

Vài nét về doanh nghiệp

MWG là doanh nghiệp bán lẻ sở hữu các chuỗi thegioididong, Điện Máy Xanh và Bách Hóa Xanh. Doanh nghiệp chuyên cung cấp điện thoại, đồ điện tử, kinh doanh đồ tươi sống và FMCG.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu	77.105
Tiềm năng tăng giá	28%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	7%
Tỷ suất sinh lời	35%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bán lẻ
Thị giá (21/03/2025)	60.3
Biến động 1 năm	38.30 – 70.00
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	7.988.727
Vốn hóa (Tỷ đồng)	88.127
P/E	23,6x
P/B	3,1x
%NN sở hữu	46,03%

Diễn biến giá



	3T	6T	12T
MWG	6,1%	4,6%	7,0%
VNindex	3,3%	-9,1%	34,6%

Tỷ lệ sở hữu

Chủ tịch và người liên quan	4,91%
Quỹ ngoại	46,03%

Chuyên viên phân tích

Ngô Lê Nhật Hạ

ninh@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

TĂNG TỐC SAU GIAI ĐOẠN TÁI CẤU TRÚC

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **77.105 đồng/cp**, nhờ triển vọng phục hồi của mảng ICT và chuỗi Bách Hóa Xanh bước vào giai đoạn thu lãi.

CẬP NHẬT KQKD:

Lũy kế 2024, MWG đạt doanh thu kỷ lục 134.341 tỷ đồng (+13,6% svck) và LNST 3.733 tỷ đồng (gấp 22 lần năm 2023), vượt xa kế hoạch nhờ tái cấu trúc hiệu quả và biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 22%. Mảng ICT (bao gồm TGDĐ + ĐMX) đóng góp 89.500 tỷ đồng (66,6% tổng doanh thu, +7% svck) dù giảm 221 cửa hàng. Mảng FMCG ghi nhận 41.000 tỷ đồng (+30% svck), chiếm 30,6% tổng doanh thu, đạt hòa vốn từ tháng 6 và bắt đầu có lãi. BHX tăng trưởng nhờ cải thiện chất lượng điểm bán, duy trì DT/CH/tháng đạt 1,94 tỷ (+25% svck).

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

BHX tiếp tục là động lực tăng trưởng chính

Nền kinh tế năm 2025 tăng trưởng mạnh với GDP dự kiến 6,5-7% và thu nhập bình quân đầu người vượt 5.000 USD, thúc đẩy sức mua của người tiêu dùng, đặc biệt với các mặt hàng thiết yếu (chiếm 80-90% doanh thu của BHX). Do đó, dự kiến BHX hưởng lợi từ nhu cầu cao đối với thực phẩm tươi sống và đồ uống dinh dưỡng, đồng thời mở rộng mạnh mẽ với kế hoạch thêm 200-400 cửa hàng và đẩy mạnh doanh thu trực tuyến.

Tiềm năng mở rộng thị phần mảng ICT nhờ đón đầu xu hướng điện máy

Sau năm 2024, thị trường thiết bị gia dụng sẽ tăng trưởng mạnh nhờ nhu cầu cao đối với các thiết bị thông minh, trong khi smartphone và laptop dần bão hòa. MWG hiện đang dẫn đầu doanh thu từ thiết bị gia dụng, chiếm 53% tổng doanh thu năm 2024 nhờ chiến lược mở rộng mạnh mẽ vào mảng điện máy trong giai đoạn trước. Với nền tảng vững chắc và danh mục sản phẩm đa dạng, MWG có lợi thế cạnh tranh đáng kể và được kỳ vọng sẽ tiếp tục mở rộng thị phần trong thời gian tới.

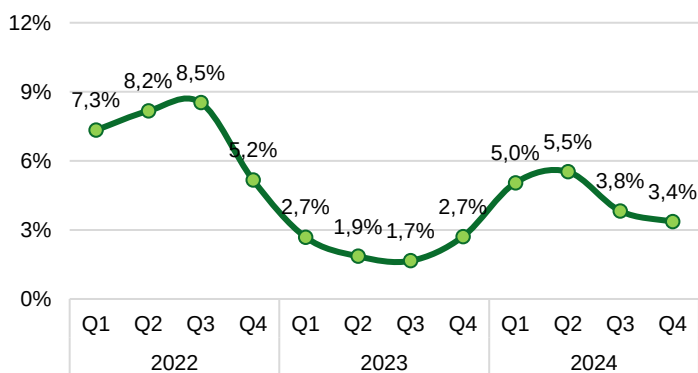
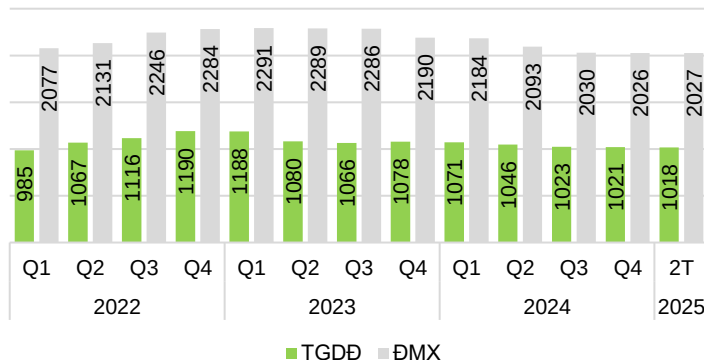
MWG giảm áp lực chi phí khấu hao từ năm 2025

MWG mở rộng mạnh giai đoạn 2020-2022 để chiếm đóng thị phần, tuy nhiên chiến lược này cũng làm gia tăng áp lực chi phí, đặc biệt là khấu hao tài sản. Từ 2023, khi quá trình mở rộng chậm lại, dễ thấy số dư tài sản ròng suy giảm nhanh chóng khi nhiều cửa hàng dần hết thời gian khấu hao. Dự kiến đến 2025, khoảng 800 cửa hàng hoàn tất chu kỳ này, giúp MWG tiết kiệm 900 tỷ đồng, cải thiện biên lợi nhuận và tối ưu chi phí vận hành.

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024	2025F	2026F
DTT (tỷ đồng)	133.405	118.280	134.341	151.916	174.309
+/- yoy (%)	8,50%	-11,34%	13,58%	28,44%	14,74%
LNST (tỷ đồng)	4.102	168	3.733	4.517	5.903
+/- yoy (%)	-16,32%	-95,91%	2124,46%	20,99%	30,69%
TS LN ròng(%)	3,07%	0,14%	2,78%	2,97%	3,39%
ROE (%)	17,14%	0,72%	13,28%	16,21%	17,48%
EPS (đồng)	2.810	115	2.546	3.084	4.030

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2024 & 2T25
Điện máy xanh & Thế giới di động

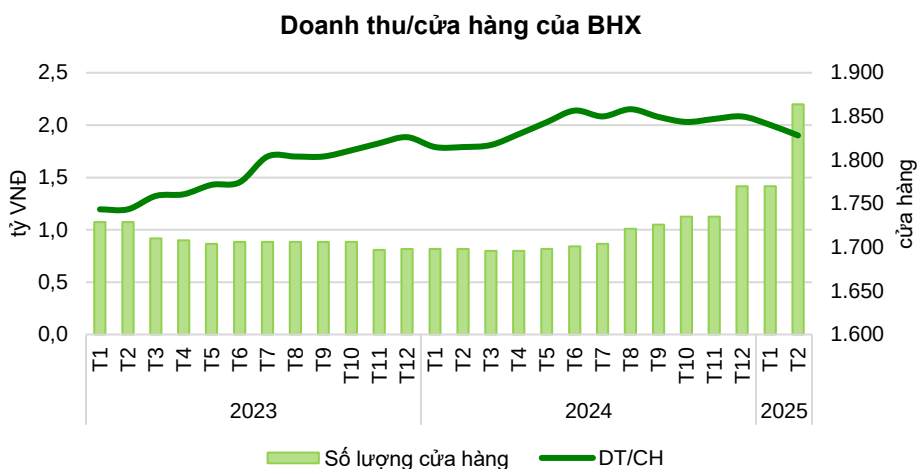
- Lũy kế 2024, doanh thu hai chuỗi đạt 89,6 nghìn tỷ đồng (+7,3% svck), trong đó ĐMX đóng góp chính với tăng trưởng 7,7%, còn TGDĐ đạt tăng trưởng 6,5% nhờ sức mua từ iPhone mới. Biên LNST toàn chuỗi đạt 2,66% (+136 đvb svck) do giá bán các sản phẩm điện thoại và laptop cải thiện, trong khi gia tăng tỷ trọng đóng góp của thiết bị gia dụng với biên lợi nhuận tốt hơn.
- Lũy kế 2 tháng đầu năm 2025, mảng ICT tăng trưởng 13%, trong đó TGDĐ tăng mạnh 23% svck, nhờ iPhone 16 chính thức bước vào giai đoạn sản xuất hàng loạt, tạo động lực thúc đẩy doanh số.
- MWG thực hiện chiến lược "giảm lượng, tăng chất", đóng hơn 200 cửa hàng để nâng cao chất lượng điểm bán và tối ưu hiệu suất. Số cửa hàng Thegioididong.com cuối năm 2024 duy trì ở mức 935. Bách Hóa Xanh ghi nhận tăng trưởng doanh thu trên cùng cửa hàng (SSSG) 30% nhờ cải thiện trải nghiệm khách hàng và tần suất mua sắm, tạo đà cải thiện hiệu quả kinh doanh. Hợp tác chặt chẽ với Apple giúp mở rộng thị phần sản phẩm Apple, với số cửa hàng Topzone tăng lên 86.
- Dù thị trường ICT tăng trưởng chậm hoặc suy giảm nhẹ và còn nhiều thách thức, MWG vẫn duy trì đà tăng trưởng doanh thu và thị phần nhờ chiến lược tái cấu trúc hợp lý, tập trung vào chất lượng và hiệu suất. Công ty đặt mục tiêu tăng thêm hơn 4.000 tỷ đồng doanh thu trong năm 2025, dù điều kiện thị trường dự báo không thuận lợi, tiếp tục hướng tới mở rộng và củng cố vị thế.

Biên LNST mảng ICT của MWG

Số lượng cửa hàng của MWG


Nguồn: MWG, VCBS tổng hợp

Bách Hóa Xanh

- Năm 2024, BHX ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể với doanh thu đạt khoảng 41.108 tỷ đồng (+30% svck) và đóng góp 30,6% vào tổng doanh thu của MWG. Tăng trưởng doanh thu trên mỗi cửa hàng (SSSG) đạt 30%, với doanh thu bình quân đạt 1,94 tỷ đồng/tháng, (+26% svck). Đặc biệt, lũy kế cả năm, BHX đã ghi lãi ròng 103 tỷ. Việc đạt lợi nhuận dương sau giai đoạn tái cấu trúc là một bước tiến quan trọng, phản ánh những cải thiện trong hoạt động kinh doanh và tối ưu vận hành, tạo cơ sở cho sự phát triển trong tương lai.
- 2T25, BHX đã mở mới được 94 cửa hàng, nâng tổng số lên 1.864 cửa hàng, đồng thời duy trì đà tăng trưởng doanh thu 16% svck, đạt 7.087 tỷ đồng, với doanh thu bình quân mỗi cửa hàng ổn định ở mức 2 tỷ đồng/tháng. Điều này cho thấy hiệu quả hoạt động vẫn được đảm bảo dù tốc độ mở mới đã cải thiện.



Nguồn: MWG, VCBS tổng hợp

Các chuỗi khác:

- **An Khang:** Vào cuối năm 2024, chuỗi nhà thuốc An Khang còn lại 326 cửa hàng, giảm 201 cửa hàng so với đầu năm. Việc thu hẹp quy mô là một phần trong chiến lược điều chỉnh hoạt động, giúp công ty tập trung vào các khu vực có tiềm năng cao hơn nhằm tối ưu hóa hiệu quả kinh doanh. Động thái này phản ánh những thách thức trong quá trình mở rộng nhanh chóng trước đó, khi chi phí vận hành gia tăng nhưng chưa đạt được hiệu quả kinh tế theo quy mô như kỳ vọng. Bên cạnh đó, áp lực cạnh tranh từ các chuỗi lớn như Long Châu cũng gia tăng đáng kể, ảnh hưởng đến thị phần của An Khang. Lũy kế cả năm 2024, chuỗi ghi nhận khoản lỗ 346 tỷ đồng, tương đương với mức lỗ của cùng kỳ năm trước.
- **Era Blue:** EraBlue đã mở rộng mạnh mẽ tại thị trường Indonesia, nâng tổng số cửa hàng lên 87, tăng 49 cửa hàng so với đầu năm. Với chiến lược phát triển tập trung, EraBlue đạt mức tăng trưởng doanh thu trên 50% và lần đầu tiên ghi nhận lợi nhuận cả năm. Mặc dù lũy kế cả năm 2024, EraBlue vẫn ghi nhận khoản lỗ khoảng 44,6 tỷ đồng, nhưng chuỗi đã có sự cải thiện đáng kể khi bắt đầu có lãi từ quý 2. Trong nửa cuối năm 2024 (2H24), EraBlue đạt lợi nhuận sau thuế 2,57 tỷ đồng. Công ty đang tập trung xây dựng lợi thế cạnh tranh trong dịch vụ sau bán hàng như giao hàng nhanh, lắp đặt và hỗ trợ bảo hành, đồng thời tối ưu chi phí vận hành để cải thiện biên lợi nhuận. MWG kỳ vọng EraBlue tiếp tục giữ vững vị thế là nhà bán lẻ điện máy hàng đầu tại Indonesia và đóng góp lợi nhuận cho tập đoàn trong tương lai.

TRIỂN VỌNG NGÀNH

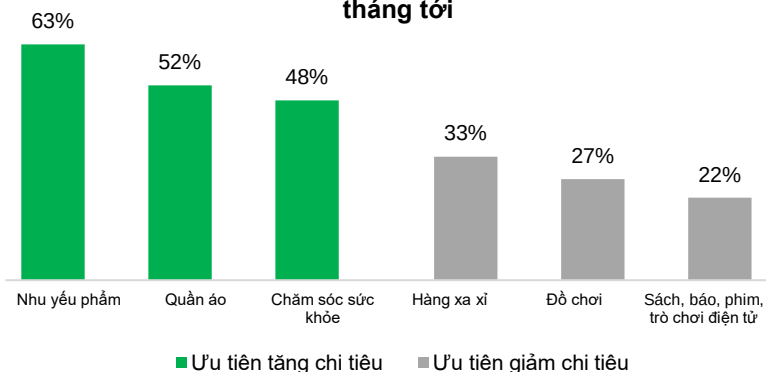
Ngành FMCG

Tăng trưởng tiêu dùng tập trung vào ngành hàng thiết yếu

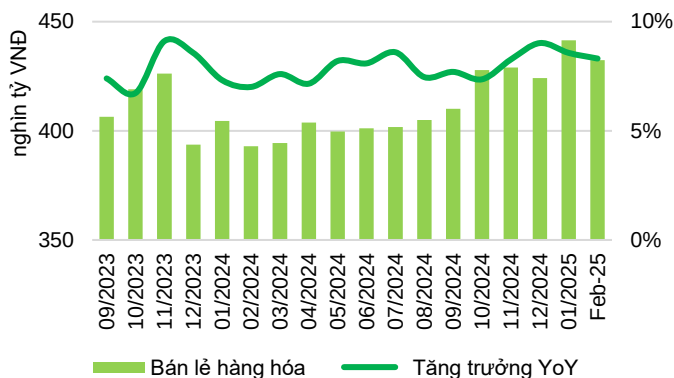
Thị trường FMCG Việt Nam đang trên đà hồi phục với quy mô doanh thu dự kiến đạt 350 tỷ USD vào năm 2025. Sau giai đoạn phục hồi hậu COVID, doanh thu FMCG đã vượt mức trước đại dịch, với mức tăng 9,6% trong năm 2022 so với 2019 và cao hơn 17,5% so với năm 2021. Đà tăng trưởng tiếp tục sang 2023 với mức tăng 10,3% so với cùng kỳ năm trước, nhờ nhu cầu cao ở các mặt hàng thiết yếu và lạm phát đẩy giá bán lên. Dự báo, tốc độ tăng trưởng CAGR của FMCG sẽ vào khoảng 6–7% trong năm 2025, và lĩnh vực bán lẻ (bao gồm FMCG) sẽ duy trì mức tăng trưởng 12%/năm từ 2024 đến 2029. Các phân khúc tăng trưởng mạnh nhất gồm đồ uống (+6,2%), thực phẩm chế biến sẵn (+5,4%), trong khi chi tiêu cho thực phẩm chức năng và sản phẩm chăm sóc sức khỏe có thể tăng tới 12% trong 2025.

Sự thay đổi trong kênh bán lẻ FMCG diễn ra rõ nét, với chợ truyền thống dần thu hẹp, giảm từ 65% xuống còn 50% vào năm 2025. Ngược lại, siêu thị mini và cửa hàng tiện lợi mở rộng nhanh chóng, tăng từ 25% lên 32%, đáp ứng nhu cầu mua sắm nhanh và tiện lợi của người tiêu dùng. Đáng chú ý, thương mại điện tử FMCG bùng nổ mạnh mẽ, dự kiến chiếm 11% tổng doanh số vào năm 2025, phản ánh xu hướng chuyển dịch sang kênh mua sắm trực tuyến.

Khảo sát xu hướng tiêu dùng Việt Nam trong 12 tháng tới



Chi tiêu bán lẻ hàng hóa



Nguồn: PwC

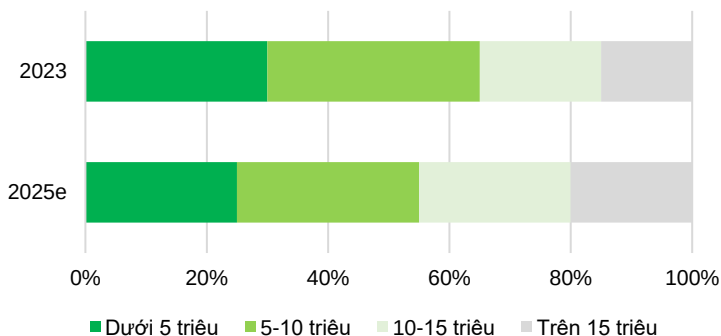
Nguồn: FiinPro

Ngành ICT

Giá bán trung bình tăng giúp bù đắp sự chững lại của sản lượng.

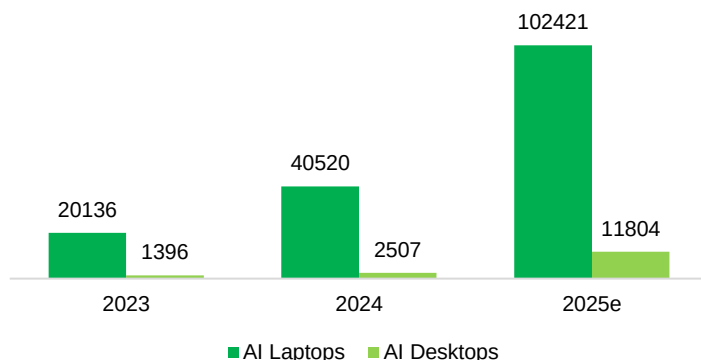
Thị trường điện thoại thông minh tại Việt Nam đang tiệm cận bão hòa với hơn 61 triệu người dùng, thuộc top 10 thế giới. Sau giai đoạn chững lại, doanh số smartphone năm 2024 đạt ~4 tỷ USD, với 21,4 triệu máy bán ra. Sang năm 2025, quy mô thị trường dự kiến đạt ~4,1 tỷ USD, tăng trưởng 1-3%/năm, nhờ vào nhu cầu nâng cấp thiết bị, sự phổ biến của 5G, AI, và các tính năng mới như camera AI, màn hình gập, pin cải tiến. Phân khúc trung cấp dự kiến sôi động do người dùng muốn sở hữu điện thoại tầm trung với công nghệ cao (5G, sạc nhanh), trong khi chính sách thuế 0% giúp giá smartphone nhập khẩu cạnh tranh hơn.

Phân khúc giá Smartphone và xu hướng người dùng



Nguồn: Counterpoint Market, Statista, VCBS ước tính

Sản lượng máy tính tích hợp AI



Nguồn: Gartner, VCBS tổng hợp

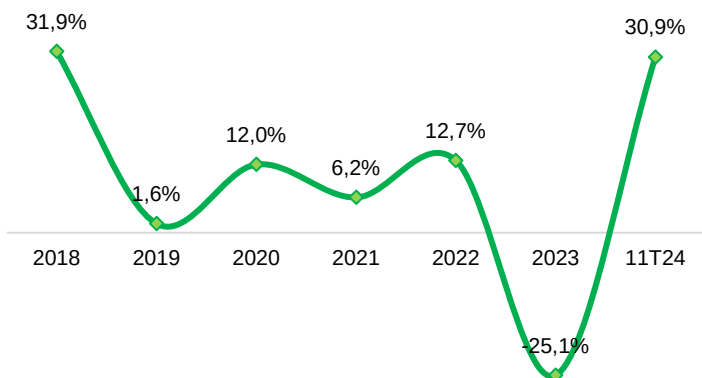
Thị trường laptop tại Việt Nam đang dần phục hồi sau giai đoạn suy giảm do ảnh hưởng của đại dịch, với quy mô dự kiến đạt 1,2 tỷ USD vào năm 2025, tăng trưởng 4-5%/năm. Động lực chính đến từ chu kỳ nâng cấp thiết bị khi Windows 10 ngừng hỗ trợ và sự bùng nổ của AI trên PC, đặc biệt là các mẫu laptop tích hợp AI với chip

NPU tăng tốc (Qualcomm Snapdragon X, AMD Ryzen AI), thu hút người dùng văn phòng và sáng tạo nội dung. IDC và Gartner dự báo đến năm 2025, 50-60% laptop mới trên thị trường sẽ có tích hợp AI ở mức độ nào đó. Bên cạnh đó, chi tiêu CNTT doanh nghiệp và xu hướng chuyển đổi số, khi 46% doanh nghiệp Việt Nam đã số hóa một phần, sẽ tiếp tục đảm bảo mức tăng trưởng ổn định cho thị trường laptop trong thời gian tới, bất chấp sự cạnh tranh từ máy tính bảng và điện thoại màn hình lớn.

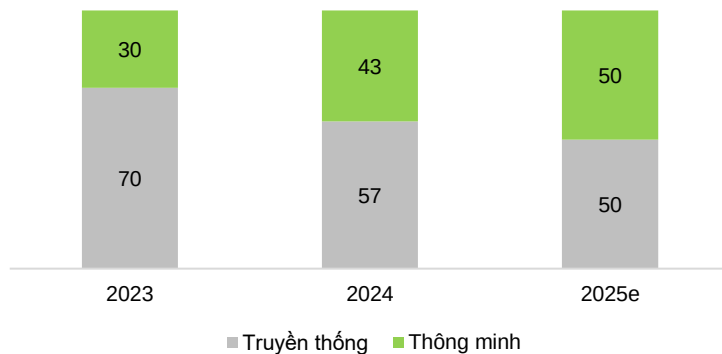
Ngành thiết bị gia dụng tại Việt Nam có tiềm năng tăng trưởng tốt nhờ dân số đông và quá trình đô thị hóa. Trong năm 2024, thị trường đồ gia dụng đạt 43.000 tỷ VND, tăng 31%, với 53% doanh số đến từ sản phẩm AI & IoT. Quy mô thị trường 2025 dự kiến đạt 8,6 - 9 tỷ USD, tăng trung bình 5,15%/năm, với sự bùng nổ của đồ gia dụng thông minh (tủ lạnh, máy giặt, điều hòa có kết nối AI). Năm 2025, dự báo đồ gia dụng thông minh tiếp tục tăng trưởng khoảng 11%, do dư địa thị trường còn lớn. Hiện tại, tỷ lệ kết nối IoT trên đầu người ở Việt Nam còn rất thấp (chỉ 0,2 thiết bị/người). Khi giá các sản phẩm thông minh ngày càng dễ chịu (giá chỉ cao hơn 15-30% so với đồ thường và khoảng cách đang thu hẹp), dự kiến nhiều gia đình sẽ nâng cấp lên thiết bị gia dụng thông minh trong 2025, góp phần thúc đẩy tăng trưởng ngành.

Nhờ đó, tổng thị trường điện tử tiêu dùng (ICT và điện máy) của Việt Nam được kỳ vọng tăng 4,3% trong năm 2025, với tăng trưởng chính đến từ điện máy.

Tốc độ tăng trưởng của thiết bị gia dụng thông minh



So sánh tỷ trọng thiết bị gia dụng thông minh với truyền thống



Nguồn: NIQ/GfK, VCBS ước tính

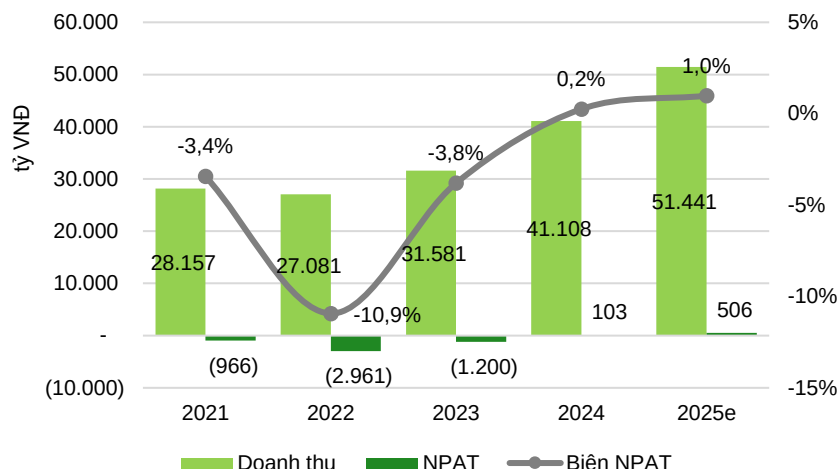
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

BHX tiếp tục là động lực tăng trưởng chính

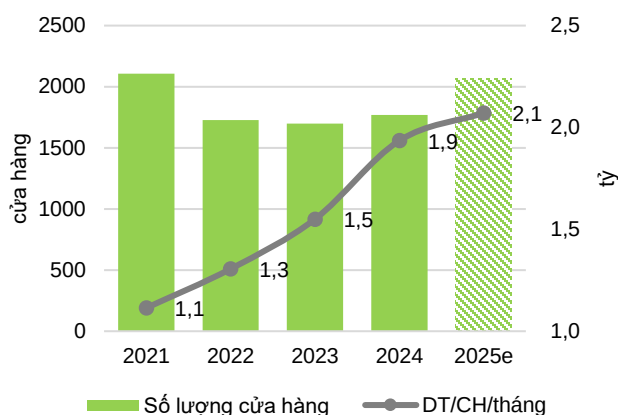
Bối cảnh kinh tế năm 2025 với GDP dự kiến tăng 6,5-7% và thu nhập bình quân đầu người vượt 5.000 USD sẽ thúc đẩy sức mua của người tiêu dùng. Tuy nhiên, lạm phát 4-5% khiến 70% khách hàng tập trung chi tiêu vào các mặt hàng thiết yếu – nhóm sản phẩm chiếm 80-90% doanh thu của BHX, trong đó thực phẩm tươi sống và sữa dự kiến tăng trưởng 4,1%/năm đến 2028. Bách Hóa Xanh (BHX) hưởng lợi từ đà tăng trưởng của ngành FMCG, đặc biệt trong mảng thực phẩm tươi sống và đồ uống dinh dưỡng. Với xu hướng thương mại điện tử ngày càng phát triển, kênh online dự kiến chiếm 11% doanh số FMCG vào năm 2025, tạo cơ hội để BHX đẩy mạnh doanh thu trực tuyến lên 300% thông qua nền tảng Bachhoaxanh.com – hiện thuộc Top 10 sàn TMĐT Việt Nam. Song song đó, BHX đặt mục tiêu mở thêm 200-400 cửa hàng mới, tập trung chủ yếu ở miền Trung và miền Nam. Tính đến tháng

2/2025, BHX đã mở thêm 79 cửa hàng mới, cho thấy tốc độ mở rộng mạnh mẽ. Doanh thu dự kiến tăng thêm 11.000 tỷ đồng trong năm 2025, với mục tiêu lợi nhuận 500 tỷ đồng. Tuy nhiên, áp lực cạnh tranh từ siêu thị mini, cửa hàng tiện lợi và thương mại điện tử đòi hỏi BHX phải tối ưu chuỗi cung ứng và phát triển mô hình bán lẻ đa kênh. Nếu tận dụng tốt quá trình số hóa và xu hướng tiêu dùng hàng nội địa, BHX có thể duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định, khẳng định vị thế trên thị trường FMCG đầy tiềm năng nhưng cũng không ít thách thức.

Chỉ tiêu lợi nhuận của BHX



Số lượng cửa hàng BHX

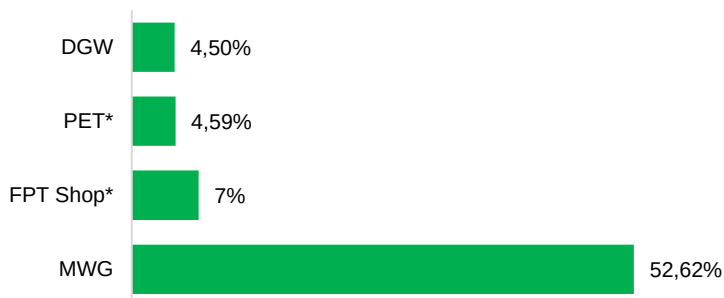


Nguồn: MWG, VCBS ước tính

Tiềm năng mở rộng thị phần trong mảng ICT nhờ đón đầu xu hướng điện máy

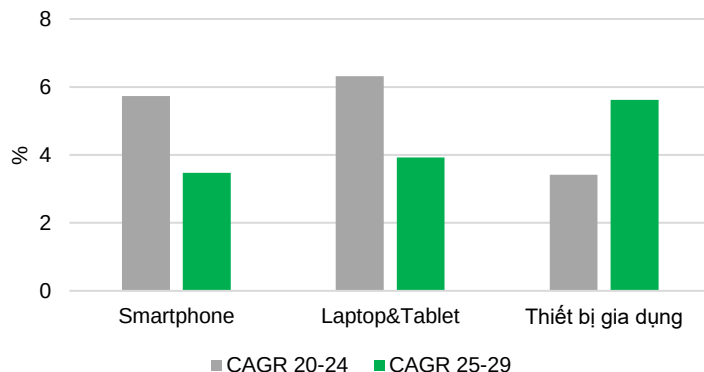
Sau năm 2024, thị trường thiết bị gia dụng được dự báo sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ nhờ nhu cầu ngày càng cao đối với các thiết bị thông minh, trong bối cảnh thị trường smartphone và laptop dần đạt đến điểm bão hòa. Người tiêu dùng có xu hướng đầu tư nhiều hơn vào các thiết bị gia dụng hiện đại, tích hợp công nghệ tiên tiến nhằm nâng cao trải nghiệm sống và tối ưu hóa hiệu suất sử dụng trong gia đình.

Tỷ trọng đóng góp của doanh thu điện máy trên tổng doanh thu ICT, 2024



Nguồn: Bản tin IR các doanh nghiệp, VCBS ước tính *

So sánh tốc độ tăng trưởng trước và sau 2024 tại Việt Nam



Nguồn: IDC, Statista, VCBS ước tính

Trong lĩnh vực phân phối ICT, MWG hiện là doanh nghiệp dẫn đầu về tỷ trọng doanh thu từ thiết bị gia dụng, chiếm khoảng 53% tổng doanh thu trong năm 2024. Đáng chú ý, tỷ trọng này đã liên tục gia tăng trong những năm gần đây, phản ánh chiến

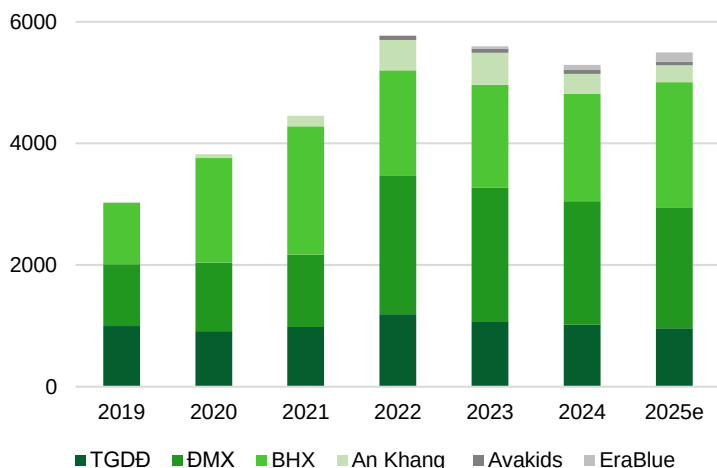
lược mở rộng mạnh mẽ vào mảng điện máy của công ty. Nhờ đón đầu xu hướng này từ sớm, MWG không chỉ củng cố vị thế trên thị trường mà còn sở hữu lợi thế cạnh tranh đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành. Mảng ICT của MWG được kỳ vọng sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng vượt trội, thậm chí có thể mở rộng thị phần trong thời gian tới.

MWG giảm áp lực chi phí khấu hao từ năm 2025

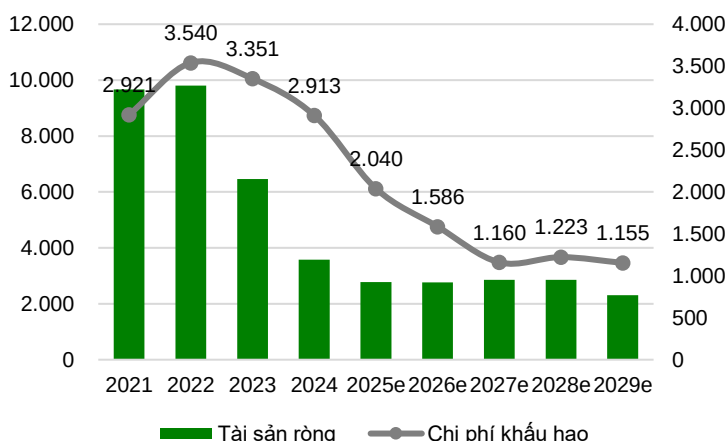
Từ năm 2019, MWG đã đẩy mạnh mở rộng hệ thống cửa hàng nhằm nhanh chóng gia tăng độ phủ và củng cố vị thế trên thị trường. Đặc biệt, trong giai đoạn 2020-2022, tốc độ mở mới diễn ra mạnh mẽ, với trung bình khoảng 900 cửa hàng được bổ sung mỗi năm. Chiến lược này không chỉ giúp doanh nghiệp mở rộng quy mô mà còn thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và nâng cao lợi thế cạnh tranh trong ngành bán lẻ.

Tuy nhiên, quá trình mở rộng nhanh chóng cũng kéo theo áp lực chi phí lớn, đặc biệt là khấu hao tài sản cố định từ việc đầu tư vào cơ sở vật chất và trang thiết bị. Dễ nhận thấy, từ năm 2023, khi MWG ngừng mở rộng, tài sản ròng suy giảm đáng kể do nhiều cửa hàng dần hết thời gian khấu hao. Dự kiến trong năm 2025, khoảng 800 cửa hàng sẽ hoàn tất chu kỳ này, giúp doanh nghiệp tiết giảm khoảng 900 tỷ đồng chi phí khấu hao. Điều này không chỉ cải thiện biên lợi nhuận mà còn tạo dư địa tài chính để MWG tối ưu vận hành, nâng cao trải nghiệm khách hàng và tiếp tục phát triển hệ thống một cách bền vững.

Số lượng cửa hàng của MWG



Chi phí khấu hao ước tính của MWG



Nguồn: MWG, VCBS ước tính

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Dựa trên kết quả kinh doanh khả quan của 2024, chúng tôi đưa ra giả định trong dự phóng MWG trong bảng sau:

	2024	2025F	+/-	Giả định
Doanh thu thuần	134.341	151.916	13%	
- TGDD + DMX	89.606	96.373	8%	Doanh thu cải thiện do giảm số lượng CH đóng trong khi hưởng lợi từ giá bán trung bình sản phẩm cao hơn 10-15%.
- BHX	41.108	51.441	25%	Doanh thu trung bình/CH đạt 2,07 tỷ đồng/tháng với 300 cửa hàng mở mới trong năm

- Khác	3.627	4.102	13%	Kỳ vọng An Khang sẽ cải thiện DT/CH tăng 10% svck sau quá trình tái cấu trúc
Lợi nhuận sau thuế	3.733	4.517	21%	
Biên LNST	2,78%	2,97%	+19 bps	
- TGDĐ + ĐMX	2,67%	4,31%	+164 bps	Chi phí vận hành giảm sau tái cấu trúc, đẩy mạnh kênh bán hàng online
- BHX	0,25%	0,98%	+73 bps	Biên LNST cải thiện do giảm khoảng 400 tỷ chi phí khấu hao từ các tài sản hết khấu hao
- An Khang	-11,20%	-5,00%	+620 bps	Cải thiện biên LNST trong quá trình ổn định và vận hành sau tái cấu trúc
Số cửa hàng	2024	2025F		
- TGDĐ	1.021	961	-60	
- ĐMX	2.026	1.976	-50	
- BHX	1.770	2.070	300	

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **77.105 đồng/cp**, tương đương với P/E fwd 2025 đạt 25x dựa trên phương pháp chiết khấu FCFF và phương pháp so sánh với tỷ trọng 50/50.

Giả định tính toán hệ số chiết khấu:

Chi phí VCSH = 12,59% theo CAPM ($R_f = 2,71\%$, Risk premium = 8,35%, beta = 1,07)

Chi phí vay = 4,0%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 10,42 %

Định giá bằng FCFF:

FCFF	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	5.602	7.238	8.162	8.957	10.068
Thuế	(48)	(56)	(67)	(65)	(81)
Khấu hao	2.913	2.040	1.586	1.160	1.223
Capex	(304)	(1.240)	(1.572)	(1.262)	(1.216)
Thay đổi WC	(745)	(797)	801	(574)	1.170
FCFF	7.419	7.185	8.910	8.217	11.163

NPV giai đoạn 2025-2029F	31.843
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn ($g=3\%$)	104.769
Tổng giá trị doanh nghiệp	136.612
Cộng: Tiền mặt	5.366
Trừ: Vay nợ ròng	(25.114)
Giá trị VCSH	116.797
Số lượng CPLH (tr.cp)	1.462.244
Giá mục tiêu (đồng/cp)	79.875

Thông số tính toán:

P/E trung bình ngành bán lẻ: 24,6x

Định giá bằng phương pháp so sánh

Dựa trên dự báo rằng BHX sẽ đạt lợi nhuận trong năm nay, chúng tôi áp dụng phương pháp so sánh hệ số P/E toàn công ty nhằm cung cấp một đánh giá định giá hợp lý và so sánh với các công ty tương đồng trong ngành.

STT	Mã CK	Doanh thu LTM (tỷ VNĐ)	P/E LTM	P/B LTM	P/S LTM
1	MWG	89.443	24,0x	3,2x	0,7x
2	MSN	99.822	36,3x	3,3x	1,2x
3	DGW	8.734	19,6x	2,9x	0,4x
4	PSD	658	8,0x	1,1x	0,1x
5	TGT US	1.190.736	13,0x	3,2x	0,5x
6	WMT US	9.868.386	34,3x	7,5x	1,0x
7	COST US	17.016.702	52,5x	15,6x	1,5x
8	ERAA IJ	8.989	5,1x	0,7x	0,1x
Trung bình			24,1x	4,9x	0,7x
EPS forward 2025 (đồng/cp)			3.084		
Giá mục tiêu (đồng/cp)			74.336		

Tổng hợp định giá theo 2 phương pháp, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu MWG là 77.105 đồng (upside 28%), giữ nguyên khuyến nghị theo Báo cáo triển vọng 2025.

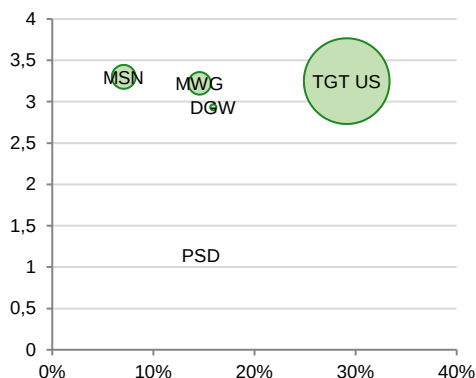
	Định giá	Đóng góp
Phương pháp so sánh	74.336	50%
FCFF	79.875	50%
Tổng hợp	77.105	100%

RỦI RO ĐẦU TƯ

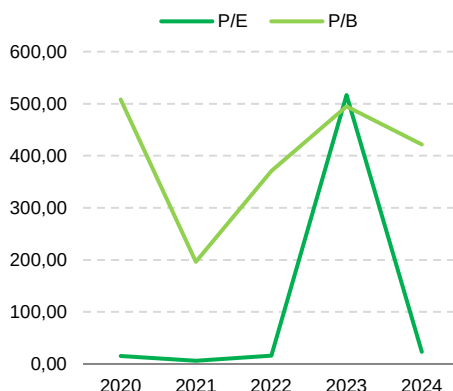
- Sự suy giảm sức mua hoặc bất ổn kinh tế có thể ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu dùng, đặc biệt là các sản phẩm điện tử và điện máy có giá trị cao.
- BHX không tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ như kì vọng.

ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI

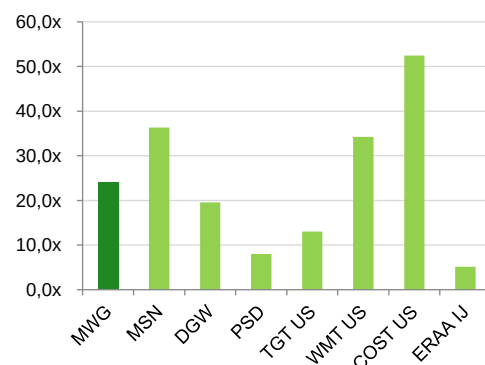
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá

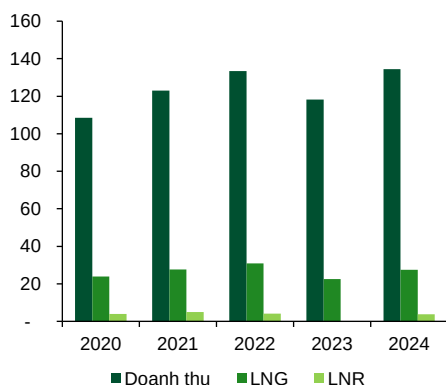


P/E ngành

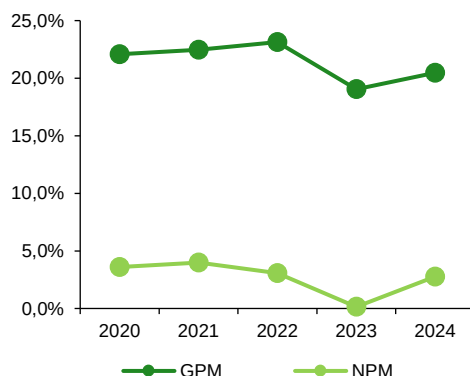


KẾT QUẢ KINH DOANH

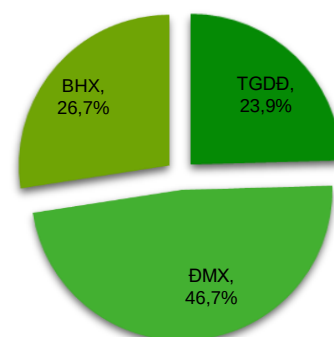
Doanh thu và Lợi nhuận



Biên lợi nhuận

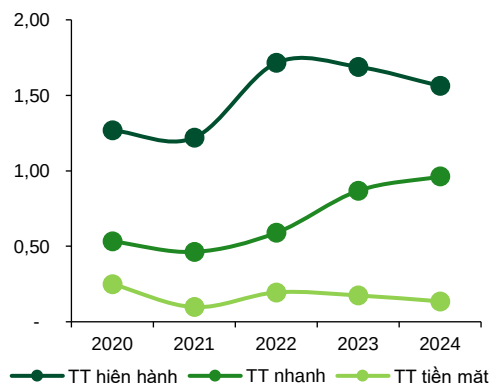


Cơ cấu doanh thu

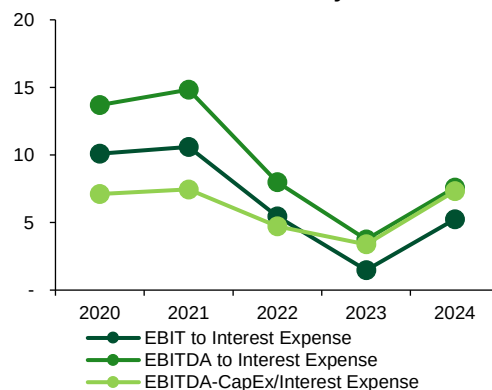


SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH

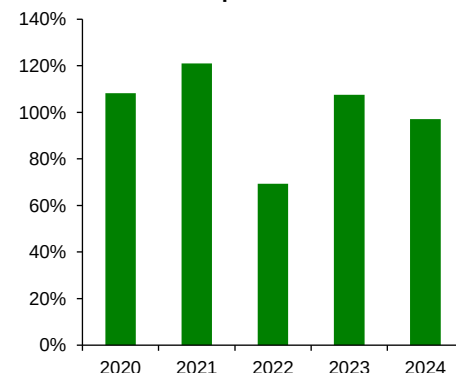
Khả năng thanh toán



Thanh toán lãi vay



Nợ/VCSH



BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: triệu đồng

Kết quả kinh doanh	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	134.341	151.916	174.309	196.642	223.949
- Giá vốn hàng bán	106.842	119.948	137.057	154.845	176.802
Lợi nhuận gộp	27.499	31.968	37.252	41.797	47.146
- Chi phí bán hàng	19.850	24.220	28.389	31.802	36.132
- Chi phí quản lí DN	3.566	3.099	3.090	3.665	4.238
Lợi nhuận HDKD	4.084	4.648	5.773	6.330	6.776
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	25	102	118	133	151
- Lợi nhuận khác	-1.904	-1.125	-1.093	-289	290
EBIT	5.963	5.602	7.238	8.162	8.957
- Chi phí lãi vay	1.137	1.040	1.279	1.060	945
LNTT	4.826	4.563	5.959	7.101	8.012
- Thuế TNDN	1.092	46	55	57	73
LNST	3.733	4.517	5.903	7.045	7.939
- Lợi ích CĐTS	11	4	6	7	8
LNST CĐ CT Mẹ	3.722	4.513	5.898	7.038	7.932
EPS (đ)	2.546	3.084	4.030	4.810	5.420
EBITDA	7.642	8.824	9.322	10.180	11.222
Tăng trưởng	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	13,6%	28,4%	14,7%	12,8%	13,9%
LN HDKD	836,1%	965,5%	24,2%	9,7%	7,1%
LN Hợp nhất	2124,5%	2591,5%	30,7%	19,3%	12,7%
LNST	2119,8%	2591,5%	30,7%	19,3%	12,7%
EBIT	179,0%	162,1%	29,2%	12,8%	9,7%
EPS	2113,9%	2581,6%	30,7%	19,3%	12,7%
Tổng tài sản	16,8%	2,9%	12,5%	9,8%	8,1%
Nợ vay	8,7%	1,8%	-3,6%	-10,8%	-21,5%
VCSH	20,4%	19,3%	21,2%	20,8%	19,4%
Khả năng sinh lời	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Tỷ suất LNG	20,5%	21,0%	21,4%	21,3%	21,1%
Tỷ suất LNST	2,8%	3,0%	3,4%	3,6%	3,5%
ROE DuPont	14,5%	17,1%	19,2%	18,9%	17,7%
ROA DuPont	5,7%	7,1%	9,0%	9,7%	10,0%
Tỷ suất EBIT	4,4%	3,7%	4,2%	4,2%	4,0%
LNTT / LNST	77,4%	99,0%	99,1%	99,2%	99,1%
LNTT / EBIT	80,9%	81,4%	82,3%	87,0%	89,4%
Vòng quay TTS	2,1	2,4	2,7	2,7	2,8
Đòn bẩy tài chính	2,5	2,4	2,1	2,0	1,8
ROIC	7,2%	8,6%	10,6%	11,6%	12,3%
Hiệu quả hoạt động	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Số ngày tồn kho	11,8	10,9	10,1	8,4	7,0
Số ngày phải thu	75,3	69,8	67,9	65,5	61,7
Số ngày phải trả	29,1	27,3	28,6	29,2	29,1
Luân chuyển tiền	57,9	53,4	49,4	44,7	39,7
COGS/Hàng tồn kho	4,8	4,8	5,2	5,3	5,8
An toàn tài chính	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
TT hiện hành	1,56	1,28	1,44	1,64	1,92
TT nhanh	0,96	0,63	0,74	0,84	1,01
TT tiền mặt	0,14	0,07	0,20	0,29	0,42
Nợ / Tài sản	0,39	0,41	0,35	0,29	0,21
Nợ / Vốn sử dụng	0,49	0,48	0,42	0,35	0,26
Nợ / Vốn CSH	0,97	0,92	0,73	0,54	0,35
Khả năng TT lãi vay	5,24	5,39	5,66	7,70	9,47

Cân đối kế toán	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tài sản					
+ Tiền	5.366	3.057	8.760	12.351	16.603
+ ĐTTT ngắn hạn	18.937	28.524	28.524	28.524	28.524
+ Phải thu	2.394	4.904	4.776	4.310	4.295
+ Hàng tồn kho	21.824	24.737	26.285	29.272	30.517
+ Khác	3.429	3.425	3.930	4.433	5.049
Tài sản ngắn hạn	51.950	64.647	72.274	78.890	84.987
+ Tài sản dài hạn	20.170	20.465	22.038	23.299	24.515
+ Khấu hao lũy kế	13.708	17.692	19.278	20.438	21.661
+ Tài sản dài hạn	6.462	2.774	2.760	2.861	2.854
+ ĐTTT dài hạn	469	281	281	281	281
+ Khác	1.230	667	766	864	984
Tài sản dài hạn	8.161	3.722	3.806	4.005	4.119
Tổng Tài sản	60.111	69.698	77.409	84.225	90.435
Nợ & VCSH					
+ Phải trả (ngắn)	7.927	9.859	11.640	13.151	15.016
+ Vay ngắn hạn	19.129	26.764	24.656	20.785	14.851
+ Khác	3.710	6.400	7.343	8.284	9.434
Nợ ngắn hạn	30.765	43.023	43.639	42.220	39.301
+ Vay dài hạn	5.985	-1.197	0	1.197	2.394
+ Phải trả dài hạn	1	0	0	0	0
Nợ dài hạn	5.986	-1.197	0	1.197	2.394
Tổng nợ	36.752	41.826	43.639	43.417	41.695
+ Vốn điều lệ	14.634	14.634	14.634	14.634	14.634
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
+ Thặng dư	558	558	558	558	558
+ LN giữ lại	8.154	12.667	18.565	25.603	33.534
+ Lợi ích CĐTS	13	13	13	13	13
Vốn chủ sở hữu	23.360	27.872	33.770	40.808	48.740
Tổng nguồn vốn	60.111	69.698	77.409	84.225	90.435
Lưu chuyển tiền	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	5.061	5.366	3.057	8.760	12.351
LNST	168	4.513	5.898	7.038	7.932
+ Khấu hao lũy kế	3.351	2.040	1.586	1.160	1.223
+ Điều chỉnh	-804	561	-98	-98	-120
+ Thay đổi VLĐ	1.835	-797	801	-574	1.170
Tiền từ HDKD	4.550	6.317	8.187	7.527	10.205
+ Thanh lý TSCĐ	31	0	0	0	0
+ Mua sắm TSCĐ	-523	-1.240	-1.572	-1.262	-1.216
+ Đầu tư ròng	0	0	0	0	0
+ Khác	-11.454	0	0	0	0
Tiền từ HĐĐT	-11.946	-1.240	-1.572	-1.262	-1.216
+ Cổ tức đã trả	-731	0	0	0	0
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	70.374	-536	-2.109	-3.871	-5.934
+ Nợ dài hạn	-61.933	-7.182	1.197	1.197	1.197
+ Khác	0	0	0	0	0
Tiền từ HĐTC	7.700	-7.718	-912	-2.674	-4.737
Lưu chuyển tiền	305	-2.641	5.703	3.591	4.252
Tiền cuối năm	5.366	3.057	8.760	12.351	16.603

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 12 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Ngô Lê Nhật Hạ

Chuyên viên phân tích cao cấp

nlha@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>