

CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HOSE: MWG)  
Cơ hội tích lũy tại vùng định giá hấp dẫn

- KQKD trong 1H26 vượt kỳ vọng với LN ròng đạt 6,017 tỷ đồng (+88% svck), hoàn thành 71% dự phóng cũ. Chúng tôi kỳ vọng KQKD Q3/26 tiếp tục khả quan với LN ròng tăng 79% svck, nhờ chu kỳ nâng cấp thiết bị ICT-CE và đà tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ của BHX.
- Chúng tôi nâng dự phóng LN ròng trong 2026-27F lên 12,439/12,228 tỷ đồng (+77%/-2% svck, +47%/+21% sv báo cáo cũ),
- Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN**, giá mục tiêu 109,000 VND/cp.

9T26: Tăng trưởng cao ở tất cả các mảng kinh doanh

Trong 1H26, MWG ghi nhận doanh thu thuần đạt 95,213 tỷ đồng (+30% svck) và LN ròng công ty mẹ đạt 6,017 tỷ đồng (+88% svck), nhờ (1) nhu cầu thay mới thiết bị sau chu kỳ sử dụng 4-5 năm, cùng đà tăng giá của sản phẩm điện tử; (2) các chương trình trả góp lãi suất ưu đãi kích thích sức mua; và (3) chuỗi Bách Hóa Xanh tăng trưởng ấn tượng với doanh thu/LN ròng tăng 25%/149% svck. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này tiếp diễn trong Q3/26, giúp doanh thu/LN ròng của MWG tăng lần lượt 34%/79% svck.

Triển vọng 2H26-2027: LN ròng đi ngang trong 2027, BHX trở thành động lực tăng trưởng chính

Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan đối với mảng ICT-CE trong 2H2026, với doanh thu DMX dự phóng tăng 30% svck nhờ hiệu ứng ra mắt iPhone 18 Series và các gói vay tiêu dùng lãi suất ưu đãi vẫn còn hiệu lực. Bước sang 2027, chúng tôi dự báo doanh thu DMX giảm 6% svck do nhu cầu hàng điện máy lâu bền đã qua đỉnh, dù được hỗ trợ một phần bởi các phiên bản còn lại của iPhone 18 Series. Đối với BHX, chúng tôi dự báo số cửa hàng cuối 2026/2027 tăng 64%/19% svck, doanh thu/CH thay đổi -10%/+10% svck nhờ đà tăng trưởng của các cửa hàng đã đi vào ổn định, qua đó giúp LN ròng của chuỗi tăng lần lượt 263%/63% svck. Tổng hợp lại, chúng tôi dự phóng LN ròng công ty mẹ của MWG đạt 12,439/12,228 tỷ đồng trong 2026/2027 (+77%/-2% svck).

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu là 109,000 VND/cp

Chúng tôi xác định giá mục tiêu của MWG ở mức 109,000 đồng/cổ phiếu theo phương pháp định giá tổng các thành phần (SOTP), tương ứng với tiềm năng tăng giá 44%. Hiện MWG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng năm 2026–2027 lần lượt là 9.0x và 9.1x, thấp hơn đáng kể so với mức bình quân 3 năm là 19x. Mức định giá này phần nào phản ánh những lo ngại của thị trường về khả năng doanh số điện máy đã đạt đỉnh, cùng với thanh khoản thị trường còn trầm lắng. Chúng tôi khuyến nghị tích lũy cổ phiếu MWG trong các nhịp điều chỉnh của thị trường, dựa trên ba động lực hỗ trợ chính: (1) thế hệ iPhone mới kỳ vọng thúc đẩy tăng trưởng doanh số; (2) tiến trình nâng hạng thị trường có thể góp phần cải thiện thanh khoản và tạo động lực tái định giá cổ phiếu ở giai đoạn sau; và (3) triển vọng niềm yết BHX vào năm 2028, sau khi hoàn tất xóa lỗ lũy kế.

| Tỷ đồng        | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu      | 134,341 | 155,928 | 205,799 | 230,943 |
| Lợi nhuận ròng | 3,722   | 7,034   | 12,439  | 12,228  |
| Tăng trưởng DT | 14%     | 16%     | 32%     | 12%     |
| Tăng trưởng LN | 14%     | 89%     | 77%     | -2%     |
| Biên LN gộp    | 20%     | 20%     | 22%     | 21%     |
| Biên EBITDA    | 5%      | 6%      | 7%      | 6%      |
| ROAE           | 15%     | 23%     | 31%     | 23%     |
| ROAA           | 6%      | 9%      | 14%     | 12%     |
| EPS (VND/cp)   | 2,522   | 4,766   | 8,429   | 8,286   |
| BVPS (VND/cp)  | 18,810  | 22,091  | 32,236  | 38,522  |

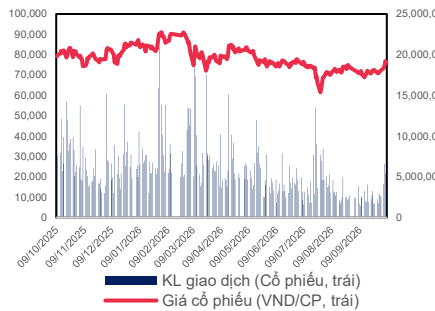
KHẢ QUAN

Giá mục tiêu VND 109,000  
Tiềm năng tăng giá 44%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh tăng EPS 2026F/2027 lần lượt 47%/21% so với dự báo cũ (T3/2026).

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

|                         |         |
|-------------------------|---------|
| Giá thị trường (VND)    | 75,600  |
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 91,700  |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 60,700  |
| Vốn hóa (Tỷ đồng)       | 112,107 |
| P/E (TTM)               | 11.4    |
| P/B                     | 3.1     |
| Thị suất cổ tức (%)     | 1.3     |
| Tỷ lệ SH nước ngoài (%) | 49.0    |

Nguồn: FiinPro, <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

|                                            |      |
|--------------------------------------------|------|
| Công ty TNHH Tư vấn Đầu tư Thế giới Bán lẻ | 10.5 |
| Nguyễn Đức Tài                             | 2.3  |

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

## CTCP Đầu tư Thế giới Di động

### Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

#### Luận điểm đầu tư

- 1) Chúng tôi cho rằng tiêu dùng chung sẽ chậm lại từ 2H26 khi lạm phát tăng tốc, mặt bằng lãi suất cao dần thấm thấu vào nền kinh tế và hiệu ứng tài sản đảo chiều. Nhóm hàng lâu bền (ICT-CE) sẽ chịu tác động rõ nét hơn sau giai đoạn mua sớm trong 2026, trong khi chi tiêu thiết yếu (BHX) dự kiến duy trì ổn định và tiếp tục mở rộng thị phần.
- 2) Nhờ hiệu ứng ra mắt iPhone 18 Series trong giai đoạn 3Q26-1H27, kết hợp với giá bán neo cao do chi phí chip và RAM tăng, chúng tôi dự báo doanh số DMX duy trì tăng trưởng trong 2H26, trước khi giảm nhẹ 6% trong năm 2027. Trong dài hạn, thị trường điện máy dự kiến tăng trưởng ở mức vừa phải (~8%/năm), đạt quy mô 15 tỷ USD vào năm 2030 (theo GfK, DMX). Với mạng lưới lớn nhất thị trường gồm ~3,000 cửa hàng (gấp ~5 lần đối thủ gần nhất với ~621 cửa hàng), DMX được kỳ vọng duy trì 50%-60% thị phần và tăng trưởng tương đương thị trường.
- 3) “Chợ hiện đại” của BHX tiếp tục tăng tốc tại miền Bắc và Trung với quy mô dự tăng +64%/+19% svck trong 2026/2027, đem lại LN ròng 2,062/3,352 tỷ đồng (+263%/+63% svck), tương ứng 17%/27% LN ròng hợp nhất của MWG. Trong giai đoạn 2026-30F, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của BHX đạt tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) ~30%/năm.
- 4) An Khang bắt đầu có lãi từ Q2/26, trong khi Erablue tiếp tục bứt phá về quy mô cửa hàng và doanh số tại Indonesia; hai mảng này được kỳ vọng đóng góp tích cực vào KQKD chung, dù tỷ trọng còn nhỏ. Các mảng kinh doanh mới như Thợ Điện Máy Xanh, phân phối Robotics và AI kỳ vọng tạo động lực mới cho DMX.

#### Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu là 109,000 VND/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu là 109,000 VND/cổ phiếu (tiềm năng tăng giá 44%). Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) cho từng mảng DMX và BHX (WACC: 11.5%, g: 2%/3%), giá trị An Khang & Avakids theo EV/Sales mục tiêu là 0.3x cùng tiền ròng tại HO. Giá mục tiêu mới thấp hơn 3.6% so với báo cáo trước, chủ yếu do (1) tỷ lệ sở hữu tại DMX giảm từ 100% xuống 86.4%; (2) WACC tăng từ 11.2% lên 11.5%; và (3) áp dụng mức chiết khấu holding 5% sau khi DMX niêm yết riêng.

Định giá

Hình 1: Tổng hợp SOTP và giá định

| Công ty con                                    | Phương pháp                 | Giá trị VCSH (100%) | % MWG sở hữu | Giá trị thuộc MWG | Giá/CP MWG (VNĐ) |
|------------------------------------------------|-----------------------------|---------------------|--------------|-------------------|------------------|
| DMX (sau cổ tức 4Q2026)                        | DCF FCFF                    | 110,540             | 86.4%        | 91,126            | 61,751           |
| BHX                                            | DCF FCFF                    | 58,261              | 98.0%        | 57,096            | 38,691           |
| HO: An Khang, Avakids & tiền rông              | EV/Sales (0.3x) + tiền rông | 21,120              |              | 21,105            | 14,301           |
| Giá trị MWG theo SOTP (Chiết khấu tập đoàn 5%) |                             |                     |              | 160,860           | 109,006          |
| Thị giá hiện tại                               |                             |                     |              |                   | 75,600           |
| Tiềm năng tăng giá                             |                             |                     |              |                   | 44.2%            |

Nguồn: MWG, MBS Research

| WACC và tăng trưởng dài hạn  |        |
|------------------------------|--------|
| Tăng trưởng dài hạn (ICT-CE) | 2.00%  |
| Tăng trưởng dài hạn (BHX)    | 3.00%  |
| Beta                         | 1.0    |
| Phần bù rủi ro               | 8.50%  |
| Lãi suất phi rủi ro          | 4.50%  |
| Chi phí VCSH                 | 13.00% |
| Chi phí nợ                   | 7.00%  |
| Mức thuế                     | 20.00% |
| WACC                         | 11.5%  |

Nguồn: MWG, MBS Research

Hình 2: Phương pháp DCF

| DMX (TGĐĐ & ĐMX)                        | 2H2026  | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    |
|-----------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EBIT                                    | 5,699   | 9,277   | 11,451  | 12,007  | 12,595  |
| - Thuế                                  | (1,140) | (1,855) | (2,290) | (2,401) | (2,519) |
| + Khấu hao                              | 208     | 419     | 96      | 136     | 176     |
| - Đầu tư tài sản cố định                | (182)   | (193)   | (197)   | (201)   | (205)   |
| - Thay đổi vốn lưu động                 | 181     | 289     | (260)   | (470)   | (495)   |
| Dòng tiền tự do (FCFF)                  | 4,767   | 7,937   | 8,800   | 9,071   | 9,552   |
| Giá trị cuối cùng (Terminal Value)      |         |         |         |         | 102,347 |
| PV của FCFF                             | 4,514   | 6,740   | 6,701   | 6,193   | 5,848   |
| PV của Terminal Value                   |         |         |         |         | 62,660  |
| Giá trị doanh nghiệp (EV)               |         |         |         |         | 92,655  |
| (+) Tiền & đầu tư ngắn hạn (30/06/2026) |         |         |         |         | 44,670  |
| (-) Nợ vay (30/06/2026)                 |         |         |         |         | 22,404  |
| Giá trị VCSH (100%)                     |         |         |         |         | 110,540 |

Nguồn: MWG, MBS Research

| BHX (Bách Hóa Xanh)                | 2H2026 | 2027  | 2028  | 2029  | 2030   |
|------------------------------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| EBIT                               | 1,444  | 3,797 | 5,983 | 6,791 | 7,495  |
| - Thuế trên EBIT                   | 289    | 759   | 1,197 | 1,358 | 1,499  |
| + Khấu hao                         | 498    | 1,193 | 476   | 567   | 638    |
| - Đầu tư tài sản cố định           | (830)  | (783) | (519) | (389) | (313)  |
| - Thay đổi vốn lưu động            | 145    | (50)  | (31)  | (26)  | (23)   |
| Dòng tiền tự do (FCFF)             | 678    | 3,497 | 4,775 | 5,637 | 6,343  |
| Giá trị cuối cùng (Terminal Value) |        |       |       |       | 76,686 |
| PV của FCFF                        | 642    | 2,969 | 3,636 | 3,849 | 3,884  |
| PV của Terminal Value              |        |       |       |       | 46,949 |
| Giá trị doanh nghiệp (EV)          |        |       |       |       | 61,929 |
| (-) Nợ vay rông                    |        |       |       |       | 3,668  |
| Giá trị VCSH (100%)                |        |       |       |       | 58,261 |

Nguồn: MWG, MBS Research

Hình 3: So sánh với doanh nghiệp cùng ngành

| Công ty                               | Mã Bloomberg     | Vốn hóa     | P/E (lần) |       | P/B (lần) |       | ROA (%) |       | ROE (%) |       |
|---------------------------------------|------------------|-------------|-----------|-------|-----------|-------|---------|-------|---------|-------|
|                                       |                  | (triệu USD) | 2026F     | 2027F | 2026F     | 2027F | 2026F   | 2027F | 2026F   | 2027F |
| Doanh nghiệp bán lẻ điện tử tiêu dùng |                  |             |           |       |           |       |         |       |         |       |
| FPT Retail                            | FRT VN Equity    | 1,034       | 16.3      | 13.4  | 3.9       | 3.1   | 5.7     | 6.0   | 26.4    | 25.1  |
| Digiworld Corporation                 | DGW VN Equity    | 408         | 10.8      | 9.2   | 2.4       | 2.3   | 7.3     | 7.6   | 22.5    | 21.9  |
| Erajaya Swasembada Tbk                | ERAA IJ Equity   | 549         | 6.2       | 5.6   | 0.8       | 0.8   | 5.1     | 5.4   | 13.8    | 14.2  |
| Comseven                              | COM7 TB Equity   | 2,294       | 14.8      | 13.7  | 5.2       | 4.4   | 14.2    | 14.0  | 39.2    | 36.0  |
| Dohome                                | DOHOME TB Equity | 366         | 14.2      | 12.5  | 0.8       | 0.8   | 2.6     | 2.7   | 5.9     | 6.1   |
| Home product Cen.                     | HIMPRO TB Equity | 2,450       | 13.2      | 12.4  | 3.0       | 2.8   | 9.1     | 9.4   | 22.9    | 23.1  |
| Siam Global House                     | GLOBAL TB Equity | 1,090       | 14.0      | 13.3  | 1.3       | 1.2   | 6.6     | 6.8   | 9.3     | 9.4   |
| Trung bình                            |                  | 1,170       | 12.8      | 11.4  | 2.5       | 2.2   | 7.2     | 7.4   | 20.0    | 19.4  |
| Trung vị                              |                  | 1,034       | 14.0      | 12.5  | 2.4       | 2.3   | 6.6     | 6.8   | 22.5    | 21.9  |
| Doanh nghiệp bán lẻ hàng tiêu dùng    |                  |             |           |       |           |       |         |       |         |       |
| Masan Group                           | MSN VN Equity    | 4,188       | 11.3      | 9.9   | 2.2       | 1.8   | 7.4     | 7.5   | 20.6    | 19.9  |
| RYOHIN                                | 7453 JP Equity   | 15,706      | 30.1      | 26.1  | 5.2       | 4.6   | 12.0    | 12.3  | 19.2    | 19.1  |
| Berli Jucker                          | BJC TB Equity    | 2,214       | 15.5      | 14.6  | 0.6       | 0.6   | 1.6     | 1.7   | 3.9     | 4.0   |
| CP Axta PCL                           | CPAXT TB Equity  | 4,367       | 14.8      | 13.5  | 0.5       | 0.5   | 1.9     | 2.1   | 3.3     | 3.6   |
| Philippine Seven Corporation          | SEVN PM Equity   | 746         | 10.1      | 8.8   | 2.9       | 2.4   | 8.1     | 8.0   | 30.2    | 27.8  |
| Puregold                              | PGOLD PM Equity  | 1,881       | 8.8       | 8.1   | 1.0       | 1.0   | 6.4     | 6.7   | 12.0    | 12.4  |
| Trung bình                            |                  | 4,850       | 15.1      | 13.5  | 2.1       | 1.8   | 6.2     | 6.4   | 14.9    | 14.5  |
| Trung vị                              |                  | 3,201       | 13.0      | 11.7  | 1.6       | 1.4   | 6.9     | 7.1   | 15.6    | 15.7  |
| MWG – MBS dự phóng                    | MWG VN           | 4,329       | 9.0       | 9.3   | 2.4       | 2.0   | 14.1    | 12.3  | 30.8    | 23.3  |

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

#### Tiềm năng tăng giá:

- 1) Thu nhập thực của người tiêu dùng tăng tốt hơn dự kiến nhờ đẩy mạnh đầu tư công và tăng trưởng kinh tế cao.
- 2) Các chuỗi bán lẻ tiếp tục chiếm thêm thị phần tốt hơn dự kiến, khiến doanh thu/CH tăng mạnh hơn kỳ vọng.
- 3) Doanh thu và LN của An Khang tăng trưởng tốt hơn dự kiến.

#### Rủi ro giảm giá:

- 1) Mạng ICT-CE chủ yếu phân phối các mặt hàng lâu bền, giá trị cao và có tần suất mua thấp (điện thoại, điện máy gia dụng). Nhu cầu đối với nhóm hàng này có thể hạ nhiệt sau giai đoạn chi tiêu đạt đỉnh.
- 2) Lạm phát và lãi suất cao có thể kìm hãm cả tiêu dùng thiết yếu lẫn không thiết yếu, buộc các nhà bán lẻ gia tăng chi phí bán hàng (khuyến mãi, quảng cáo), từ đó gây áp lực lên biên lợi nhuận.
- 3) Hiệu quả hoạt động của An Khang thấp hơn dự kiến.

KQKD 1H26 và Q3/26F duy trì tích cực nhờ chu kỳ nâng cấp thiết bị điện tử và đà tăng trưởng lợi nhuận mạnh của BHX

Hình 4: Kết quả kinh doanh Q2/26 và 6T-2026

| Các tiêu chí KQKD                  | Q2/26  | qoq (%) | svck (%) | 6T-2026 | yoy (%) | % sv dự báo cũ | Đánh giá                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |  |
|------------------------------------|--------|---------|----------|---------|---------|----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|
| Số cửa hàng                        |        |         |          |         |         |                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
| TGDD                               | 1,005  | -1%     | -1%      | 1,005   | -1%     | 99%            | Sau giai đoạn tái cấu trúc, DMX không đặt trọng tâm vào mở mới mà tập trung tối ưu vị trí, diện tích cửa hàng và danh mục sản phẩm.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |  |
| DMX                                | 2,005  | 0%      | -1%      | 2,005   | -1%     | 100%           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
| Bách Hóa Xanh                      | 3,191  | 12%     | 46%      | 3,191   | 46%     | 96%            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
| An Khang                           | 417    | 1%      | 28%      | 417     | 28%     | 98%            | Trong 1H26, BHX mở mới 632 cửa hàng, nâng quy mô chuỗi lên 3,191 CH (+46% svck). Tính đến cuối tháng 9/2026, chúng tôi ước tính BHX đạt trên 3,600 CH, tương ứng mở mới thêm ~500 CH trong Q3/26 và 1,132 CH trong 9T26. Cơ cấu mở mới chia đều giữa miền Nam và miền Bắc - Trung (50%/50%).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |  |
| Doanh thu/cửa hàng/tháng (tỷ đồng) |        |         |          |         |         |                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
| TGDD                               | 3.49   | -2%     | 28%      | 3.53    | 30%     | 104%           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
| DMX                                | 3.68   | 4%      | 32%      | 3.61    | 33%     | 115%           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
| Bách Hóa Xanh                      | 1.68   | 4%      | -9%      | 1.64    | -14%    | 93%            | Doanh thu trung bình/CH giảm chủ yếu do tỷ trọng cửa hàng mới tại miền Bắc và miền Trung – khu vực có sức chi tiêu thấp hơn – gia tăng. Doanh thu/CH tại miền Bắc ước đạt ~1.0 tỷ đồng/tháng, so với mức 2.0-2.1 tỷ đồng/tháng tại miền Nam.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |  |
| Doanh thu thuần                    |        |         |          |         |         |                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
| TGDD                               | 10,561 | -2%     | 28%      | 21,370  | 29%     | 52%            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
| DMX                                | 22,116 | 4%      | 31%      | 43,451  | 32%     | 57%            | Doanh số ICT-CE (TGDD + DMX) tăng 28%-32% svck, hoàn toàn đến từ các cửa hàng hiện hữu, nhờ chu kỳ mua sắm và nâng cấp thiết bị: nhu cầu thay mới điện thoại và đồ điện tử gia dụng tăng sau 4-5 năm sử dụng (mua sắm trong giai đoạn Covid-19, 2021-2022). Bên cạnh đó, giá linh kiện điện tử (chip, RAM) tăng mạnh do làn sóng đầu tư AI, đẩy giá bán sản phẩm điện tử tiêu dùng tăng ước tính 15%-20% svck, trong khi sản lượng tăng ~10%-15% svck nhờ nhu cầu nâng cấp và xu hướng mua sớm để tránh các đợt tăng giá. Cơ cấu doanh thu DMX theo sản phẩm: iPhone/điện thoại Android/gia dụng/tủ lạnh/máy lạnh/TV chiếm lần lượt 19%/22%/11%/8%/9%/8%. BHX duy trì tăng trưởng tích cực, với SSSG của các cửa hàng mở trong năm 2025 đạt mức một chữ số. Chủ yếu đến từ tăng trưởng của An Khang |  |
| Bách Hóa Xanh                      | 15,190 | 16%     | 31%      | 28,321  | 25%     | 46%            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
| Khác                               | 884    | -25%    | 5%       | 2,071   | 21%     | 48%            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
| Lợi nhuận gộp                      | 10,809 | 11%     | 43%      | 20,519  | 38.9%   | 55%            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
| Biên LNG                           | 22.2%  | +1.3d%  | +2.1d%   | 21.6%   | +1.5d%  | 105%           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
| - TGDD & DMX                       | 21%    | +0.1d%  | +0.2d%   | 20%     | +1.1d%  | 109%           | Biên LN gộp của DMX cải thiện nhẹ nhờ doanh thu tăng trưởng mạnh                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |  |
| - BHX                              | 25%    | +0.0d%  | +0.0d%   | 25%     | +1.0d%  | 102%           | Biên gộp của BHX duy trì ổn định svck.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |  |
| Chi phí bán hàng                   | 5,980  | 13%     | 27%      | 11,265  | 24%     | 49%            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
| Chi phí quản trị DN                | 1,317  | -14%    | 10%      | 2,841   | 18%     | 53%            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
| &CPBH&QLDN/tổ ng DT                | 15.0%  | +0.3d%  | -0.7d%   | 14.8%   | -0.8d%  | 96%            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
| Doanh thu tài chính                | 957    | 12%     | 25%      | 1,815   | 24%     | 51%            | Hoạt động đầu tư tài chính tiếp tục mang lại kết quả tích cực nhờ quy mô đầu tư và cho vay ngắn hạn tăng 9%, cùng mật bằng lãi suất cao.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |  |
| Chi phí tài chính                  | 453    | 7%      | 13%      | 875     | 18%     | 44%            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
| Thu nhập từ LDLK (Erablue)         | 19     | 107%    | 68%      | 28      | 194%    | 29%            | Số cửa hàng Erablue tăng 127% svck; chuỗi vẫn ghi nhận lợi nhuận dương dù đang mở rộng mạnh nhờ hiệu quả hoạt động cửa hàng cải thiện.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |  |

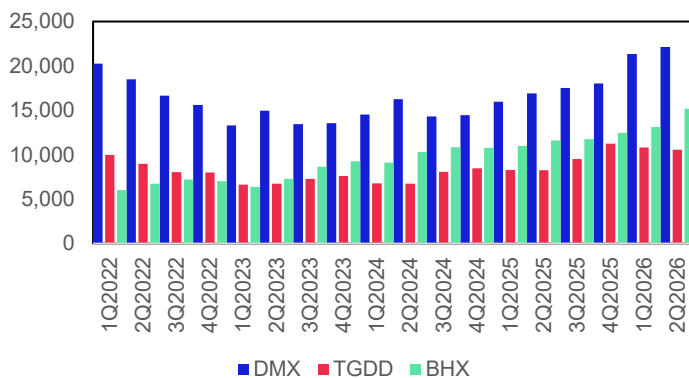
|                |              |            |             |              |            |     |
|----------------|--------------|------------|-------------|--------------|------------|-----|
| <b>LNTT</b>    | <b>4,033</b> | <b>21%</b> | <b>99%</b>  | <b>7,361</b> | <b>86%</b> | 71% |
| Thuế TNDN      | 678          | 19%        | 83%         | 1,248        | 65%        | 69% |
| <b>LN ròng</b> | <b>3,303</b> | <b>22%</b> | <b>100%</b> | <b>6,017</b> | <b>88%</b> | 71% |
| TGDD&DMX       | 2,658        | 20%        | 98%         | 4,876        | 73%        | 67% |
| BHX            | 522          | 36%        | 193%        | 906          | 323%       | 79% |

Nguồn: MWG, MBS Research

## Dự phóng KQKD Quý 3-2026

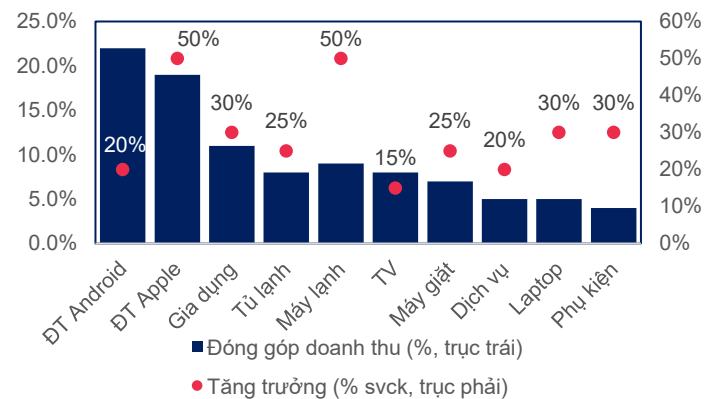
Trong Q3/26, chúng tôi dự phóng MWG ghi nhận doanh thu thuần 53,235 tỷ đồng (+34% svck, +9% so với quý trước) và LN ròng công ty mẹ 3,164 tỷ đồng (+79% svck, -4% so với quý trước). Đối với mảng ICT-CE, DMX kỳ vọng ghi nhận doanh thu và LN ròng công ty mẹ đạt lần lượt 34,585 tỷ đồng (+28% svck) và 2,787 tỷ đồng, nhờ mùa cao điểm iPhone ra mắt và chu kỳ nâng cấp thiết bị tích cực. Đối với BHX, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 17,802 tỷ đồng (+51% svck) và LN ròng đạt 566 tỷ đồng (+146% svck), nhờ số cửa hàng tăng 61% svck, doanh thu/CH tích cực khi kênh bán lẻ hiện đại tiếp tục gia tăng mức độ thâm nhập, cùng biên lợi nhuận ổn định.

Hình 5: Doanh thu (tỷ VNĐ) của MWG theo chuỗi



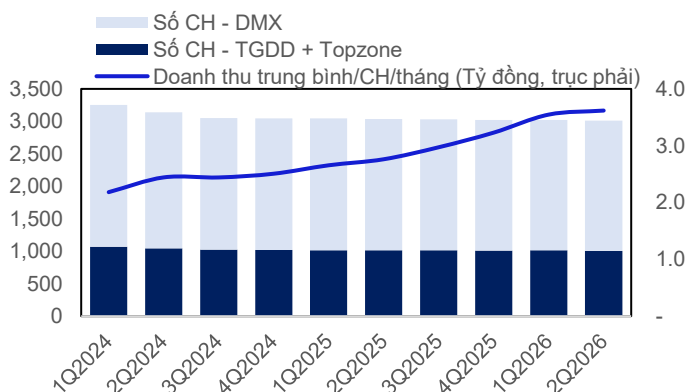
Nguồn: MWG, MBS Research

Hình 6: Doanh thu theo sản phẩm và tăng trưởng (%svck) của DMX (TGDD & DMX) trong 9T-26



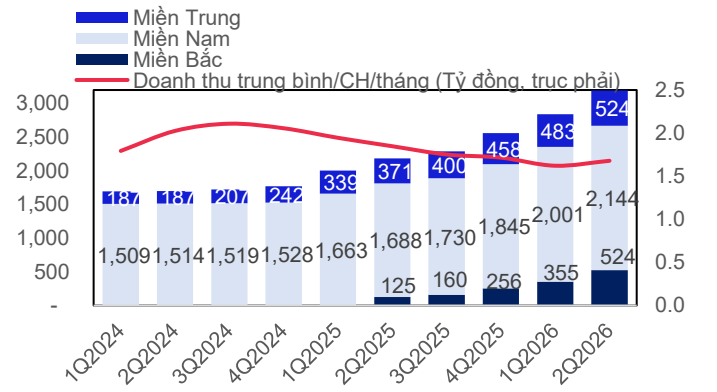
Nguồn: MWG, MBS Research

Hình 7: Số CH DMX (Điện Máy Xanh, TGDD + Topzone) và doanh thu trung bình tháng/cửa hàng



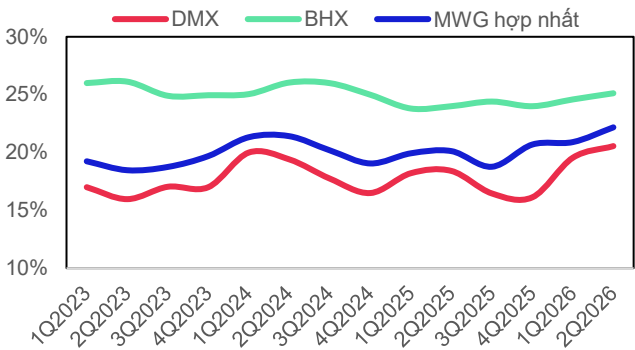
Nguồn: MWG, MBS Research

Hình 8: Số CH Bách Hóa Xanh theo vùng và doanh thu trung bình tháng/cửa hàng toàn quốc



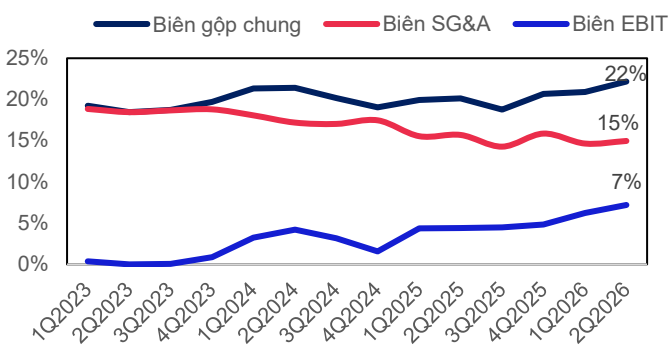
Nguồn: MWG, MBS Research

Hình 9: Biên lợi nhuận gộp theo chuỗi



Nguồn: MWG, MBS Research

Hình 10: Biên lợi nhuận và chi phí hợp nhất của MWG



Nguồn: MWG, MBS Research

Điều chỉnh dự báo kết quả kinh doanh 2026-27

Hình 11: Điều chỉnh dự báo năm 2026-27

| VNDbn                               | 2025           | 2026F          | yoy%         | Δ% sv<br>dự báo cũ -<br>2026 | 2027F          | yoy%         | Δ% sv<br>dự báo cũ -<br>2027 | Đánh giá                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-------------------------------------|----------------|----------------|--------------|------------------------------|----------------|--------------|------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Số lượng cửa hàng (Cửa hàng)</b> |                |                |              |                              |                |              |                              |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| - Thế giới di động                  | 1,012          | 1,005          | -0.7%        | -0.7%                        | 1,005          | 0.0%         | -2.6%                        | Điện Máy Xanh tiếp tục thu hẹp số cửa hàng trong Q3/26<br>Mở mới mạnh hơn kỳ vọng: số CH cuối 2026F/2027F cao hơn 26%/25% so với dự báo cũ (3,327/3,992 CH), chủ yếu tại miền Bắc và miền Trung.                                                                            |
| - Điện máy xanh                     | 2,008          | 1,998          | -0.5%        | -0.5%                        | 1,998          | 0.0%         | -2.5%                        |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| - Bách Hóa Xanh                     | 2,559          | 4,191          | 63.8%        | 26.0%                        | 4,991          | 19.1%        | 25.0%                        |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| - An Khang                          | 382            | 457            | 19.6%        | 7.7%                         | 537            | 17.5%        | 1.2%                         |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Doanh thu/CH/tháng</b>           |                |                |              |                              |                |              |                              |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| - Thế giới di động                  | 3.1            | 3.9            | 28.8%        | 15.8%                        | 4.0            | 2.1%         | 6.4%                         | Điều chỉnh tăng 15%/5% so với dự báo cũ cho 2026F/2027F do DT TB/CH 9T26 vượt kỳ vọng nhờ nhu cầu nâng cấp thiết bị, đa tăng giá sản phẩm (từ 15%-20%) và xu hướng mua sớm trước đợt tăng giá chip. iPhone 18 Series tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng doanh thu trong 2027.      |
| - Điện máy xanh                     | 2.8            | 3.7            | 29.5%        | 16.3%                        | 3.3            | -10.0%       | -6.7%                        | Điều chỉnh tăng 19% so với dự báo cũ cho 2026F (3.1 tỷ đồng) do giá bán cao và nhu cầu tích cực giúp doanh số vượt kỳ vọng. Ngược lại, 2027F thấp hơn 6% so với dự báo cũ (3.5 tỷ đồng) do nền so sánh cao và nhu cầu hàng điện máy lâu bền suy yếu khi tiêu dùng chậm lại. |
| - Bách Hóa Xanh                     | 1.8            | 1.6            | -9.7%        | -7.2%                        | 1.8            | 9.7%         | -0.6%                        | Điều chỉnh giảm DT/CH -7%/-1% so với dự báo cũ cho 2026F/2027F (1.76/1.8 tỷ đồng) do tỷ trọng CH mới tại miền Bắc và miền Trung cao; tuy nhiên, số CH cao hơn 26% giúp tổng doanh thu BHX 2026F vẫn vượt 6.5% so với dự báo cũ.                                             |
| <b>Tổng doanh thu</b>               | <b>155,928</b> | <b>205,799</b> | <b>32.0%</b> | <b>12.2%</b>                 | <b>230,943</b> | <b>12.2%</b> | <b>6.0%</b>                  |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| - Thế giới di động                  | 37,326         | 47,680         | 27.7%        | 15.4%                        | 48,498         | 1.7%         | 3.6%                         | Doanh thu DMX dự kiến giảm trong 2027 do nền so sánh cao khi nhu cầu đã được kích hoạt sớm trong 2026                                                                                                                                                                       |
| - Điện máy xanh                     | 68,297         | 87,821         | 28.6%        | 16.0%                        | 78,844         | -10.2%       | -9.0%                        |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| - Bách Hóa Xanh                     | 46,850         | 66,043         | 41.0%        | 6.5%                         | 98,592         | 49.3%        | 24.7%                        |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| - Khác                              | 3,456          | 4,255          | 23.1%        | -1.1%                        | 5,008          | 17.7%        | -7.0%                        |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                | <b>31,002</b>  | <b>44,532</b>  | <b>43.6%</b> | <b>18.5%</b>                 | <b>49,620</b>  | <b>11.4%</b> | <b>10.0%</b>                 |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Biên LN gộp                         | 20%            | 22%            | +1.8đ%       | 5.6%                         | 21%            | -0.1đ%       | 0.8%                         |                                                                                                                                                                                                                                                                             |

|                                          |              |               |              |              |               |              |              |                                                                                                                                                      |
|------------------------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| - TGDD&DMX                               | 18%          | 20%           | +2.3đ%       | 9.1%         | 19%           | -1.1đ%       | 0.6%         | Chúng tôi kỳ vọng biên gộp 2027 thu hẹp do tỷ trọng iPhone 18 – nhóm sản phẩm có biên thấp – tăng lên so với 1H26.                                   |
| - BHX                                    | 24%          | 25%           | +0.9đ%       | 1.8%         | 25%           | -0.2đ%       | -0.7%        |                                                                                                                                                      |
| Chi phí bán hàng                         | 19,331       | 25,255        | 30.6%        | 10.0%        | 31,140        | 23.3%        | 12.0%        |                                                                                                                                                      |
| Chi phí QLDN                             | 4,596        | 5,755         | 25.2%        | 6.9%         | 5,637         | -2.1%        | -11.9%       | Biên gộp BHX ổn định nhờ nhu cầu thiết yếu bền vững, lượng khách (traffic) cải thiện và xu hướng dịch chuyển sang kênh bán lẻ hiện đại.              |
| &CPBH&QLDN/tổng DT                       | 15%          | 15%           | -0.3đ%       | -2.5%        | 16%           | +0.9đ%       | 0.2%         | Chúng tôi dự báo MWG gia tăng chi phí hỗ trợ bán hàng (khuyến mãi, quảng cáo) nhằm duy trì sức mua                                                   |
| Thu nhập tài chính                       | 3,107        | 4,373         | 40.7%        | 23.9%        | 5,321         | 21.7%        | 26.9%        | Chi phí QLDN được tối ưu hóa trong bối cảnh nhu cầu suy giảm                                                                                         |
| Chi phí tài chính                        | 1,543        | 1,755         | 13.8%        | -10.9%       | 1,614         | -8.1%        | -27.9%       | Tỷ lệ SG&A/doanh thu tăng do các yếu tố trên                                                                                                         |
| - Chi phí lãi vay                        | 1,471        | 1,732         | 17.8%        | -10.9%       | 1,614         | -6.8%        | -27.9%       |                                                                                                                                                      |
| Thu nhập từ LDLK                         | 24           | 43            | 78.1%        | 418.1%       | 64            | 48.6%        | 587.7%       |                                                                                                                                                      |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>              | <b>8,633</b> | <b>16,163</b> | <b>87.2%</b> | <b>56.9%</b> | <b>16,614</b> | <b>2.8%</b>  | <b>35.3%</b> |                                                                                                                                                      |
| Thuế                                     | 1,560        | 2,813         | 80.2%        | 55.3%        | 2,926         | 4.0%         | 42.6%        |                                                                                                                                                      |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>                    | <b>7,034</b> | <b>12,439</b> | <b>76.8%</b> | <b>47.4%</b> | <b>12,228</b> | <b>-1.7%</b> | <b>20.6%</b> | Cao hơn 47%/21% so với dự báo cũ (8,436/10,137 tỷ đồng) cho 2026F/2027F, chủ yếu nhờ DT TB/CH và biên LN gộp mảng TGDD&DMX vượt kỳ vọng.             |
| - TGDD&DMX                               | 5,802        | 9,643         | 66.2%        | 33.1%        | 8,154         | -15.4%       | -0.7%        | LNST riêng của DMX trong 2027 giảm 9% svck, đạt 9.4 nghìn tỷ đồng. LNST thuộc về MWG giảm mạnh hơn do tỷ lệ sở hữu giảm từ 100% xuống ~86% kể từ Q2. |
| - BHX                                    | 569          | 2,062         | 262.6%       | 78.9%        | 3,352         | 62.6%        | 82.2%        |                                                                                                                                                      |
| - Khác (Tài chính HO, An Khang, Avakids) | 663          | 733           | 10.5%        | NA           | 722           | -1.5%        |              |                                                                                                                                                      |

Nguồn: MWG, MBS Research

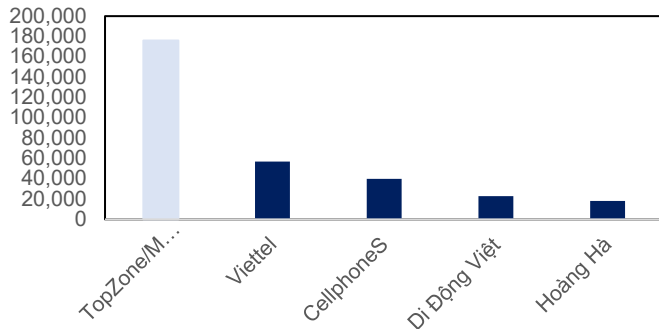
## Triển vọng kinh doanh ICT-CE nửa cuối 2026-2027: lạc quan trong thận trọng

Chúng tôi dự phóng doanh thu chuỗi DMX năm 2026/2027 thay đổi lần lượt +30%/-6% svck, dựa trên các luận điểm sau:

- iPhone 18 Series thúc đẩy doanh số điện thoại.** Apple chính thức ra mắt iPhone 18 Series trong Q3/26 với các phiên bản 18 Pro, 18 Pro Max, iPhone Duo (dòng màn hình gập hoàn toàn mới), 18e và Air. Trong đó, chuỗi Thế Giới Di Động/Topzone ghi nhận khoảng 175-180 nghìn đơn đặt cọc cho hai phiên bản mở bán sớm là iPhone 18 Pro và Pro Max, chiếm hơn 50% thị phần. Sức hút từ thương hiệu Apple được kỳ vọng sẽ thúc đẩy doanh số bán lẻ của MWG trong giai đoạn 2H26-2027. Sang 2027, các phiên bản còn lại gồm iPhone 18 tiêu chuẩn, iPhone 18e và iPhone Air 2 sẽ được mở bán và tiếp tục đóng góp doanh số. Chúng tôi ước tính riêng iPhone 18 Series sẽ đóng góp ~7,000 tỷ đồng doanh thu trong 2H26, gấp hơn 2 lần mức đóng góp của iPhone 17 Series (~3,000 tỷ đồng) cùng kỳ năm trước.
- “Lạm phát Chip” tiếp tục làm tăng giá sản phẩm.** Giá linh kiện điện tử tăng 300% svck, khiến giá bán lẻ sản phẩm điện tử tiêu dùng tăng 15%-20% (theo GfK). Counterpoint dự báo giá chip và bộ nhớ sẽ tiếp tục tăng 15%-20% trong 2027 và chỉ hạ nhiệt 1-2%/năm trong 2028 khi công suất bộ nhớ mới đi vào vận hành, trong bối cảnh chi tiêu đầu tư của các công ty công nghệ Mỹ dự kiến tăng 54% trong 2027 (theo Goldman Sachs). Chúng tôi cho rằng DMX sẽ tiếp tục hưởng lợi nhờ năng lực quản trị tồn kho hiệu quả, kết hợp chính sách “trả chậm” giúp hỗ trợ sức mua.

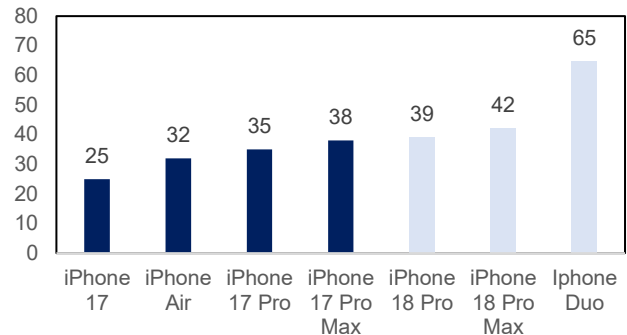
- **Lãi suất và lạm phát cao gây áp lực lên sức mua và hiệu ứng tài sản.** Chúng tôi dự báo tiêu dùng chung sẽ chậm lại từ 2027 khi lạm phát và lãi suất tiếp tục neo cao, khiến (1) các gói vay tiêu dùng phải tăng lãi suất/rút ngắn thời gian ưu đãi; và (2) thị trường bất động sản suy giảm, tác động tiêu cực đến tâm lý tiêu dùng. Theo Bộ Xây dựng, lượng giao dịch bất động sản trong 6T26 giảm 18% svck, trong đó chung cư & nhà ở riêng lẻ giảm 23% và đất nền giảm tới 40%.

**Hình 12: Sản lượng đặt cọc cho đợt mở bán iPhone 18 Pro và Pro Max**



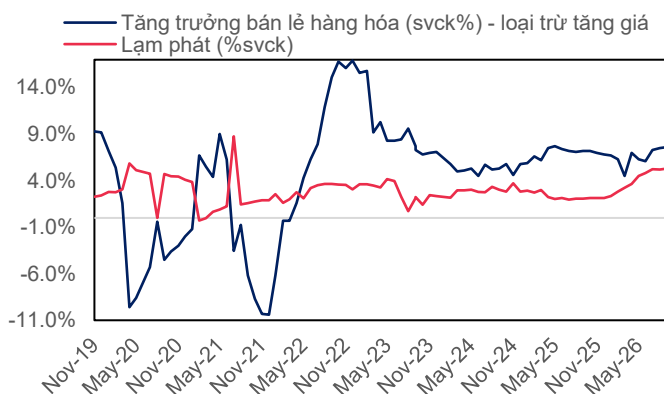
Nguồn: MWG, Báo chí trong nước, MBS Research

**Hình 13: So sánh giá bán iPhone 17 và 18 bản 256GB**



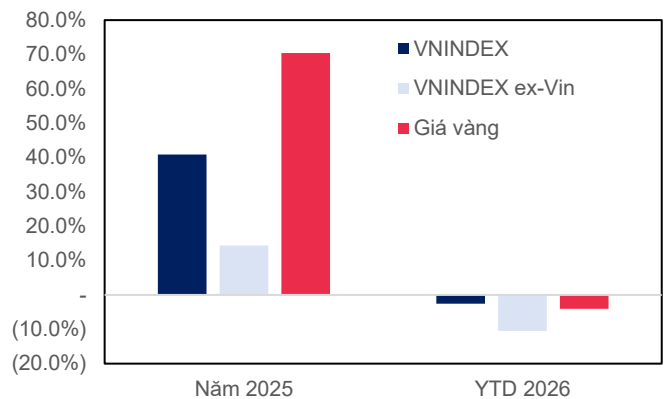
Nguồn: Apple, MBS Research

**Hình 14: Bán lẻ hàng hóa và tác động của lạm phát**



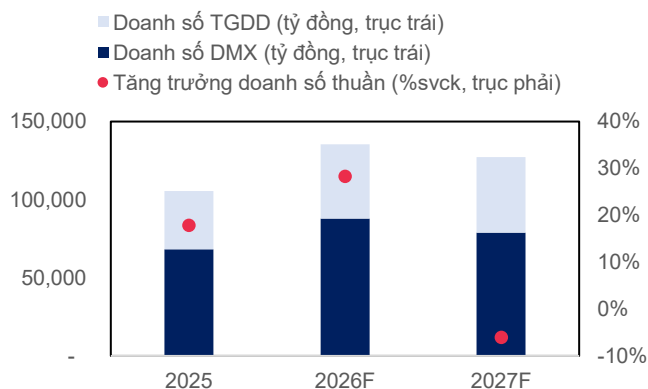
Nguồn: GSO, MBS Research

**Hình 15: Giá tài sản suy giảm tác động tiêu cực đến tiêu dùng**



Nguồn: Findicator, CBRE, MBS Research

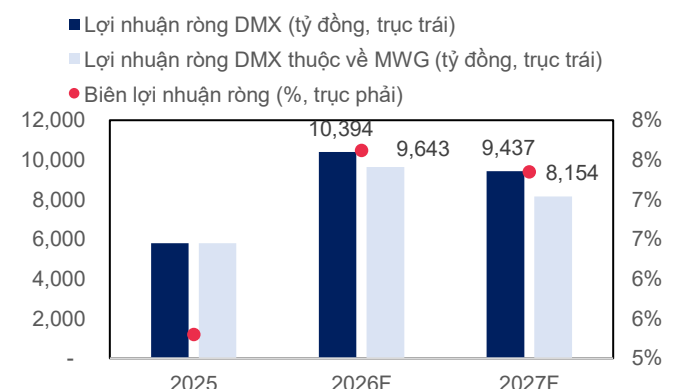
**Hình 16: Doanh thu dự phóng của DMX**



Nguồn: MBS Research

Lưu ý: Doanh thu không bao gồm An Khang và Avakid (thuộc DMX niêm yết từ trước 2026)

**Hình 17: Lợi nhuận ròng và đóng góp vào công ty mẹ MWG**



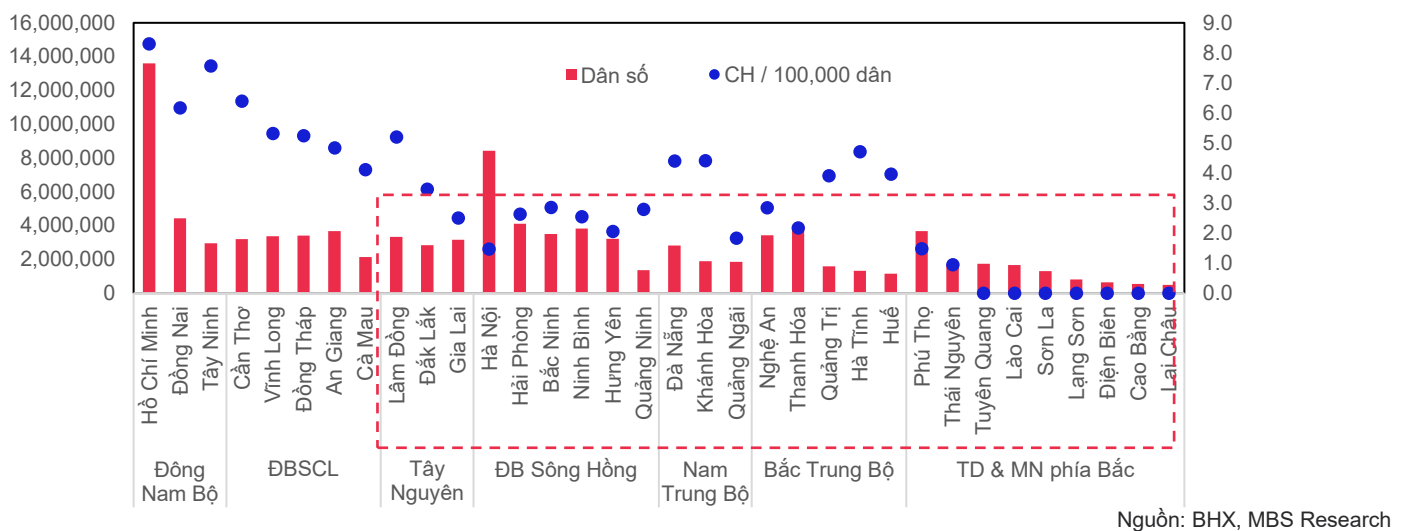
Nguồn: MBS Research

## BHX bước vào giai đoạn tăng trưởng lợi nhuận bền vững, trở thành bệ đỡ cho MWG

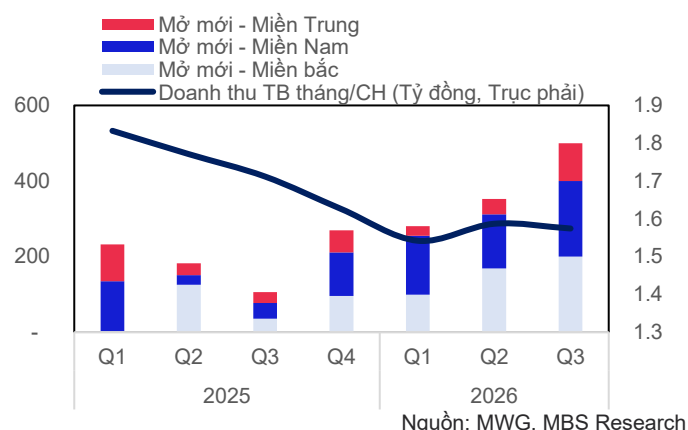
Mô hình “Chợ hiện đại” của BHX ngày càng đóng góp lớn vào kết quả kinh doanh chung, với quy mô liên tục mở rộng và khả năng sinh lời duy trì ở mức cao. Số cửa hàng của chuỗi tăng 46% svck trong Q2/26, trong khi doanh thu trung bình/CH vẫn đạt ~1.68 tỷ đồng/tháng, chỉ giảm 5% svck, cho thấy sự cải thiện tích cực tại các cửa hàng hiện hữu với SSSG ước đạt mức một chữ số. Trong 2H2026/2027, chúng tôi kỳ vọng:

- BHX duy trì tốc độ mở mới tích cực tại miền Bắc và Trung, song song với các tỉnh miền Nam, giúp số cửa hàng tăng 64%/19% svck trong 2026/2027.
- Doanh thu trung bình/CH dự kiến thay đổi -9.7%/+9.7% svck trong 2026/2027, với động lực đến từ (1) các cửa hàng mới tăng trưởng nhanh nhờ đáp ứng đúng nhu cầu của tệp khách hàng bình dân; và (2) các cửa hàng hoạt động trên 1 năm đạt SSSG 6%-8%/năm.
- Chúng tôi dự báo biên LN gộp và tỷ lệ chi phí ổn định nhờ lợi thế quy mô, danh mục hàng khô được cải thiện và xu hướng dịch chuyển sang kênh hiện đại, giúp biên EBIT đạt 3.9%/3.9% trong 2026/2027. Tổng hợp lại, chúng tôi dự phóng LN ròng của chuỗi BHX tăng 263%/63% svck.

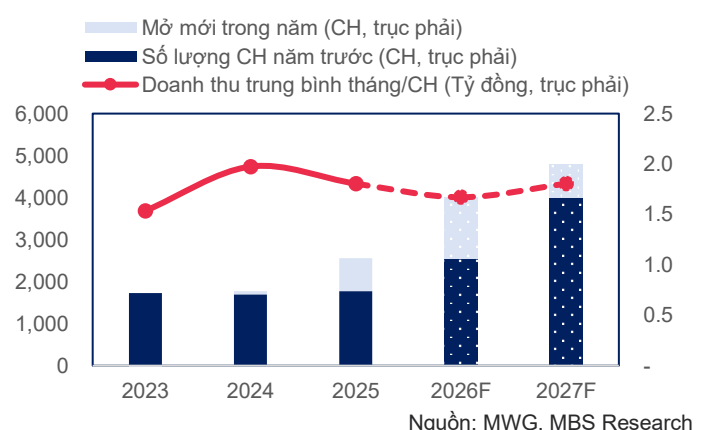
Hình 16: Phân bổ cửa hàng của BHX, tính đến T10-2026



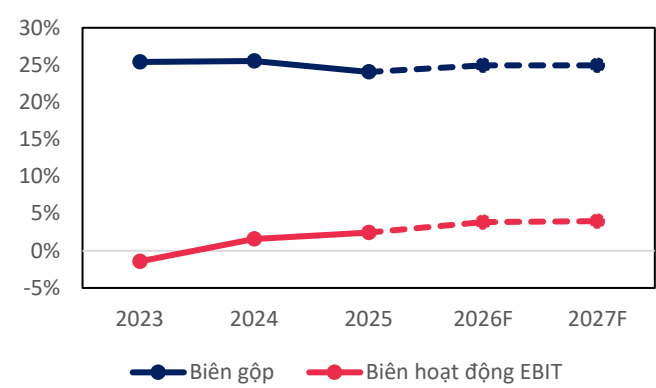
Hình 17: Cơ cấu mở mới cửa hàng BHX tại ba miền trong 2026



Hình 18: Dự báo về cửa hàng và doanh số của BHX

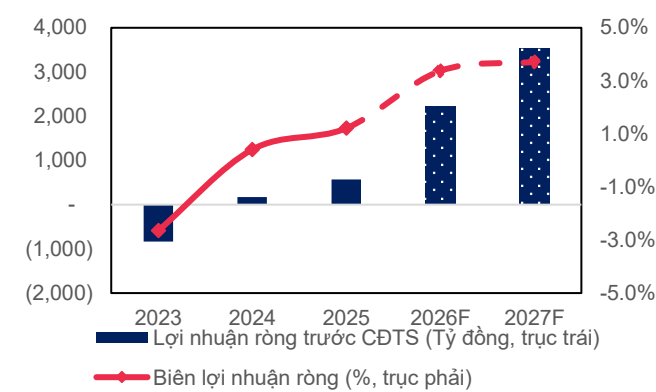


Hình 19: Dự phóng biên lợi nhuận của BHX



Nguồn: MWG, MBS Research

Hình 20: Dự phóng doanh thu và LNST của BHX



Nguồn: MWG, MBS Research

Báo cáo tài chính

| Báo cáo kết quả HĐKD               |               |               |               |                |                | Báo cáo lưu chuyển tiền tệ              |                 |                 |                |                 |                |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-----------------------------------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
|                                    | 31/12/23      | 31/12/24      | 31/12/25      | 31/12/26       | 31/12/27       |                                         | 31/12/23        | 31/12/24        | 31/12/25       | 31/12/26        | 31/12/27       |
| Doanh thu thuần                    | 118,280       | 134,341       | 155,928       | 205,799        | 230,943        | LN trước thuế                           | 690             | 4,826           | 8,633          | 16,163          | 16,614         |
| Giá vốn hàng bán                   | (95,759)      | (106,842)     | (124,926)     | (161,266)      | (181,323)      | Khấu hao                                | 3,351           | 2,913           | 1,891          | 1,469           | 1,638          |
| Lợi nhuận gộp                      | 22,521        | 27,499        | 31,002        | 44,532         | 49,620         | Thuế đã nộp                             | (860)           | (959)           | (1,546)        | (2,882)         | (2,926)        |
| Chi phí quản lý DN                 | (1,168)       | (3,566)       | (4,596)       | (5,755)        | (5,637)        | Các khoản điều chỉnh khác               | (1,580)         | (1,487)         | (2,581)        | (4,142)         | (5,385)        |
| Chi phí bán hàng                   | (20,917)      | (19,850)      | (19,331)      | (25,255)       | (31,140)       | Thay đổi VLĐ                            | 1,835           | 3,224           | (301)          | (4,586)         | 239            |
| LN từ HĐKD                         | 436           | 4,084         | 7,075         | 13,522         | 12,843         | <b>LCTT từ HĐKD</b>                     | <b>3,436</b>    | <b>8,517</b>    | <b>6,096</b>   | <b>6,022</b>    | <b>10,180</b>  |
| EBITDA thuần                       | 3,788         | 6,997         | 8,966         | 14,991         | 14,481         | Đầu tư TSCĐ                             | (523)           | (304)           | (888)          | (1,692)         | (1,023)        |
| <b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>436</b>    | <b>4,084</b>  | <b>7,075</b>  | <b>13,522</b>  | <b>12,843</b>  | Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ              | 31              | 55              | 10             | 2               | -              |
| Thu nhập lãi                       | 2,167         | 2,377         | 3,107         | 4,373          | 5,321          | <b>LCTT từ đầu tư</b>                   | <b>(10,831)</b> | <b>(11,743)</b> | <b>(6,661)</b> | <b>(11,817)</b> | <b>(6,466)</b> |
| Chi phí tài chính                  | (1,556)       | (1,188)       | (1,543)       | (1,755)        | (1,614)        | Thu từ PH CP, nhận góp VCSH             | 0               | 1,772           | 284            | 13,315          | -              |
| Thu nhập ròng khác                 | (357)         | (401)         | (31)          | (21)           | -              | Tiền vay ròng nhận được                 | 8,440           | 1,726           | 2,678          | (5,821)         | 297            |
| TN từ các Cty LK & LD              | -             | (45)          | 24            | 43             | 64             | Dòng tiền từ HĐTC khác                  | (10)            | (9)             | (816)          | (0)             | -              |
| <b>LN trước thuế</b>               | <b>690</b>    | <b>4,826</b>  | <b>8,633</b>  | <b>16,163</b>  | <b>16,614</b>  | Cổ tức, LN đã trả cho CSH               | (731)           | (731)           | (1,478)        | (3,641)         | (3,517)        |
| Thuế TNDN                          | (522)         | (1,092)       | (1,560)       | (2,813)        | (2,926)        | <b>LCTT từ hoạt động TC</b>             | <b>7,700</b>    | <b>2,757</b>    | <b>667</b>     | <b>3,853</b>    | <b>(3,220)</b> |
| Lợi nhuận sau thuế                 | 168           | 3,733         | 7,073         | 13,350         | 13,688         | Tiền & tương đương tiền đầu kì          | 5,061           | 5,366           | 4,897          | 5,000           | 3,058          |
| Lợi ích cổ đông thiểu số           | 0             | 11            | 39            | 912            | 1,460          | LC tiền thuần trong năm                 | 304             | (468)           | 103            | (1,942)         | 494            |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>              | <b>168</b>    | <b>3,722</b>  | <b>7,034</b>  | <b>12,439</b>  | <b>12,228</b>  | <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối</b> | <b>5,366</b>    | <b>4,897</b>    | <b>5,000</b>   | <b>3,058</b>    | <b>3,552</b>   |
| Chi trả cổ tức                     | (731)         | (731)         | (1,478)       | (3,641)        | (3,517)        | <b>Các chỉ số cơ bản</b>                |                 |                 |                |                 |                |
| Lợi nhuận giữ lại                  | (564)         | 2,991         | 5,555         | 8,797          | 8,711          |                                         | 31/12/23        | 31/12/24        | 31/12/25       | 31/12/26        | 31/12/27       |
| <b>Bảng cân đối kế toán</b>        |               |               |               |                |                | Tăng trưởng doanh thu thuần             | -11.3%          | 13.6%           | 16.1%          | 32.0%           | 12.2%          |
| Tiền và tương đương tiền           | 5,366         | 4,897         | 5,000         | 3,058          | 3,552          | Tăng trưởng EBITDA                      | -62.8%          | 84.7%           | 28.1%          | 67.2%           | -3.4%          |
| Đầu tư ngắn hạn                    | 18,937        | 29,324        | 33,874        | 55,274         | 66,038         | Tăng trưởng LN từ HĐKD                  | -93.4%          | 836.1%          | 73.3%          | 91.1%           | -5.0%          |
| Phải thu khách hàng                | 308           | 241           | 253           | 466            | 418            | Tăng trưởng LN trước thuế               | -88.6%          | 599.7%          | 78.9%          | 87.2%           | 2.8%           |
| Hàng tồn kho                       | 21,824        | 22,245        | 27,267        | 34,762         | 35,739         | Tăng trưởng LN ròng                     | -95.9%          | 2119.8%         | 89.0%          | 76.8%           | -1.7%          |
| Tổng tài sản ngắn hạn              | 51,950        | 65,836        | 77,202        | 96,857         | 109,220        | Tăng trưởng EPS                         | -95.9%          | 2119.8%         | 89.0%          | 76.8%           | -1.7%          |
| Tài sản cố định                    | 6,431         | 3,523         | 2,540         | 2,758          | 2,143          |                                         |                 |                 |                |                 |                |
| Xây dựng cơ bản dở dang            | 4             | 25            | 91            | 11             | 11             | Biên LN gộp                             | 19.0%           | 20.5%           | 19.9%          | 21.6%           | 21.5%          |
| BDS đầu tư                         | -             | -             | -             | -              | -              | Biên EBITDA                             | 3.2%            | 5.2%            | 5.7%           | 7.3%            | 6.3%           |
| Đầu tư vào công ty con             | -             | -             | -             | -              | -              | Biên LN ròng                            | 0.1%            | 2.8%            | 4.5%           | 6.5%            | 5.9%           |
| Đầu tư vào công ty LD,LK           | 287           | 242           | 371           | 415            | 479            | ROAE                                    | 0.7%            | 14.5%           | 23.1%          | 30.9%           | 23.5%          |
| Các khoản đầu tư dài hạn           | 1,438         | 812           | 3,742         | 5,075          | 5,172          | ROAA                                    | 0.3%            | 5.7%            | 9.2%           | 14.1%           | 12.3%          |
| Tổng tài sản dài hạn               | 8,161         | 4,601         | 6,744         | 8,259          | 7,805          | ROIC                                    | 0.2%            | 6.1%            | 9.8%           | 15.9%           | 12.8%          |
| <b>Tổng tài sản</b>                | <b>60,111</b> | <b>70,438</b> | <b>83,946</b> | <b>105,116</b> | <b>117,025</b> |                                         |                 |                 |                |                 |                |
|                                    |               |               |               |                |                | Vòng quay tài sản                       | 2.0             | 2.1             | 2.0            | 2.2             | 2.1            |
| Vay & nợ ngắn hạn                  | 19,129        | 27,300        | 29,931        | 24,110         | 24,407         | Cổ tức chi trả/LN ròng                  | 436.1%          | 19.6%           | 21.0%          | 29.3%           |                |
| Phải trả người bán                 | 7,927         | 9,180         | 13,114        | 16,987         | 17,934         | Tổng nợ vay/VCSH                        | 107.5%          | 97.1%           | 90.2%          | 45.3%           |                |
| Phải trả ngắn hạn khác             | 3,710         | 5,836         | 7,725         | 10,262         | 10,755         | Nợ vay ròng/VCSH                        | 3.5%            | -24.6%          | -27.0%         | -64.3%          | -71.2%         |
| Tổng nợ ngắn hạn                   | 30,765        | 42,316        | 50,770        | 51,359         | 53,097         | Nợ vay ròng/Tổng tài sản                | 1.3%            | -9.8%           | -10.7%         | -32.6%          |                |
| Vay & nợ dài hạn                   | 5,985         | -             | -             | -              | -              | Khả năng thanh toán lãi vay             | 0.3             | 3.6             | 4.8            | 7.8             | 8.0            |
| Các khoản phải trả khác            | 1             | -             | -             | 494            | 494            |                                         |                 |                 |                |                 |                |
| Tổng Nợ dài hạn                    | 5,986         | -             | -             | 494            | 494            | Số ngày phải thu                        | 0.7             | 0.7             | 0.6            | 0.6             | 0.7            |
| <b>Tổng nợ</b>                     | <b>36,752</b> | <b>42,316</b> | <b>50,770</b> | <b>51,853</b>  | <b>53,590</b>  | Số ngày nắm giữ hàng tồn kho            | 90.4            | 75.3            | 72.8           | 70.8            | 71.5           |
|                                    |               |               |               |                |                | Số ngày phải trả tiền bán               | 31.3            | 28.8            | 32.1           | 33.6            | 34.7           |
| Vốn điều lệ                        | 14,634        | 14,622        | 14,697        | 14,697         | 14,697         |                                         |                 |                 |                |                 |                |
| Thặng dư vốn cổ phần               | 558           | 558           | (153)         | (153)          | (153)          | Khả năng thanh toán ngắn hạn            | 1.7             | 1.6             | 1.5            | 1.9             | 2.1            |
| Cổ phiếu quỹ                       | (10)          | (8)           | (12)          | (13)           | (13)           | Khả năng thanh toán nhanh               | 0.8             | 0.8             | 0.8            | 1.1             | 1.3            |
| LN giữ lại                         | 8,160         | 12,582        | 18,068        | 33,039         | 42,315         | Khả năng thanh toán tiền mặt            | 0.8             | 0.8             | 0.8            | 1.1             |                |
| Các quỹ thuộc VCSH                 | 4             | 2             | -             | -              | -              |                                         |                 |                 |                |                 |                |
| Vốn chủ sở hữu                     | 23,346        | 27,758        | 32,600        | 47,570         | 56,847         | <b>Định giá</b>                         |                 |                 |                |                 |                |
| Lợi ích cổ đông thiểu số           | 13            | 364           | 576           | 5,693          | 6,588          | EPS                                     | 114             | 2,522           | 4,766          | 8,429           | 8,286          |
| Tổng vốn chủ sở hữu                | 23,360        | 28,122        | 33,176        | 53,263         | 63,434         | BVPS                                    | 15,820          | 18,810          | 22,091         | 32,236          | 38,522         |
| <b>Tổng nợ và VCSH</b>             | <b>60,111</b> | <b>70,438</b> | <b>83,946</b> | <b>105,116</b> | <b>117,025</b> | P/E                                     | 658.3           | 29.7            | 15.7           | 8.9             | 9.0            |
|                                    |               |               |               |                |                | P/B                                     | 4.7             | 4.0             | 3.4            | 2.3             | 1.9            |

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

|         |                                                                 |
|---------|-----------------------------------------------------------------|
| MUA     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên                   |
| NẮM GIỮ | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% |
| BÁN     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%                    |

### Khuyến nghị đầu tư ngành

|              |                                                                                               |
|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| KHẢ QUAN     | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền      |
| TRUNG LẬP    | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| KÉM KHẢ QUAN | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền     |

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

**Giám đốc Khối Nghiên cứu**

*Trần Thị Khánh Hiền*

**Trưởng phòng**

*Nguyễn Tiến Dũng*