

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ99,500 (từ VNĐ94,800)

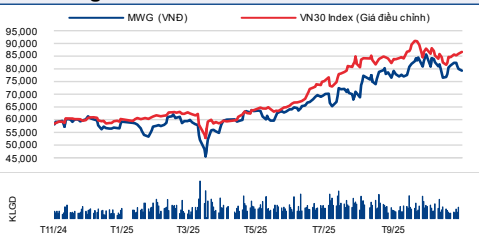
Tiềm năng tăng/giảm: 25.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (24/11/2025) 79,300

Mã Bloomberg	MWG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	45,593-85,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	80,100
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	117,242
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,444
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,478
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	724
Slg CP NN được mua (tr.đv)	39.3
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	46.3%
Tỷ lệ freefloat	60.7%
Cổ đông lớn	Đầu tư Thế Giới Ba (10.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(7.47)	12.8	36.3
So với chỉ số	(6.10)	6.78	(8.50)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	4,463	4,188	6.6
2026F	5,309	4,969	6.8
2027F	6,539	5,909	10.7

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

Huỳnh Phương Bảo Khánh

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

Tăng 5% giá mục tiêu nhờ lợi nhuận cải thiện

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 5% giá mục tiêu lên 99.500đ sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận nhờ KQKD khả quan của MWG gần đây và đưa ra các giả định định giá mới.
- Chúng tôi nâng bình quân 2% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, chủ yếu tại chuỗi TGDD & ĐMX; dự báo mới cho năm 2025 cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 77% (điều chỉnh tăng 7 điểm phần trăm) và hàm ý lợi nhuận Q4/2025 đạt 1,6 nghìn tỷ đồng, tăng 90% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận thuần năm 2026 dự báo tăng trưởng 21%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 13% trong 3 tháng qua, MWG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 15,3 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 11/2022 ở mức 17,2 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E năm 2026 ở mức 15,2 lần, thấp hơn 15% so với trung vị của các công ty cùng ngành ở mức 17,8 lần.

Sự kiện: Chuỗi TGDD & ĐMX ghi nhận doanh thu cao nhất kể từ tháng 2/2022

Doanh thu thuần tháng 10 của MWG đạt 14.853 tỷ đồng, tăng 28% so với cùng kỳ và vượt 11% so với dự báo của HSC. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần của chuỗi hàng điện máy TGDD & ĐMX tăng 34% đạt 10,5 nghìn tỷ đồng, mức cao nhất theo tháng kể từ tháng 2/2022, nhờ tăng trưởng vượt trội ở nhóm sản phẩm iPhone. Doanh thu thuần của chuỗi bách hóa BHX đạt khoảng 4 nghìn tỷ đồng, tăng 14% so với cùng kỳ, với 80 cửa hàng mới mở trong tháng; doanh thu bình quân/cửa hàng giảm 2% so với tháng trước xuống 1,62 tỷ đồng – điều này không bất ngờ khi chuỗi vẫn tập trung vào cải thiện khả năng sinh lời.

Lưu ý, lợi nhuận thuần Q3/2025 cũng vượt dự báo, đạt 1.770 tỷ đồng, tăng 121% so với cùng kỳ và vượt 9% so với dự báo của HSC ở mức 1.627 tỷ đồng.

Tác động: Tăng bình quân 2% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027

Do tăng dự báo tại chuỗi TGDD & ĐMX, HSC tăng bình quân 2% dự báo lợi nhuận thuần cho ba năm tới. Cho năm 2025, chúng tôi tăng 3% dự báo lên 6.571 tỷ đồng (tăng trưởng 77%); điều này hàm ý doanh thu thuần Q4/2025 đạt 41.373 tỷ đồng, tăng 13% so với cùng kỳ, và lợi nhuận thuần đạt 1.606 tỷ đồng, tăng 90% so với cùng kỳ. Cho các năm 2026-2027, chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần đạt lần lượt 7.958 tỷ đồng (tăng trưởng 21%) và 9.949 tỷ đồng (tăng trưởng 25%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 13% trong 3 tháng qua, MWG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 15,3 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 11/2022 ở mức 17,2 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E năm 2026 ở mức 15,2 lần, thấp hơn 15% so với trung vị của các công ty cùng ngành ở mức 17,8 lần. Chúng tôi tăng 5% giá mục tiêu lên 99.500đ, chủ yếu nhờ tăng 7% định giá chuỗi TGDD & ĐMX.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MWG với tiềm năng tăng giá 26% tại giá mục tiêu mới. Chuỗi TGDD & ĐMX nhiều khả năng ghi nhận lợi nhuận tăng mạnh nhờ cơ cấu sản phẩm hiệu quả, lợi thế bán hàng trả góp và các dịch vụ trọn vòng đời sản phẩm. Trong khi đó, chuỗi BHX dường như đã xây dựng được mô hình có khả năng mở rộng và duy trì bền vững sau quá trình tái cơ cấu kéo dài; HSC kỳ vọng chuỗi sẽ tiếp tục mở rộng nhanh và cải thiện khả năng sinh lời hơn nữa trong thời gian tới.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,788	6,997	9,012	10,544	11,721
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	168	3,722	6,571	7,958	9,949
EPS ĐC (đồng)	115	2,546	4,463	5,309	6,539
DPS (đồng)	0	500	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	15,964	18,993	22,330	26,450	31,738
EV/EBITDA ĐC (lần)	35.8	19.7	15.4	13.0	11.6
P/E ĐC (lần)	692	31.1	17.8	14.9	12.1
Lợi suất cổ tức (%)	0	0.63	1.26	1.26	1.26
P/B (lần)	4.97	4.18	3.55	3.00	2.50
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(95.9)	2,121	75.3	18.9	23.2
ROAE (%)	0.71	14.6	21.6	21.9	22.6

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

Nâng dự báo và tăng giá mục tiêu nhờ mảng điện máy cải thiện

Nhờ KQKD vượt trội của chuỗi TGDD & ĐMX, doanh thu tháng 10 tăng mạnh 28% so với cùng kỳ đạt 14.853 tỷ đồng, vượt 11% dự báo của HSC. Trong khi đó, lợi nhuận thuần Q3/2025 cũng vượt dự báo, đạt 1.770 tỷ đồng, tăng 121% so với cùng kỳ và vượt 9% so với dự báo ở mức 1.627 tỷ đồng. Do tăng dự báo tại chuỗi TGDD & ĐMX, HSC tăng bình quân 2% dự báo lợi nhuận thuần của MWG cho ba năm tới. Chúng tôi cũng nâng 5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 99.500đ nhờ giảm giả định WACC và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2026; chúng tôi cũng duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 26%.

Tháng 10/2025: Chuỗi TGDD & ĐMX ghi nhận doanh thu theo tháng cao nhất kể từ tháng 2/2022

Doanh thu thuần tháng 10/2025 của MWG đạt 14.853 tỷ đồng, tăng 28% so với cùng kỳ và 9% so với tháng trước, vượt 11% so với dự báo của HSC (13.398 tỷ đồng). Tăng trưởng so với cùng kỳ tiếp tục đến từ cả hai mảng cốt lõi là chuỗi TGDD & ĐMX và chuỗi BHX – trong khi mức tăng so với tháng trước chủ yếu nhờ đà tăng trưởng mạnh của chuỗi TGDD & ĐMX. Dưới đây là các ước tính của chúng tôi cho từng mảng kinh doanh:

- **Chuỗi TGDD & ĐMX:** Doanh thu thuần ước tính đạt 10.451 tỷ đồng, tăng 34% so với cùng kỳ và 12% so với tháng trước, ghi nhận mức cao nhất theo tháng kể từ tháng 2/2022. KQKD tích cực được dẫn dắt bởi tăng trưởng vượt trội của nhóm sản phẩm iPhone.
- **Chuỗi BHX:** Doanh thu thuần đạt khoảng 3.974 tỷ đồng, tăng 14% so với cùng kỳ và đi ngang so với tháng trước, với 80 cửa hàng mới mở trong tháng. Doanh thu bình quân/cửa hàng giảm 2% so với tháng trước xuống 1,62 tỷ đồng. BLĐ cho biết chuỗi BHX vẫn đang tập trung vào cải thiện khả năng sinh lời.
- **Chuỗi nhà thuốc An Khang:** HSC ước tính doanh thu thuần của chuỗi tăng 34% so với cùng kỳ và 11% so với tháng trước đạt 202 tỷ đồng, nhờ doanh thu bình quân/cửa hàng cải thiện (tăng 24% so với cùng kỳ và 6% so với tháng trước) và việc mở mới 9 cửa hàng trong tháng 10 và 21 cửa hàng trong tháng 9 sau hơn một năm tái cơ cấu.

Doanh thu tháng 11 vẫn tăng trưởng tốt và đà tăng này nhiều khả năng tiếp tục trong tháng 12. Nhìn chung, trong Q4/2025, doanh thu tiếp tục tăng trưởng mặc dù có bão lũ, do doanh thu Q4/2024 cũng từng chịu ảnh hưởng từ bão Yagi.

Bảng 1: Doanh thu tháng 10/2025 theo chuỗi cửa hàng, MWG

Doanh thu thuần tháng 10 của MWG tăng 28% so với cùng kỳ và tăng 9% so với tháng trước, đạt 14.853 tỷ đồng và vượt 11% dự báo của HSC

Tỷ đồng	T10/25	So với cùng kỳ	So với tháng trước	T10/25 HSCF	%T10/25 HSCF	10T24	10T25	So với cùng kỳ	2025 HSCF	% 2025 HSCF
Doanh thu thuần	14,853	28%	9%	13,398	111%	111,353	128,289	15%	150,791	85%
TGDD/ĐMX	10,541	34%	12%	9,042	117%	74,607	87,031	17%	98,810	88%
BHX	3,974	14%	1%	4,059	98%	33,807	38,392	14%	48,570	79%
An Khang & AVA	337	37%	8%	298	113%	2,621	2,553	-3%	3,411	75%

Nguồn: MWG, HSC ước tính

Bảng 2: KQKD Q3/2025 hợp nhất, MWG

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	Q3/25 HSCF	Thực tế / Dự báo	9T24	9T25	So với cùng kỳ	2025 HSCF (cũ)	% 2025 HSCF (cũ)
Doanh thu thuần	34,147	39,853	17%	39,309	101%	99,767	113,607	14%	150,791	75%
Lợi nhuận gộp	6,892	7,478	9%			20,912	22,247	6%	30,331	73%
Chi phí BH&QL	(5,817)	(5,690)	-2%			(17,276)	(17,213)	0%	(23,607)	73%
Lợi nhuận tài chính	245	398	63%			741	1,119	51%	1,422	79%
Thu nhập/(lỗ) thuần khác	(252)	(19)	-93%			(440)	(37)	-91%	(131)	29%
Lợi nhuận thuần	800	1,771	121%	1,627	109%	2,875	4,965	73%	6,354	78%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	20.2%	18.8%				21.0%	19.6%		20.1%	
Chi phí BH&QL / doanh thu	-17.0%	-14.3%				-17.3%	-15.2%		-15.7%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.3%	4.4%		4.1%		2.9%	4.4%		4.2%	

Nguồn: MWG, HSC ước tính

KQKD Q3/2025 cũng vượt dự báo của chúng tôi, với doanh thu thuần đạt 39.853 tỷ đồng, tăng 17% so với cùng kỳ, cao hơn 1% so với dự báo của HSC (39.309 tỷ đồng); lợi nhuận thuần đạt 1.770 tỷ đồng, tăng 121% so với cùng kỳ và vượt 9% so với dự báo (1.627 tỷ đồng). Trong đó, lợi nhuận thuần của chuỗi TGDĐ & ĐMX và chuỗi BHX đều vượt 9% so với dự báo của chúng tôi. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu thuần đạt 113.607 tỷ đồng, tăng 14% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận thuần tăng mạnh lên 4.965 tỷ đồng, tăng 73% so với cùng kỳ, đạt lần lượt 75% và 78% dự báo cho cả năm 2025 của HSC.

Dự báo mới cho giai đoạn 2025-2027: Tăng bình quân 2% dự báo lợi nhuận thuần

Do tăng dự báo lợi nhuận tại chuỗi TGDĐ & ĐMX, HSC tăng bình quân 2% dự báo lợi nhuận thuần của MWG cho ba năm tới. Chúng tôi tăng 3% dự báo năm 2025 lên 6.571 tỷ đồng (tăng trưởng 77%). Dự báo này hàm ý doanh thu thuần Q4/2025 đạt 41.373 tỷ đồng, tăng 13% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 1.606 tỷ đồng, tăng 90% so với cùng kỳ.

Cho các năm 2026-2027, chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần đạt lần lượt 7.958 tỷ đồng (tăng trưởng 21%) và 9.949 tỷ đồng (tăng trưởng 25%).

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 39%.

Bảng 3: Dự báo cũ và mới, MWG

Chúng tôi tăng bình quân 2% dự báo lợi nhuận thuần

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	134,341	150,785	177,929	205,451	154,980	179,610	207,305	3%	1%	1%
Tăng trưởng	13%	12%	18%	15%	15%	16%	15%			
Lợi nhuận thuần	3,722	6,353	7,882	9,811	6,571	7,958	9,949	3%	1%	1%
Tăng trưởng	1862%	71%	24%	24%	77%	21%	25%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.8%	4.2%	4.4%	4.8%	4.2%	4.4%	4.8%	3	0	2

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: Dự báo cũ và mới, TGDĐ/ĐMX (bao gồm chuỗi Top Zone & AVA)

HSC tăng bình quân 4% dự báo lợi nhuận thuần; lợi nhuận thuần được kỳ vọng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 25% trong giai đoạn 2025-27

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	90,780	100,097	112,831	122,210	106,237	117,351	127,853	6%	4%	5%
Tăng trưởng	6%	10%	13%	8%	17%	10%	9%			
Lợi nhuận thuần	4,104	5,744	6,761	7,760	5,996	6,893	7,887	4%	2%	2%
Tăng trưởng	138%	40%	18%	15%	46%	15%	14%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.5%	5.7%	6.0%	6.3%	5.6%	5.9%	6.2%	(9)	(12)	(18)

Nguồn: HSC ước tính

Chuỗi TGDD & ĐMX: Tăng bình quân 5% dự báo doanh thu thuần và 3% lợi nhuận thuần

HSC tăng bình quân 5% & 3% dự báo doanh thu thuần & lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 cho chuỗi TGDD & ĐMX, và dự báo doanh thu thuần & lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt lần lượt 12% và 24%. Các thay đổi chính trong các giả định bao gồm:

- **Tăng giả định thị phần:** HSC ước tính MWG đã mở rộng đáng kể thị phần iPhone lên 49,9% trong 10 tháng đầu năm 2025, từ mức 37,6% trong năm 2024. Theo đó, chúng tôi hiện kỳ vọng thị phần điện thoại di động của Công ty sẽ đạt 60% trong năm 2025 (so với dự báo trước đây là 57%), tăng lên mức 60,5% trong năm 2026 và 61% trong năm 2027. Trong khi đó, đối với nhóm hàng điện máy và thiết bị gia dụng, chúng tôi dự báo thị phần của MWG sẽ tăng lần lượt lên 54% trong năm 2025 (so với mức 50,5% trước đây), 54,5% trong năm 2026 và 55% trong năm 2027.
- **Tăng dự báo lợi nhuận tài chính** thêm bình quân 16% dựa trên kết quả khả quan của hoạt động quản lý ngân quỹ trong Q3/2025. Theo đó, lợi nhuận tài chính sẽ đóng góp bình quân 14% vào lợi nhuận thuần của chuỗi TGDD & ĐMX.

Chuỗi BHX: Dự báo lợi nhuận thuần gần như không đổi

HSC giảm bình quân 5% dự báo doanh thu thuần giai đoạn 2025-2027 cho chuỗi BHX, trong khi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần. Theo dự báo này, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt lần lượt 22% và 170%. Cho năm 2025 và 2026, chúng tôi kỳ vọng chuỗi BHX sẽ đạt lợi nhuận thuần lần lượt 682 tỷ đồng và 1.047 tỷ đồng, đóng góp tương ứng 10% và 13% vào lợi nhuận thuần của MWG. Các thay đổi trong các giả định chính của chúng tôi bao gồm:

Bảng 5: Dự báo cũ và mới, BHX

Chúng tôi tăng bình quân 42% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	41,088	48,570	62,767	80,677	46,561	59,302	75,519	-4%	-6%	-6%
Tăng trưởng	32%	18%	29%	29%	13%	27%	27%			
Lợi nhuận thuần	97	671	1,047	1,907	686	1,047	1,910	2%	0%	0%
Tăng trưởng	-108%	590%	56%	82%	607%	53%	82%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.2%	1.4%	1.7%	2.4%	1.5%	1.8%	2.5%	9	10	17

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: Giả định, BHX

Chúng tôi dự báo BHX sẽ khai trương 700 cửa hàng mới tính chung cả năm 2025 (tăng so với giả định trước đó là 620)

	Thực tế 2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Số lượng cửa hàng mở mới	72	620	800	1,000	700	800	1,000	13%	0%	0%
Số lượng cửa hàng cuối năm	1,770	2,390	3,190	4,190	2,470	3,270	4,270	3%	3%	2%
Tăng trưởng doanh thu / cửa hàng cũ	30.0%	1.0%	6.0%	6.0%	-5.6%	2.0%	3.0%	(660)	(400)	(300)
Doanh thu mỗi cửa hàng (tỷ đồng/tháng)	1.93	1.84	1.79	1.75	1.73	1.64	1.60	-6%	-8%	-9%
Tăng trưởng	32%	-5%	-8%	-10%	-10%	-11%	-11%			
Tỷ suất lợi nhuận gộp	25.0%	24.9%	25.0%	25.0%	24.1%	24.2%	24.2%	(80)	(80)	(77)
Chi phí HĐ / doanh thu	25.1%	23.6%	23.3%	22.3%	22.7%	22.4%	21.4%	(89)	(89)	(95)
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.2%	1.4%	1.7%	2.4%	1.5%	1.8%	2.5%	9	10	17

Nguồn: HSC ước tính

- HSC tăng 13% giả định số lượng cửa hàng mở mới cho năm 2025 dựa trên số lượng thực tế đã mở và kỳ vọng tổng số cửa hàng đạt 2.470 của hàng tại thời điểm cuối năm. Chúng tôi giữ nguyên dự báo mở mới 800 cửa hàng trong năm 2026 và 1.000 cửa hàng trong năm 2027.

- Chúng tôi giảm bình quân 8% dự báo doanh thu bình quân/cửa hàng dựa trên KQKD gần đây và việc chuyển dịch chiến lược hướng đến ưu tiên khả năng sinh lời.

Tăng giá mục tiêu lên 99.500đ; duy trì khuyến nghị Mua vào

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 5% giá mục tiêu lên 99.500đ chủ yếu nhờ tăng 7% định giá chuỗi TGDD & ĐMX, đồng thời nâng 25% định giá chuỗi nhà thuốc An Khang để phản ánh việc tăng dự báo doanh thu năm 2026. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 26%. Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp định giá từng phần (SoTP) cho MWG, với các tính toán và giả định cơ bản được trình bày trong Bảng 7-15.

Bảng 7: Định giá SOTP, MWG

HSC nâng 9% giá mục tiêu lên 99.500đ

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị của vốn CSH	Tỷ lệ sở hữu của MWG	Đóng góp vào MWG
TGDD & ĐMX	DCF	104,441	100%	104,441
BHX	P/S	42,076	95%	39,968
An Khang	P/S	2,762	100%	2,762
Tổng				147,171
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				1,478
Giá mục tiêu của MWG				99,544

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Thay đổi giá trị vốn CSH (trên cơ sở tỷ lệ sở hữu của MWG là 100%)

Tỷ đồng	Cũ (T9/2025)	Mới	Điều chỉnh
TGDD & ĐMX	98,058	104,441	7%
BHX	41,941	42,076	0%
An Khang	2,209	2,762	25%
Giá mục tiêu	94,800	99,500	5%

Nguồn: HSC ước tính

Bên cạnh việc cập nhật các dự báo lợi nhuận mới, chúng tôi cũng (1) lùi thời điểm định giá DCF của các mảng kinh doanh chính thêm 6 tháng đến cuối năm 2026 và (2) sử dụng beta thấp hơn ở mức 1,1 (so với 1,3 trước đây) theo Bloomberg, qua đó làm giả định WACC giảm xuống mức 11,5% (so với 12,4% trước đó).

Bảng 9: Giả định WACC, TGDD/ĐMX & BHX

Chúng tôi giảm WACC xuống 11,5% sau khi hạ giả định hệ số beta

	Cũ	Mới
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	8.75%
Beta	1.3	1.1
Chi phí vốn CSH	15.1%	14.0%
Chi phí nợ	4.0%	4.0%
Chi phí nợ sau thuế	3.2%	3.2%
Tỷ trọng vốn CSH	77.0%	77.0%
Tỷ trọng nợ	23.0%	23.0%
WACC	12.4%	11.5%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, TGDĐ/ĐMX

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu	106,237	117,351	127,853	137,388	147,087	156,733
EBIT	6,141	7,073	8,058	9,262	10,386	11,498
Trừ: Thuế	(1,549)	(1,810)	(2,071)	(2,399)	(2,720)	(3,038)
NOPLAT	4,593	5,262	5,987	6,863	7,666	8,460
Khấu hao	791	633	506	405	324	259
Thay đổi vốn lưu động	1,129	(373)	(196)	(29)	40	121
Chi phí đầu tư tài sản cố định	(73)	(73)	(73)	(73)	(73)	(73)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	6,440	5,449	6,224	7,166	7,956	8,767

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Giá trị dài hạn, TGDĐ/ĐMX

Tỷ đồng	Giá trị
Dòng tiền dài hạn	8,767
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%
WACC-tốc độ tăng trưởng dài hạn	8.5%
Giá trị dài hạn	106,273

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Giá trị của vốn CSH, TGDĐ/ĐMX

Tỷ đồng	Giá trị (cuối 2026)
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	28,208
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	68,766
Tổng giá trị của doanh nghiệp	96,974
Nợ/(tiền) thuần	7,467
Giá trị của vốn CSH	104,441

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 13: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, BHX

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu	46,561	59,302	75,519	94,759	114,864	136,988
EBIT	649	1,082	2,142	3,104	4,004	5,491
Trừ: Thuế	(172)	(262)	(478)	(674)	(860)	(1,164)
NOPLAT	477	820	1,665	2,429	3,145	4,327
Khấu hao	1,490	1,733	965	1,082	1,363	1,458
Thay đổi vốn lưu động	380	12	16	13	13	12
Chi phí đầu tư tài sản cố định	(1,057)	(1,217)	(1,525)	(1,496)	(1,516)	(1,536)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	1,289	1,348	1,121	2,027	3,004	4,261

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 14: Giá trị dài hạn, BHX

Tỷ đồng	Giá trị
Dòng tiền dài hạn	4,261
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%
WACC-tốc độ tăng trưởng dài hạn	8.5%
Giá trị dài hạn	51,659

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: Giá trị của vốn CSH, BHX

Tỷ đồng	Giá trị (cuối 2026)
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	8,909
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	33,427
Tổng giá trị của doanh nghiệp	42,336
Nợ/(tiền) thuần	(260)
Giá trị của vốn CSH	42,076

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: Các công ty bán lẻ dược phẩm trong khu vực

P/S dự phóng năm 2026 bình quân là 0,9 lần

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2025	P/E 2026	EV/EBIT DA 2025	EV/EBIT DA 2026	P/S 2025	P/S 2026
Yifeng Pharmacy Chain Co L-A	603939 CH	3,912	16.3	14.2	8.4	7.6	1.1	1.0
MatsukiyoCocokara & Co	3088 JT	7,722	20.2	19.0	10.1	9.6	1.1	1.1
Alibaba Health Info Tech Ltd	241 HK	11,098	35.6	29.9	36.8	29.5	2.5	2.2
Dashenlin Pharmaceuticals G-A	603233 CH	2,812	16.7	14.1	8.1	7.2	0.7	0.7
Yixintang Pharmaceuticals -A	002727 CH	1,056	15.6	12.2	6.0	5.7	0.4	0.4
Laobaixing Pharmacy Chain	603883 CH	1,691	17.3	14.71	8.0	7.3	0.5	0.5
Great Tree Pharmacy Co. TLD.	6469 TT	478	21.1	18.8	11.8	9.7	0.8	0.7
Bình quân		4,110	20.4	18.0	12.7	10.9	1.0	0.9

Nguồn: Bloomberg

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% trong 3 tháng qua, MWG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 15,3 lần, thấp độ lệch 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 11/2022 ở mức 17,2 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E năm 2026 ở mức 15,2 lần, thấp hơn 15% so với trung vị của các công ty cùng ngành ở mức 17,8 lần.

Biểu đồ 17: P/E trượt dự phóng 1 năm, MWG

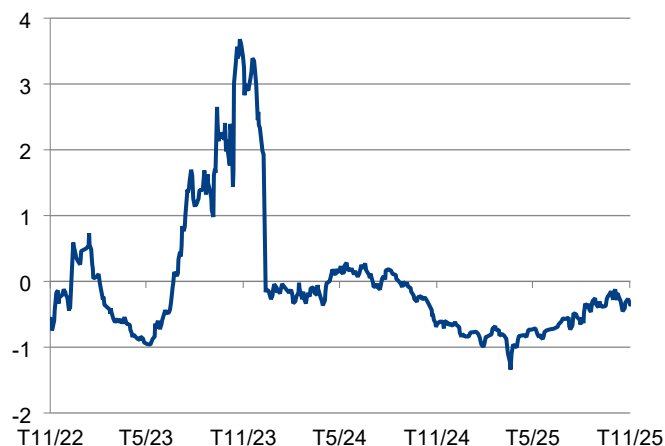
MWG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,3 lần, so với giá trị bình quân từ T11/2022 là 17,2 lần ...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 18: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, MWG

... và thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 19: Các doanh nghiệp bán lẻ trong khu vực

MWG đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2026 là 15,2 lần, thấp hơn 15% so với bình quân các công ty bán lẻ khác là 17,8 lần

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2025	P/E 2026	EV/EBITDA 2025	EV/EBITDA 2026	P/B 2025	P/B 2026
Sumber Alfaria Trijaya Tbk PT	AMRT IJ	4,652	22.6	19.8	10.2	9.0	4.2	3.7
Central Retail Corp PCL	CRC TB	3,620	13.5	13.9	7.4	7.5	1.5	1.5
CP ALL PCL	CPALL TB	11,930	14.0	12.7	10.7	10.1	2.7	2.5
President Chain Store Corp	2912 TT	7,636	20.5	19.2	8.8	8.6	5.4	5.1
Sheng Siong Group Ltd	SSG SP	3,098	26.9	24.2	17.0	15.3	6.9	6.3
Com7 PCL	COM7 TB	1,536	12.8	11.7	9.6	8.6	4.7	3.9
Erajaya Swasembada Tbk PT	ERAA IJ	390	5.8	5.0	5.2	4.5	0.7	0.6
CTCP Thế giới số	DGW VN	374	17.9	15.2	17.7	13.4	2.9	2.5
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	FRT VN	920	40.9	28.4	21.9	17.3	10.0	7.7
CTCP Tập đoàn Masan	MSN VN	4,449	38.3	28.1	15.3	13.3	3.5	3.1
Bình quân		3,861	21.3	17.8	12.4	10.8	4.3	3.7
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	Việt Nam	4,488	18.5	15.2	15.7	14.2	3.6	3.1

Nguồn: HSC ước tính, Bloomberg

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	118,280	134,341	154,980	179,610	207,305
Lợi nhuận gộp	22,521	27,499	30,107	35,072	41,042
Chi phí BH&QL	(22,114)	(23,416)	(23,442)	(26,979)	(30,833)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	407	4,084	6,665	8,092	10,210
Lãi vay thuần	611	1,188	1,568	1,978	2,308
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	(44.6)	30.7	69.1	126
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(328)	(401)	(36.7)	(56.9)	(56.9)
LNTT	690	4,826	8,227	10,082	12,586
Chi phí thuế TNDN	(522)	(1,092)	(1,621)	(2,072)	(2,542)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.16)	(11.4)	(34.4)	(52.5)	(95.7)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	168	3,722	6,571	7,958	9,949
Lợi nhuận thuần ĐC	168	3,722	6,571	7,958	9,949
EBITDA ĐC	3,788	6,997	9,012	10,544	11,721
EPS (đồng)	115	2,546	4,463	5,309	6,539
EPS ĐC (đồng)	115	2,546	4,463	5,309	6,539
DPS (đồng)	0	500	1,000	1,000	1,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	1,463	1,462	1,472	1,499	1,521
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	1,462	1,461	1,479	1,501	1,523
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,462	1,461	1,479	1,501	1,523

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	5,366	5,697	7,236	10,517	13,660
Đầu tư ngắn hạn	18,937	28,524	33,524	37,524	41,524
Phải thu khách hàng	5,159	8,764	11,190	11,713	13,300
Hàng tồn kho	21,824	22,245	24,796	27,711	30,733
Các tài sản ngắn hạn khác	661	544	592	696	813
Tổng tài sản ngắn hạn	51,947	65,774	77,338	88,161	100,031
TSCĐ hữu hình	6,431	3,523	2,331	1,220	1,357
TSCĐ vô hình	68.8	63.5	63.9	64.2	64.1
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	460	0	1,267	1,267	1,267
Đầu tư vào Cty LD,LK	287	242	273	342	468
Tài sản dài hạn khác	914	616	851	941	1,024
Tổng tài sản dài hạn	8,161	4,445	4,786	3,834	4,181
Tổng cộng tài sản	60,108	70,219	82,124	91,995	104,211
Nợ ngắn hạn	19,129	27,300	28,706	28,706	28,706
Phải trả người bán	7,927	9,138	12,362	14,311	16,464
Nợ ngắn hạn khác	3,199	5,034	6,794	7,853	9,022
Tổng nợ ngắn hạn	30,762	42,097	48,708	51,848	55,318
Nợ dài hạn	5,985	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1.17	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	5,986	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả	36,748	42,097	48,708	51,848	55,318
Vốn chủ sở hữu	23,346	27,758	33,017	39,696	48,347
Lợi ích cổ đông thiểu số	13.4	364	398	451	547
Tổng vốn chủ sở hữu	23,360	28,122	33,416	40,147	48,893
Tổng nợ phải trả và VCSH	60,108	70,219	82,124	91,995	104,211
BVPS (đ)	15,964	18,993	22,330	26,450	31,738
Nợ thuần*/(tiền mặt)	19,748	21,603	21,470	18,189	15,046

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	407	4,084	6,665	8,092	10,210
Khấu hao	(3,381)	(2,913)	(2,347)	(2,452)	(1,512)
Lãi vay thuần	611	1,188	1,568	1,978	2,308
Thuế TNDN đã nộp	(862)	(959)	(1,909)	(2,186)	(2,668)
Thay đổi vốn lưu động	1,836	3,224	1,893	(402)	(256)
Khác	(1,937)	(1,932)	(1,827)	(2,269)	(2,524)
LCT thuần từ HKKD	3,436	8,517	8,737	7,664	8,581
Đầu tư TS dài hạn	(523)	(304)	(1,155)	(1,341)	(1,649)
Góp vốn & đầu tư	(34,257)	(46,828)	(8,140)	(4,069)	(5,126)
Thanh lý	22,836	33,813	0	0	0
Khác	1,113	2,376	1,995	2,306	2,635
LCT thuần từ HĐĐT	(10,831)	(10,943)	(7,300)	(3,104)	(4,140)
Cổ tức trả cho CSH	(731)	(731)	(1,479)	(1,501)	(1,523)
Thu từ phát hành CP	(9.34)	1,762	174	222	225
Tăng/giảm nợ	8,440	1,726	1,405	0	0
Khác	-	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	7,700	2,757	101	(1,279)	(1,298)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,061	5,366	5,697	7,236	10,517
LCT thuần trong kỳ	304	332	1,538	3,281	3,143
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.37	0.10	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5,366	5,697	7,236	10,517	13,660
Dòng tiền tự do	2,913	8,214	7,582	6,323	6,932

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	19.0	20.5	19.4	19.5	19.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	3.20	5.21	5.81	5.87	5.65
Tỷ suất LNT (%)	0.14	2.77	4.24	4.43	4.80
Thuế TNDN hiện hành (%)	75.7	22.6	19.7	20.6	20.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	(11.3)	13.6	15.4	15.9	15.4
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(63.0)	84.7	28.8	17.0	11.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(95.9)	2,120	76.6	21.1	25.0
Tăng trưởng EPS (%)	(95.9)	2,121	75.3	18.9	23.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(95.9)	2,121	75.3	18.9	23.2
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	100	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	19.6	22.4	18.8	15.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	0.71	14.6	21.6	21.9	22.6
ROACE (%)	1.38	14.2	21.7	22.0	22.9
Vòng quay tài sản (lần)	2.04	2.06	2.03	2.06	2.11
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	8.44	2.09	1.31	0.95	0.84
Số ngày tồn kho	83.2	76.0	72.5	70.0	67.5
Số ngày phải thu	19.7	29.9	32.7	29.6	29.2
Số ngày phải trả	30.2	31.2	36.1	36.1	36.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	85.0	78.2	65.4	46.2	31.5
Nợ/tài sản (%)	41.9	39.0	35.1	31.4	27.7
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	6.65	3.91	3.20	2.74	2.46
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.69	1.56	1.59	1.70	1.81
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.15	1.02	0.90	0.76	0.66
EV/EBITDA ĐC (lần)	35.8	19.7	15.4	13.0	11.6
P/E (lần)	692	31.1	17.8	14.9	12.1
P/E ĐC (lần)	692	31.1	17.8	14.9	12.1
P/B (lần)	4.97	4.18	3.55	3.00	2.50
Lợi suất cổ tức (%)	0	0.63	1.26	1.26	1.26

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

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

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

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

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

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

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

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

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

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