1.0	0.7	0.6	0.6	0.6		

Ghi chú: *Doanh số bình quân mỗi cửa hàng mỗi tháng (tỷ đồng) là số hợp nhất của cả cửa hàng mới và hiện hữu, tính tại thời điểm cuối năm

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Lộ trình xóa lỗ lũy kế để hướng đến mục tiêu IPO Bách Hóa Xanh

Theo đánh giá của chúng tôi, khả năng BHX IPO trong thời gian tới cần phải theo dõi. Dù hoạt động cửa hàng đã cải thiện, khả năng sinh lời của chuỗi vẫn rất mỏng và phụ thuộc nhiều vào việc mở rộng có đạt hiệu quả hay không. Kế hoạch tiếp tục mở thêm cửa hàng cũng làm gia tăng rủi ro đến lợi nhuận.

Một điểm quan trọng khác là BHX vẫn còn khoảng 6.9 nghìn tỷ đồng lỗ lũy kế tính đến tháng Q3/2025. Để chuẩn bị cho IPO vào năm 2028, doanh nghiệp cần chứng minh được lộ trình rõ ràng để thu hẹp phần lỗ này và duy trì lợi nhuận ổn định. Theo ước tính của chúng tôi, ngay cả trong kịch bản tích cực, biên lợi nhuận ròng vẫn ở mức rất thấp và dễ bị ảnh hưởng bởi chi phí đi theo tốc độ mở rộng mới cửa hàng

Với các yếu tố hiện tại, chúng tôi cho rằng thời điểm hợp lý nhất để BHX chứng minh khả năng lợi nhuận bền vững sẽ rơi vào 2027–28F, khi mạng lưới mới dần ổn định, cấu trúc chi phí được cố định và tăng trưởng doanh thu tăng lên đủ để hấp thụ chi phí cố định.

Hình 30. Lỗ lũy kế chuỗi Bách Hóa Xanh

	Tỷ đồng
2020	1,734
2021	966
2022	2,961
2023	1,257
Tổng cộng	6,918

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Dự phóng và định giá

Cập nhập ước tính

Sau kết quả Q3/2025 tích cực, chúng tôi điều chỉnh lại dự báo, chủ yếu tăng tỷ trọng đóng góp của TGDD và ĐMX vào lợi nhuận hợp nhất. Thay đổi này không ảnh hưởng nhiều đến giả định doanh thu, nhưng giúp biên lợi nhuận hoạt động tăng thêm khoảng 0.5%p. Theo đó, doanh thu và LNST 2025 dự báo đạt lần lượt 151,448 tỷ đồng (+13% CK) và 6,306 tỷ đồng (+69% CK).

Trong FY26–27F, MWG được kỳ vọng tiếp tục duy trì hướng tăng trưởng hướng về chất lượng, tập trung vào việc duy trì lợi nhuận và kiểm soát chi phí tại hệ thống TGDĐ–ĐMX hiện hữu. Kế hoạch mở thêm 1,000 cửa hàng tại miền Bắc trong 2026 của BHX sẽ gây pha loãng doanh thu trên mỗi cửa hàng và biên lợi nhuận trong ngắn hạn, do chi phí đầu tư và vận hành phát sinh sớm hơn doanh thu.

Theo đó, chúng tôi dự phóng biên LNHD hợp nhất giảm từ 4.3% trong FY25F xuống 3.9% trong FY26F, trước khi phục hồi trong FY27F. Lợi nhuận sau thuế dự kiến tăng 13%CK trong FY26F và 30%CK trong FY27F, so với mức tăng doanh thu lần lượt 17% và 20%.

Hình 31. Cập nhập dự báo KQKD mới

(Tỷ đồng)	Dự báo mới			Dự báo cũ			Thay đổi (%)		
	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu	151,448	177,224	212,466	149,792	165,915	181,800	1.1	6.8	16.9
Lợi nhuận ròng	6,306	7,114	9,278	4,942	5,938	7,079	27.6	19.8	31.1

Nguồn: Mirae Asset Research

Hình 32. Dự báo kết quả kinh doanh

VNDbn	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu	31,486	34,134	34,147	34,574	36,135	37,620	39,853	37,840	134,341	151,448	177,224	212,466
Thế giới di động	6,814	6,671	8,134	8,473	8,311	8,284	9,535	8,698	30,092	34,828	36,290	38,359
Điện máy xanh	14,559	16,184	14,302	14,468	15,972	16,923	17,547	16,270	59,513	66,712	70,557	76,556
Bách hóa xanh	9,163	10,327	10,840	10,779	11,021	11,622	11,780	12,072	41,108	46,495	66,387	92,722
Khác	951	952	871	854	831	792	990	800	3,628	3,413	3,990	4,829
Giá vốn hàng bán	-24,774	-26,826	-27,255	-27,987	-28,935	-30,051	-32,374	-30,714	-106,842	-122,074	-143,052	-170,443
Lợi nhuận gộp	6,713	7,308	6,892	6,587	7,200	7,569	7,478	7,126	27,499	29,373	34,172	42,023
Biên LN gộp (%)	21.3	21.4	20.2	19.1	19.9	20.1	18.8	18.8	20.5	19.4	19.3	19.8
Chi phí BH&QLDN	-5,690	-5,870	-5,817	-6,039	-5,618	-5,905	-5,690	-5,621	-23,416	-22,834	-27,214	-32,637
Lợi nhuận hoạt động	1,023	1,438	1,075	548	1,583	1,664	1,788	1,505	4,084	6,539	6,958	9,385
Biên LNHD (%)	3.2	4.2	3.1	1.6	4.4	4.4	4.5	4.0	3.0	4.3	3.9	4.4
Chi phí lãi vay	-267	-243	-304	-323	-323	-375	-388	-348	-1,137	-1,434	-1,366	-1,580
Lợi nhuận tài chính	585	580	575	636	693	769	809	829	2,377	3,100	3,312	3,804
Chi phí tài chính khác	-108	-51	-27	134	-16	-27	-23	-20	-51	-86	0	0
Lợi nhuận liên kết	-20	-27	0	2	3	11	4	0	-45	18	0	0
Lợi nhuận/chi phí khác	-6	-182	-252	39	-6	-13	-18	0	-401	-37	0	0
Lợi nhuận trước thuế	1,209	1,516	1,068	1,035	1,935	2,028	2,172	1,966	4,826	8,101	8,905	11,610
Thuế TNDN	-303	-344	-262	-183	-387	-371	-389	-636	-1,092	-1,782	-1,959	-2,554
Lợi nhuận sau thuế	906	1,172	806	852	1,548	1,658	1,784	1,330	3,733	6,319	6,946	9,056
Lợi nhuận CĐ cty mẹ	906	1,172	800	847	1,546	1,648	1,771	1,341	3,722	6,306	6,936	9,046
Lợi nhuận CĐ thiểu số	1	0	6	5	2	9	13	-11	11	13	10	10

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Research

Nâng khuyến nghị lên Mua vào

Chúng tôi giữ nguyên phương pháp định giá dựa trên FCFE và chuyển cơ sở sang FY26F, phản ánh kỳ vọng doanh thu cao hơn theo kế hoạch mở rộng BHX và giả định biên lợi nhuận hợp nhập duy trì sau tái cấu trúc. Giá mục tiêu mới là 97,500 đồng mỗi cổ phiếu, tương ứng mức P/E FY26F khoảng 21 lần, gần mức cộng một độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm.

Hình 33. Định giá theo phương pháp FCFE

VNDbn	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	Giá trị dài hạn
Lợi nhuận ròng	4,100	168	3,722	6,306	7,114	9,278	5,640	14,256	14,781	
Khấu hao	3,546	3,357	2,919	1,953	2,061	2,537	3,128	3,220	3,220	
Vốn đầu tư xây dựng cơ bản	-4,465	-523	-304	-539	-2,379	-2,956	-461	-483	-516	
Dòng tiền trả nợ	-8,055	8,523	2,537	4,323	5,089	5,614	7,083	8,321	8,893	
Thay đổi vốn lưu động	199	895	-2,835	-2,743	-3,636	-5,037	-3,459	-2,669	-2,407	
Dòng tiền tự do	-4,676	12,419	6,039	9,301	8,249	9,435	11,931	22,646	23,971	260,775
Tỷ lệ chiết khấu					1.28	1.44	1.62	1.82	2.04	2.30
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do					6,458	6,568	7,384	12,462	11,729	113,452

Chỉ tiêu	Giá trị	Giả định	
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (FY26-30F)	45,225	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	120,436	WACC	12.1%
Giá trị doanh nghiệp	165,661	Lãi suất phi rủi ro	4.5%
Nợ vay ròng (Q3/2025)	-18,464	Beta	1.3
Giá trị vốn chủ sở hữu	147,197	Chi phí vốn chủ sở hữu	15.9%
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	1,480	Chi phí nợ	4.0%
Giá trị thị trường (VND/cp)	99,478	Thuế TNDN	20.0%
Giá trị thị trường (VND/cp)	79,300	Tỷ trọng vốn chủ sở hữu	70%
Lợi nhuận kỳ vọng	25.5%	Tỷ trọng nợ	30%

Nguồn: Mirae Asset Research

Rủi ro

Một rủi ro lớn của BHX là mô hình mở rộng liên tục. Trong quá khứ, mỗi khi chuỗi sắp chạm mốc hòa vốn, BHX lại bắt đầu một pha mở rộng mới. Điều này làm lợi nhuận bị pha loãng và khiến chuỗi chưa thể ghi nhận lãi ổn định ở kỳ tiếp theo. Mô hình này tạo ra câu hỏi hợp lý từ phía nhà đầu tư về việc liệu BHX có thể duy trì lợi nhuận một cách ổn định hay không.

Bên cạnh đó, giá mục tiêu của chúng tôi đang cao hơn lịch sử giao dịch bình quân, phản ánh kỳ vọng lớn vào tăng trưởng lợi nhuận của MWG. Với mức kỳ vọng cao như vậy, bất kỳ sự chậm lại nào do quá trình mở rộng hoặc hiệu quả vận hành của BHX đều có thể ảnh hưởng tiêu cực tới tâm lý nhà đầu tư.

CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG VN)

Báo cáo tài chính (tóm tắt)

(VNDbn)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	134,341	151,448	177,224	212,466
Giá vốn hàng bán	-106,842	-122,074	-143,052	-170,443
Lợi nhuận gộp	27,499	29,373	34,172	42,023
Chi phí bán hàng & quản lý	-23,416	-22,834	-27,214	-32,637
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	4,084	6,539	6,958	9,385
Lợi nhuận hoạt động	4,032	6,539	6,958	9,385
Lợi nhuận ngoài HĐKD	-51	0	0	0
Thu nhập tài chính thuần	1,239	1,580	1,946	2,225
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	-45	18	0	0
Lãi/lỗ khác	-401	-37	0	0
Lợi nhuận trước thuế	4,870	8,101	8,905	11,610
Thuế TNDN	-1,092	-1,782	-1,781	-2,322
Lợi nhuận sau thuế	3,733	6,319	7,124	9,288
LNST cổ đông công ty mẹ	3,722	6,306	7,114	9,278
Lợi ích cổ đông thiểu số	11	13	10	10
EBITDA	6,951	8,493	9,019	11,922
Dòng tiền tự do	6,287	7,752	6,806	8,869
Biên lợi nhuận gộp (%)	20.5	19.4	19.3	19.8
Biên EBITDA (%)	5.2	5.6	5.1	5.6
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	3.0	4.3	3.9	4.4
Biên lợi nhuận ròng (%)	2.8	4.2	4.0	4.4

Báo cáo chuyển lưu tiền tệ (tóm tắt)

(VNDbn)	2024	2025F	2026F	2027F
Lưu chuyển tiền từ HĐ kinh doanh	8,517	5,502	5,481	6,695
Lợi nhuận sau thuế	3,722	6,306	7,114	9,278
Các khoản điều chỉnh trước VDL	2,869	1,984	2,071	2,547
Khấu hao và khấu trừ	2,919	1,953	2,061	2,537
Khác	-50	31	10	10
Thay đổi vốn lưu động	-588	-2,693	-3,560	-4,933
Thay đổi khoản phải thu	-3,667	-1,547	-2,008	-2,695
Thay đổi hàng tồn kho	-420	-2,505	-3,430	-4,695
Thay đổi khoản phải trả	1,253	1,309	1,802	2,353
Các thay đổi Khác	2,247	50	76	104
Các khoản mục khác	2,514	-95	-144	-196
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	-11,743	-4,315	-7,002	-8,406
Thay đổi chi phí xây dựng cơ bản	-278	-539	-2,379	-2,956
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-10,387	-3,776	-4,624	-5,450
Thay đổi tài sản đầu tư dài hạn	505	0	0	0
Các khoản mục khác	-1,582	0	0	0
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	2,757	3,027	3,610	4,134
Nợ vay	2,186	4,310	5,079	5,604
Vốn và các quỹ	-391	-1,296	-1,480	-1,480
Cổ tức tiền mặt	-731	-1,478	-1,480	-1,480
Các khoản mục khác	962	13	10	10
Lưu chuyển tiền thuần	-468	4,214	2,088	2,423
Số dư đầu kì	4,429	4,897	9,112	11,200
Số dư cuối kì	4,897	9,112	11,200	13,623

Ghi chú: Nợ vay ròng không bao gồm đầu tư tài chính ngắn hạn
Source: Company data, Mirae Asset Securities Research estimates

Bản cân đối kế toán (tóm tắt)

(VNDbn)	2024	2025F	2026F	2027F
Tài sản ngắn hạn	65,836	78,841	92,025	108,706
Tiền và các khoản tương đương tiền	4,897	9,112	11,200	13,623
Phải thu và các khoản phải thu khác	8,826	10,373	12,381	15,076
Hàng tồn kho	22,245	24,749	28,179	32,875
Tài sản ngắn hạn khác	29,869	34,607	40,265	47,132
Tài sản dài hạn	4,601	3,346	3,807	4,423
Tài sản cố định hữu hình	3,611	2,202	2,525	2,950
Đầu tư vào liên doanh	242	242	242	242
Tài sản vô hình	63	58	53	47
Tài sản dài hạn khác	685	843	987	1,183
Tổng tài sản	70,438	82,187	95,832	113,128
Nợ ngắn hạn	42,316	48,679	56,680	66,168
Phải trả người bán	9,180	10,488	12,291	14,644
Nợ vay ngắn hạn	27,300	31,611	36,690	42,293
Nợ ngắn hạn khác	5,836	6,580	7,699	9,230
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ vay dài hạn	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả	42,316	48,679	56,680	66,168
Vốn chủ sở hữu cổ đông cty mẹ	27,758	33,131	38,765	46,564
Vốn điều lệ	14,615	14,797	14,797	14,797
Lợi nhuận giữ lại	12,582	17,410	23,044	30,842
Thặng dư vốn và các khoản khác	197	548	538	528
Lợi ích cổ đông thiểu số	364	377	387	397
Vốn chủ sở hữu	28,122	33,508	39,152	46,960

Định giá và các chỉ tiêu tài chính trọng yếu

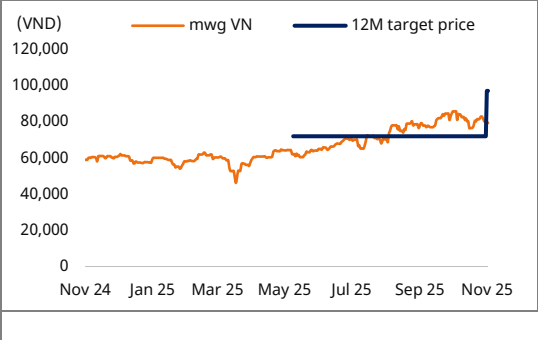
	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	31.4	18.8	16.6	12.8
P/CF (x)	18.6	15.3	17.4	13.3
P/B (x)	4.2	3.6	3.1	2.5
EV/EBITDA* (x)	20.1	16.6	16.0	12.4
EPS (W)	2,547	4,262	4,808	6,270
CFPS (W)	4,302	5,239	4,600	5,994
BPS (W)	18,993	22,391	26,198	31,468
DPS (W)	500	999	1,000	1,000
Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt (%)	19.6	23.4	20.8	15.9
Cổ tức tiền mặt trên thị giá (%)	0.6	1.2	1.3	1.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	13.6	12.7	17.0	19.9
Tăng trưởng EBITDA (%)	88.7	22.2	6.2	32.2
Tăng trưởng lợi nhuận HĐ (%)	1130.1	62.2	6.4	34.9
Tăng trưởng EPS (%)	2121.4	67.4	12.8	30.4
Vòng quay phải thu (x)	15.2	14.6	14.3	14.1
Vòng quay tồn kho (x)	6.0	6.1	6.3	6.5
Vòng quay phải trả (x)	14.6	14.4	14.4	14.5
ROE (%)	13.2	19.0	18.4	19.9
ROA (%)	13.2	19.0	18.4	19.9
ROIC (%)	6.7	9.7	9.4	10.4
Nợ vay trên vốn chủ (x)	1.0	0.9	0.9	0.9
Nợ vay ròng trên vốn chủ* (x)	0.8	0.7	0.7	0.6
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (x)	1.6	1.6	1.6	1.6
Tỷ lệ bao phủ nợ (x)	3.5	4.3	5.1	5.9

PHỤ LỤC

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	14/5/2025	Tăng tỷ trọng	72,000
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	24/11/2025	Mua	95,500



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Nằm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

Thang đánh giá ngành

Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

- * Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
- * Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
- * Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích 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. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành. Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul) One-Asia Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brazil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC 7F, Le Meridien Building 3C Ton Duc Thang St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098 India Tel: 91-22-62661336