

BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP · NGÀNH BÁN LẺ

MWG HOSE

# CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động

Chu kỳ tăng trưởng mới sau tái cấu trúc — Bách Hóa Xanh bước vào giai đoạn gặt hái

KHUYẾN NGHỊ

MUA

GIÁ MỤC TIÊU (12T)

106.000

đ/cp

TIỀM NĂNG TĂNG GIÁ

+47,2%

Giá hiện tại 72.000 đ/cp (14/08/2026) · Cổ tức tiền mặt kỳ vọng 2.000 đ/cp · Tổng mức sinh lời kỳ vọng ~50%



+29,4%

Tăng trưởng  
doanh thu 6T/2026



+91%

Tăng trưởng  
LNST 6T/2026



22,2%

Biên LN gộp Q2/2026  
(kỳ lục)



~27%

ROE dự phóng  
2026



## TỔNG QUAN NHANH



### +29,4%

Tăng trưởng doanh thu  
6T/2026



### +91%

Tăng trưởng LNST  
6T/2026



### 22,2%

Biên LN gộp Q2/2026  
(kỷ lục)



### 9,3x

P/E dự phóng  
2026

## THÔNG TIN GIAO DỊCH

|                              |                      |                           |                 |
|------------------------------|----------------------|---------------------------|-----------------|
| Sàn niêm yết                 | <b>HOSE</b>          | Vốn hóa (tỷ đ)            | <b>~106.300</b> |
| SLCP lưu hành (triệu cp)     | <b>1.475,8</b>       | Giá cao nhất 52 tuần (đ)  | <b>94.400</b>   |
| GTGD BQ 3 tháng (tỷ đ/phiên) | <b>~350–450</b>      | Giá thấp nhất 52 tuần (đ) | <b>~58.000</b>  |
| Sở hữu nước ngoài            | <b>Kín room ~49%</b> | Beta                      | <b>1,01</b>     |
| P/E trượt 4 quý (x)          | <b>~10,7</b>         | P/B hiện tại (x)          | <b>~2,9</b>     |
| EPS trượt 4 quý (đ)          | <b>~6.700</b>        | ROE dự phóng 2026         | <b>~26,9%</b>   |

KHUYẾN NGHỊ

### MUA

GIÁ MỤC TIÊU (12T)

### 106.000đ

GIÁ HIỆN TẠI

### 72.000đ

UPSIDE

### +47,2%

Ghi chú: Giá mục tiêu theo phương pháp kết hợp P/E – DCF – SOTP (chi tiết Mục 6). Nguồn: HOSE, giá đóng cửa phiên 14/08/2026, TPS Research ước tính.

## NỘI DUNG BÁO CÁO



**1.**  
Luận điểm đầu tư



**2.**  
Tổng quan doanh nghiệp



**3.**  
KQKD Q2 & 6T/2026



**4.**  
Phân tích mảng kinh doanh



**5.**  
Dự phóng 2026–2027



**6.**  
Mô hình định giá



**7.**  
Phân tích kỹ thuật



**8.**  
Rủi ro đầu tư



**9.**  
Đề xuất đầu tư & giải ngân

## 1. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Lợi nhuận lập đỉnh lịch sử, chu kỳ tăng trưởng mới đã được xác nhận.** Quý 2/2026, MWG ghi nhận doanh thu thuần 48.751 tỷ đồng (+29,6% svck) và LNST hợp nhất 3.355 tỷ đồng (+102,4% svck) — mức lợi nhuận theo quý cao nhất trong lịch sử hoạt động của công ty. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2026, doanh thu đạt 95.213 tỷ đồng (+29%) và LNST đạt 6.112 tỷ đồng (+91%), tương đương hoàn thành 52% kế hoạch doanh thu và 66% kế hoạch lợi nhuận cả năm. Sau 7 tháng, doanh thu ước đạt 111.394 tỷ đồng (60% kế hoạch 185.000 tỷ đồng), và ban lãnh đạo đánh giá khả năng cán đích lợi nhuận cả năm sớm 2–3 tháng.

**Biên lợi nhuận mở rộng là động lực cốt lõi, không chỉ nhờ tăng doanh thu.** Biên lợi nhuận gộp Q2/2026 đạt 22,2% (so với 20,1% cùng kỳ), trong khi biên lợi nhuận ròng đạt 6,9% — cao nhất từ trước đến nay. Đây là kết quả trực tiếp của quá trình tái cấu trúc 2023–2024 (đóng cửa hàng kém hiệu quả, tinh gọn nhân sự, tối ưu hóa logistics) tiếp tục thấm thấu vào kết quả kinh doanh, trong khi chi phí bán hàng tăng chậm hơn tốc độ tăng doanh thu.

**Bách Hóa Xanh chuyển từ "câu chuyện kỳ vọng" sang "cỗ máy lợi nhuận".** Chuỗi bách hóa đạt doanh thu 28.300 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2026 (+25% svck), riêng quý 2 tăng 31%, ước lãi gần 910 tỷ đồng. Điểm nhấn quan trọng nằm ở chất lượng tăng trưởng: 632 cửa hàng mở mới trong năm 2026 đã ghi nhận lợi nhuận dương ngay ở cấp độ cửa hàng (sau chi phí kho vận) — minh chứng mô hình nhân rộng đã "chín" và có thể áp dụng thành công tại miền Trung, miền Bắc.

**IPO Điện Máy Xanh mở khóa giá trị, bổ sung nguồn lực tài chính đáng kể.** CTCP Đầu tư Điện Máy Xanh (bao gồm Thế Giới Di Động, Điện Máy Xanh, TopZone và EraBlue) đã hoàn tất IPO và niêm yết trên HOSE, huy động thành công khoảng 13.300 tỷ đồng. Sự kiện này không chỉ bổ sung tiền mặt cho tập đoàn mà còn thiết lập một mức định giá tham chiếu theo thị trường cho tài sản cốt lõi — tạo tiền lệ quan trọng cho khả năng định giá lại (re-rating) chuỗi Bách Hóa Xanh trong tương lai.

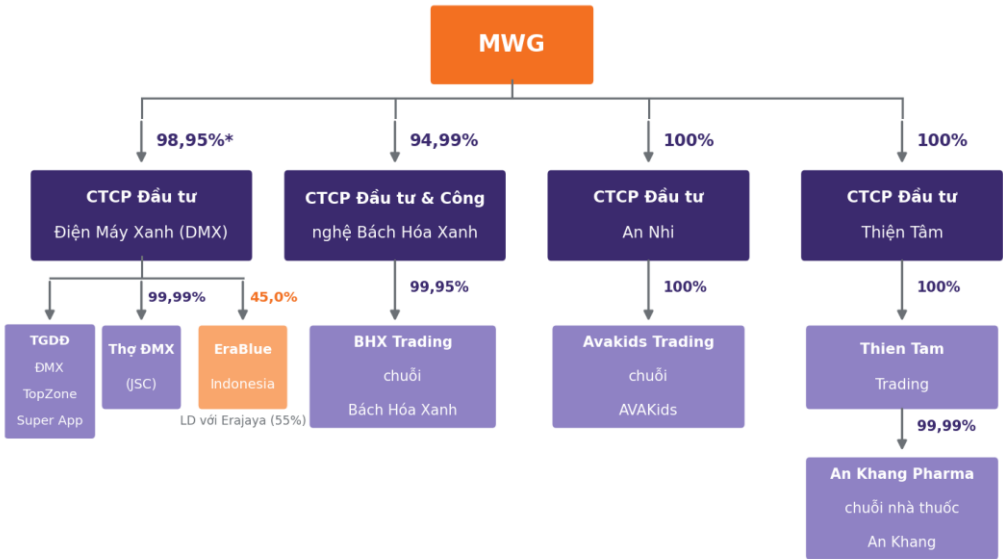
**EraBlue — "ngôi sao đang lên" tại thị trường Indonesia.** Liên doanh bán lẻ điện máy tại Indonesia ghi nhận doanh thu 6 tháng đầu năm 2026 đạt khoảng 2.800 tỷ đồng (+92% svck), tăng trưởng doanh thu cùng cửa hàng (SSSG) đạt +17%, và LNST tăng 154%, đồng thời đã xóa hết lỗ lũy kế. Ban lãnh đạo đặt mục tiêu mở rộng lên 500 cửa hàng vào đầu năm 2027 và 1.000 cửa hàng trước năm 2030.

**Định giá đã chiết khấu về vùng hấp dẫn sau nhịp điều chỉnh của thị trường.** Cổ phiếu MWG đã điều chỉnh khoảng 22–24% từ vùng đỉnh 94.400 đồng (tháng 2/2026) về mức 72.000 đồng hiện tại, bất chấp kết quả kinh doanh liên tục vượt kỳ vọng thị trường. Điều này đưa P/E dự phóng năm 2026 về khoảng 9,3 lần — thấp hơn đáng kể so với trung bình 5 năm của chính MWG (khoảng 20 lần) cũng như so với trung vị các doanh nghiệp bán lẻ cùng khu vực, trong khi ROE dự phóng vẫn duy trì ở mức cao khoảng 27%.

2. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

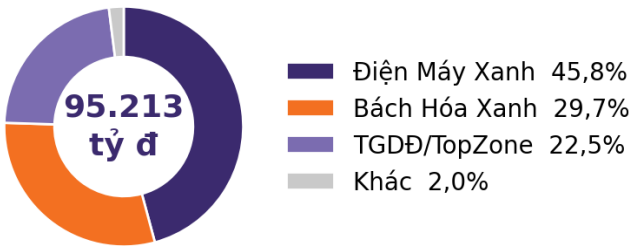
CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động (MWG) là tập đoàn bán lẻ đa ngành lớn nhất Việt Nam, vận hành hệ sinh thái gồm: chuỗi Thế Giới Di Động/TopZone (điện thoại, thiết bị số), Điện Máy Xanh (điện máy gia dụng), Bách Hóa Xanh (thực phẩm – FMCG), nhà thuốc An Khang, AVAKids (mẹ & bé), liên doanh EraBlue tại Indonesia, cùng các đơn vị hậu mãi – lắp đặt – logistics.

Cơ cấu sở hữu hệ sinh thái MWG



Nguồn: MWG. (\*) Tỷ lệ trước IPO; sau chào bán ~15% và niêm yết HOSE 2026, sở hữu của MWG tại DMX còn ~85% — mô hình định giá dùng tỷ lệ sau IPO. Sở hữu hiệu dụng: BHX ~94,9%; An Khang, AVAKids ~100%; EraBlue 45% qua DMX.

Cơ cấu doanh thu hơn nhất 6T/2026 theo mảng kinh doanh (%)



Nguồn: BCTC MWG, TPS Research tổng hợp

Quy mô mạng lưới (cuối tháng 7/2026)

**Hệ sinh thái số:** Super App đạt 18,9 triệu thành viên (+1 triệu so với đầu năm); kênh online + Super App mang về hơn 7.000 tỷ đồng trong 6T/2026, tương đương ~11% doanh thu nhóm Điện Máy Xanh — nền tảng dữ liệu khách hàng là lợi thế cạnh tranh dài hạn khó sao chép.

| Chuỗi                          | Số điểm bán | Ghi chú                                               |
|--------------------------------|-------------|-------------------------------------------------------|
| Bách Hóa Xanh                  | 3.378       | Mở mới 632 CH trong 6T/2026; trung bình ~117 CH/tháng |
| Điện Máy Xanh                  | 2.002       | Chuỗi đóng góp doanh thu lớn nhất (~45–46%)           |
| Thế Giới Di Động (gồm TopZone) | 1.005       | Dẫn đầu thị phần bán lẻ ICT                           |
| Nhà thuốc An Khang             | 420         | Đang tối ưu, hướng tới điểm hòa vốn bền vững          |
| EraBlue (Indonesia)            | 283         | Mục tiêu 500 CH đầu 2027, 1.000 CH trước 2030         |
| AVAKids                        | 95          | Doanh thu đi ngang, tập trung tối ưu chi phí          |
| Tổng cộng                      | 7.183       | Trong đó ~6.900 điểm bán tại Việt Nam                 |

Nguồn: MWG, TPS Research tổng hợp. Bách Hóa Xanh mở mới 632 cửa hàng trong 6T/2026, trung bình ~117 CH/tháng.

Cơ cấu cổ đông & dòng vốn ngoại

| Cổ đông                                    | Tỷ lệ sở hữu    | Ghi chú                                                                                             |
|--------------------------------------------|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Công ty TNHH Tư vấn Đầu tư Thế Giới Bán Lẻ | 10,44%          | Cổ đông lớn nhất; pháp nhân 100% vốn của Chủ tịch Nguyễn Đức Tài (số liệu cuối 2025)                |
| Ông Nguyễn Đức Tài (trực tiếp)             | 2,20%           | Đăng ký mua thêm 1 triệu cp (31/07–28/08/2026) nâng sở hữu lên 2,264% — mua vào đúng vùng đáy 1 năm |
| Nhóm Dragon Capital                        | ~4,96%          | Cuối 2025 còn là cổ đông lớn >5%; đầu 2026 đã bán ~1,84 triệu cp, xuống dưới ngưỡng cổ đông lớn     |
| Cổ đông trong nước khác                    | ~51%            | Cơ cấu phân tán, không có cổ đông chi phối — free float thuộc nhóm cao nhất VN30                    |
| Nhà đầu tư nước ngoài (tổng)               | ~49% (kín room) | MWG lịch sử luôn kín room ngoại; cổ phiếu từng giao dịch với premium ngoài sàn                      |

Nguồn: BCTN MWG 2025, công bố thông tin HOSE, TPS Research tổng hợp. Tỷ lệ có thể thay đổi theo giao dịch gần nhất.

**Động thái khối ngoại:** Nửa đầu 2026, khối ngoại bán ròng toàn thị trường ~65.000 tỷ đồng (~2,5 tỷ USD) do Fed neo lãi suất cao và USD mạnh; riêng từ thời điểm FTSE xác nhận nâng hạng (08/04) đến giữa năm, khối ngoại vẫn bán ròng thêm hơn 6.600 tỷ đồng thay vì mua đón đầu. Với MWG, áp lực này cộng hưởng với lo ngại tiêu dùng giảm tốc góp phần vào nhịp điều chỉnh ~23% từ đỉnh, và làm room ngoại — vốn luôn kín — được mở rộng đáng kể. Điểm cần lưu ý: room hờ lại chính là điều kiện để dòng vốn chỉ số mới có thể giải ngân vào MWG khi nâng hạng có hiệu lực.

**Chất xúc tác nâng hạng FTSE — hiệu lực 21/09/2026:** FTSE Russell chính thức nâng Việt Nam từ thị trường cận biên lên mới nổi thứ cấp, phân bổ vào rổ chỉ số theo 4 giai đoạn: 10% (09/2026) → 30% (03/2027) → 65% (06/2027) → 100% (09/2027). Dòng vốn thụ động vào thị trường Việt Nam được các tổ chức ước tính khoảng 1–1,7 tỷ USD, chưa kể quỹ chủ động có quy mô tài sản gấp ~5 lần nhóm ETF. Là cổ phiếu vốn hóa lớn (~106,3 nghìn tỷ), thanh khoản cao, thuộc rổ FTSE Vietnam Index và có room ngoại vừa được giải phóng, MWG nằm trong nhóm hưởng lợi trực tiếp của đợt cơ cấu đầu tiên — trùng với vùng thời gian công bố KQKD Q3/2026.

3. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q2 & 6T/2026

| Chỉ tiêu (tỷ đồng)      | Q2/2026      | Q2/2025      | % svck         | 6T/2026      |
|-------------------------|--------------|--------------|----------------|--------------|
| Doanh thu thuần         | 48.751       | 37.620       | +29,6%         | 95.213       |
| Lợi nhuận gộp           | 10.809       | 7.569        | +42,8%         | 20.519       |
| Biên LN gộp             | 22,2%        | 20,1%        | +2,1 đp        | 21,6%        |
| Doanh thu tài chính     | 957          | 766          | +25,0%         | ~1.815       |
| Chi phí bán hàng        | 5.980        | 4.702        | +27,2%         | ~11.265      |
| Chi phí QLDN            | 1.317        | 1.202        | +9,6%          | ~2.841       |
| <b>LNST hợp nhất</b>    | <b>3.355</b> | <b>1.658</b> | <b>+102,4%</b> | <b>6.112</b> |
| LNST cổ đông công ty mẹ | 3.303        | ~1.650       | +100%          | ~6.020       |
| Biên LN ròng            | 6,9%         | 4,4%         | +2,5 đp        | 6,4%         |

Nguồn: BCTC hợp nhất Q2/2026 của MWG, TPS Research tổng hợp.

**Nhận định:** Chất lượng lợi nhuận cao và có tính lặp lại: (i) tăng trưởng đến từ SSSG (+30% sau 7 tháng đối với nhóm ĐMX/TGDD dù không mở mới cửa hàng tại Việt Nam) chứ không phải mở rộng nóng; (ii) biên gộp cải thiện đồng đều ở cả ICT-CE lẫn bách hóa; (iii) chi phí vận hành được kiểm soát tốt. Bảng cân đối được củng cố khi vốn chủ sở hữu đạt 36.351 tỷ đồng (+9,6% so với đầu năm) và ghi nhận 13,3 nghìn tỷ đồng tiền IPO ĐMX.

**Điểm cần theo dõi:** (i) BHX vẫn còn lỗ lũy kế 4.973 tỷ đồng và An Khang lỗ lũy kế 1.113 tỷ đồng tính đến cuối Q2/2026; (ii) khả năng nhu cầu điện tử — điện máy đã dồn vào nửa đầu năm do lo ngại tăng giá, có thể khiến tăng trưởng nửa cuối năm giảm tốc; (iii) chi phí lãi vay tăng 16,2% svck trong môi trường lãi suất nhích lên.

## 4. PHÂN TÍCH CÁC MẢNG KINH DOANH

### Nhóm Điện Máy Xanh (TGDD, ĐMX, TopZone, Thợ ĐMX) — trụ cột dòng tiền

- Doanh thu 7T/2026 đạt ~75.200 tỷ đồng (+29% svck), online chiếm 13%. Toàn bộ tăng trưởng đến từ cửa hàng hiện hữu với SSSG +30% — hiệu quả trên mỗi điểm bán tăng vượt trội.
- Cơ cấu doanh thu 6T/2026 toàn tập đoàn: Điện Máy Xanh 45,8% – Bách Hóa Xanh 29,7% – TGDD/TopZone 22,5% – khác ~2%.
- Dịch vụ Thợ Điện Máy Xanh tăng 47% svck; 10% doanh thu dịch vụ đến từ khách ngoài hệ thống — bước đầu monetize năng lực hậu mãi như một mảng kinh doanh độc lập.
- IPO & niêm yết DMX: huy động ~13,3 nghìn tỷ đồng, trả cổ tức tiền mặt ngay sau khi chào sàn HOSE; CEO đặt mục tiêu nhân đôi quy mô và giá trị doanh nghiệp vào 2030 dựa trên 5 trụ cột tăng trưởng. Lưu ý: tỷ lệ sở hữu của MWG tại DMX giảm sau IPO làm tăng lợi ích cổ đông thiểu số trong các kỳ tới.

### Bách Hóa Xanh — động cơ tăng trưởng chính giai đoạn 2026–2030

- Doanh thu 6T/2026: 28.300 tỷ đồng (+25%); riêng Q2 +31% nhờ tăng trưởng hai chữ số ở cả thực phẩm tươi sống và FMCG. Ước lãi gần 910 tỷ đồng trong nửa đầu năm.
- Mở mới 632 cửa hàng trong 6T (tổng 3.378 CH cuối tháng 7) — tốc độ ~117 CH/tháng, tập trung mở rộng ra miền Trung và miền Bắc.
- Chất lượng mở rộng là điểm khác biệt so với giai đoạn 2019–2021: nhóm cửa hàng mở mới 2026 đã có lợi nhuận hoạt động dương ngay ở cấp độ cửa hàng (bao gồm chi phí kho vận); nhóm mở 2025 tiếp tục cải thiện; nhóm mở từ 2024 trở về trước duy trì tối ưu chi phí. 'Cứ mở là có lãi' giúp CAPEX mở rộng chuyển hóa nhanh thành lợi nhuận.
- Lỗ lũy kế còn 4.973 tỷ đồng sẽ được bù đắp dần; khi BHX sạch lỗ lũy kế, câu chuyện IPO chuỗi bách hóa (tương tự DMX) sẽ là chất xúc tác định giá lớn tiếp theo.

### EraBlue (Indonesia) — chân trời tăng trưởng quốc tế của nhóm DMX

- EraBlue là liên doanh giữa nhóm Điện Máy Xanh (~45%) và Erajaya (~55%). Doanh thu 6T/2026 đạt 1.888 tỷ IDR (~2.800 tỷ đồng, ~105 triệu USD), +92% svck; SSSG +17%; LNST +154% và đã xóa hoàn toàn lỗ lũy kế.
- 90% cửa hàng mới hòa vốn ngay tháng đầu, 100% hòa vốn trong 6 tháng; đã thuê ~80% mặt bằng cho kế hoạch 500 CH đầu 2027; tầm nhìn 1.000 CH trước 2030 tại thị trường 280 triệu dân có cấu trúc bán lẻ điện máy phân mảnh tương tự Việt Nam 10 năm trước.

### An Khang & AVAKids — giảm gánh nặng, chờ điểm bùng nổ

- An Khang (420 nhà thuốc): còn lỗ lũy kế 1.113 tỷ đồng nhưng mức lỗ đang thu hẹp sau tái cấu trúc; ngành dược phẩm bán lẻ hưởng lợi từ chuẩn hóa kê đơn điện tử.
- AVAKids (95 CH): doanh thu đi ngang, ưu tiên tối ưu chi phí — không còn là điểm trừ đáng kể với lợi nhuận hợp nhất.

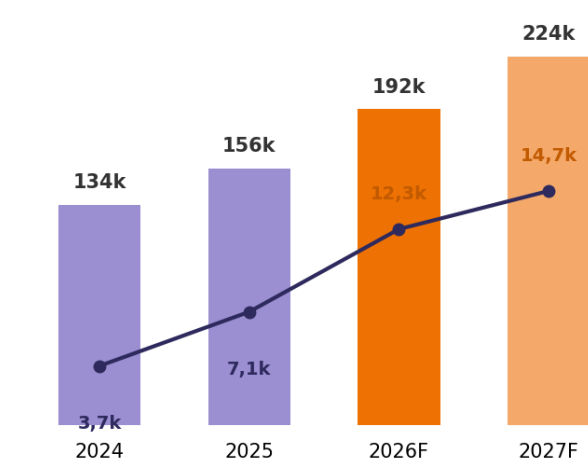
## 5. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH 2026–2027

TPS Research xây dựng dự phóng trên các giả định: (i) nhóm ĐMX/TGDD tăng trưởng 20–22% năm 2026 nhờ SSSG cao và chu kỳ thay thế thiết bị, giảm tốc về 10–12% năm 2027; (ii) BHX tăng 26–28%/năm nhờ mở mới ~1.000 CH/năm và SSSG 8–10%, biên ròng cải thiện lên 2,5–3,5%; (iii) EraBlue tăng trên 70%/năm; (iv) biên LN gộp hợp nhất 21,8–22,2%; (v) lợi ích cổ đông thiểu số tăng lên ~7–9% LNST hợp nhất sau IPO DMX.

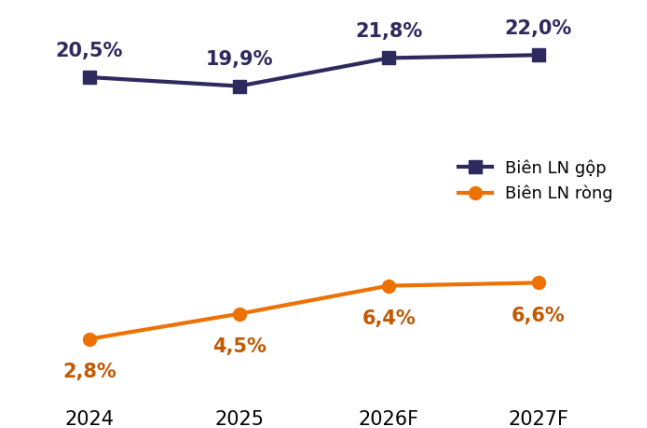
| Chỉ tiêu (tỷ đồng)      | 2024    | 2025    | 2026F   | 2027F   |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần         | 134.341 | 155.928 | 192.443 | 224.004 |
| Tăng trưởng doanh thu   | +13,6%  | +16,1%  | +23,4%  | +16,4%  |
| Lợi nhuận gộp           | ~27.500 | ~31.002 | 41.953  | 49.281  |
| Biên LN gộp             | 20,5%   | 19,9%   | 21,8%   | 22,0%   |
| LNST hợp nhất           | 3.733   | 7.076   | 12.267  | 14.738  |
| Tăng trưởng LNST        | +2.124% | +89,6%  | +73,4%  | +20,1%  |
| LNST cổ đông công ty mẹ | ~3.700  | ~7.000  | 11.408  | 13.559  |
| EPS (đ/cp)              | ~2.530  | ~4.780  | 7.730   | 9.188   |
| ROE                     | 13,5%   | 21,5%   | 26,9%   | 26,5%   |
| Cổ tức tiền mặt (đ/cp)  | 1.000   | 2.000   | 2.000   | 2.500   |

Nguồn: BCTC MWG, TPS Research dự phóng. Dự phóng 2026F cao hơn kế hoạch LNST 9.200 tỷ của công ty do 6 tháng đã hoàn thành 66% kế hoạch và ban lãnh đạo xác nhận khả năng về đích sớm 2–3 tháng.

Doanh thu (cột) & LNST (đường), tỷ đ



Biên lợi nhuận (%)



Nguồn: BCTC MWG, TPS Research dự phóng.

6. MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi kết hợp ba phương pháp với trọng số: DCF (FCFF) 40% — phản ánh giá trị dòng tiền dài hạn của mô hình đa chuỗi; P/E 40% — phù hợp doanh nghiệp bán lẻ có lợi nhuận ổn định trở lại; SOTP 20% — kiểm chứng chéo giá trị từng chuỗi sau sự kiện IPO DMX.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Giả định chi phí vốn

| Tham số                     | Giá trị | Cơ sở                                                       |
|-----------------------------|---------|-------------------------------------------------------------|
| Lãi suất phi rủi ro (Rf)    | 4,5%    | TPCP VN 10 năm + đệm thận trọng theo mặt bằng lãi suất 2026 |
| Phần bù rủi ro thị trường   | 8,0%    | Thị trường cận biên/mới nổi                                 |
| Beta                        | 1,01    | Hồi quy 3 năm so với VN-Index                               |
| Chi phí vốn chủ sở hữu (Re) | 12,6%   | CAPM: 4,5% + 1,01 × 8%                                      |
| Chi phí nợ sau thuế (Rd)    | 5,6%    | Lãi vay BQ ~7%, thuế 20%                                    |
| Cơ cấu vốn mục tiêu (E/D)   | 80/20   | Trung bình chu kỳ                                           |
| WACC                        | 11,2%   | Độ nhạy ±1 điểm % bên dưới                                  |
| Tăng trưởng dài hạn (g)     | 3,0%    | Thận trọng dưới lạm phát mục tiêu                           |

Nguồn: TPS Research.

Dòng tiền tự do dự phóng (tỷ đồng)

| Chỉ tiêu              | 2026F        | 2027F         | 2028F         | 2029F         | 2030F         |
|-----------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT                  | 14.433       | 17.472        | 20.250        | 23.039        | 25.652        |
| EBIT × (1 – 20% thuế) | 11.547       | 13.978        | 16.200        | 18.432        | 20.522        |
| (+) Khấu hao          | 3.900        | 4.300         | 4.700         | 5.100         | 5.500         |
| (–) CAPEX             | 4.800        | 5.200         | 5.400         | 5.500         | 5.600         |
| (–) Δ Vốn lưu động    | 2.600        | 2.400         | 2.200         | 2.100         | 2.000         |
| <b>FCFF</b>           | <b>8.047</b> | <b>10.678</b> | <b>13.300</b> | <b>15.932</b> | <b>18.422</b> |
| Hệ số chiết khấu      | 0,899        | 0,809         | 0,728         | 0,654         | 0,589         |
| PV của FCFF           | 7.237        | 8.638         | 9.677         | 10.425        | 10.842        |

Giả định CAPEX chủ yếu cho ~1.000 CH BHX/năm (~2,5–3 tỷ đ/CH), EraBlue và logistics; chiết khấu giữa năm không áp dụng để thận trọng.

|                                                                     |                 |
|---------------------------------------------------------------------|-----------------|
| Tổng PV FCFF 2026–2030                                              | 46.819          |
| Giá trị cuối cùng TV = FCFF2030 × (1+g)/(WACC–g)                    | 231.850         |
| PV của TV (× 0,589)                                                 | 136.457         |
| <b>Giá trị doanh nghiệp (EV)</b>                                    | <b>183.276</b>  |
| (+) Tiền ròng & ĐTTC sau điều chỉnh nợ thuê (ước cuối 2026)         | +6.000          |
| (–) Lợi ích cổ đông thiểu số sau IPO DMX (~15% nhóm DMX + ~10% BHX) | –21.000         |
| <b>Giá trị vốn chủ sở hữu cổ đông công ty mẹ</b>                    | <b>168.276</b>  |
| Số CP lưu hành (triệu)                                              | 1.475,8         |
| <b>Giá trị hợp lý DCF (đ/cp)</b>                                    | <b>~114.000</b> |

Độ nhạy: WACC 11,8% & g 2,5% → ~99.800 đ/cp; WACC 9,8% & g 3,5% → ~151.300 đ/cp. Nguồn: mô hình định giá TPS Research.

Phương pháp so sánh P/E

Rổ so sánh gồm 5 doanh nghiệp bán lẻ niêm yết tại Việt Nam và 9 doanh nghiệp bán lẻ khu vực Đông Nam Á có mô hình tương đồng (chuỗi ICT-CE, bách hóa, tiện lợi). Aeon (Nhật Bản) bị loại do P/E >90x là giá trị ngoại lai.

| Mã                     | Công ty                    | Quốc gia    | P/E trượt (x)      | P/E fwd 2026 (x)   |
|------------------------|----------------------------|-------------|--------------------|--------------------|
| FRT                    | FPT Retail (Long Châu)     | Việt Nam    | 32,0               | 26,0               |
| DGW                    | Digiworld                  | Việt Nam    | 14,5               | 12,8               |
| PNJ                    | Vàng bạc đá quý Phú Nhuận  | Việt Nam    | 14,0               | 12,5               |
| MSN                    | Masan Group (WinCommerce)  | Việt Nam    | 22,0               | 18,0               |
| PET                    | Petrosetco                 | Việt Nam    | 13,0               | 12,0               |
| <b>TB / TV VN</b>      |                            |             | <b>19,1 / 14,0</b> | <b>16,3 / 12,8</b> |
| CPALL                  | CP All (7-Eleven)          | Thái Lan    | 19,0               | 17,0               |
| CRC                    | Central Retail             | Thái Lan    | 15,0               | 13,5               |
| HMPRO                  | Home Product Center        | Thái Lan    | 17,0               | 16,0               |
| COM7                   | Com7 (bán lẻ ICT)          | Thái Lan    | 14,0               | 13,0               |
| ERAA                   | Erajaya (đồng tác EraBlue) | Indonesia   | 8,5                | 8,0                |
| MAPI                   | Mitra Adiperkasa           | Indonesia   | 10,5               | 10,0               |
| ACES                   | Ace Hardware Indonesia     | Indonesia   | 11,0               | 10,5               |
| PGOLD                  | Puregold Price Club        | Philippines | 9,0                | 8,5                |
| RRHI                   | Robinsons Retail           | Philippines | 10,0               | 9,5                |
| <b>TB / TV KV</b>      |                            |             | <b>12,7 / 11,0</b> | <b>11,8 / 10,5</b> |
| <b>TB / TV TOÀN BỘ</b> |                            |             | <b>15,0 / 14,0</b> | <b>13,4 / 12,7</b> |

Nguồn: dữ liệu thị trường, TPS Research ước tính tại 08/2026. P/E dự phóng dựa trên giá đóng cửa gần nhất và lợi nhuận 2026 ước tính của từng doanh nghiệp. Viết tắt: TB = trung bình; TV = trung vị; KV = khu vực.

| Tham chiếu                                                                 | P/E 2026F (x) | EPS 2026F (đ) | Giá trị (đ/cp) |
|----------------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|----------------|
| P/E hiện tại của MWG                                                       | 9,3           | 7.730         | 72.000         |
| P/E trung bình 5 năm MWG                                                   | ~20           | —             | —              |
| Ngành VN — TB / TV (FRT, DGW, PNJ, MSN, PET)                               | 16,3 / 12,8   | —             | —              |
| Khu vực — TB / TV (CPALL, CRC, HMPRO, COM7, ERAA, MAPI, ACES, PGOLD, RRHI) | 11,8 / 10,5   | —             | —              |
| Toàn bộ rổ so sánh — TB / TV                                               | 13,4 / 12,7   | —             | —              |
| Giá trị hợp lý P/E (chọn 13,0x)                                            | 13,0          | 7.730         | ~100.500       |

P/E mục tiêu 13,0x: cao hơn trung vị ngành VN (12,8x) và toàn rổ (12,7x) nhờ vị thế số 1 thị phần và ROE ~27%, nhưng chiết khấu ~35% so với trung bình 5 năm của chính MWG. Bảng 14 doanh nghiệp phía trên cho thấy MWG tại P/E hiện hành 9,3x đang rẻ hơn cả trung vị khu vực (10,5x) dù quy mô, ROE và tăng trưởng vượt trội.

Phương pháp tổng hợp các thành phần (SOTP)

| Cấu phần                                | LNST 2026F (tỷ đ) | Định giá | Giá trị thuộc MWG (tỷ đ) |
|-----------------------------------------|-------------------|----------|--------------------------|
| Nhóm DMX (TGDD, DMX, TopZone, EraBlue)  | ~9.600            | P/E 11x  | ~89.760 (sở hữu ~85%)    |
| Bách Hóa Xanh                           | ~2.100            | P/E 24x* | ~47.880 (sở hữu ~95%)    |
| An Khang, AVAKids, khác                 | ~0                | 0,3x DT  | ~2.000                   |
| Tiền ròng công ty mẹ & đầu tư tài chính | —                 | —        | ~10.000                  |
| Tổng giá trị vốn chủ                    |                   |          | ~149.640                 |
| Giá trị hợp lý SOTP (đ/cp)              |                   |          | ~101.400                 |

(\*) P/E cao cho BHX phản ánh giai đoạn tăng trưởng lợi nhuận >40%/năm; tham chiếu định giá vòng gọi vốn CDH Investments và mặt bằng chuỗi bách hóa hiện đại châu Á.

Tác động của IPO & niêm yết DMX tới định giá và diễn biến giá

**Tạo neo định giá thị trường cho ~62% doanh thu hợp nhất.** Trước IPO, giá trị nhóm DMX trong SOTP hoàn toàn dựa trên giả định bội số; nay thị trường định giá trực tiếp qua giá cổ phiếu DMX niêm yết. Chúng tôi đang áp P/E 11x thận trọng cho cấu phần này — nếu DMX giao dịch bền vững trên mức đó, SOTP của MWG có dư địa nâng lên mà không cần thay đổi giả định kinh doanh.

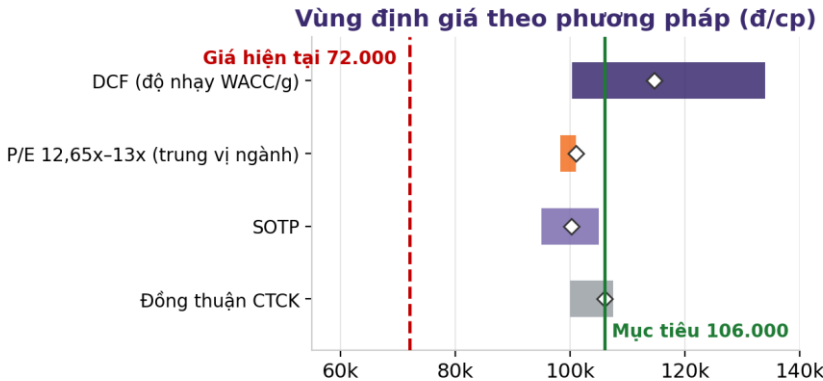
**Đánh đổi cấu trúc: tiền mặt đổi lấy pha loãng lợi ích.** Thương vụ thu về 13,3 nghìn tỷ đồng tiền mặt, củng cố bảng cân đối và tài trợ mở rộng BHX/EraBlue không cần vay nợ; đổi lại, ~15% lợi nhuận nhóm DMX chảy về cổ đông thiểu số. Mô hình của chúng tôi đã phản ánh đầy đủ: LNST cổ đông công ty mẹ 2026F là 11.408 tỷ trên LNST hợp nhất 12.267 tỷ, và DCF trừ 21.000 tỷ giá trị lợi ích cổ đông thiểu số.

**Diễn biến giá: áp lực ngắn hạn đã phản ánh phần lớn.** Giai đoạn đầu sau niêm yết công ty con thường xuất hiện hai hiệu ứng lên cổ phiếu công ty mẹ: (i) dòng tiền tái phân bổ từ mẹ sang con khi nhà đầu tư ưa nắm trực tiếp mảng kinh doanh thuần (pure-play); (ii) chiết khấu công ty mẹ (holding discount) 10–20% thường thấy ở các tập đoàn nắm cổ phần công ty niêm yết. Hai hiệu ứng này góp phần giải thích nhịp điều chỉnh ~23% của MWG bất chấp KQKD kỷ lục. Ở chiều ngược lại, chiết khấu sẽ thu hẹp khi công ty mẹ chứng minh năng lực phân bổ vốn — mua cổ phiếu quỹ dự kiến 2027, tăng cổ tức tiền mặt, và đặc biệt là bước tiếp theo của lộ trình: IPO Bách Hóa Xanh. Tác động ròng tới giá trị hợp lý: trung tính đến tích cực; tác động tới giá ngắn hạn: tiêu cực nhưng đã được chiết khấu đáng kể vào vùng giá hiện tại.

Tổng hợp giá mục tiêu

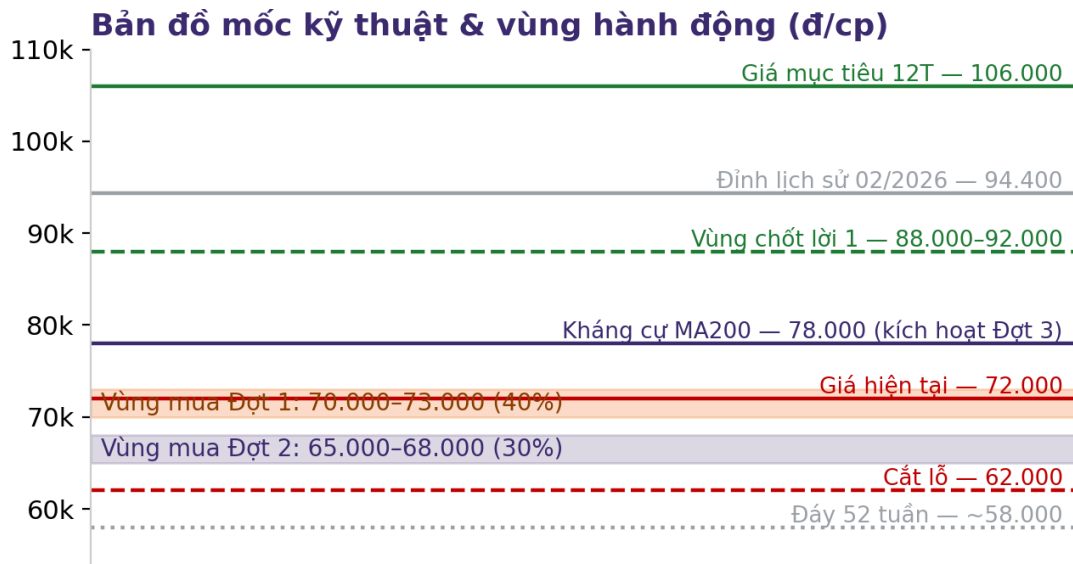
| Phương pháp                    | Giá trị (đ/cp) | Trọng số    | Đóng góp (đ/cp)      |
|--------------------------------|----------------|-------------|----------------------|
| DCF (FCFF)                     | 114.000        | 40%         | 45.600               |
| P/E mục tiêu 13,0x             | 100.500        | 40%         | 40.200               |
| SOTP                           | 101.400        | 20%         | 20.280               |
| <b>GIÁ MỤC TIÊU (làm tròn)</b> | <b>106.000</b> | <b>100%</b> | <b>+47,2% upside</b> |

Giá mục tiêu của TPS Research nằm trong vùng đồng thuận chung của thị trường (100.000–107.500 đ/cp), thiên về thận trọng.



Thanh màu: khoảng định giá của từng phương pháp; điểm trắng: giá trị trung tâm. Nguồn: TPS Research.

7. PHÂN TÍCH KỸ THUẬT



Nguồn: dữ liệu giá HOSE, TPS Research. Các vùng giá mang tính tham khảo cho khung thời gian 12 tháng, không phải tín hiệu giao dịch tự động.

- Xu hướng & vị trí giá:** MWG đã điều chỉnh ~23% từ đỉnh lịch sử 94.400 đ (03/02/2026) về vùng 72.000 đ và đang giao dịch dưới đường MA200 — xu hướng trung hạn vẫn giảm, tuy nhiên độ dốc giảm đang thoải dần và giá đi ngang tích lũy quanh 70.000–74.000 trong hơn một tháng.
- Hỗ trợ:** 70.000 đ (hỗ trợ tâm lý, đáy nhịp gần nhất); vùng hỗ trợ mạnh 65.000–68.000 đ (hợp lưu đáy tháng 6 và Fibonacci thoái lui 61,8% của nhịp tăng 2025); đáy 52 tuần ~58.000 đ là chốt chặn cuối.
- Kháng cự:** 78.000 đ (MA200 và đỉnh hồi phục gần nhất) — vượt mốc này kèm khối lượng lớn là tín hiệu xác nhận đảo chiều; kháng cự xa hơn tại 85.000 và vùng đỉnh cũ 92.000–94.400 đ.
- Khối lượng:** thanh khoản co hẹp dần ở vùng đáy cho thấy áp lực bán suy yếu; điều kiện kích hoạt giải ngân Đợt 3 là phiên đóng cửa trên 78.000 đ với KLGD trên 8 triệu cp.

8. RỦI RO ĐẦU TƯ

Thang mức độ: ● cao ● trung bình ● thấp

- **Rủi ro tiêu dùng giảm tốc nửa cuối 2026:** nhu cầu ICT-CE có thể đã được 'kéo trước' vào nửa đầu năm do lo ngại tăng giá; SSSG nhóm ĐMX/TGDĐ khó duy trì mức +30%. Mức độ: TRUNG BÌNH-CAO. Giảm thiểu: theo dõi doanh thu tháng 8-10, cơ cấu giải ngân nhiều đợt.
- **Rủi ro lãi suất:** chi phí lãi vay +16% svck, lãi suất có thể nhích thêm cuối năm làm tăng WACC và giảm định giá. Mức độ: TRUNG BÌNH.
- **Rủi ro pha loãng lợi ích sau IPO DMX:** lợi ích cổ đông thiểu số tăng khiến LNST công ty mẹ tăng chậm hơn LNST hợp nhất. Mức độ: TRUNG BÌNH (đã phản ánh vào mô hình).
- **Rủi ro thực thi mở rộng BHX ra miền Bắc:** khẩu vị tiêu dùng, chuỗi cung ứng tươi sống khác biệt; tốc độ 117 CH/tháng đòi hỏi kỷ luật vận hành cao. Mức độ: TRUNG BÌNH.
- **Rủi ro cạnh tranh:** chiến tranh giá ICT-CE tái diễn (FRT, CellphoneS...), WinCommerce/Co.opmart trong bách hóa, kênh online (Shopee, TikTok Shop). Mức độ: TRUNG BÌNH.
- **Rủi ro kỹ thuật ngắn hạn:** cổ phiếu đang giao dịch dưới đường MA200; dòng tiền thị trường có thể tiếp tục thờ ơ với nhóm bán lẻ trong ngắn hạn. Mức độ: THẤP-TRUNG BÌNH đối với nhà đầu tư 12 tháng.

9. ĐỀ XUẤT ĐẦU TƯ & KẾ HOẠCH GIẢI NGÂN CHI TIẾT

Khung khuyến nghị

|                       |                                                                                                                                                                                                                                                       |
|-----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Khuyến nghị           | MUA — tầm nhìn 12 tháng                                                                                                                                                                                                                               |
| Giá mục tiêu          | 106.000 đ/cp (upside +47,2% từ 72.000 đ)                                                                                                                                                                                                              |
| Vùng mua tích lũy     | 66.000 – 74.000 đ/cp                                                                                                                                                                                                                                  |
| Cắt lỗ                | Giá đóng cửa tuần dưới 62.000 đ (–13% so với giá vốn bình quân mục tiêu)                                                                                                                                                                              |
| Chốt lời từng phần    | 1/3 vị thế tại 88.000 – 92.000 đ; 1/3 tại 100.000 – 106.000 đ; phần còn lại nắm giữ theo đà tăng trưởng BHX/EraBlue                                                                                                                                   |
| Tỷ trọng tối đa       | 10 – 15% giá trị danh mục cổ phiếu (cổ phiếu vốn hóa lớn, thanh khoản cao, beta ~1)                                                                                                                                                                   |
| Chất xúc tác theo dõi | Hiệu lực nâng hạng FTSE lên thị trường mới nổi (21/09/2026, dòng vốn thụ động ước 1–1,7 tỷ USD); KQKD Q3/2026 (cuối tháng 10); cổ tức tiền mặt đợt 2 tỷ lệ 10% (tháng 10); BHX sạch lỗ lũy kế; kế hoạch mua cổ phiếu quý 2027; tiến độ 500 CH EraBlue |

Kế hoạch giải ngân 3 đợt (ví dụ danh mục 1 tỷ đồng, tỷ trọng MWG 12% = 120 triệu đồng)

| Đợt | Tỷ trọng | Vùng giá (đ/cp)                         | Giá trị (tr.đ) | Điều kiện kích hoạt                                                                                                              |
|-----|----------|-----------------------------------------|----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1   | 40%      | 70.000 – 73.000                         | 48             | Giải ngân ngay vùng giá hiện tại — định giá P/E fwd 9,3x đã đủ hấp dẫn                                                           |
| 2   | 30%      | 65.000 – 68.000                         | 36             | Chỉ khi thị trường điều chỉnh về hỗ trợ mạnh (đáy tháng 6 + Fibonacci 61,8% của nhịp tăng 2025); tăng vị thế với giá vốn tốt hơn |
| 3   | 30%      | Vượt 78.000 kèm KLGD > 8 triệu cp/phiên | 36             | Xác nhận cổ phiếu lấy lại MA200 và xu hướng tăng; hoặc sau KQKD Q3/2026 nếu LNST quý > 3.000 tỷ đồng                             |
|     | 100%     | Giá vốn BQ dự kiến 70.500 – 73.500      | 120            | Nếu Đợt 2 không kích hoạt trong 3 tháng, chuyển 15% sang điều kiện Đợt 3, giữ 15% tiền mặt dự phòng                              |

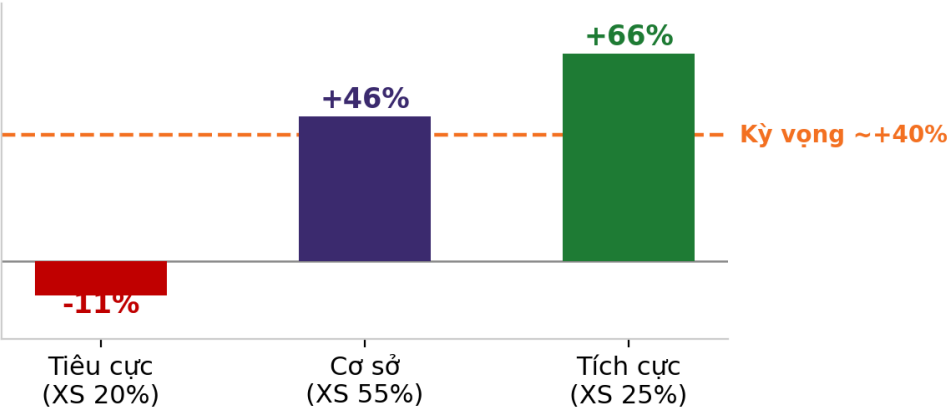
Nguyên tắc: không bình quân giá xuống dưới mốc cắt lỗ 62.000 đ; mỗi đợt giải ngân cách nhau tối thiểu 5 phiên; ưu tiên khớp lệnh rải trong 2–3 phiên để giảm trượt giá.

Kịch bản lợi nhuận sau 12 tháng (trên giá vốn bình quân 72.000 đ)

| Kịch bản | Xác suất | Giá dự kiến (đ)   | Hiệu suất (gồm cổ tức 2.000 đ)                                                                                             |
|----------|----------|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Tích cực | 25%      | 115.000 – 122.000 | +63% đến +72% — BHX IPO/định giá lại, tiêu dùng bùng nổ nhờ đầu tư công và tăng lương                                      |
| Cơ sở    | 55%      | 100.000 – 106.000 | +42% đến +50% — hoàn thành dự phóng LNST ~12.270 tỷ, P/E về 12,5–13x                                                       |
| Tiêu cực | 20%      | 60.000 – 64.000   | –14% đến –8% — tiêu dùng giảm tốc mạnh nửa cuối năm, lãi suất tăng; kỷ luật cắt lỗ tại 62.000 giới hạn mức thiệt hại ~–13% |

Kỳ vọng toán học: ~+40% — tỷ lệ lợi nhuận/rủi ro xấp xỉ 3,4:1 (upside 34.000 đ so với rủi ro 10.000 đ tới ngưỡng cắt lỗ).

Hiệu suất kỳ vọng 12 tháng theo kịch bản (gồm cổ tức)



# Tuyên bố trách nhiệm

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên TPS không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo.

Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. TPS và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của TPS và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này.

TPS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. TPS sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. TPS nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của TPS.