



BÁO CÁO CẬP NHẬT ĐHĐCĐ 2025

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HPG - HSX)

“VỮNG TIN TRƯỚC BẤT KỂ KHÓ KHĂN”



Liên hệ

(+84) 24 3926 0099 

online@vncsi.com.vn 

www.vncsi.com 

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Xu hướng tiêu dùng dịch chuyển mạnh mẽ sau đại dịch Covid-19, mô hình bán lẻ hiện đại hưởng lợi

Các mô hình bán lẻ hiện đại sẽ là đối tượng được hưởng lợi nhiều nhất trong xu hướng chuyển dịch tiêu dùng khi người mua sắm ngày càng có lối sống lành mạnh, nâng cao hiểu biết về nguồn gốc xuất xứ của sản phẩm. Các sản phẩm được sản xuất trong quy trình khép kín, kiểm soát nguồn gốc nghiêm ngặt và được phân phối bởi các chuỗi bán lẻ sẽ nhận được nhiều ưu tiên từ người mua. Bên cạnh đó, thị trường nông thôn và khu vực ngoại ô các thành phố lớn vẫn chưa được đẩy mạnh khai thác mặc dù tiềm năng tới từ nhóm tiêu dùng này rất lớn khi chiếm tới 60% dân số Việt Nam, cung cấp quỹ đất rộng lớn cho hoạt động mở rộng với mức độ cạnh tranh tương đối thấp.

Chính sách kích thích tiêu dùng được Chính phủ đẩy mạnh

Quốc hội đã thông qua Nghị quyết điều chỉnh mức giảm trừ gia cảnh đối với thuế thu nhập cá nhân, giảm trừ cho bản thân tăng từ 11 triệu lên 15.5 triệu đồng/tháng, cho mỗi người phụ thuộc tăng từ 4.4 triệu lên 6.2 triệu đồng/tháng. Bên cạnh đó, Chính phủ cũng chính thức nâng mức lương tối thiểu tăng từ 250,000 – 350,000 đồng/tháng. Cả hai phương án đều sẽ bắt đầu có hiệu lực kể từ 01/01/2026 và CSI kỳ vọng những chính sách trên sẽ đóng góp đáng kể vào thu nhập hàng tháng của người lao động, hỗ trợ gia tăng sức mua tiêu dùng.

Khu vực nông thôn, ngoại ô thành phố lớn – sân chơi tiềm năng cho mô hình bán lẻ hiện đại

Sau khi thị trường bán lẻ khu vực nội đô các thành phố lớn trở nên bão hòa với sự góp mặt của nhiều ông lớn chia sẻ nhau miếng bánh thị phần, các nhà bán lẻ dần mở rộng sự hiện diện sang các khu vực ngoại ô thành phố lớn và các tỉnh thành khác ngoài Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh. Việc thị phần phân khúc truyền thống vẫn còn chiếm tỷ lệ cao ở khu vực ngoại thành trở thành miếng mồi béo bở để các chuỗi bán lẻ hiện đại lớn như WinCommerce, Bách Hóa Xanh đẩy mạnh sự hiện diện.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Mặc dù tiềm năng “đánh chiếm” thị phần tại các khu vực ngoại thành và nông thôn là hiện hữu, việc tối ưu hệ thống vận hành, quản trị chi phí của các hãng sẽ gặp nhiều khó khăn khi mỗi kho hàng, trung tâm phân phối sẽ phục vụ ít điểm bán hơn và phải trung chuyển với bán kính hoạt động rộng hơn.

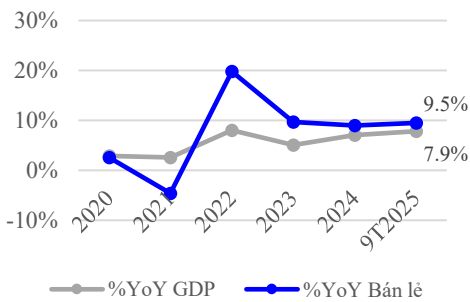
Sự gia nhập của những tập đoàn bán lẻ toàn cầu giàu kinh nghiệm và tài chính như Aeon, Lotte, Central Retail Group và Fujimart (Liên doanh giữa tập đoàn BRG và Sumitomo) khiến thị trường bán lẻ trở nên “chật chội” hơn đáng kể.

TỔNG QUAN NGÀNH BÁN LẺ

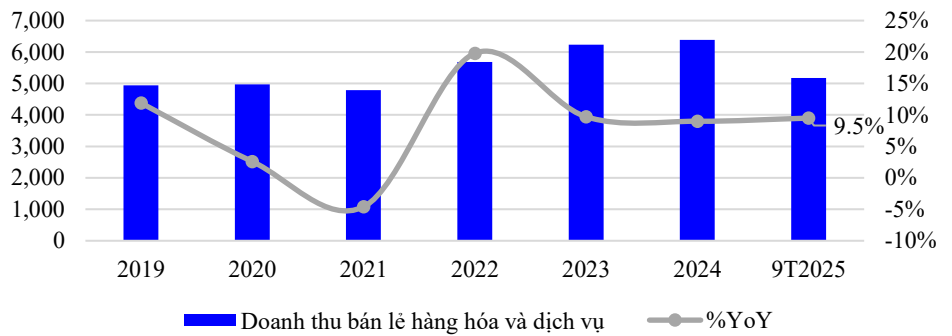
- Bán lẻ đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu GDP

Ngành bán lẻ đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam khi tiêu dùng nội địa đóng góp tới 55% vào GDP hàng năm.. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng trong giai đoạn 2022 – 2024 gấp 1.3 – 2 lần so với GDP cho thấy vai trò trụ cột của bán lẻ trong cơ cấu tăng trưởng GDP của cả nước. Theo số liệu từ Tổng cục Thống kê, 9 tháng năm 2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ ước đạt 5,176.0 nghìn tỷ đồng, tăng 9.5% so với cùng kỳ năm trước.

Tăng trưởng bán lẻ và dịch vụ cao hơn 1.5 - 2% so với GDP qua các năm



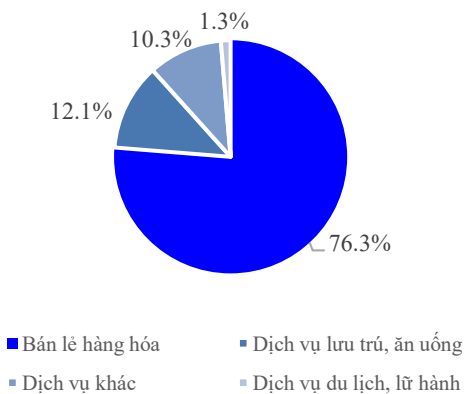
Doanh thu Bán lẻ hàng hóa và Dịch vụ tại Việt Nam từ năm 2019 đến nay (nghìn tỷ VND)



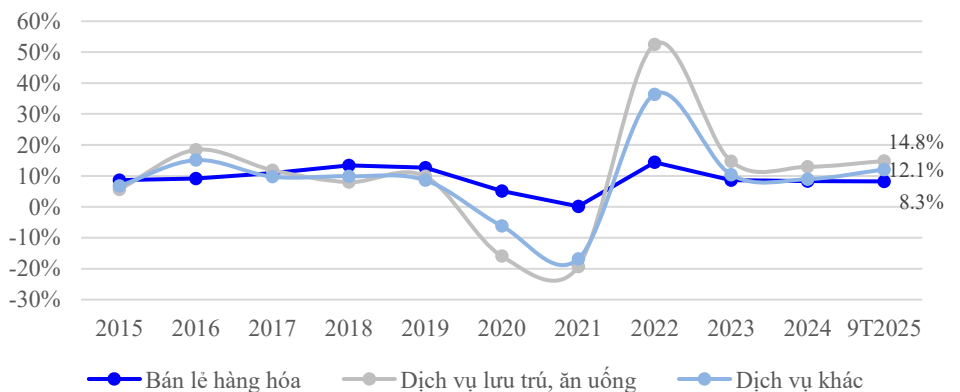
Nguồn: Tổng cục Thống kê

Ngành bán lẻ và dịch vụ ở Việt Nam gồm 4 mảng chính: (i) Bán lẻ hàng hóa; (ii) Dịch vụ lưu trú, ăn uống; (iii) Du lịch, lữ hành; (iv) Dịch vụ khác trong đó bán lẻ hàng hóa đóng góp gần 80% doanh thu toàn ngành. Kể từ sau giai đoạn khó khăn của dịch Covid-19 khi tình trạng cách ly liên tục diễn ra, doanh thu từ bán lẻ hàng hóa phục hồi mạnh mẽ và giữ vững đà tăng trưởng trên mức 9.0% qua các năm.

Cơ cấu doanh thu các mảng trong ngành Bán lẻ 9T2025



Tốc độ tăng trưởng các cấu phần ngành bán lẻ hàng hóa, dịch vụ



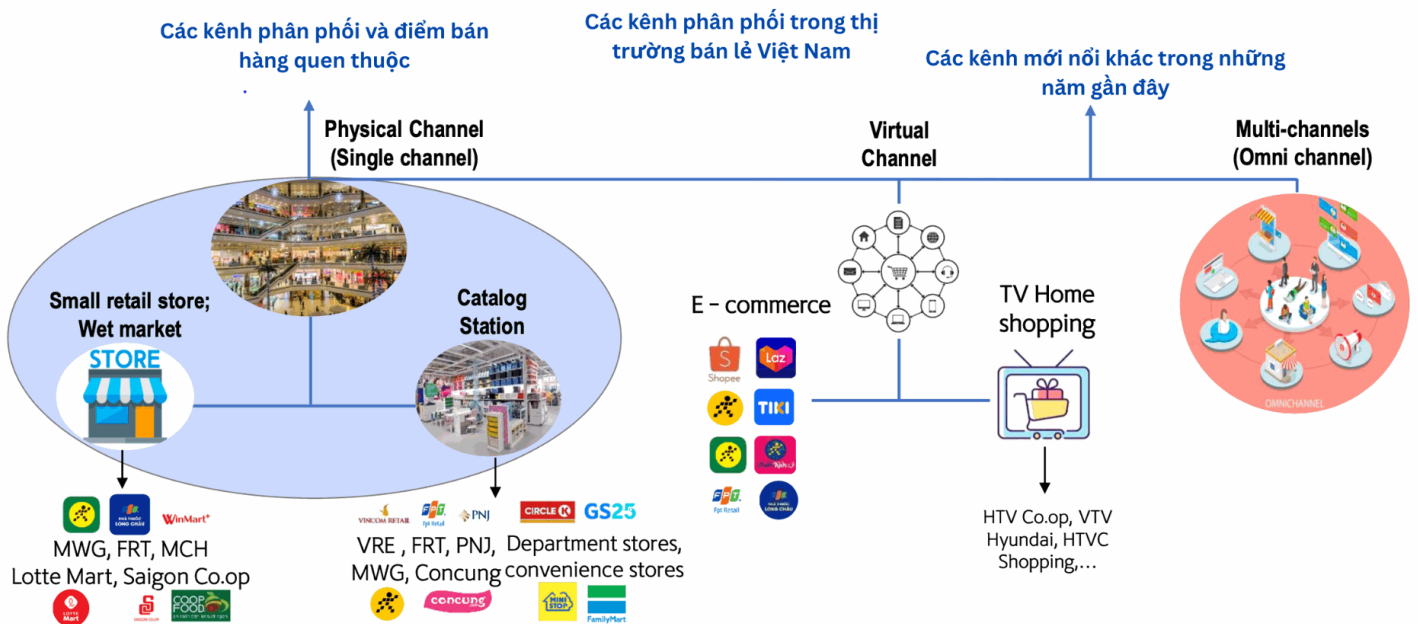
Nguồn: Tổng cục Thống kê

DIỄN BIẾN NGÀNH BÁN LẺ

Ngành bán lẻ Việt Nam đã trải qua quá trình chuyển đổi dài, từ mô hình lưu thông hàng hóa qua hệ thống bao cấp, hợp tác xã và chợ truyền thống (GT), đến sự xuất hiện và bùng nổ của các chuỗi bán lẻ hiện đại (MT). Bước sang giai đoạn mới, thị trường đang chứng kiến làn sóng ứng dụng công nghệ, tích hợp công nghiệp, trí tuệ nhân tạo (AI) và mô hình bán hàng đa kênh (omni-channel) nhằm nâng cao trải nghiệm mua sắm và đáp ứng xu hướng dịch chuyển tiêu dùng từ kênh truyền thống sang các mô hình tiện lợi, hiện đại hơn.

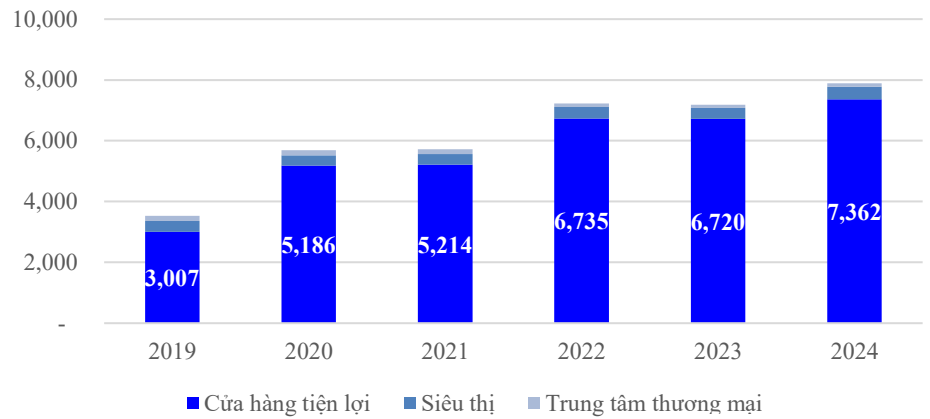
Kênh mua sắm trực tiếp tại cửa hàng vẫn đang giữ vai trò chủ đạo, tuy nhiên các kênh trực tuyến và thương mại điện tử ngày càng tăng tốc, được người tiêu dùng ưa chuộng nhờ yếu tố tiện lợi, danh mục sản phẩm đa dạng và khả năng cạnh tranh về giá. Năm 2024 đánh dấu bước phát triển tích cực của thương mại điện tử Việt Nam khi quy mô thị trường vượt 25 tỷ USD, tăng 20% so với năm 2023 và chiếm khoảng 9% tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng cả nước. Trong 9 tháng đầu năm 2025, doanh số của bốn sàn thương mại điện tử hàng đầu gồm Shopee, Lazada, Tiki và TikTok Shop tiếp tục tăng trưởng mạnh, ghi nhận mức tăng 34.4% so với cùng kỳ năm 2024.

Các kênh phân phối tại thị trường bán lẻ Việt Nam



Nguồn: CSI tổng hợp

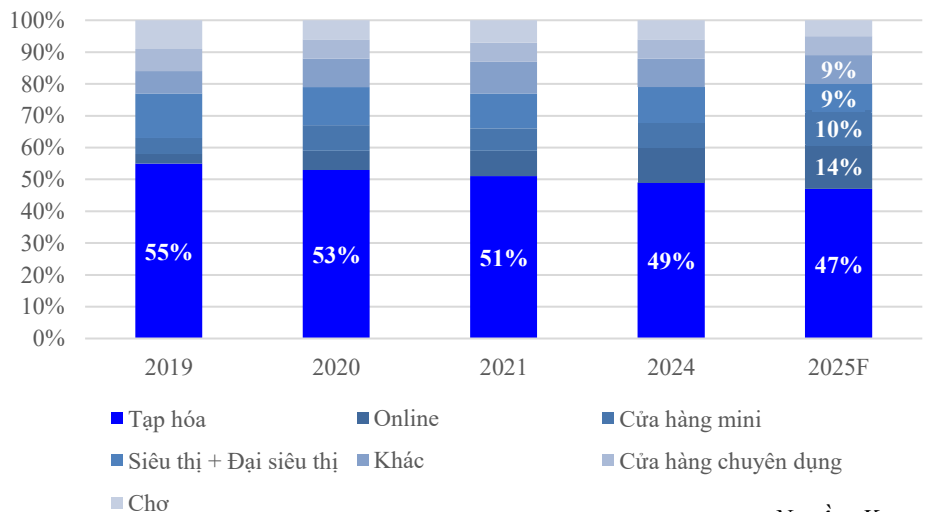
Số lượng cửa hàng bán lẻ hiện đại theo kênh (CH)



Nguồn: B&Company

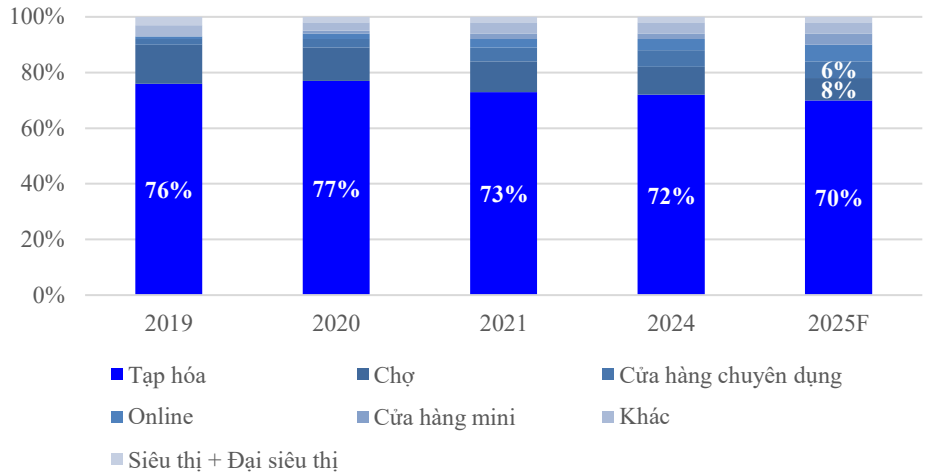
Theo báo cáo của Kantar, phần lớn chi tiêu cho ngành hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) tại Việt Nam vẫn đi qua kênh bán lẻ truyền thống, với tỷ lệ hơn một nửa ở khu vực đô thị và khoảng ba phần tư ở khu vực nông thôn. Dù vậy, vai trò của kênh truyền thống đang suy giảm dần khi người tiêu dùng chuyển dịch sang các mô hình bán lẻ hiện đại như cửa hàng tiện lợi và cửa hàng mini. Giai đoạn 2019 – 2024 ghi nhận tỷ trọng đóng góp của kênh truyền thống tại đô thị giảm từ 64% xuống còn 55%, trong khi tại nông thôn cũng thu hẹp từ 90% xuống 78%. Các con số này cho thấy thói quen mua sắm của người dân đang thay đổi mạnh mẽ và xu hướng dịch chuyển sang các kênh bán lẻ hiện đại nhiều khả năng sẽ tiếp tục được duy trì trong những năm tới.

Tỷ trọng đóng góp giá trị các mô hình bán lẻ khu vực Đô thị



Nguồn: Kantar

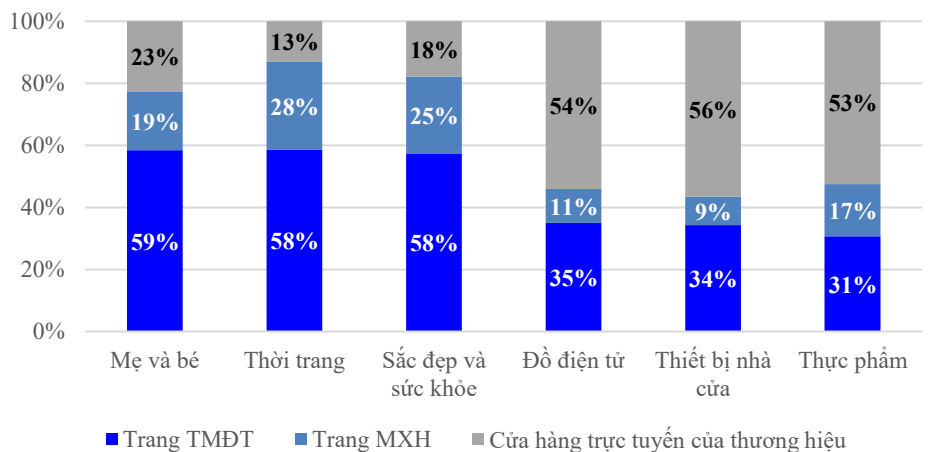
Tỷ trọng đóng góp giá trị các mô hình bán lẻ khu vực Nông thôn



Nguồn: Kantar

Mặc dù kênh mua sắm qua các sàn thương mại điện tử đang phát triển mạnh, song theo nghiên cứu của Q&Me, hơn 50% người được khảo sát cho biết họ ưu tiên mua thực phẩm trên các nền tảng trực tuyến thuộc chuỗi bán lẻ. Điều này cho thấy việc được trực tiếp quan sát sản phẩm tại cửa hàng vật lý hoặc mua sắm qua kênh trực tuyến chính thức của các thương hiệu vẫn là thói quen khó thay đổi của người tiêu dùng, đặc biệt trong bối cảnh các yếu tố về độ tươi ngon và nguồn gốc xuất xứ của sản phẩm ngày càng được đề cao.

Thị hiếu mua sắm của người tiêu dùng qua các nền tảng



Nguồn: Q&Me

TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG NGÀNH BÁN LẺ

(1) Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa và dịch vụ duy trì mức tăng tích cực và tác động từ chính sách thuế hộ kinh doanh

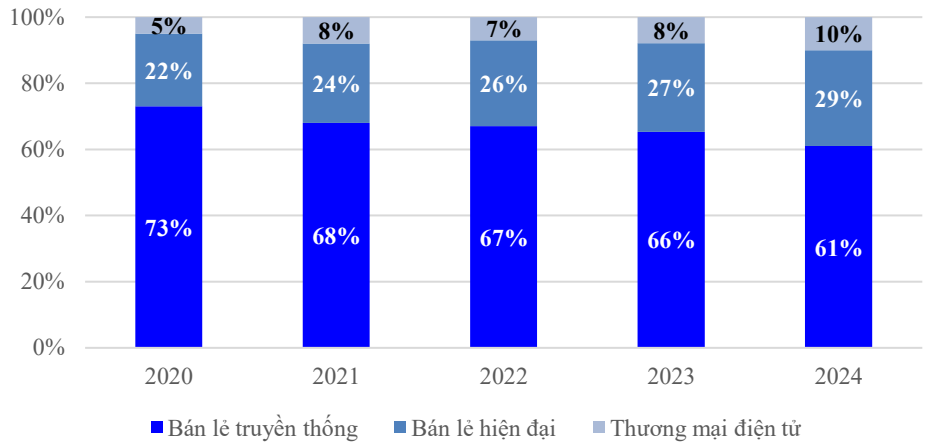
Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa và dịch vụ trong nước những tháng qua đều duy trì mức tăng trên 10%, đặc biệt tháng 4 và tháng 9 vượt trên 11%, đưa mức tăng trưởng bán lẻ hàng hóa và dịch vụ lũy kế 10 tháng năm 2025 tăng 9.3% so với cùng kỳ năm trước, duy trì mức cao hơn 1.5 – 2% so với tốc độ tăng trưởng GDP. Bên cạnh đó, chính sách giảm 2% thuế VAT cùng việc mở rộng nhóm hàng được hưởng ưu đãi thuế đã chính thức được Quốc hội phê duyệt đến hết năm 2026 sẽ giúp duy trì sức mua người tiêu dùng tăng trưởng ở mức tích cực.

Bên cạnh đó, theo số liệu quản lý thuế đến tháng 10/2025, cả nước có khoảng 3.83 triệu hộ kinh doanh. Sau khi xóa bỏ thuế khoán từ năm 2026, 1.7 triệu hộ (chiếm 44.4%) doanh thu từ 200 triệu đồng/năm trở xuống sẽ được miễn thuế; 883,000 hộ (23%) doanh thu từ trên 200 triệu đồng đến 3 tỷ đồng/năm sẽ là nhóm chịu tác động chính; 39,000 hộ (1%) có doanh thu trên 3 tỷ đồng/năm là nhóm đã áp dụng kê khai nên ít chịu ảnh hưởng. Nhiều khả năng một bộ phận hộ kinh doanh sẽ rời bỏ thị trường dưới áp lực từ chi phí thuế và các loại chi phí khác, phần lớn được dự kiến sẽ là những hộ kinh doanh buôn bán các sản phẩm tiêu dùng nhanh (FMCG), tạp hóa, thời trang... Qua đó, lượng thị phần nhất định từ mô hình truyền thống (GT) sẽ được thúc đẩy dịch chuyển sang các mô hình hiện đại (MT) nhanh chóng hơn.

(2) Xu hướng tiêu dùng hiện đại gia tăng

Doanh thu tới từ mô hình bán lẻ hiện đại của thị trường Việt Nam đạt 57 tỷ USD trong năm 2024 nhờ xu hướng dịch chuyển từ mô hình GT sang MT. Thị phần bán lẻ truyền thống giảm từ 73% trong năm 2020, xuống còn 61% trong năm 2024. Ở chiều ngược lại, thị phần bán lẻ hiện đại tăng từ 22% lên 29% và thương mại điện tử tăng từ 5% lên 10%.

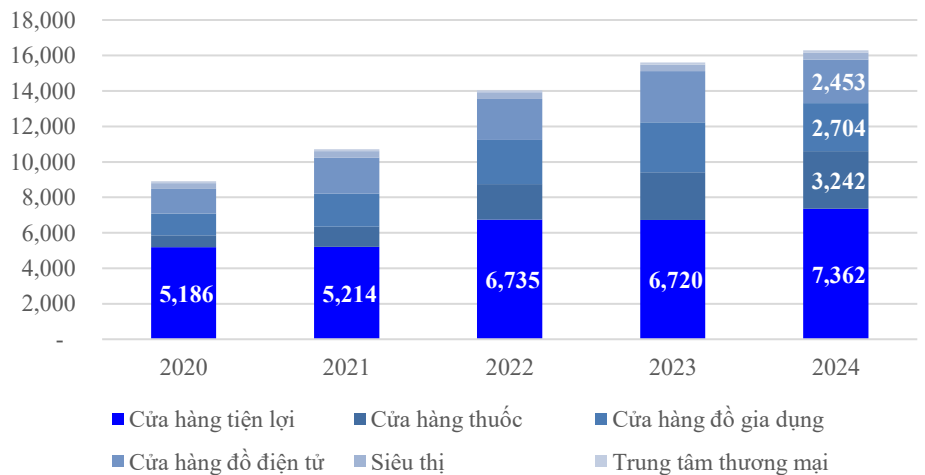
Thị phần doanh thu bán lẻ tại thị trường Việt Nam



Nguồn: B&Company

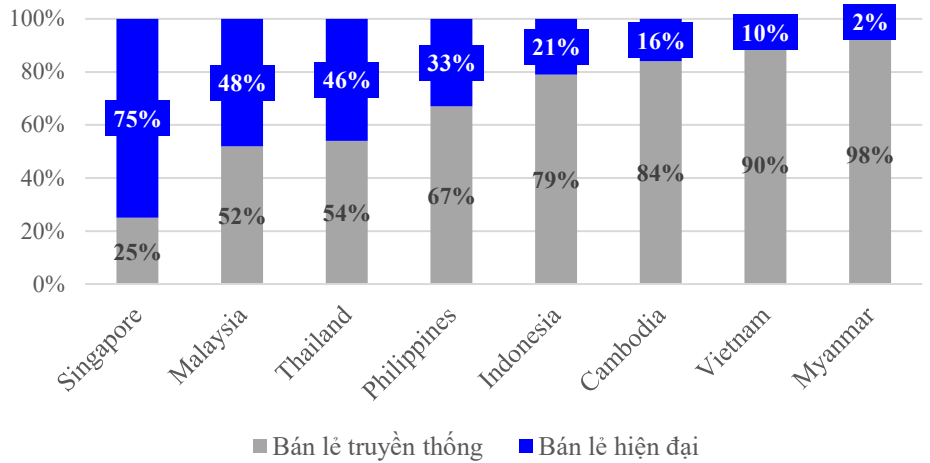
Số lượng cửa hàng bán lẻ hiện đại cũng gia tăng nhanh chóng trong giai đoạn này, tập trung ở mô hình bán lẻ thuốc và bán lẻ đồ điện tử. Nhóm cửa hàng tiện lợi không gia tăng mạnh về số lượng cửa hàng, tuy nhiên hoạt động tái cấu trúc vận hành được ghi nhận diễn ra tập trung ở phân khúc này nhằm tối ưu chi phí hoạt động cho các chuỗi, điển hình như hai mô hình Bách Hóa xanh (MWG) và WinCommerce (MSN).

Số lượng cửa hàng bán lẻ hiện đại tại Việt Nam



Nguồn: B&Company

Tỷ lệ thâm nhập chuỗi bán lẻ hiện đại tại Việt Nam ở mức thấp so với các quốc gia cùng khu vực



Nguồn: McKinsey & Company

Các dòng sản phẩm FMCG của Masan Consumer



Các hình thức mua sắm tiện lợi, hiện đại được hưởng lợi nhiều nhất trong bối cảnh hành vi mua sắm của người tiêu dùng có xu hướng dịch chuyển từ hình thức truyền thống sang hình thức hiện đại. Người tiêu dùng ngày càng ưu tiên nguồn gốc của sản phẩm, uy tín về thương hiệu và các lựa chọn thanh toán thuận tiện hơn là chỉ tập trung vào giá cả. Bên cạnh đó, các công ty trong lĩnh vực hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) hàng đầu trong nước đang thử nghiệm những dòng sản phẩm (line product) cao cấp mới, tích hợp công nghệ để đảm bảo nguồn cung ứng hàng tồn kho cho từng điểm bán. Các ngân hàng, định chế tài chính cũng đẩy mạnh hợp tác với các nhà bán lẻ nhằm tích hợp các phương thức thanh toán số như ví điện tử, thẻ tín dụng... Việc chuyển dịch xu hướng tiêu dùng là minh chứng cho lượng traffic khách hàng cải thiện và tăng trưởng số lượng cửa hàng của các chuỗi bán lẻ lớn như Winmart, Bách Hóa Xanh, Fujimart...

Các chuỗi bán lẻ đầu ngành tại thị trường Việt Nam



(3) Mở rộng thị phần tới các khu vực ngoại ô thành phố lớn và nông thôn

Sau khi thị trường bán lẻ khu vực nội đô các thành phố lớn trở nên bão hòa với sự góp mặt của nhiều ông lớn chia sẻ nhau miếng bánh thị phần, các nhà bán lẻ dần mở rộng sự hiện diện sang các khu vực ngoại ô thành phố lớn và các tỉnh thành khác ngoài Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh. Việc thị phần phân khúc truyền thống vẫn còn chiếm tỷ lệ cao ở khu vực ngoại ô trở thành miếng



môi béo bở để các chuỗi bán lẻ hiện đại lớn như WinCommerce, Bách Hóa Xanh đẩy mạnh sự hiện diện.

Đơn cử như mô hình WinMart+ Rural được thiết kế riêng cho người tiêu dùng khu vực nông thôn, tập trung vào danh mục sản phẩm địa phương hóa với giá cả phải chăng, đồng thời trở thành động lực chính giúp thúc đẩy tăng trưởng doanh thu LFL 8.6% trong năm 2024 khi khu vực thành thị dần trở nên bão hòa.

(4) Đẩy mạnh hạ tầng chuỗi cung ứng lạnh nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu dùng thực phẩm tươi sống

Quầy thực phẩm tươi sống tại cửa hàng Winmart



Các siêu thị lớn với độ phủ rộng đều đã và đang nhanh chóng xây dựng và củng cố chuỗi cung ứng hàng lạnh nhằm đa dạng hóa các danh mục sản phẩm sang mặt hàng hải sản đông lạnh, thịt đông lạnh và đồ ăn chế biến sẵn. Các chuỗi cửa hàng tiện lợi luôn có những khu vực tủ lạnh, tủ đông riêng để bảo quản thực phẩm ở mức nhiệt độ thích hợp, nhằm giữ lại độ tươi ngon cho sản phẩm. Nhìn chung, những cải tiến về chuỗi cung ứng đông lạnh giúp nâng cao niềm tin của người tiêu dùng vào các siêu thị hiện đại so với chợ truyền thống, trở thành chất xúc tác đẩy mạnh diễn biến dịch chuyển tiêu dùng.

DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

(1) Công ty cổ phần Tập đoàn Masan (HSX: MSN)

Luận điểm đầu tư

Khuyến nghị:	MUA
Giá hiện tại:	78,200
Giá mục tiêu:	106,500
Upside	+36.2%

Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP lưu hành	1,445,915,457
Vốn điều lệ (tỷ VND)	15,205
Vốn hóa (tỷ VND)	116,541
Khoảng giá 52 tuần	50,300 – 88,500
GT GDBQ 20 phiên (tỷ VND)	483.55
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0.00%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	23.04%

Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024
EPS (VND)	2,505	293	1,321
BVPS (VND)	18,369	18,562	19,989
P/E	26.18	223.50	61.00
ROE	1.59%	7.04%	2.67%
ROA	2.67%	0.29%	1.36%
Nợ/TTS	0.50	0.47	0.44
Dự báo KQKD	2023	2024	2025F
DTT (tỷ đồng)	78,517	83,456	81,376
+/- yoy (%)	+2.80%	+6.29%	-2.5%
LNST (tỷ đồng)	1,870	4,272	6,121
+/- yoy (%)	-60.7%	+128.4%	+43.3%

- Masan Consumer (MCH) tái cấu trúc mô hình phân phối nhằm tối ưu hoạt động vận hành và cung ứng sản phẩm cho các điểm bán

Trong quý II và quý III/2025, mức tăng trưởng âm của MCH chủ yếu bắt nguồn từ tác động ngắn hạn của chính sách thuế mới, khiến nhóm hộ kinh doanh – đóng góp tới khoảng 60% doanh thu, chủ động cắt giảm tồn kho các sản phẩm FMCG. Trước bối cảnh đó, MCH định hướng thu hẹp tỷ trọng doanh thu từ kênh đại lý sỉ xuống còn khoảng 30% trong tương lai, qua đó tiết giảm chi phí hoa hồng bán hàng và gia tăng tính chủ động về đầu ra.

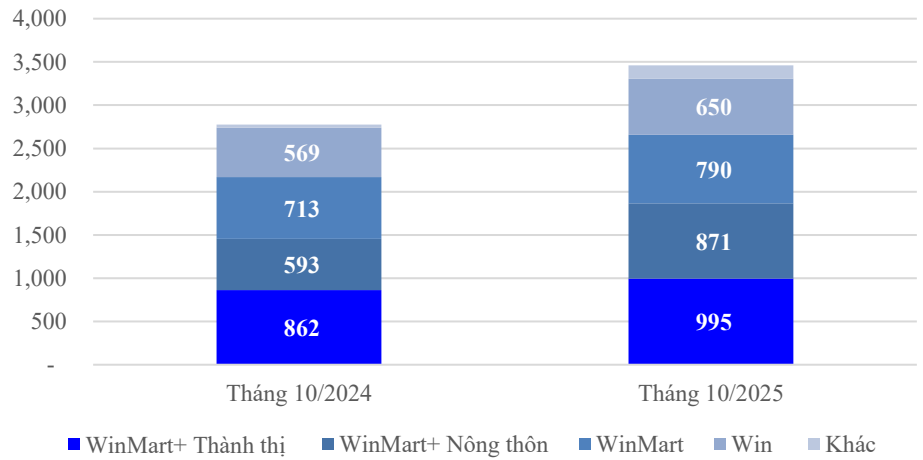
Song song, doanh nghiệp đẩy mạnh ứng dụng công nghệ trong quản lý điểm bán và tối ưu tồn kho, cho phép MCH trực tiếp phụ trách khâu phân phối đến từng cửa hàng. Cách làm này không chỉ hỗ trợ mở rộng hệ thống bán lẻ mà còn góp phần hạn chế hiện tượng “tự ăn thịt lẫn nhau” (cannibalization) khi mở rộng chuỗi. Đồng thời, mô hình phân phối mới giúp theo dõi sát sao doanh số theo từng điểm bán, phân tích hành vi người tiêu dùng và điều chỉnh danh mục sản phẩm phù hợp, từ đó giảm thiểu rủi ro thiếu hàng tại các đại lý.

- WinCommerce (WCM) đẩy mạnh mở rộng quy mô cửa hàng tại khu vực nông thôn và ngoại ô các thành phố lớn

Lũy kế 10 tháng đầu năm 2025, WinCommerce (WCM) đã nâng tổng số điểm bán lên 4,357 cửa hàng, tăng 13.3% so với đầu năm. Trong 529 cửa hàng mở mới, hầu hết tập trung tại hai khu vực miền Bắc (253 cửa hàng) và miền Trung (261 cửa hàng). Đáng chú ý, phân khúc WinMart+ Nông thôn chiếm gần 75% tổng số cửa hàng mới, nhờ lợi thế chi phí thuê mặt bằng và chi phí vận hành thấp hơn so với khu vực thành thị, đồng thời tập trung vào danh mục hàng FMCG thay vì sản phẩm tươi sống. Các cửa hàng khai trương từ đầu năm đến nay đều ghi nhận lợi nhuận dương, cho thấy dư địa tăng trưởng

tại thị trường nông thôn và khu vực ngoại ô là hoàn toàn không thua kém so với các đô thị.

Số lượng cửa hàng của WinCommerce theo chuỗi



Nguồn: Masan Group

- Biên lợi nhuận gộp cải thiện khi gia tăng tỷ trọng hàng FMCG trong danh mục hàng hóa của các cửa hàng khu vực nông thôn và ngoại ô

Tại khu vực nông thôn, người dân có thể dễ dàng mua được thực phẩm tươi sống như thịt, hải sản... từ các hộ kinh doanh nhỏ lẻ tại chợ truyền thống với mức giá phải chăng. Điều này khiến các mô hình bán lẻ hiện đại gặp bất lợi rõ rệt khi cạnh tranh ở nhóm hàng tươi sống. Hơn nữa, mặt hàng tươi sống thường có biên lợi nhuận gộp thấp hơn do chi phí vận chuyển, lưu kho và bảo quản cao, đòi hỏi đầu tư vào hệ thống làm lạnh, làm mát. Trong bối cảnh đó, chiến lược ưu tiên mở rộng và đa dạng hóa danh mục hàng FMCG giúp chuỗi WinMart+ Nông thôn nâng cao năng lực cạnh tranh, từng bước giành thị phần từ các cửa hàng tạp hóa hộ gia đình, đồng thời cải thiện biên lợi nhuận gộp và đóng góp tích cực hơn cho tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn.

- Định giá của MSN hiện ở mức thấp trong khi doanh nghiệp còn nhiều tiềm năng tăng trưởng

Hiện tại MSN đang được giao dịch với mức giá EV/EBITDA trailing là 15.2x, thấp hơn (-26.6%) so với mức trung bình 5 năm và nằm dưới ngưỡng -1Std. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hấp dẫn cho một doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực bán lẻ tiêu dùng trong bối cảnh các mảng kinh doanh còn nhiều dư địa tăng trưởng trong tương lai.

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần SoTP cho các mảng kinh doanh của MSN bao gồm: MCH, WCM, MML, MSR, Phuc Long Heritage và TCB. Mức giá mục tiêu của MSN đạt 106,500 đồng/cổ phiếu, tương ứng upside +36.2% so với thị giá 78,200 đồng/cổ phiếu tại ngày 05/12/2025.

Định giá EV/EBITDA của MSN hiện ở mức thấp



Nguồn: FiinPro, CSI tổng hợp



MWG

Khuyến nghị: **MUA**
 Giá hiện tại: 85,100
 Giá mục tiêu: 104,200
 % tăng giá: +22.4%

Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP lưu hành	1,478,456,763
Vốn điều lệ (tỷ VND)	14,796
Vốn hóa (tỷ VND)	125,225
Khoảng giá 52 tuần	45,493 – 85,700
GT GDBQ 20 phiên (tỷ VND)	490.39
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0.00%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	46.13%

Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024
EPS (VND)	2,801	115	2,545
BVPS (VND)	16,339	15,954	18,983
P/E	16.21	516.68	33.28
ROE	0.71%	14.57%	6.90%
ROA	6.90%	0.29%	5.70%
Nợ/TTS	0.30	0.42	0.39

KQKD	2023	2024	2025F
DTT (tỷ đồng)	119,234	135,225	154,915
+/- yoy (%)	-11.5%	+13.4%	+14.6%
LNST (tỷ đồng)	168	3,733	6,723
+/- yoy (%)	-95.9%	+2,125%	+80.1%

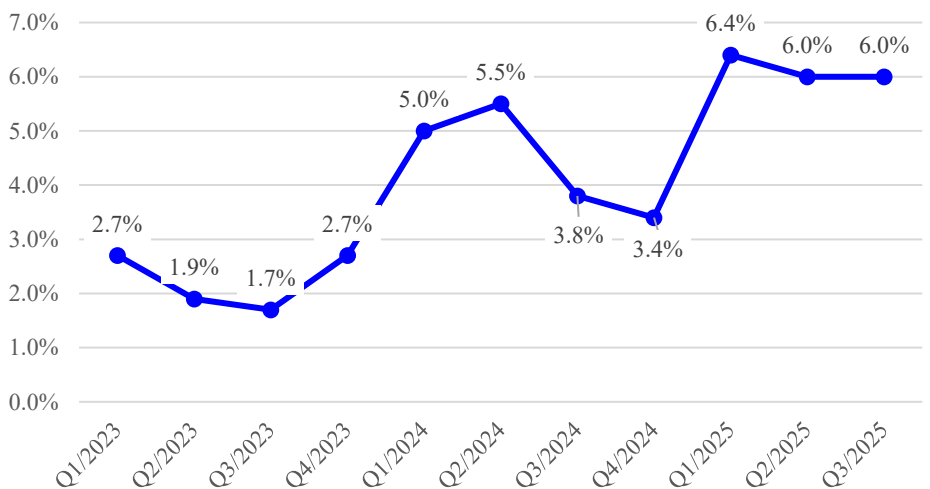
(2) Công ty cổ phần Đầu tư Thế giới Di động (HSX: MWG)

Luận điểm đầu tư

- Chủ lực lợi nhuận – TGDD và ĐMX bước vào giai đoạn củng cố vị thế năm xưa nhờ sức mua hồi phục và áp dụng AI sâu hơn vào các thiết bị ICT – CE

Với thị phần ước tính khoảng 40–50% toàn ngành, MWG tiếp tục khẳng định vai trò dẫn đầu trong mảng bán lẻ thiết bị ICT–CE. Thay vì ưu tiên mở rộng ồ ạt số lượng điểm bán như giai đoạn trước, doanh nghiệp chuyển trọng tâm sang gia tăng chất lượng, tập trung tái cơ cấu và tối ưu hiệu quả vận hành hệ thống. Nhìn về năm 2026, chúng tôi kỳ vọng thị trường ICT–CE sẽ duy trì đà tăng trưởng nhờ (i) nhu cầu nâng cấp thiết bị cá nhân khi các ứng dụng AI được tích hợp và phổ biến rộng rãi hơn, và (ii) xu hướng chi tiêu cho nhóm hàng không thiết yếu phục hồi sau giai đoạn thắt chặt kể từ nửa cuối năm 2023.

Biên lợi nhuận sau thuế mảng ICT của MWG



Nguồn: MWG, CSI tổng hợp

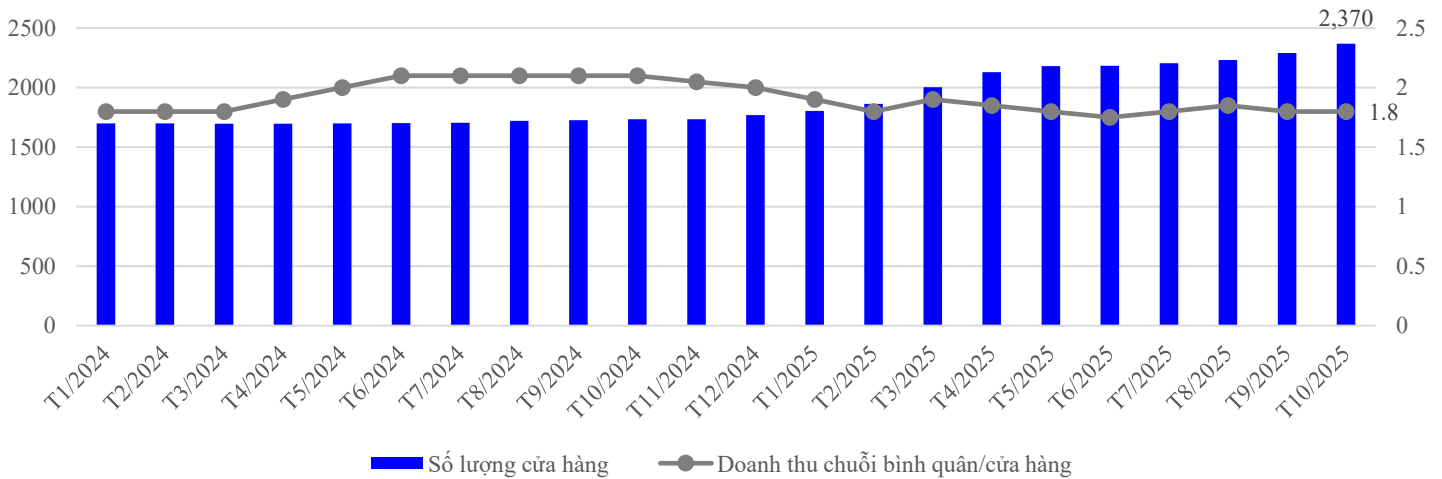
- Bách Hóa Xanh tiếp tục trở thành nhân tố quan trọng nhất trong việc duy trì tốc độ tăng trưởng trong các năm tới

Kể từ tháng 8/2025, Bách Hóa Xanh duy trì tốc độ mở mới khoảng 60–80 cửa hàng mỗi tháng. Với nhịp độ này, số lượng điểm bán dự kiến sẽ vượt mốc 2,500 cửa hàng vào cuối năm, cao hơn đáng kể so với kế hoạch mở mới 600 cửa hàng mà ban lãnh đạo đề ra. Doanh nghiệp đồng thời từng bước hiện thực hóa chiến lược “Bắc tiến”, khi Ninh Bình (cũ) và Hưng Yên (cũ) trở

thành những địa bàn đầu tiên tại miền Bắc có sự hiện diện của Bách Hóa Xanh.

Dù đẩy mạnh mở rộng mạng lưới, Bách Hóa Xanh vẫn đảm bảo hiệu quả vận hành khi hơn 85% cửa hàng đã đạt điểm hòa vốn hoặc ghi nhận lợi nhuận ở cấp độ cửa hàng. Trên nền tảng đó, MWG định hướng IPO chuỗi Bách Hóa Xanh vào năm 2028 sau khi xóa toàn bộ lỗ lũy kế, qua đó tạo động lực quan trọng nhằm hỗ trợ triển vọng tăng giá cổ phiếu.

Số lượng cửa hàng (CH) và doanh thu/cửa hàng của chuỗi BHX (tỷ đồng)



Nguồn: MWG, CSI tổng hợp

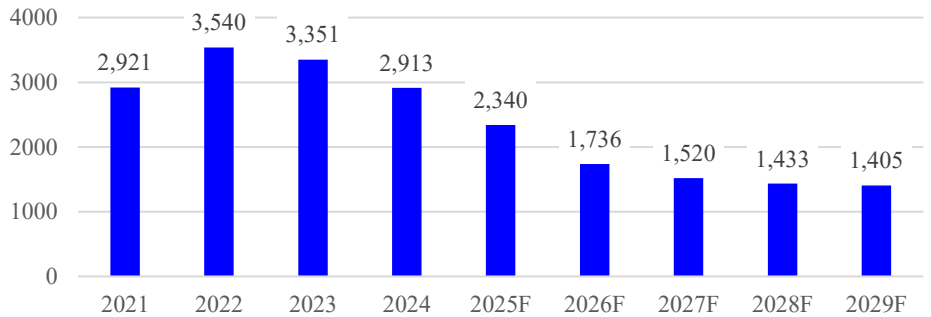
- Giảm áp lực chi phí khấu hao bắt đầu từ năm 2025

Giai đoạn 2019–2022 là thời kỳ MWG mở rộng mạng lưới mạnh nhất, với khoảng 900 cửa hàng mới mỗi năm nhằm nhanh chóng gia tăng thị phần, qua đó đóng góp tích cực vào tăng trưởng doanh thu hợp nhất. Song song với đó, doanh nghiệp phải gánh áp lực chi phí lớn, đặc biệt là chi phí khấu hao phát sinh từ việc đầu tư mạnh vào cơ sở vật chất và hệ thống phân phối.

Từ năm 2024, khi MWG chủ động giảm tốc độ mở rộng số lượng điểm bán, chi phí khấu hao bắt đầu đi vào quỹ đạo giảm do nhiều cửa hàng đã kết thúc chu kỳ ghi nhận khấu hao (5 năm). Trong 9 tháng đầu năm 2025, chi phí khấu hao ghi nhận ở mức 1.458 tỷ đồng, giảm 650 tỷ đồng so với cùng kỳ phản ánh rõ tác động của chu kỳ tài sản. Dự kiến trong năm nay, hơn 800 cửa hàng mở mới trong năm 2019 sẽ chính thức hết khấu hao. Mặc dù doanh nghiệp vẫn phải duy trì chi phí duy tu, bảo dưỡng nhất định, việc kết thúc khấu hao

được kỳ vọng giúp MWG tiết kiệm khoảng 400–600 tỷ đồng mỗi năm, qua đó hỗ trợ đáng kể cho tăng trưởng lợi nhuận.

Chi phí khấu hao ước tính của MWG



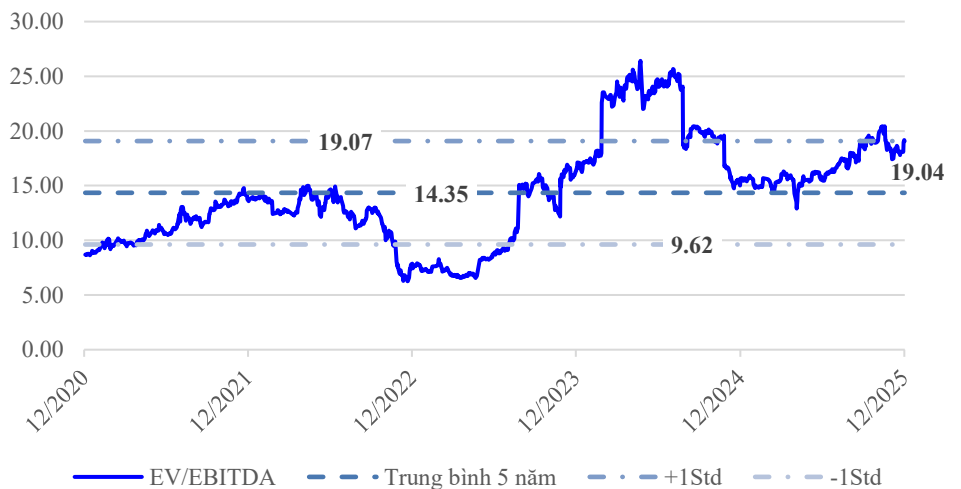
Nguồn: MWG, CSI tổng hợp

- Thị trường liên tục chi trả mức định giá cao hơn cho MWG

Hiện tại MWG đang được giao dịch quanh ngưỡng EV/EBITDA ở mức 19.0x lần, cao hơn (+32.7%) so với mức bình quân 05 năm và tiệm cận ngưỡng +1std. Tuy nhiên, MWG xứng đáng với mức định giá cao hơn so với bình quân quá khứ khi các mảng kinh doanh, đặc biệt là Bách Hóa Xanh đang dần đóng góp mạnh mẽ vào tăng trưởng lợi nhuận của tập đoàn.

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần SoTP cho các mảng kinh doanh của MWG bao gồm: ICT&CE, Bách Hóa Xanh và An Kháng. Mức giá mục tiêu của MWG đạt 104,200 đồng/cổ phiếu, tương ứng upside +22.4% so với thị giá 85.100 đồng/cổ phiếu tại ngày 05/12/2025.

Thị trường liên tục chi trả mức định giá cao hơn cho MWG



Nguồn: FiinPro, CSI tổng hợp

(3) Công ty cổ phần vàng bạc đá quý Phú Nhuận (HSX: PNJ)

Luận điểm đầu tư

- Doanh số vàng miếng dự kiến phục hồi nhờ Nghị định 232

PNJ hiện vẫn giữ vị thế là nhà bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam, tuy nhiên thị phần đã suy giảm từ 36.3% năm 2022 xuống còn 34.8% năm 2024, phần ảnh hưởng cạnh tranh ngày càng gia tăng. Bên cạnh đó, việc Nhà nước siết chặt hoạt động kinh doanh vàng khiến tỷ trọng doanh thu từ vàng miếng của PNJ chỉ còn dao động quanh mức 13–25% trong giai đoạn từ quý III/2024 đến quý II/2025.

Nghị định 232/2025/NĐ-CP được đánh giá mang lại tác động tích cực cho hoạt động kinh doanh của PNJ khi cho phép cấp hạn ngạch xuất nhập khẩu vàng và xóa bỏ thể độc quyền của Nhà nước trong sản xuất vàng miếng. Nhờ vậy, doanh nghiệp có thể chủ động hơn trong việc tìm kiếm nguồn cung vàng nguyên liệu từ cả thị trường nội địa lẫn quốc tế, thay vì chỉ phụ thuộc vào nguồn cung trong nước như trước đây.

Khuyến nghị: **MUA**
 Giá hiện tại: 91,600
 Giá mục tiêu: 113,500
 % tăng giá: +23.9%

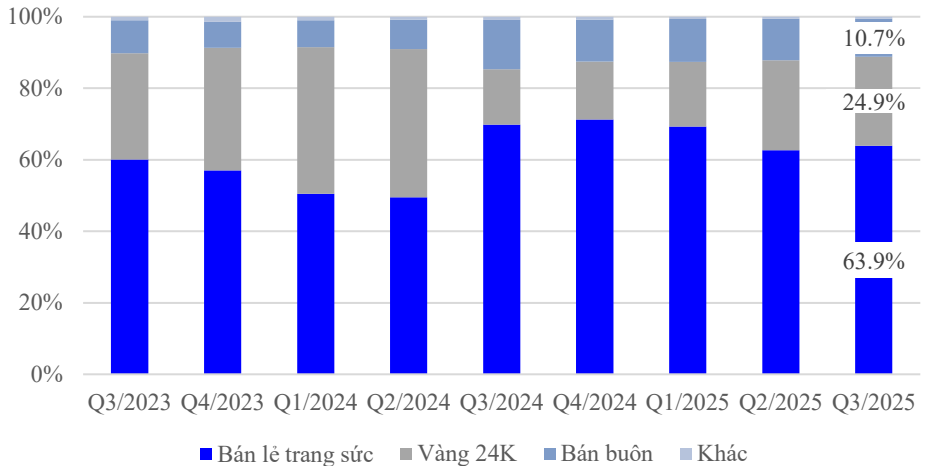
Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP lưu hành	341,149,107
Vốn điều lệ (tỷ VND)	3,381
Vốn hóa (tỷ VND)	31,181
Khoảng giá 52 tuần	61,800 – 97,400
GT GDBQ 20 phiên (tỷ VND)	41.6
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0.00%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	48.97%

Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024
EPS (VND)	7,355	6,006	5,937
BVPS (VND)	34,302	29,881	33,292
P/E	12.43	16.25	15.39
ROE	25.05%	21.60%	20.06%
ROA	15.12%	14.20%	13.36%
Nợ/TTS	0.20	0.17	0.19
KQKD	2023	2024	2025F
DTT (tỷ đồng)	33,482	38,232	36,981
+/- yoy (%)	-2.1%	+14.2%	-3.3%
LNST (tỷ đồng)	1,971	2,113	2,614
+/- yoy (%)	+8.9%	+7.2%	+23.7%

Cơ cấu doanh thu của PNJ



Nguồn: PNJ, CSI tổng hợp

- Sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu có thu nhập ở mức

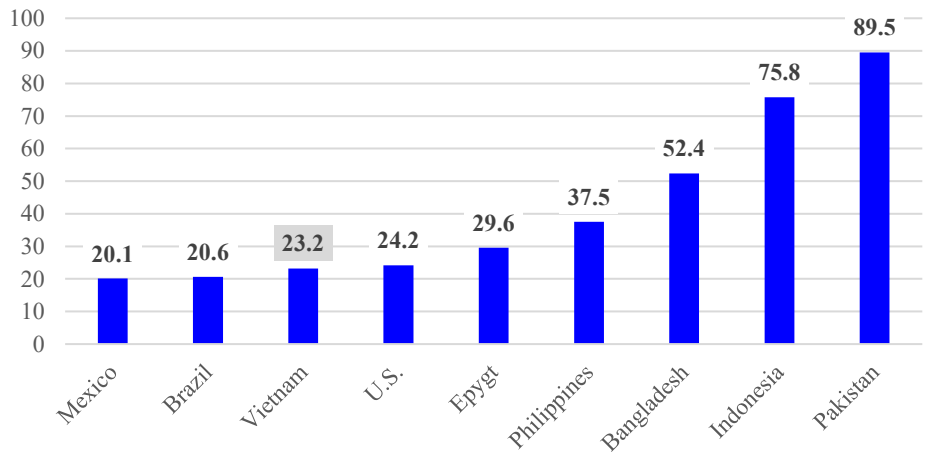
Nguồn: FiinPro, CSI tổng hợp Việt Nam

Báo cáo “Thị trường Tiêu dùng châu Á năm 2030” của HSBC dự phóng nhóm trung lưu cao tại Việt Nam (thu nhập 50 – 110 USD/ngày) sẽ tăng trưởng với CAGR khoảng 17%/năm trong giai đoạn 2021–2030, nổi bật so

với nhiều thị trường trong khu vực. Song song, McKinsey ghi nhận hai nhóm thu nhập cao nhất của người tiêu dùng Việt Nam (chi tiêu tối thiểu 30 USD/ngày) đang tăng nhanh nhất và có thể chiếm tới 20% dân số vào năm 2030, hình thành một tệp khách hàng đông đảo.

Khi mức sống được cải thiện, vàng và trang sức không chỉ giữ vai trò kênh tích trữ tài sản mà còn trở thành sản phẩm phục vụ nhu cầu làm đẹp, thể hiện phong cách, vị thế và uy tín cá nhân. Sự mở rộng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu kéo theo nhu cầu chi tiêu cho nhóm hàng hóa không thiết yếu, trong đó có vàng và trang sức, tăng lên rõ rệt. Trong bối cảnh đó, chúng tôi đánh giá thị trường vàng trang sức – đặc biệt là các doanh nghiệp đầu ngành như PNJ sẽ là nhóm được hưởng lợi đáng kể.

Tăng trưởng số lượng cư dân tầng lớp trung lưu các quốc gia giai đoạn 2021 - 2030 (triệu người)



Nguồn: World Data Lab, McKinsey

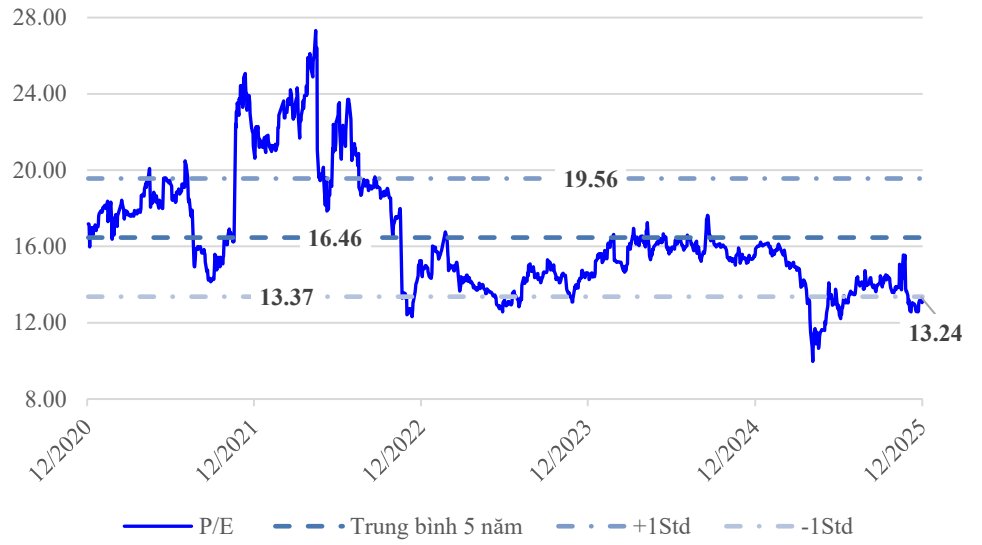
- Định giá ở mức hấp dẫn so với tăng trưởng lợi nhuận ổn định

PNJ hiện đang giao dịch ở mức P/E 13.1x, thấp hơn (-20%) mức trung bình 5 năm (16.5x). Doanh thu và lợi nhuận quý III/2025 duy trì mức tăng trưởng tích cực so với mức nền thấp của năm 2024 sau những chính sách thị trường vàng của Chính phủ được nói lỏng. Số lượng cửa hàng tiếp tục gia tăng; Chiến lược đa dạng hóa danh mục hàng linh hoạt theo xu hướng và nhu cầu thị trường; Liên tục cải tiến trải nghiệm khách hàng và nâng cao chất lượng dịch vụ trở thành kim chỉ nam trong câu chuyện tăng trưởng của PNJ.

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/E cho mảng kinh doanh của PNJ khi ngành khó có khả năng đột biến về lợi nhuận. Mức giá mục tiêu của PNJ

đạt 113,500 đồng/cổ phiếu, tương ứng upside +23.9% so với thị giá 91.600 đồng/cổ phiếu tại ngày 05/12/2025.

PNJ được giao dịch ở mức định giá thấp so với quá khứ



Nguồn: FiinPro, CSI tổng hợp

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI:

Email: csi.research@vncsi.com - Tel: (+84) 24 3926 0099 (109)

Thực hiện: Trung tâm nghiên cứu CSI

Email: tungla@vncsi.com.vn

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI

Bộ phận Phân tích Ngành và Doanh nghiệp

Lê Anh Tùng

Chuyên viên phân tích

Email: tungla@vncsi.com.vn

Bộ phận Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

Lưu Chí Kháng

Trưởng phòng Phân tích

Email: khanglec@vncsi.com.vn

Lê Đỗ Tuấn Minh

Chuyên viên phân tích

Email: minhldt@vncsi.com.vn

Phạm Thị Mai Anh

Trợ lý TTNC

Email: anhptm@vncsi.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại) / giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	$\leq -20\%$

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI), những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng.

Các nhận định trong bản báo cáo này 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 kỳ 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. CSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hoặc sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ thông tin hoặc ý kiến của báo cáo này. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI.

TRỤ SỞ CSI

Tầng 11, Tòa nhà TNR, 54A Nguyễn Chí Thanh, Phường Láng Thượng, Quận Đống Đa, Hà Nội

ĐT: + 84 24 3926 0099 Website: <https://www.vncsi.com.vn>