

CTCP Đầu tư Thế giới di động (HoSE: MWG)

Ngành	Bán lẻ
Ngày báo cáo	30/1/2026
Vốn hóa (tỷ đồng)	136,420
KLTB 10 ngày	6,855,160
% sở hữu NĐTNN	47.78%
SLCP lưu hành	1,468,456,763
SLCP niêm yết	1,468,456,763
P/E trailing	19.28
P/B (gần nhất)	4.45
ROA	9.2%
ROE	23.1%
EPS (pha loãng)	4,818 VND
Book value	20,872 VND

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Đầu tư Thế giới di động được thành lập vào năm 2004, hoạt động trong lĩnh vực từ bán lẻ điện thoại, điện máy; được phẩm và bách hoá tiêu dùng. Tính tới nay, MWG hiện đang vận hành gần 6,400 cửa hàng trong và ngoài nước, chiếm lĩnh 50%-60% thị phần bán lẻ ICT&CE và top 1 thị phần mảng siêu thị hiện đại minimart.

Báo cáo được thực hiện bởi:
Trung tâm Phân tích Haseco

Kỳ vọng tăng trưởng từ Bách Hoá Xanh

Chúng tôi thực hiện định giá Công ty Cổ phần Đầu tư Thế Giới Di Động (HOSE: MWG) bằng phương pháp định giá từng phần (SOTP). Chúng tôi khuyến nghị **MUA MWG với giá mục tiêu 118,800 VND/cổ phiếu**, với mức upside tiềm năng **27.9%** so với mức giá đóng cửa ngày 30/1/2026 dựa trên các triển vọng:

- TGDD & ĐMX: bước đi chiến lược cho chu kỳ tăng trưởng mới.
- Bách Hoá Xanh: doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ nhờ đẩy mạnh mở mới ở miền Bắc.
- Era Blue: Kỳ vọng mới cho mảng điện máy, tuy nhiên chưa đóng góp quá nhiều về định giá.

TGDD & ĐMX: bước đi chiến lược cho chu kỳ tăng trưởng mới

Sau giai đoạn tái cấu trúc và thực hiện chiến lược "giảm lượng, tăng chất" - đóng loạt các cửa hàng không hiệu quả, tình hình kinh doanh của 2 chuỗi TGDD & ĐMX có sự cải thiện đáng kể. Điều này được chứng minh khi doanh thu 2 chuỗi liên tục tăng trưởng trong 2025 dù số lượng cửa hàng có sự sụt giảm. Tính chung cả 2025, doanh thu TGDD & ĐMX đạt hơn 105,000 tỷ đồng (+18% yoy).

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận chuỗi TGDD & ĐMX sẽ tăng trưởng khoảng 18% trong 2026, đạt 7,660 tỷ đồng nhờ kỳ vọng tiêu thụ các mặt hàng điện thoại, điện máy tích cực và hết khấu hao các cửa hàng cũ. Trong 2026, ĐMX sẽ IPO, việc tách riêng các chuỗi này để giúp ĐMX có chiến lược phát triển rõ ràng, tăng trưởng 2 chữ số và gấp đôi lợi nhuận vào 2030.

Bách Hoá Xanh: doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ nhờ đẩy mạnh mở mới ở miền Bắc

Triển vọng lớn nhất của MWG phụ thuộc vào tình hình nhân rộng và hiệu quả hoạt động của chuỗi Bách Hoá Xanh trong thời gian tới. Haseco ước tính chuỗi bách hoá này đã mở mới khoảng 390 cửa hàng tại miền Trung trong tổng số 789 cửa hàng mở mới trong 2025. Doanh thu/cửa hàng hiện đạt quanh mức 1.7 tỷ/tháng, mặc dù doanh thu trên mỗi cửa hàng suy giảm nhưng lợi nhuận chung lại cải thiện tích cực. Haseco ước tính lợi nhuận chung của Bách Hoá Xanh trong cả 2025 đạt gần 700 tỷ đồng (biên lợi nhuận ròng ~1.5%).

Theo Haseco quan sát, Bách Hoá Xanh đang tuyển dụng cực mạnh tại các khu vực trọng điểm phía Bắc - đây sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu cho MWG trong 2026. Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế Bách Hoá Xanh năm 2026 lần lượt là 57,000 tỷ (+21,7% yoy) và 1,027 tỷ (+47.3% yoy).

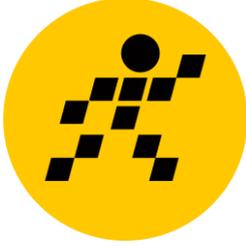
Khuyến nghị: MUA.

Giá mục tiêu: 118,800 VND/cổ phiếu (upside: 27.9%)

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

I. Lịch sử hình thành

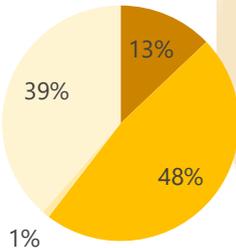


Công ty Cổ phần Đầu tư Thế Giới Di Động (HOSE: MWG) là nhà bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam, hoạt động trong nhiều lĩnh vực từ bán lẻ điện thoại, điện máy, bách hóa tiêu dùng đến dược phẩm và các sản phẩm mẹ và bé. Trải qua chặng đường hơn 20 năm thành lập và phát triển, MWG đã gặt hái được nhiều thành công và chiếm lĩnh thị phần bán lẻ Việt Nam. Tính tới nay, MWG đang vận hành mạng lưới khoảng 6,360 cửa hàng trong và ngoài nước.



Nguồn: MWG

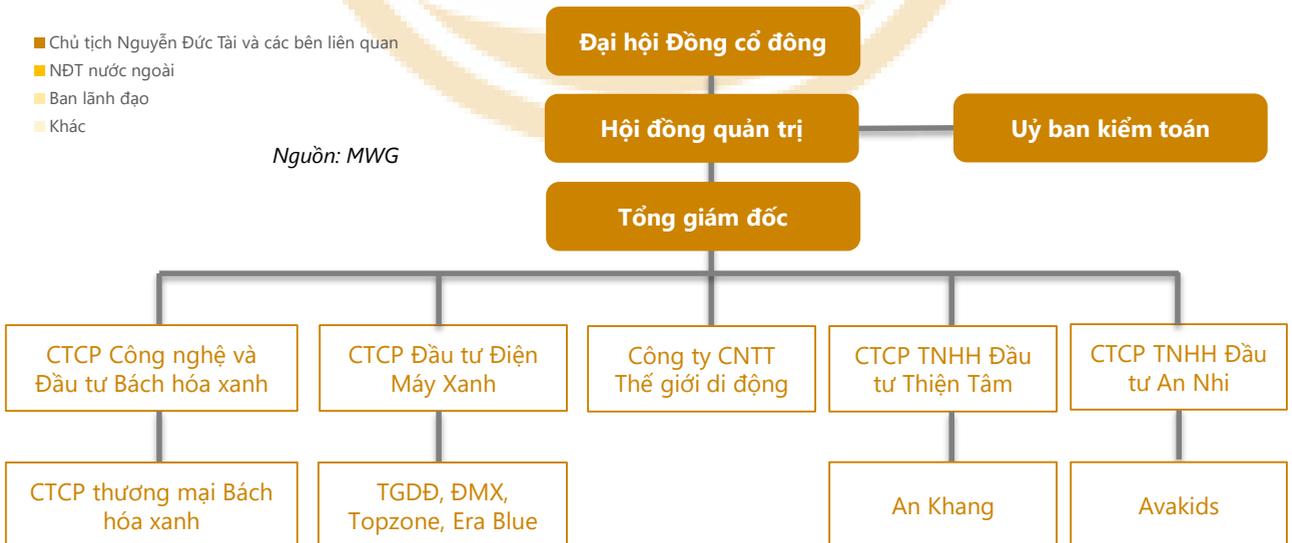
II. Cơ cấu cổ đông MWG



III. Cơ cấu tổ chức

Cơ cấu cổ đông của MWG khá phân mảnh. Các cổ đông lớn bao gồm nhóm ông Nguyễn Đức Tài (Chủ tịch) sở hữu 12.7% cổ phần (trong đó 10.5% sở hữu thông qua Công ty TNHH MTV Tư vấn đầu tư thế giới Bán lẻ). Ngoài ra, đây là một cổ phiếu được nhà đầu tư nước ngoài ưa thích khi luôn trong tình trạng gần kín room ngoại với 48% cổ phần được sở hữu bởi nhóm này.

Nguồn: MWG



Nguồn: MWG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

B. TỔNG QUAN NGÀNH BÁN LẺ

Năm 2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ đạt 7,008 nghìn tỷ đồng (+9.2% yoy), đóng góp 62% GDP cả nước - trong đó, động lực chính đến từ doanh thu bán lẻ hàng hóa chiếm 76% cơ cấu.

Bước sang 2026, Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP 10%. Haseco cho rằng, để nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng bền vững cần dựa trên nội lực - tiêu dùng nội địa, bên cạnh 2 trụ cột quan trọng là đầu tư và xuất khẩu. Do đó, ngành bán lẻ cần đạt tốc độ tăng trưởng hai chữ số (~12%), với các động lực chính sau:

- Yếu tố nội tại: Tầng lớp trung lưu mở rộng nhanh chóng. Hiện tại, ước tính 56% hộ gia đình Việt Nam có thu nhập trên 15 triệu/tháng (>592 USD). Theo World Data Lap, trong vòng 10 năm tới, Việt Nam sẽ có thêm 23.2 triệu người gia nhập tầng lớp trung lưu. Bên cạnh đó, Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn "cơ cấu dân số vàng" khi 68% cơ cấu dân số trong độ tuổi lao động (15-64 tuổi). Đây sẽ là những yếu tố thuận lợi giúp thúc đẩy tiêu dùng nội địa.
- Hỗ trợ từ Chính phủ: Hiện nay, nền kinh tế đang nhận được sự đồng thuận từ cả Chính sách tài khóa: tiếp tục đề xuất gia hạn mức thuế VAT ưu đãi 8% đến hết 2026 và Chính sách tiền tệ - vẫn duy trì nới lỏng, tạo điều kiện thuận lợi cho kinh doanh, tiêu dùng. Tuy nhiên, mức nền lãi suất sẽ không thể thấp như 2025.

I. Bán lẻ ICT/CE

Mảng ICT:

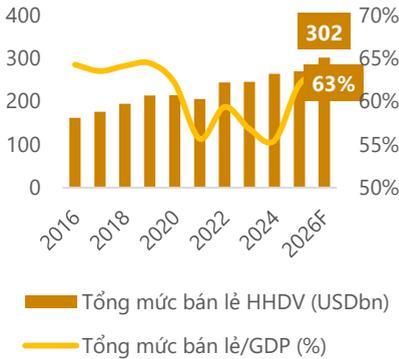
Trong giai đoạn 2020-2024, ngành bán lẻ điện thoại và các sản phẩm điện tử tăng trưởng chậm khi sức khoẻ nền kinh tế suy yếu. Haseco cho rằng, thị trường này đã chạm ngưỡng bão hoà khi:

- Độ phủ smartphone đã vượt mốc 89% dân số, đưa Việt Nam vào top 10 quốc gia có lượng người dùng điện thoại thông minh cao nhất thế giới;
- Doanh thu smartphone tăng trưởng ở mức thấp 2.1% CAGR giai đoạn 2020-2024 (năm 2024 quy mô ước đạt 4 tỷ USD), tuy nhiên động lực tăng trưởng lại đến từ giá trong khi ghi nhận mức tăng trưởng âm về lượng 4 năm liên tiếp;
- Các phân khúc laptop và máy tính bảng có sự thu hẹp quy mô bởi nhu cầu nâng cấp thiết bị chậm lại trong bối cảnh sức mua yếu.

Tuy nhiên, khi nền kinh tế tăng trưởng mạnh hơn 8% trong 2025, chúng tôi quan sát thấy sức cầu tiêu thụ những mặt hàng này hồi phục mạnh mẽ tại các nhà bán lẻ. Điều này đến từ: (1) thu nhập kỳ vọng của người tiêu dùng khởi sắc; (2) Những mặt hàng tiêu dùng không thiết yếu như điện thoại sẽ tăng trưởng mạnh hơn những mặt hàng tiêu dùng thiết yếu khi kinh tế hồi phục; (3) Nhu cầu thay thế laptop gia tăng trong 2025 khi Windows 10 ngừng hỗ trợ vào tháng 10, buộc người dùng hoặc phải nâng cấp lên Windows 11, hoặc tiếp tục sử dụng thiết bị cũ không thể cải tiến hệ điều hành.

Tổng mức bán lẻ

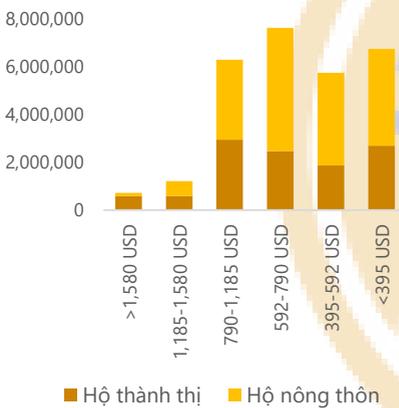
Đơn vị: Tỷ USD



Nguồn: Tổng cục thống kê

Nhóm thu nhập theo hộ 2025

(USD/tháng)



Nguồn: Cimigo

Thị trường smartphone Việt Nam



Nguồn: Euromonitor

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

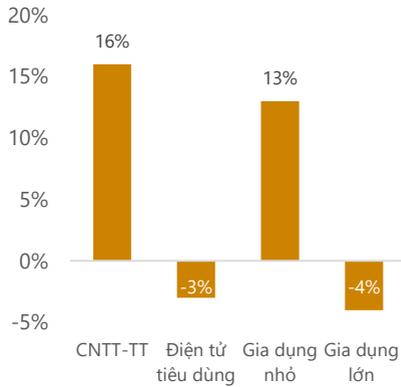
Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

Tăng trưởng sản phẩm điện máy Việt Nam 2025



Nguồn: GFK

Mảng CE:

Thị trường điện máy Việt Nam hiện có quy mô khoảng 4 tỷ USD với CAGR đạt 3% trong 5 năm qua. Chúng tôi nhận thấy có sự phân hóa giữa các mặt hàng: Các mặt hàng gia dụng lớn như máy giặt, tủ lạnh, điều hòa duy trì mức tăng trưởng ổn định bởi tỷ lệ thâm nhập cao và chu kỳ thay thế dài. Tiêu thụ các mặt hàng này thường có tính mùa vụ, chủ yếu diễn ra vào các mùa mưa, mùa nóng trong năm. Động lực tăng trưởng của ngành trong các năm qua chủ yếu đến từ ngành hàng thiết bị gia dụng nhỏ và thông minh khi tỷ lệ thâm nhập của các mặt hàng này còn thấp (<20%) và khả năng tiếp cận của người dùng gia tăng khi các thiết bị điện máy thông minh có mức giá thành tương đối hợp lý.

Theo Euromonitor, thiết bị gia dụng nhỏ vẫn sẽ là động lực tăng trưởng chính với mức CAGR 8.3% trong 5 năm tới nhờ quá trình đô thị hóa gia tăng và mức thu nhập khả dụng hộ gia đình được cải thiện.

Tỷ lệ thâm nhập sản phẩm điện máy

	Việt Nam	Indonesia	Trung Quốc	Malaysia	Thái Lan	Hàn Quốc	Nhật Bản
Máy giặt	85%	37%	84%	72%	73%	107%	95%
Lò vi sóng	15%	2%	21%	14%	24%	60%	68%
Máy hút mùi	20%	3%	25%	18%	9%	83%	38%
Tủ lạnh	102%	66%	99%	76%	99%	113%	88%
Máy điều hòa	79%	44%	137%	134%	50%	89%	154%
Quạt	156%	184%	88%	177%	261%	138%	68%
Bàn là	42%	75%	10%	83%	84%	25%	20%

Nguồn: Euromonitor

Thời gian thay thế sản phẩm điện máy

	Việt Nam	Indonesia	Trung Quốc	Malaysia	Thái Lan	Hàn Quốc	Nhật Bản
Máy giặt	15	9	11	10	11	11	11
Lò vi sóng	9	6	9	6	6	11	11
Máy hút mùi	14	8	8	7	8	13	15
Tủ lạnh	10	11	13	12	13	12	12
Máy điều hòa	9	8	8	8	8	9	9
Quạt	6	6	7	6	6	7	7
Bàn là	7	6	6	7	8	7	6

Nguồn: Euromonitor

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

B. TỔNG QUAN NGÀNH BÁN LẺ

II. Bán lẻ bách hoá

Quy mô thị trường bán lẻ bách hóa hiện khoảng 50 tỷ USD, lớn gấp 7-8 lần so với quy mô thị trường ICT&CE. Thị trường mang tính phân mảnh khi 88% thị phần thuộc về chợ truyền thống và các cửa hàng tạp hóa khi phần lớn dân số Việt Nam duy trì thói quen mua hàng truyền thống.

Tỷ trọng mô hình bán lẻ bách hóa hiện đại (cửa hàng tiện lợi, siêu thị, đại siêu thị) có tỷ lệ thâm nhập thấp (~12%) so với các quốc gia trong khu vực. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy có sự phân hóa khi các mô hình bán lẻ bách hóa hiện đại chủ yếu tập trung ở khu vực thành thị (20%), trong khi đó khu vực nông thôn chiếm tới 62% dân số có tỷ lệ thâm nhập tương đối thấp (~10%).

Trong thời gian tới, Haseco cho rằng bán lẻ bách hóa hiện đại sẽ chiếm lấy thị phần từ kênh truyền thống nhờ:

- Lợi thế về danh mục, chất lượng sản phẩm;
- Xu hướng đô thị hóa tại Việt Nam đang diễn ra nhanh chóng, khả năng chi trả của người tiêu dùng gia tăng, sẵn sàng đánh đổi giữa giá và chất lượng, sự tiện lợi.

Trong mô hình bách hóa hiện đại, siêu thị (minimart) và cửa hàng tiện lợi (convenient store) có lợi thế về quy mô và số lượng cửa hàng hơn hẳn so với đại siêu thị (supermarket) nhờ:

- Mô hình siêu thị, cửa hàng tiện lợi chỉ yêu cầu diện tích nhỏ nên dễ dàng thâm nhập vào khu dân cư;
- Thói quen đi lại của người dân Việt Nam chủ yếu bằng xe máy, phù hợp cho việc mua sắm tại các mô hình bách hóa nhỏ.

Vì vậy, dư địa tăng trưởng của mô hình siêu thị trong bách hóa hiện đại nói riêng và bán lẻ bách hóa nói chung là rất lớn. Euromonitor dự báo ngành bán lẻ bách hóa sẽ tăng trưởng 2.8%, trong khi đó bán lẻ bách hóa hiện đại sẽ tăng trưởng 9% CAGR trong 5 năm tới. Như vậy, Haseco ước tính đến 2030, thị phần kênh bán lẻ hiện đại sẽ chiếm tới 16% thị phần toàn mảng bán lẻ bách hóa.

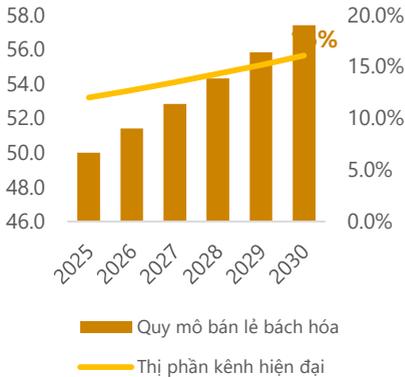
III. Bán lẻ dược phẩm

Quy mô thị trường bán lẻ dược phẩm Việt Nam ước đạt 10 tỷ USD với mức tăng trưởng mạnh mẽ 12.1% CAGR trong 10 năm.

Thị trường bán lẻ dược phẩm vẫn còn tương đối phân mảnh, khi kênh bệnh viện phòng khám và các nhà thuốc nhỏ lẻ (khoảng 60,000 nhà thuốc do các hộ kinh doanh cá thể vận hành) chiếm tới 85% thị phần, còn lại là chuỗi nhà thuốc hiện đại. Trong đó, Long Châu, Pharmacity và An Khang là 3 thương hiệu dẫn đầu thị phần trong mô hình bán lẻ dược phẩm hiện đại.

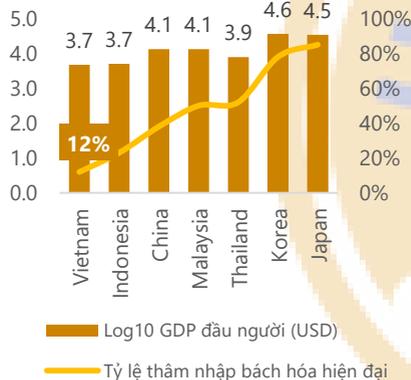
Haseco cho rằng trong thời gian tới, các chuỗi nhà thuốc hiện đại sẽ dần chiếm lấy thị phần từ các cửa hàng truyền thống nhờ danh mục sản phẩm đa dạng, có nguồn gốc uy tín với giá cả ổn định & khả năng kiểm soát chất lượng sản phẩm tối ưu; đồng thời trải nghiệm của khách hàng được nâng cao.

Quy mô bán lẻ bách hoá Việt Nam



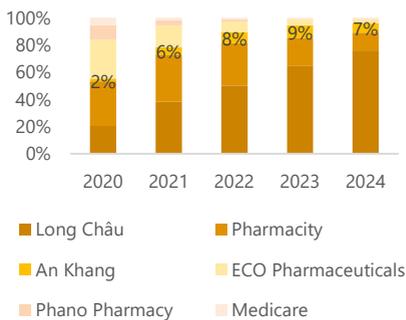
Nguồn: Euromonitor, Haseco ước tính

Tỷ lệ thâm nhập bách hoá hiện đại



Nguồn: Euromonitor, IMF

Thị phần chuỗi bán lẻ dược phẩm



Nguồn: Haseco tổng hợp

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

C. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA MWG

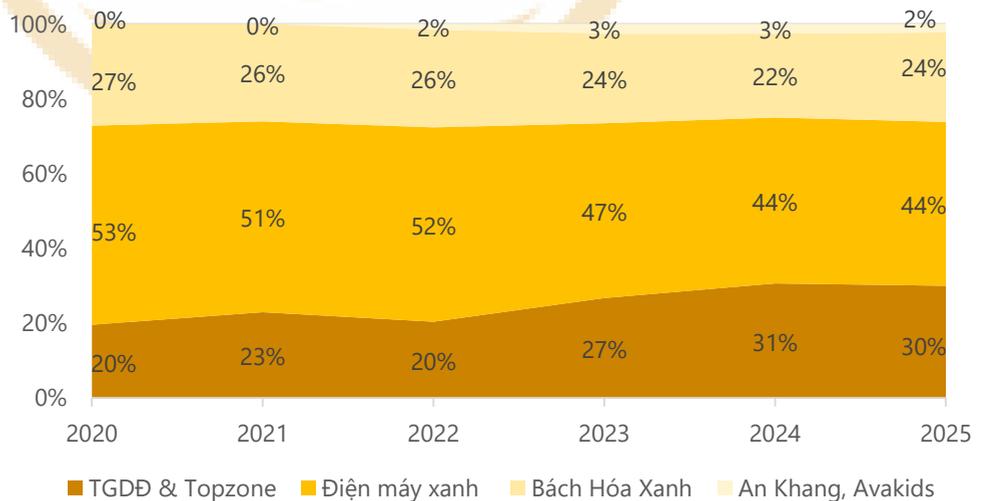
I. Mô hình kinh doanh

Thế giới di động: Thành lập từ 2004, đây là chuỗi đầu tiên, kinh doanh các sản phẩm truyền thống của MWG bao gồm: điện thoại, laptop, máy tính bảng và phụ kiện công nghệ. Bên cạnh đó, MWG còn sở hữu các cửa hàng bán lẻ ủy quyền của Apple - Topzone. Tính tới nay, chuỗi đã chiếm tới 50% thị phần ngành bán lẻ ICT tại Việt Nam và đóng góp 24% cơ cấu doanh thu của MWG năm 2025.

Điện máy xanh: Ra đời năm 2010 với mục tiêu mở rộng sang lĩnh vực điện máy gia dụng, chỉ sau hơn một thập kỷ, ĐMX đã vươn lên vị trí số 1 về thị phần điện máy tại Việt Nam. Hiện nay, ĐMX đã phủ sóng khắp 34 tỉnh thành với 2,008 cửa hàng (với 3 mô hình ĐML, ĐMM, ĐMS phù hợp với từng địa phương) đã đóng góp hơn 44% doanh thu MWG.

Bách hóa xanh: Ra mắt vào năm 2016, BHX là bước tiến chiến lược của MWG nhằm khai phá lĩnh vực bán lẻ nhu yếu phẩm - thị trường tiềm năng nhưng chủ yếu do cửa hàng tạp hóa và chợ truyền thống chi phối. BHX cung cấp đa dạng các sản phẩm từ các mặt hàng FMCG đến đồ tươi sống. Sau giai đoạn tái cấu trúc và tìm được công thức thành công, BHX dần trở thành động lực tăng trưởng dài hạn của MWG trong bối cảnh các mảng kinh doanh khác không còn nhiều dư địa tăng trưởng. BHX hiện đóng góp 30% doanh thu tập đoàn và đã có lãi kể từ Q2/2024.

Cơ cấu doanh thu MWG 2020-2025



Nguồn: MWG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

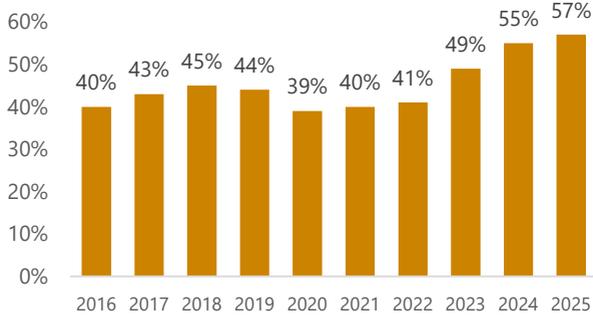
Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

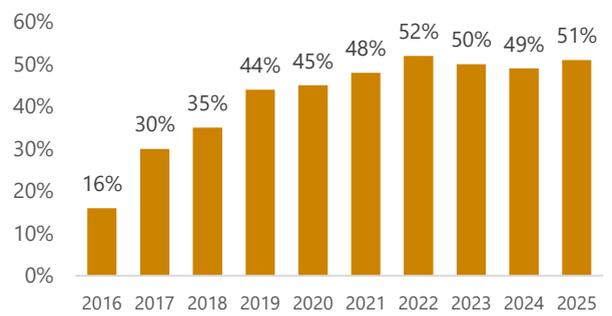
Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

Thị phần chuỗi Thế giới di động



Thị phần chuỗi Điện máy xanh

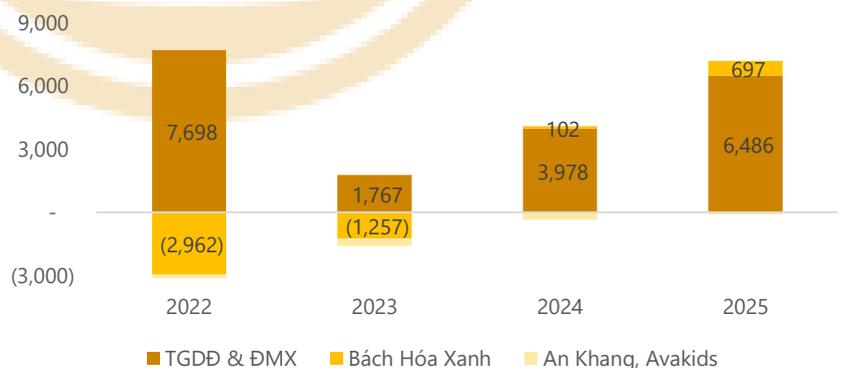


Nguồn: MWG, Haseco ước tính

An Khang: Tham gia vào lĩnh vực bán lẻ dược phẩm từ năm 2018, An Khang là nỗ lực của MWG nhằm thâm nhập thị trường chăm sóc sức khỏe đang tăng trưởng nhanh tại Việt Nam. Các cửa hàng An Khang tập trung phân phối thuốc kê đơn (ETC), thuốc không kê đơn (OTC), thực phẩm chức năng và thiết bị y tế. Tuy nhiên, hiện chuỗi vẫn đang trong quá trình tái cấu trúc, chưa đóng góp đáng kể vào doanh thu và đang trên hành trình hoà vốn.

Avakids: Chuỗi bán lẻ phục vụ nhóm khách hàng mẹ và bé, được MWG triển khai vào năm 2021. Các cửa hàng vật lý chủ yếu để trưng bày sản phẩm, trong khi 50% doanh thu của chuỗi đến từ kênh online. Nhìn chung, triển vọng của MWG sẽ tập trung ở 2 chuỗi TGDD & ĐMX (tối ưu lợi nhuận) và Bách Hóa Xanh (tăng trưởng doanh thu). Các chuỗi còn lại không đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh của MWG.

Lợi nhuận các chuỗi của MWG 2022-2025



Nguồn: MWG, Haseco ước tính

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

C. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA MWG

II. Lợi thế cạnh tranh

(1) Năng lực quản lý chuỗi bán lẻ hàng đầu

MWG có năng lực vượt trội trong việc nhân rộng và quản lý chuỗi bán lẻ khi sở hữu hàng nghìn cửa hàng trên toàn quốc mà vẫn đảm bảo hiệu quả hoạt động trên từng cửa hàng. Việc bắt đầu ứng dụng hệ thống ERP từ 2017 đã giúp doanh nghiệp kết nối đồng bộ tất cả các bộ phận; từ quản lý tồn kho, nhân sự tới khách hàng.

Cụ thể, MWG đang vận hành hệ thống “in-house ERP”, do chính nội bộ phát triển để phù hợp với nhu cầu của doanh nghiệp. Điều này mang lại lợi ích:

- Ban lãnh đạo và đội ngũ xây dựng hệ thống sẽ là người hiểu rõ mọi góc ngách doanh nghiệp.
- Nâng cao khả năng kiểm soát: kiểm soát hiệu quả vốn lưu động, đặc biệt trong việc kiểm soát hàng tồn kho bởi đặc tính các mặt hàng điện tử có vòng đời lưu kho dài và dễ mất giá trị, cũng như các mặt hàng tươi sống có vòng đời ngắn.

Trên thực tế, không ít doanh nghiệp đang triển khai ERP. Tuy nhiên, thành công hay không còn phụ thuộc vào việc chuẩn hóa dữ liệu đầu vào, khả năng thấu hiểu và kiểm soát hệ thống. Và MWG chính là trường hợp điển hình cho việc ứng dụng ERP hiệu quả, giúp doanh nghiệp nâng cao năng lực quản lý.

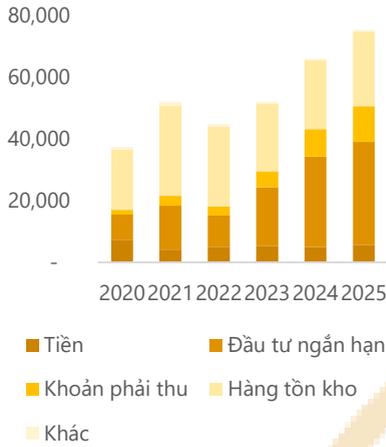
(2) Lợi thế đàm phán với nhà cung cấp

Với đặc thù là tập đoàn bán lẻ đa ngành, MWG sở hữu hệ sinh thái đối tác rộng lớn, trải dài từ các thương hiệu điện tử đến các nhà cung cấp hàng tiêu dùng. Nhờ lợi thế vượt trội về quy mô hoạt động, doanh nghiệp được hưởng các chính sách ưu đãi hấp dẫn từ nhà cung cấp, đặc biệt là các khoản chiết khấu thanh toán lên tới 200-300 tỷ đồng mỗi năm. Đây chính là một trong những yếu tố quan trọng giúp MWG duy trì biên lợi nhuận cao hơn đáng kể so với đối thủ.

(3) Công thức thành công trong mảng bách hoá

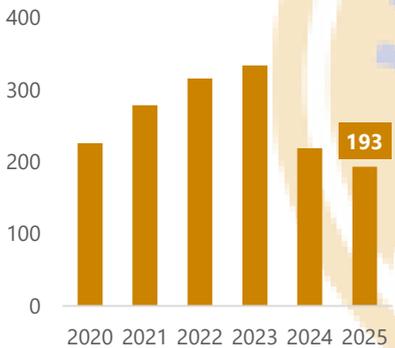
Trước đây, BHX hoạt động theo mô hình “chợ hiện đại” với danh mục thiếu tập trung. Sau quá trình tái cấu trúc và tìm được công thức thành công, BHX đã từng bước nâng cao năng lực cạnh tranh với chợ truyền thống và vươn lên dẫn đầu thị phần mảng bách hoá hiện đại. Trong khi phần lớn các chuỗi bán lẻ hiện nay chưa tập trung mạnh vào ngành hàng tươi sống - vốn là yếu tố thu hút khách hàng chủ lực từ chợ truyền thống thì MWG lại là đơn vị hiếm hoi kiểm soát tốt toàn bộ chuỗi giá trị, từ đầu vào, lưu kho đến phân phối.

Cơ cấu tài sản ngắn hạn



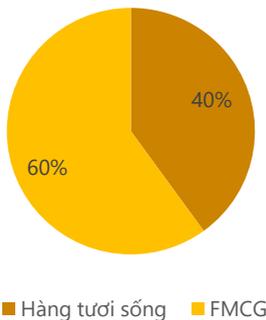
Nguồn: MWG

Chiết khấu thanh toán của MWG



Nguồn: MWG

Cơ cấu doanh thu BHX



Nguồn: MWG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

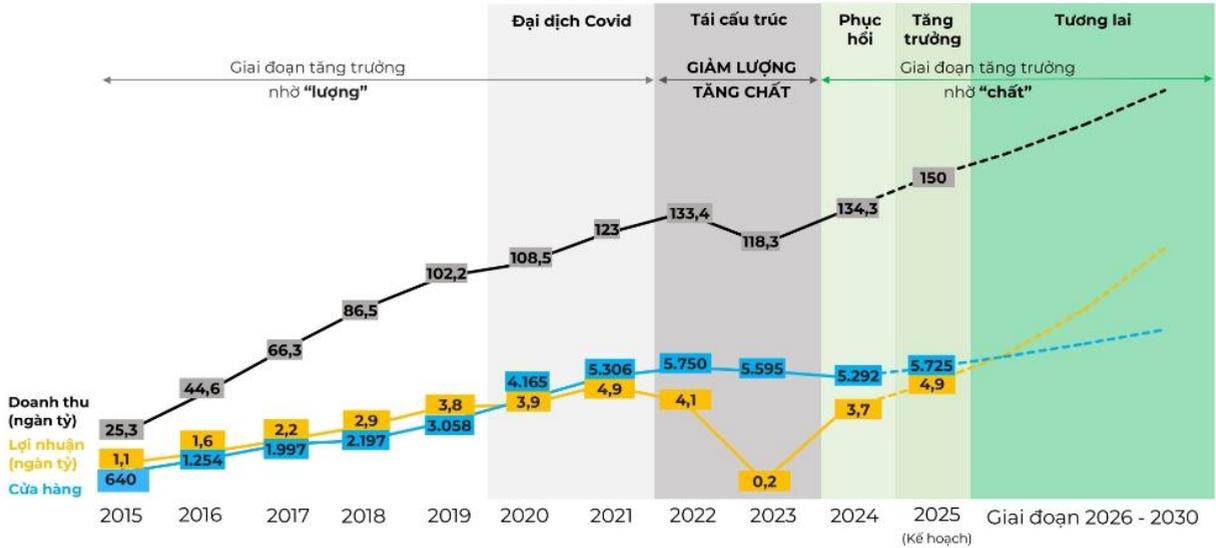
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

D. TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

I. TGDD & ĐMX: bước đi chiến lược cho chu kỳ tăng trưởng mới

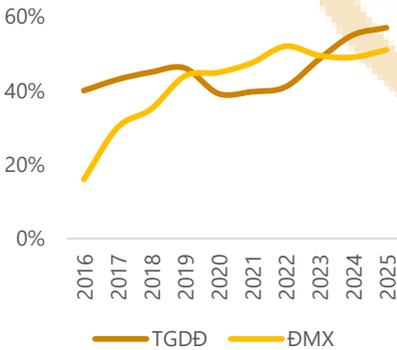
(1) Từng bước chiếm lấy miếng bánh thị phần toàn ngành

Hành trình phát triển của MWG từ 2015-2025



Nguồn: MWG

Thị phần TGDD & ĐMX



Nguồn: MWG, Haseco ước tính

Giai đoạn từ 2019 trở về trước là thời kỳ tăng trưởng mạnh mẽ nhất của 2 chuỗi TGDD & ĐMX. MWG chọn cách tăng trưởng bằng "lượng", đẩy mạnh độ phủ cửa hàng khắp toàn quốc. Nhờ vậy, MWG đã nhanh chóng chiếm lĩnh thị phần và gia tăng nhận diện thương hiệu với người tiêu dùng.

Tuy nhiên, thời điểm Covid-19 ập đến cũng là lúc ngành tăng trưởng chậm lại. Nhu cầu những mặt hàng tiêu dùng không thiết yếu bị cắt giảm trong bối cảnh kinh tế khó khăn. Để cạnh tranh, MWG đã là cái tên đầu tiên phát động cuộc chiến "giá rẻ quá", khiến một loạt các chuỗi điện thoại, điện máy khác buộc phải lao vào vòng xoáy cạnh tranh bằng giá. Vốn dĩ biên lợi nhuận của bán lẻ ICT&CE đã rất mỏng, cộng với áp lực giảm giá bán và tình hình sức mua suy yếu của nền kinh tế đã khiến các doanh nghiệp nhỏ lẻ rời cuộc chơi. Mặc dù lợi nhuận sụt giảm mạnh và chạm đáy, MWG tuyên bố vẫn "sống khỏe" và thời điểm này là lúc MWG giành được thị phần từ các đối thủ rời bỏ ngành (Edigi) và từ nguồn hàng xách tay. Theo đó, thị phần sản phẩm Apple đã tăng mạnh lên 50% so với con số 25% đầu năm 2023, trong khi thị phần Smartphone được cải thiện từ 48% lên 55% trong giai đoạn 2023-2024.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

Khép lại cuộc chiến về giá, khi tất cả các doanh nghiệp điện thoại, điện máy hiện nay đều không có định hướng mở rộng mà chỉ tập trung tối ưu hoạt động thì doanh nghiệp nào sở hữu lợi thế quy mô sẽ làm chủ cuộc chơi. Bởi trong ngành bán lẻ, quy mô lớn đồng nghĩa vị thế đàm phán với nhà cung cấp gia tăng và MWG chính là điển hình cho câu chuyện đó. Cụ thể:

- MWG đang thể hiện vị thế dẫn đầu về cả quy mô và danh mục sản phẩm so với các chuỗi bán lẻ điện thoại khác. Trong đó, FPT Shop được coi là đối thủ lớn nhất của chuỗi TGDD&ĐMX, tuy nhiên biên lợi nhuận này vẫn thấp hơn từ 5%-7% do cơ cấu sản phẩm điện máy thấp hơn với MWG. Các chuỗi khác như CellphonesS hay Hoàng Hà Mobile có biên lợi nhuận gộp khá thấp, dưới 10%.
- Về mảng điện máy, MWG dường như bỏ xa các đối thủ khác về doanh thu cũng như số lượng điểm bán. Thị trường miền Bắc có sự cạnh tranh gay gắt hơn, trong khi sân chơi thị trường miền Nam chủ yếu thuộc về 3 cái tên: ĐMX, Điện máy Chợ lớn và Nguyễn Kim. Tuy nhiên, trong khi các đối thủ khác phát triển theo mô hình đại siêu thị với diện tích cửa hàng từ 2,000 m² và tập trung tại trung tâm thành phố lớn thì Điện máy xanh xây dựng 3 mô hình: ĐML (800-1000 m²), ĐMM (300-350 m²), ĐMS (100-150 m²), phù hợp cho từng vị trí: thành phố lớn, đô thị vùng ven và khu vực nông thôn. Chiến lược này đã giúp ĐMX len lỏi và có mặt khắp nơi trên cả nước, tạo điều kiện cho miếng bánh ngành điện máy ngày càng cô đặc với hơn 50% thị phần thuộc về ĐMX.

So sánh các chuỗi bán lẻ điện thoại, điện máy

	TGDD	FPT Shop	ViettelStore	CellphonesS	Hoàng Hà Mobile
Số lượng cửa hàng	1,017	634	403	115	127
Danh mục sản phẩm					
Điện thoại	124	122	158	145	191
Laptop	346	324	29	35	216
Máy tính bảng	47	62	109	65	78
Đồng hồ	2,603	323	98	82	207

	ĐMX	Nguyễn Kim	Pico	Điện Máy Chợ Lớn	Điện Máy HC
Diện tích cửa hàng (m²)	300-400	>2,000	>2,000	>2,000	>2,000
Số lượng cửa hàng	2,027	50	17	98	43
Danh mục sản phẩm					
Tivi	227	279	268	289	594
Tủ lạnh	244	208	191	243	306
Máy giặt	199	180	140	221	197
Máy lạnh	154	158	121	221	229
Quạt	169	129	180	150	162

Nguồn: Haseco tổng hợp

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

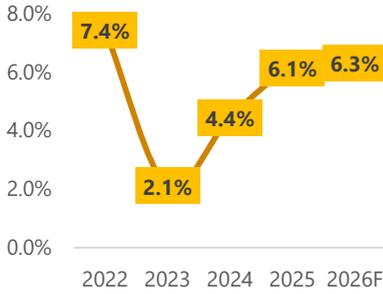
Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

**Biên lợi nhuận ròng
TGDD & ĐMX**



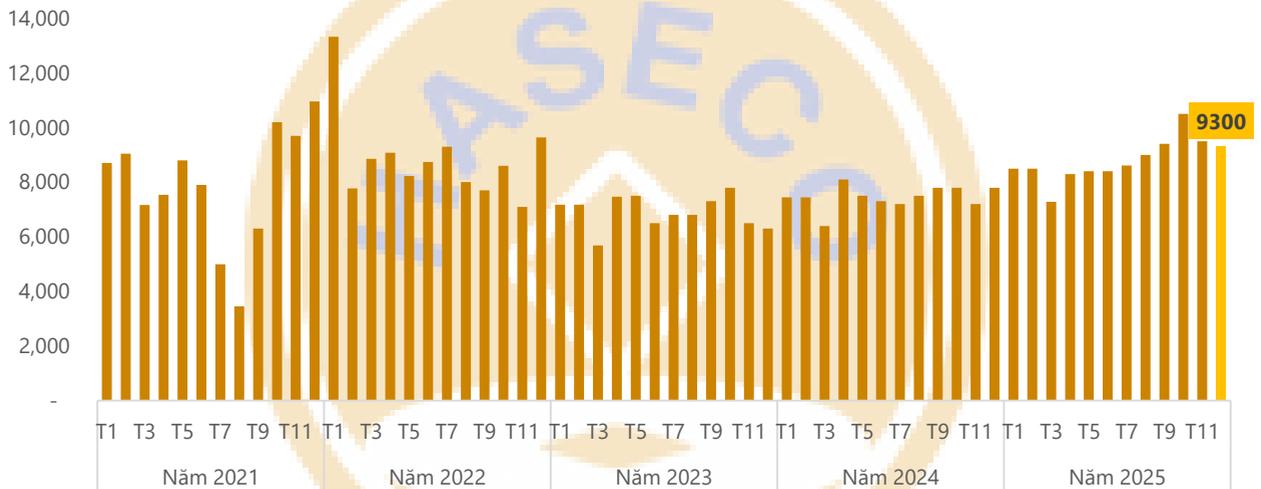
Nguồn: MWG, Haseco ước tính

(2) IPO ĐMX, tập trung vào chất là yếu tố giúp MWG tăng trưởng vượt bậc cho chu kỳ mới

Sau giai đoạn tái cấu trúc và thực hiện chiến lược “giảm lượng, tăng chất” - đóng loạt các cửa hàng không hiệu quả, tình hình kinh doanh của 2 chuỗi TGDD & ĐMX có sự cải thiện đáng kể. Bởi khi đóng cửa hàng, các chi phí cố định về cửa hàng, nhân viên được tiết giảm. Tuy nhiên, điều này không đồng nghĩa với việc mất doanh thu trên cửa hàng đó bởi khách hàng sẽ có xu hướng dịch chuyển sang các cửa hàng lân cận để mua sắm. Điều này được chứng minh khi doanh thu 2 chuỗi liên tục tăng trưởng trong 2025 dù số lượng cửa hàng có sự sụt giảm. Tính chung cả 2025, doanh thu TGDD & ĐMX đạt hơn 105,000 tỷ đồng (+18% yoy).

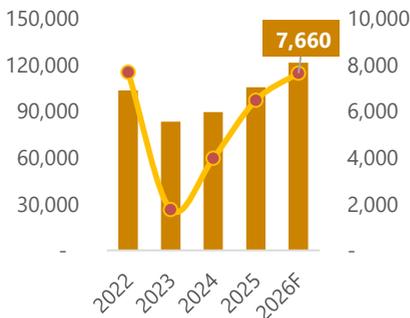
Doanh thu chuỗi TGDD & ĐMX

Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: MWG

Dự phóng chuỗi TGDD & ĐMX



Doanh thu (cột) Lợi nhuận ròng (đường)

Nguồn: MWG, Haseco ước tính

Bên cạnh đó, biên lợi nhuận ròng 2 chuỗi luôn duy trì ổn định quanh mức 6.0% trong năm 2025, cải thiện mạnh so với mức biên trung bình 2.1% trong 2023 và 4.4% trong năm 2024 nhờ nỗ lực tái cấu trúc và tối ưu chi phí của doanh nghiệp. Haseco ước tính lợi nhuận 2 chuỗi trong 2025 đạt khoảng 6,480 tỷ (~91% lợi nhuận MWG).

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận chuỗi TGDD & ĐMX sẽ tăng trưởng khoảng 18% trong 2026, đạt 7,660 tỷ đồng nhờ kỳ vọng tiêu thụ các mặt hàng điện thoại, điện máy tích cực và hết khấu hao các cửa hàng cũ. Trong 2026, ĐMX sẽ IPO, việc tách riêng các chuỗi này để giúp ĐMX có chiến lược phát triển rõ ràng, tăng trưởng 2 chữ số và gấp đôi lợi nhuận vào 2030.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

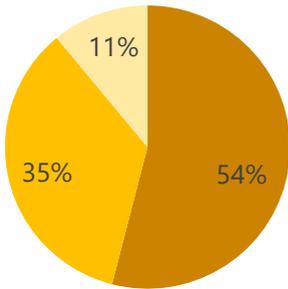
Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

II. Bách Hoá Xanh: doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ nhờ đẩy mạnh mở mới ở miền Bắc

(1) Công thức thành công của Bách Hoá Xanh

Thị phần các chuỗi minimart



- BHX
- Winmart
- Co.op, Satrafoods, khác

Nguồn: Haseco tổng hợp

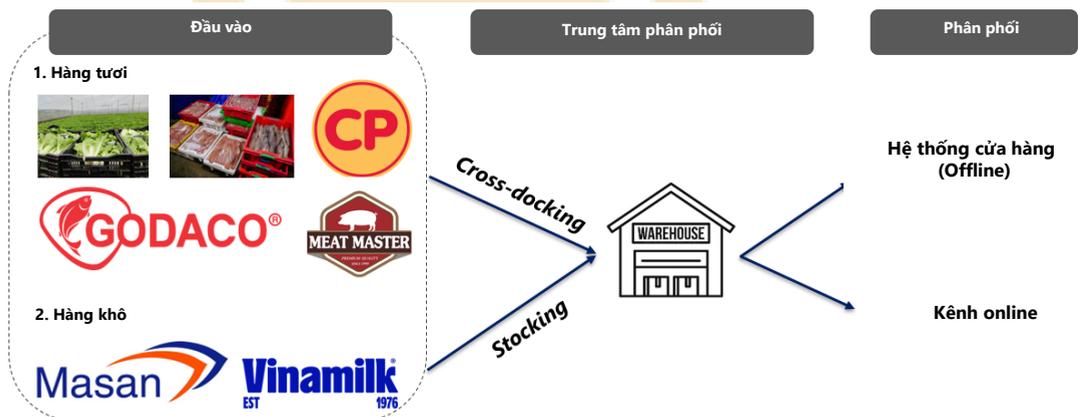
Triển vọng lớn nhất của MWG trong giai đoạn tới chính là chuỗi Bách hóa xanh. Sau quá trình tái định vị sang siêu thị mini, BHX đã thực hiện tái cấu trúc: giữ lại các cửa hàng hoạt động hiệu quả và tập trung vào các SKUs có nhu cầu cao. Danh mục sản phẩm hiện tại của BHX có khoảng 3,000 SKUs, với mặt hàng tươi sống và FMCG lần lượt đóng góp 40%-60% tổng doanh thu. Haseco cho rằng mảng tươi sống (nông sản, thịt tươi cá lợi) chính là “công thức thành công” giúp BHX kéo thêm traffic từ chợ truyền thống; đồng thời đóng vai trò kênh dẫn giúp khách hàng mua thêm các sản phẩm FMCG, từ đó nâng cao giá trị đơn hàng và gia tăng lợi nhuận toàn chuỗi.

Cụ thể, BHX đã thành công trong việc kiểm soát hàng tươi sống khi:

- Thu mua trực tiếp từ nhà cung cấp, không thông qua trung gian. Các loại nông sản được BHX lấy từ các hợp tác xã sản xuất, trong khi cá biển được nhập trực tiếp từ vùng biển.
- Sau thu mua, hàng hóa được vận chuyển đến DC khu vực và phân phối tới các cửa hàng lân cận thông qua mô hình cross-docking, thậm chí BHX còn vận chuyển trực tiếp từ nhà cung cấp tới các cửa hàng. Nhờ đó, thời gian vận chuyển được rút ngắn chỉ còn 1-2 ngày.
- Các chính sách khuyến mãi giúp đẩy nhanh tiêu thụ hàng tươi sống trong ngày.

Nhờ vậy, mảng tươi sống đã trở thành lợi thế cạnh tranh của BHX so với các chuỗi thực phẩm khác, đồng thời định vị BHX trở thành đối thủ cạnh tranh trực tiếp và lấy thị phần từ chợ truyền thống.

Chuỗi giá trị của Bách Hoá Xanh



Nguồn: MWG, Haseco tổng hợp

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

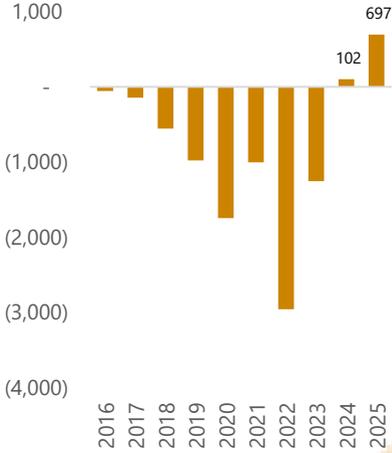
Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

Lợi nhuận ròng chuỗi BHX
Đơn vị: Tỷ đồng



Nguồn: MWG, Haseco ước tính

(2) Đạt kỳ vọng tại miền Trung, bước đệm tiến xa hơn tại miền Bắc

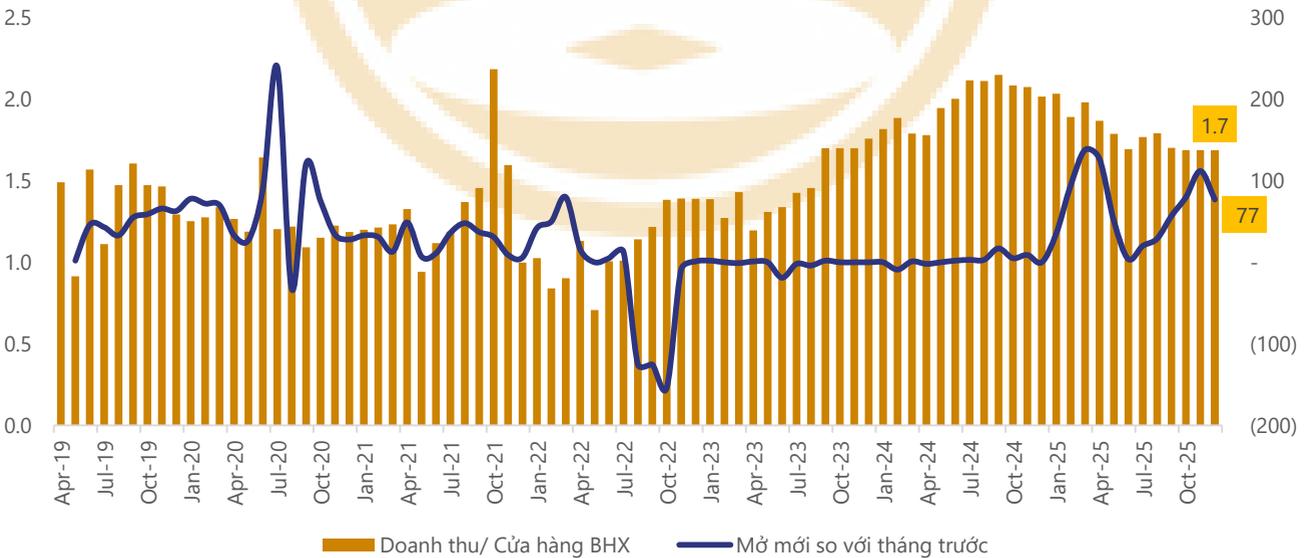
Triển vọng lớn nhất của MWG phụ thuộc vào tình hình nhân rộng và hiệu quả hoạt động của chuỗi Bách Hoá Xanh trong thời gian tới. Kể từ quý 4/2024, Bách Hoá Xanh bắt đầu mở rộng sang khu vực miền Trung. Tính đến nay, Haseco ước tính chuỗi bách hoá này đã mở mới khoảng 390 cửa hàng tại miền Trung trong tổng số 789 cửa hàng mở mới trong 2025.

Doanh thu/cửa hàng hiện đạt quanh mức 1.7 tỷ/tháng, giảm đáng kể so với con số trung bình 2.1 tỷ/tháng tại thời điểm trước khi nhân rộng mô hình tại miền Trung. Nguyên nhân là do các cửa hàng miền Trung có mức doanh thu trung bình khoảng 1.5 tỷ, thấp hơn nhiều so với hiệu quả hoạt động của các cửa hàng miền Nam. Haseco cho rằng điều này là hoàn toàn bình thường bởi thị trường miền Trung khó tính hơn rất nhiều khi:

- Mật độ dân số tại đây chỉ bằng một nửa so với khu vực Đông Nam Bộ;
- Tỷ lệ đô thị hóa còn thấp;
- Thói quen chi tiêu tiết kiệm hơn người miền Nam, người dân có xu hướng ưu tiên mô hình chợ truyền thống.

Mặc dù doanh thu trên mỗi cửa hàng suy giảm nhưng lợi nhuận chung lại cải thiện tích cực. Haseco ước tính lợi nhuận chung của Bách Hoá Xanh trong cả 2025 đạt gần 700 tỷ đồng (tương đương với mức biên lợi nhuận ròng 1.5%, cao hơn đáng kể so với 2024 ~0.2%).

Hiệu quả kinh doanh của chuỗi Bách Hoá Xanh



Nguồn: MWG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

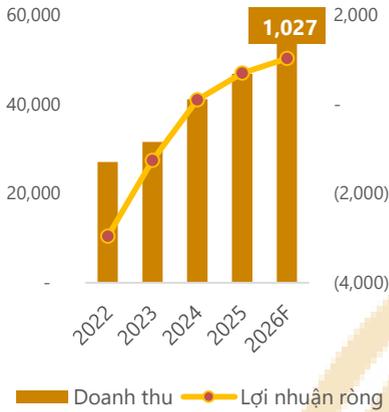
Sau những thành công tại thị trường miền Trung, Bách Hoá Xanh đã bắt đầu mở rộng cửa hàng tại miền Bắc từ cuối T11/2025 với điểm đến đầu tiên tại Ninh Bình. Theo Haseco quan sát, Bách Hoá Xanh đang đẩy mạnh tuyển dụng tại các khu vực trọng điểm phía Bắc như Hưng Yên, Hải Phòng, Bắc Ninh, Quảng Ninh và Hà Nội.

Rào cản lớn nhất cho việc nhân rộng cửa hàng nơi đây là sự hiện diện của chuỗi Winmart - vốn đã quá đỗi quen thuộc với người tiêu dùng miền Bắc. Tuy nhiên, với lợi thế cạnh tranh về mảng đồ tươi sống (chiếm hơn 40% doanh thu chuỗi), Haseco cho rằng Bách Hoá Xanh sẽ tiếp tục thành công tại thị trường này bởi người Bắc có thói quen chọn thịt tươi, cá tươi tại chỗ. Mức giá bán hấp dẫn và danh mục sản phẩm phong phú hơn Wincommerce là yếu tố sẽ giúp Bách Hoá Xanh giành lấy thị phần - trong khi chuỗi Winmart tập trung nhiều hơn vào các mặt hàng FMCG nhờ tận dụng hệ sinh thái tiêu dùng MSN.

Haseco dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế Bách Hoá Xanh năm 2026 lần lượt là 57,000 tỷ (+21,7% yoy) và 1,027 tỷ (+47,3% yoy). Về dài hạn, mức biên lợi nhuận khi chuỗi đã đi vào hoạt động ổn định ước tính đạt từ 2,5%-3,0%, tương tự với mức biên của các minimart thành công như Alfamart (Indonesia) hay Reliance Retail (Ấn Độ).

Dự phóng KQKD chuỗi BHX

Đơn vị: Tỷ đồng



Nguồn: MWG, Haseco ước tính

BHX đẩy mạnh mở rộng miền Bắc

VIỆC LÀM THEO TỈNH THÀNH

Tìm tỉnh thành



Thành phố Hồ Chí Minh 6205 việc đang tuyển	Tỉnh Ninh Bình 832 việc đang tuyển	Thành phố Đà Nẵng 448 việc đang tuyển	Tỉnh Hưng Yên 446 việc đang tuyển	Thành phố Hà Nội 424 việc đang tuyển	Thành phố Cần Thơ 394 việc đang tuyển
Tỉnh Đồng Nai 314 việc đang tuyển	Tỉnh Thanh Hóa 286 việc đang tuyển	Tỉnh Tây Ninh 231 việc đang tuyển	Thành phố Hải Phòng 225 việc đang tuyển	Tỉnh Nghệ An 189 việc đang tuyển	Tỉnh Lâm Đồng 172 việc đang tuyển
Tỉnh Đắk Lắk 162 việc đang tuyển	Tỉnh Vĩnh Long 149 việc đang tuyển	Tỉnh Quảng Ngãi 147 việc đang tuyển	Tỉnh Đồng Tháp 146 việc đang tuyển	Tỉnh An Giang 144 việc đang tuyển	Tỉnh Bắc Ninh 131 việc đang tuyển
Tỉnh Gia Lai 123 việc đang tuyển	Tỉnh Quảng Ninh 97 việc đang tuyển	Tỉnh Hà Tĩnh 83 việc đang tuyển	Tỉnh Khánh Hòa 83 việc đang tuyển	Thành phố Huế 61 việc đang tuyển	Tỉnh Cà Mau 50 việc đang tuyển
Tỉnh Quảng Trị 16 việc đang tuyển					

Nguồn: Tuyển dụng Bách Hóa Xanh

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong, Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu, Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

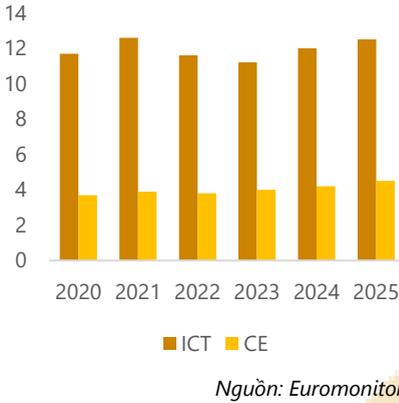
Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

III. Era Blue: Kỳ vọng mới cho mảng điện máy, tuy nhiên chưa đóng góp quá nhiều về định giá

(1) Ngành điện máy Indonesia còn non trẻ

Quy mô ICT/CE Indonesia
Đơn vị: tỷ USD



Quy mô thị trường bán lẻ ICT tại Indonesia ước đạt khoảng 12 tỷ USD, phát triển mạnh mẽ hơn so với Việt Nam nhờ lợi thế về quy mô dân số (284 triệu người). Tuy nhiên, ngành điện máy tại đây vẫn còn sơ khai, tỷ lệ thâm nhập thấp (<50%) và không có chuỗi bán lẻ nào quy mô đủ lớn thống lĩnh thị trường (60% thị phần thuộc về nhà bán lẻ truyền thống). Các chuỗi nội địa hiện tại có số lượng cửa hàng tương đối thấp (<100). Rào cản khiến các chuỗi này khó mở rộng quy mô là bởi:

- Sự bùng nổ của kênh TMĐT trong mảng bán lẻ điện máy với doanh thu tăng trưởng 96% CAGR giai đoạn 2018-2024;
- Rào cản mặt bằng khi chủ yếu mở tại các trung tâm mua sắm;
- Hạn chế trong dịch vụ khi hoạt động theo mô hình "referral".

Đối thủ cạnh tranh của Era Blue

	Electronic City	Best Denki	Hartono
Mô hình	Cửa hàng + Online	Cửa hàng truyền thống (Chuỗi nhượng quyền Nhật Bản)	Cửa hàng + Online
Số lượng cửa hàng	69	25	7
Vị trí cửa hàng	TTTM tại thành phố lớn	TTTM chủ yếu tại Jakarta	TTTM tại thành phố lớn
Dịch vụ	Referral	Referral	Referral

Nguồn: Haseco tổng hợp

(2) Era Blue: Tham vọng trở thành ĐMX thứ 2 tại Indonesia

Tham vọng trở thành ĐMX thứ 2 tại Indonesia là hoàn toàn khả thi khi Era Blue giải quyết được 3 rào cản trên, đặc biệt là 2 bài toán về mặt bằng và dịch vụ:

- Dịch vụ: triển khai mô hình full-service, từ bán hàng đến hậu mãi, cung cấp dịch vụ giao hàng trong ngày, thay vì phải chờ từ 7-10 ngày như các nhà bán lẻ hiện tại. Điều này mang lại trải nghiệm tối ưu cho khách hàng.
- Bài toán mặt bằng: Tận dụng mạng lưới phân phối của Erajaya khi các cửa hàng tại gần khu dân cư và khu vực giao thông đông đúc. Bên cạnh đó, Era Blue chủ yếu mở rộng tại đảo Java, Haseco cho rằng Java đang sở hữu 3 lợi thế chính và là mảnh đất màu mỡ để Era Blue khai thác:

(1) Diện tích chỉ chiếm 6.7% tổng diện tích Indonesia nhưng đây lại là khu vực đô thị hóa và kinh tế sôi động nhất khi đóng góp tới 59% GDP cả nước; (2) Hòn đảo đông dân nhất Indonesia: nơi sinh sống của hơn 150 triệu người, chiếm tới 56% dân số Indonesia. Mật độ dân cư cao tạo điều kiện cho các doanh nghiệp bán lẻ như Era Blue dễ dàng tiếp cận khách hàng; (3) Sở hữu hạ tầng giao thông và logistics hiện đại bậc nhất cả nước.

Nhờ lợi thế trên, chuỗi này đã “mang tiền về cho mẹ” và có lãi chỉ sau 2 năm hoạt động. Hiện nay, số lượng cửa hàng Era Blue đã lên tới 181 cửa hàng, vượt con số mục tiêu 150 cửa hàng trong 2025. Haseco cho rằng, Era Blue hoàn toàn có thể đạt con số 500 cửa hàng vào cuối 2027 và tiến tới IPO theo kỳ vọng của ban lãnh đạo.

Mặc dù tiềm năng là vậy nhưng chúng tôi lưu ý rằng, chuỗi này sẽ chưa đóng góp quá nhiều vào triển vọng và trong mô hình định giá khi MWG chỉ sở hữu 45% cổ phần và so với các chuỗi khác thì quy mô của Era Blue còn khá khiêm tốn.

E. ĐỊNH GIÁ

Chúng sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) cho MWG với mức giá mục tiêu 118,800 VND/cổ phiếu cho năm 2026. Trong đó, mô hình định giá tập trung chủ yếu vào TGDĐ & ĐMX và Bách Hóa Xanh.

Đối với TGDĐ&ĐMX, Haseco sử dụng phương pháp P/E với mức định giá 15.0 lần. Chúng tôi cho rằng đây là mức P/E hợp lý đối với mảng kinh doanh đã tăng trưởng ổn định, tạo ra lợi nhuận lớn và dẫn đầu thị phần toàn ngành hiện nay.

Đối với Bách Hóa Xanh, chúng tôi sử dụng phương pháp P/S và so sánh với các chuỗi bán lẻ bách hóa khác như Walmart, Alfamart, Central Retail, đồng thời căn cứ vào thương vụ bán 5% vốn BHX trong năm 2024 với CDH Investment, từ đó đưa ra định giá mục tiêu P/S là 1.1 lần.

Kết hợp 2 phương pháp trên, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu MWG với giá mục tiêu trong 2026 là **118,800 VND/cổ phiếu (upside 27.9%)**.

Định giá MWG	
Chuỗi TGDĐ & ĐMX	
- Lợi nhuận 2026 (tỷ)	7,660
- P/E (x)	15.0
- Tỷ lệ sở hữu của MWG	99.99%
Vốn hóa mục tiêu (tỷ) (1)	114,888
Chuỗi Bách Hóa Xanh	
- Doanh thu 2026 (tỷ)	57,000
- P/S (x)	1.1
- Tỷ lệ sở hữu của MWG	94.99%
Vốn hóa mục tiêu (tỷ) (2)	59,558
Định giá MWG (tỷ) (3) = (1) + (2)	174,446
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	118,800
Upside	27.9%

Nguồn: Haseco dự báo

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh



Phụ lục 1: Dự phóng kết quả kinh doanh MWG

Khoản mục	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	108,546	122,958	133,405	118,280	134,341	156,166	183,313
Giá vốn hàng bán	(84,592)	(95,326)	(102,543)	(95,759)	(106,842)	(125,557)	(147,384)
Lãi gộp	23,954	27,632	30,862	22,521	27,499	30,609	35,929
Thu nhập tài chính	794	1,288	1,313	2,167	2,377	3,028	3,442
Chi phí tài chính	(594)	(715)	(1,383)	(1,556)	(1,188)	(1,536)	(2,049)
Lãi/(Lỗ) từ liên doanh	(4)	(2)	-	-	(45)	24	77
Chi phí bán hàng	(15,334)	(17,914)	(22,337)	(20,917)	(19,850)	(18,740)	(21,264)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(3,404)	(3,823)	(1,881)	(1,168)	(3,566)	(4,841)	(5,683)
Lãi/(Lỗ) từ HĐKD	5,413	6,466	6,575	1,047	5,227	8,543	10,452
Thu nhập khác	44	55	62	37	26	27	50
Chi phí khác	(46)	(49)	(580)	(394)	(427)	(75)	(64)
Lãi/(Lỗ) ròng trước thuế	5,410	6,472	6,056	690	4,826	8,495	10,439
Chi phí thuế TNDN	(1,490)	(1,570)	(1,955)	(522)	(1,092)	(1,432)	(1,760)
Lãi/(Lỗ) ròng sau thuế	3,920	4,901	4,102	168	3,733	7,063	8,679

Nguồn: Haseco dự báo

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

Phụ lục 2: So sánh các chuỗi bán lẻ bách hoá

	BHX	Winmart+	Satrafoods	Co.op Food
Số lượng cửa hàng	2,027	3,972	226	595
Danh mục sản phẩm				
<i>Thực phẩm tươi sống</i>	250	71	28	80
<i>Rau, củ, trái cây</i>	220	160	75	84
<i>Thực phẩm khô</i>	1,314	433	190	219
<i>Hóa mỹ phẩm</i>	783	742	60	156

Nguồn: Haseco tổng hợp

Lợi thế Bách Hoá Xanh so với các chuỗi bán lẻ bách hoá:

Có thể thấy, BHX đang thể hiện sức vượt trội về hiệu quả doanh thu so với các chuỗi bán lẻ khác. Giai đoạn 2022-2025 chứng kiến mức tăng trưởng mạnh khi chuỗi tìm ra được công thức thành công và chú trọng phát triển ngành hàng tươi sống, trong khi các chuỗi bán lẻ như Wincommerce, Co.op hay Satra vẫn phụ thuộc nhiều vào mặt hàng FMCGs. Haseco cho rằng lợi thế cạnh tranh về hàng tươi sống của BHX là rất lớn và các đối thủ khác khó có thể ứng dụng/triển khai một cách hiệu quả bởi:

- Chi phí chuyển đổi cao: việc phát triển hàng tươi sống đồng nghĩa các minimart phải thực hiện đồng bộ trên quy mô toàn chuỗi, thay đổi từ layout cửa hàng (cách bài trí), hệ thống phân phối và logistics (bài toán này phức tạp hơn rất nhiều so với quản lý các mặt hàng khô), thậm chí là thay đổi cả về mặt nhân sự. Vì vậy, việc chuyển đổi tốn rất nhiều thời gian và nguồn lực.
- Thuật toán phân phối sản phẩm: Đặc thù mặt hàng thịt, cá cần phải đạt tiêu chuẩn về độ "tươi", trong khi đó các mặt hàng rau củ, nông sản có giá trị tương đối thấp, chi phí lưu chuyển cao. Vì vậy, bài toán tính toán mức tồn kho và tiêu thụ tối ưu, giảm thời gian logistics và vận chuyển là rất khó.
- Yêu cầu về mạng lưới nhà cung cấp: Để duy trì nguồn cung ổn định, doanh nghiệp cần xây dựng được hệ thống hợp tác chiến lược với các đơn vị chế biến thực phẩm tươi. Đặc biệt với các mặt hàng nông sản, điều này còn phức tạp hơn bởi đặc thù sản phẩm có tính phân tán và mùa vụ cao theo vùng miền.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh

Phụ lục 3: So sánh BHX với chợ truyền thống



Nguồn: Haseco thực nghiệm

Lợi thế Bách Hoá Xanh so với chợ truyền thống:

- Chợ truyền thống thường chỉ mở buổi sáng. Trong khi BHX mở cửa cả ngày (7:00-21:30), phục vụ được đa số đối tượng khách hàng.
- Các sản phẩm tươi sống mặc dù có giá nhỉnh hơn từ 10%-15% so với chợ truyền thống nhưng đảm bảo hơn về nguồn gốc và chất lượng. Trong đó: Rau và hải sản không đóng gói được cung cấp hàng ngày. Thịt và hải sản đóng gói có hạn sử dụng trong 2 ngày. Trái cây được bảo quản tối đa trong 4 ngày.
- Đa dạng chương trình khuyến mãi: Hầu hết các cửa hàng BHX đều có chương trình khuyến mãi để đẩy nhanh hàng tươi sống trong ngày như giảm giá 40% với các loại thịt để qua đêm sau 16h, 20%-30% với các loại hải sản qua đêm sau 17h-18h và 50% tới các loại nông sản cận date sau 15h-16h chiều.

Nhờ vậy, BHX đã thu hút đông đảo lượng khách hàng, đặc biệt là khi chợ truyền thống đã đóng cửa và đỉnh điểm là khung giờ từ 15h-18h hàng ngày để tận dụng các chương trình khuyến mãi.

Phụ lục 4: Điểm hoà vốn Bách Hoá Xanh

Cửa hàng BHX miền Nam		Cửa hàng BHX miền Trung	
Giá vốn hàng bán	1.47	Giá vốn hàng bán	1.14
Chi phí bán hàng, trong đó	0.32	Chi phí bán hàng, trong đó	0.22
<i>Chi phí mặt bằng</i>	<i>0.12</i>	<i>Chi phí mặt bằng</i>	<i>0.08</i>
<i>Chi phí nhân viên</i>	<i>0.12</i>	<i>Chi phí nhân viên</i>	<i>0.08</i>
<i>Chi phí marketing</i>	<i>0.02</i>	<i>Chi phí marketing</i>	<i>0.02</i>
<i>Chi phí điện, nước</i>	<i>0.03</i>	<i>Chi phí điện, nước</i>	<i>0.03</i>
<i>Chi phí khấu hao</i>	<i>0.03</i>	<i>Chi phí khấu hao</i>	<i>0.03</i>
Chi phí quản lý (back)	0.05	Chi phí quản lý (back)	0.04
Chi phí DC + logistics	0.08	Chi phí DC + logistics	0.06
Điểm hòa vốn (tỷ)	1.92	Điểm hòa vốn (tỷ)	1.46

Nguồn: Haseco ước tính





Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà Haseco cho là đáng tin cậy, tuy nhiên Haseco không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo.

Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. Haseco và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của Haseco và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của Haseco. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. Haseco có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho Haseco.

Haseco không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.



Công ty cổ phần Chứng khoán Hải Phòng

Người bạn tin cậy của nhà đầu tư

TRỤ SỞ CHÍNH

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng
T: (0225) 3842.335
F: (0225) 3746.266
Email: dvkh@haseco.vn
Website: www.haseco.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội
T: (024) 3574.7020
F: (024) 3574.7019

CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh
T: (028) 3920.7800
Fax: (028) 3920.7825