CTCP ĐẦU TƯ ĐIỆN MÁY XANH (HOSE: DMX)

NGÀNH: BÁN LẺ

XẾP HẠNG 12 THÁNG		
MUA	**Giá mục tiêu 12T**	**109,000 đồng/CP**
	Lợi nhuận kỳ vọng	**44.8%**
	Giá đóng cửa gần nhất (04/10/2026)	**75,300 đồng/CP**

Tăng trưởng bứt phá

Luận điểm đầu tư

Tóm tắt KQKD Q3/26 và 9T26: Doanh thu Q3/26 của DMX đạt 34.5 nghìn tỷ đồng, tăng 21.8% svck, ghi nhận mức doanh thu kỉ lục theo quý của DMX. Lũy kế 9T/26, doanh thu của DMX đạt 100.3 nghìn tỷ đồng, tăng 25.4% svck, hoàn thành 81% kế hoạch cả năm của DMX. Tăng trưởng KQKD của DMX trong 9T2026 được diễn ra trên diện rộng, thể hiện ở tất các các chuỗi, với SSSG được cải thiện (+30% svck) giúp biên LN gộp mở rộng. Hiệu quả hoạt động cùng đóng góp bổ sung từ thu thuần tài chính (+19.9%svck) và lãi từ công ty liên kết (EraBlue) giúp LN ròng 9T26 tăng 83.4% svck.

Chúng tôi cho rằng KQKD của DMX sẽ bứt phá mạnh mẽ trong giai đoạn 2026-27 với doanh thu/LN ròng lần lượt tăng 20.3%/8.5% và 68.5%/21.7% svck, với các động lực tăng trưởng tới từ:

ICT: Dẫn dắt đà tăng trưởng

- iPhone 18 Series và chiến lược mở bán từng đợt của Apple thúc đẩy doanh số: 2 mẫu iPhone 18 Pro, Promax với giá bán cao hơn 10-12% sv phiên bản tiền nhiệm cùng với việc DMX dẫn đầu về doanh số đặt cọc cũng như thị phần sẽ thúc đẩy doanh thu Q4/26; sau đó là các mẫu iPhone Duo và 18 series phân khúc tiêu chuẩn cho nửa đầu năm 2027.
- Nhu cầu mua sắm các sản phẩm ICT tăng cao vào cuối năm trong bối cảnh giá thành các sản phẩm ICT như điện thoại, laptop vẫn duy trì xu hướng tăng giá và neo cao do sự thiếu hụt nguồn cung RAM, chip nhớ tới từ ba nhà sản xuất lớn: Samsung, SK Hynix và Micron (chiếm tới 90% thị phần toàn cầu) đã tập trung toàn bộ cho các đơn hàng lớn của các trung tâm AI, cắt giảm dây chuyền sản xuất DRAM và NAND phổ thông, và được dự báo tình trạng khan hiếm vẫn sẽ tiếp diễn trong năm 2027.

CE: Thị trường đã gần chạm mức bão hòa, tuy nhiên chúng tôi cho rằng vẫn còn dư địa để duy trì mức tăng trưởng ổn định

- Tỷ lệ thâm nhập các loại sản phẩm CE của Việt Nam vẫn còn thấp hơn so với các quốc gia lân cận cũng như thấp hơn so với trung bình khu vực châu Á – Thái Bình Dương. Cùng với bối cảnh mức thu nhập và mức chi tiêu bình quân của Việt Nam vẫn có xu hướng gia tăng, nhu cầu nâng cấp chất lượng sống càng được đề cao.
- Xu hướng tiêu dùng các sản phẩm CE ngày càng được thay đổi với nhu cầu Mua mới, Mua thêm ngày càng gia tăng cùng với chu kỳ thay thế các sản phẩm tích hợp AI ngày càng được rút ngắn.
- Mùa mua sắm cuối năm cùng các dịp lễ lớn đang gần kề, chỉ số niềm tin người tiêu dùng tiến vào vùng tăng mạnh.

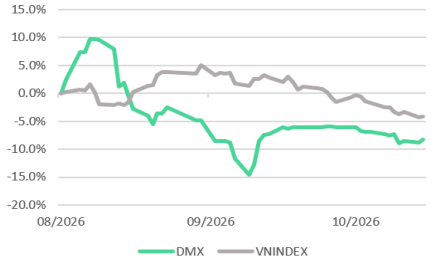
Định giá hấp dẫn: DMX với vị thế dẫn đầu ngành ICT, CE tại Việt Nam cùng tăng trưởng LN/EPS mạnh mẽ trong giai đoạn 2026-27, chúng tôi nâng giá mục tiêu cao hơn 16.8% so với báo cáo trước đó tương ứng với P/E dự phóng 2026-27 lần lượt là 13.2x/11.6x, vẫn thấp hơn tương đối so với trung vị, trung bình của các doanh nghiệp quốc tế cùng ngành có mô hình hoạt động tương đồng (14.5x/15.6x).

Rủi ro đầu tư

- Thiếu hụt RAM, chip nhớ kéo dài hơn dự kiến làm ảnh hưởng tới năng lực sản xuất, cung ứng các sản phẩm ICT toàn cầu, cùng với mức giá sản phẩm được đẩy lên quá cao vượt ảnh hưởng tới quyết định và xu hướng chi tiêu của người tiêu dùng.
- Lực cầu tiêu dùng thấp hơn so với kì vọng

Vốn hóa (tỷ đồng)	95,332
Số CP lưu hành (tr CP)	1,267.72
Sở hữu NN còn lại	40.03%
KLGD TB 10 phiên	157,748
Giá cao nhất 52 tuần	90,600
Giá thấp nhất 52 tuần	69,300
Beta (lần)	n/a

Diễn biến giá cổ phiếu



VND	2025	2026E	% svck
EPS (VND)	5,268	8,255	56.7%
BVPS (VND)	16,163	24,401	51.0%
P/E	n/a	13.2	n/a
P/B	n/a	4.5	n/a
ROA	10.9%	14.9%	4.0%
ROE	31.1%	40.1%	9.0%

Cổ đông lớn

CTCP Thế giới Di động	98.95%
Khác	1.05%

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Đầu tư Điện Máy Xanh (DMX) là công ty con trực thuộc CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HSX: MWG); đóng vai trò vận hành toàn bộ mảng bán lẻ ICT-CE của toàn tập đoàn qua 3 chuỗi TGDD, Topzone và Điện máy xanh.

Với mạnh lưới hơn 3,000 điểm bán, DMX nắm giữ vị thế chi phối thị trường nội địa (hơn 50% thị phần điện máy, gần 60% thị phần điện thoại); là đơn vị đóng góp doanh thu và lợi nhuận lớn nhất cho tập đoàn mẹ.

Bên cạnh hoạt động kinh doanh bán lẻ, DMX còn được gia tăng giá trị bởi 4 trụ cột khác, bao gồm: (i) Cung cấp dịch vụ tài chính – tiêu dùng, (ii) Mảng dịch vụ kỹ thuật, (iii) Kênh thương mại điện tử Super App, (iv) Động lực tăng trưởng quốc tế với chuỗi bán lẻ EraBlue tại Indonesia.

Chuyên viên phân tích

Lê Anh Sơn

sonla1@vpbanks.com.vn

TÓM TẮT KQKD Q3/26 và 9T26

Hình 1: Tóm tắt KQKD Q3/26 và 9T26

	Q3/26	Q3/25	% svck	9T26	9T25	% svck
Doanh thu	**34,461**	**28,296**	**21.8%**	**100,266**	**79,958**	**25.4%**
LN gộp	6,981	4,690	48.9%	20,129	13,774	46.1%
Biên LN gộp	*20.3%*	*16.6%*	*3.7%*	*20.1%*	*17.2%*	*2.8%*
Chi phí SG&A	3,841	3,158	21.6%	11,358	9,191	23.6%
- Chi phí bán hàng	3,037	2,290	32.6%	8,212	6,716	22.3%
- Chi phí QLDN	804	868	-7.4%	3,146	2,475	27.1%
% chi phí SG&A/Doanh thu	*11.1%*	*11.2%*	*-0.1%*	*11.3%*	*11.5%*	*-0.2%*
Thu thuần từ hoạt động tài chính	379	209	81.7%	807	673	19.9%
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh liên kết	9	4	123.3%	37	18	100.7%
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	**3,529**	**1,745**	**102.2%**	**9,615**	**5,274**	**82.3%**
Lợi nhuận khác	2	(2)	n/a	10	5	113.0%
Lợi nhuận trước thuế	**3,531**	**1,742**	**102.7%**	**9,625**	**5,279**	**82.3%**
Thuế TNDN	707	363	94.9%	1,924	1,080	78.1%
Lợi nhuận sau thuế	2,825	1,380	104.7%	7,701	4,198	83.4%
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	**2,825**	**1,380**	**104.7%**	**7,701**	**4,198**	**83.4%**

Nguồn: DMX, VPBankS Research

Doanh thu Q3/26 và lũy kế 9T26 vượt đỉnh

Doanh thu Q3/26 của DMX đạt 34.5 nghìn tỷ đồng, tăng 21.8% svck, ghi nhận mức doanh thu kỉ lục theo quý của DMX. Lũy kế 9T/26, doanh thu của DMX đạt 100.3 nghìn tỷ đồng, tăng 25.4% svck, nếu loại bỏ các khoản giảm trừ doanh thu, doanh thu thuần lũy kế 9T26 của DMX đạt 99.5 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 81% kế hoạch cả năm của DMX. Tăng trưởng KQKD của DMX trong 9T2026 được diễn ra trên diện rộng, thể hiện ở tất các các chuỗi, với SSSG được cải thiện (+30% svck) và các trụ cột sau:

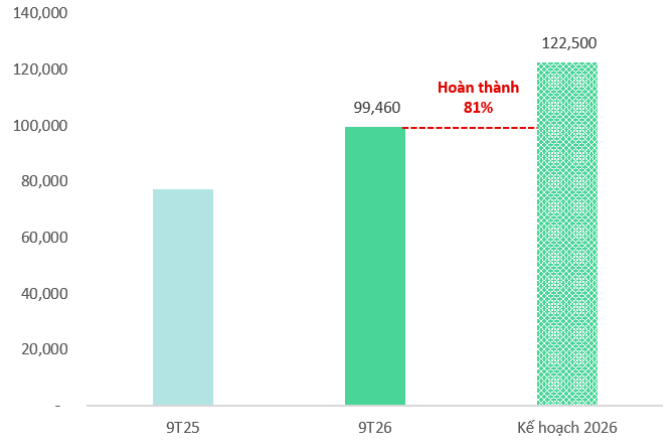
- Tăng trưởng tập trung vào chất lượng: ICT với doanh thu ĐT Android, ĐT Apple, Laptop tăng lần lượt 20%, 50%, 30% svck; CE với doanh thu gia dụng, máy lạnh, tủ lạnh.. tăng lần lượt 30%, 50%, 25% svck.
- Tài chính tiêu dùng & Dịch vụ tiện ích: Doanh số bán qua tài chính tiêu dùng tăng 50% svck, chiếm 38% tỷ trọng doanh thu 9T26, trong đó 96% sản phẩm được áp dụng phương án tài chính.
- Thợ Điện máy Xanh: ghi nhận doanh thu tăng 39% svck, doanh thu từ khách ngoài hệ thống cũng ghi nhận tăng trưởng tích cực, 33% svck.
- Super App & Online: tổng doanh thu qua các kênh online ước đạt 14,361 tỷ đồng, tăng 37% svck, tương đương với 14% tổng doanh thu DMX.
- Erablue: tiếp tục ghi dấu ấn tăng trưởng thần tốc với doanh thu tăng 86% svck, số lượng cửa hàng tới hết tháng 9/2026 đạt 337 cửa hàng, tăng gấp đôi so với đầu năm, đạt được cùng lúc mục tiêu tăng cả lượng và chất (SSSG tăng 13% svck).

Lợi nhuận ròng được hỗ trợ từ mở rộng biên LN gộp và quản trị hiệu quả hoạt động

Doanh thu tăng nhanh đi cùng với biên LN gộp cũng được cải thiện cùng với quản trị hiệu quả hoạt động giúp tối đa hóa lợi nhuận. LN ròng của DMX trong Q3/26 và 9T26 lần lượt đạt 2.8 nghìn tỷ đồng và 7.7 nghìn tỷ đồng, tương ứng với mức tăng 104.7% và 83.4% svck.:

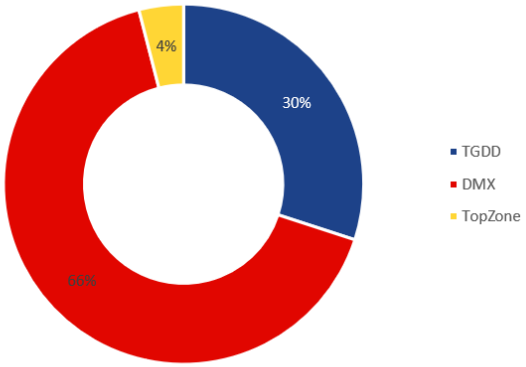
- Biên LN gộp Q3/26 và 9T26 lần lượt tăng thêm 3.7 điểm % và 2.8 điểm % svck nhờ (1) nhu cầu gia tăng vào mùa tiêu dùng, (2) giá bán bình quân sản phẩm tăng cao cùng khả năng tích trữ nguồn hàng lớn, (3) các dịch vụ trả chậm, dịch vụ sửa chữa với biên LN tốt hơn có xu hướng gia tăng.
- Quản trị hiệu quả hoạt động tốt: Tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu của DMX trong Q3/26 và 9T26 có xu hướng được cải thiện với mức giảm lần lượt 0.1 điểm % và 0.2 điểm % trong bối cảnh số lượng cửa hàng vật lý của DMX đã giảm 29 cửa hàng trong 9T26.
- Hoạt động tài chính đóng góp bổ sung: Thu thuần từ hoạt động tài chính 9T26 đạt 807 tỷ đồng, tăng 19.9% svck chủ yếu tới từ lợi thế chênh lệch giữa lãi suất tiền gửi và chi phí vốn vay. Cùng với đó là đóng góp gia tăng từ lãi công ty liên doanh, liên kết (EraBlue), tăng 100.7% svck.

Hình 2: DMX ghi nhận doanh thu kỉ lục trong Q3/26, lũy kế doanh thu 9T26 tăng 29% svck



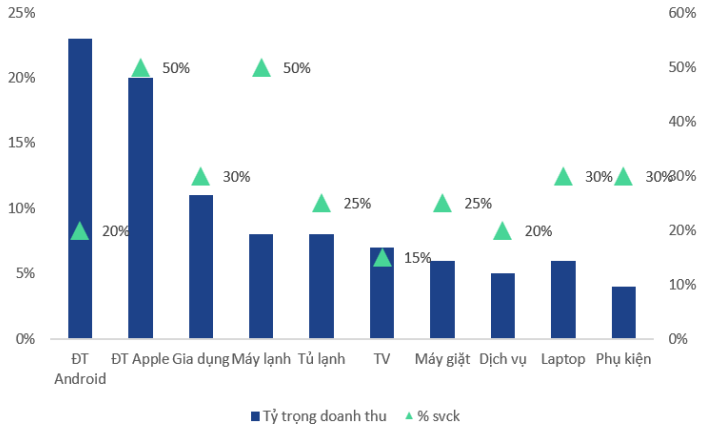
Nguồn: DMX, VPBankS Research

Hình 3: Doanh thu theo chuỗi



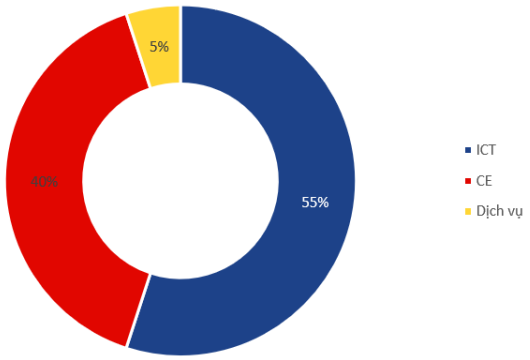
Nguồn: DMX, VPBankS Research

Hình 4: Doanh thu theo các loại Sản phẩm chính



Nguồn: DMX, VPBankS Research

Hình 5: Doanh thu theo ngành



Nguồn: DMX, VPBankS Research

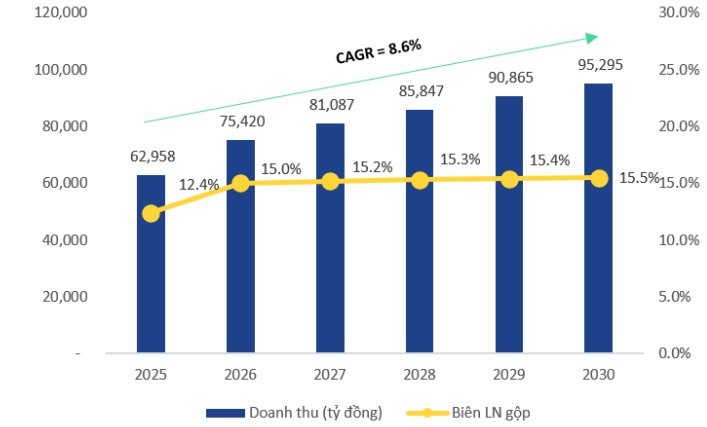
TRIỂN VỌNG 2026-2027: TĂNG TRƯỞNG BỨT PHÁ

ICT: Dẫn dắt đà tăng trưởng

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng ICT sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2026-2030 với tốc độ tăng trưởng hàng năm kép đạt 8.6%/năm, cùng với kì vọng doanh thu/cửa hàng/tháng của 2 chuỗi TGDD và TopZone sẽ liên tục được cải thiện với động lực tới từ:

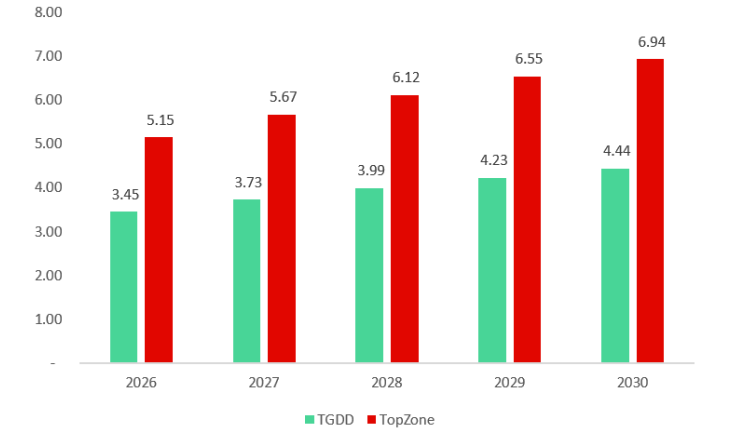
- Điện thoại: doanh số được thúc đẩy bởi các iPhone 18 Series cùng các mẫu điện thoại gập của cả Apple và các hãng Android với mức giá ở phân khúc cao cấp.
- Laptpop: doanh số được thúc đẩy bởi mùa tựu trường cùng với xu hướng tăng giá bán trong bối cảnh khan hiếm RAM, chip nhớ.

Hình 6: Chúng tôi dự phóng doanh thu ICT sẽ đạt mức tăng trưởng hàng năm kép 8.6%/năm



Nguồn: VPBankS Research

Hình 7: Doanh thu/cửa hàng/tháng (SSSG) được kì vọng liên tục cải thiện trong bối cảnh thu hẹp số lượng cửa hàng (tỷ đồng)



Nguồn: VPBankS Research

iPhone 18 Series và chiến lược mở bán từng đợt của Apple thúc đẩy doanh số

Trong tháng 9/2026, Apple đã chính thức ra mắt 2 mẫu iPhone 18 Series mới: Pro & Pro Max cùng mẫu điện thoại gập đầu tiên: iPhone Duo – các mẫu flagship thuộc phân khúc cao cấp và dự kiến Apple sẽ ra mắt các phân khúc tiêu chuẩn của 18 Series trong Q1/2027; ghi nhận lần đầu tiên Apple thay đổi chiến lược mở bán so với truyền thống của hãng. Chúng tôi cho rằng việc thay đổi chiến lược này sẽ giúp (1) tối ưu doanh số: 2 mẫu điện thoại phân khúc cao cấp được mở bán cuối năm – mùa mua sắm với mức chi tiêu lớn; (2) phân bổ sự chú ý, giữ được sự thu hút các mẫu điện thoại quanh năm – mỗi đợt mở bán hướng tới 1 tệp KH nhất định.

Hình 8: Apple lần đầu thay đổi chiến lược mở bán các mẫu iPhone mới theo từng đợt

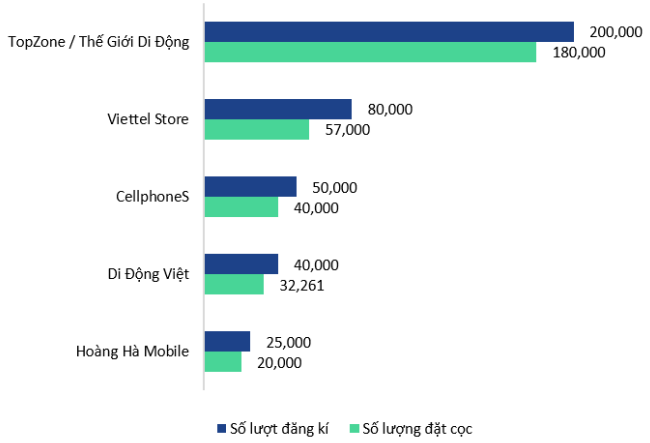


Nguồn: Apple, VPBankS Research

Theo dữ liệu tổng hợp từ các chuỗi bán lẻ hàng đầu, chúng tôi ước tính có khoảng hơn 400,000 lượt đăng kí và toàn thị trường ghi nhận hơn 380,000 lượt đặt cọc cho 2 mẫu iPhone 18 Pro & Pro Max, với

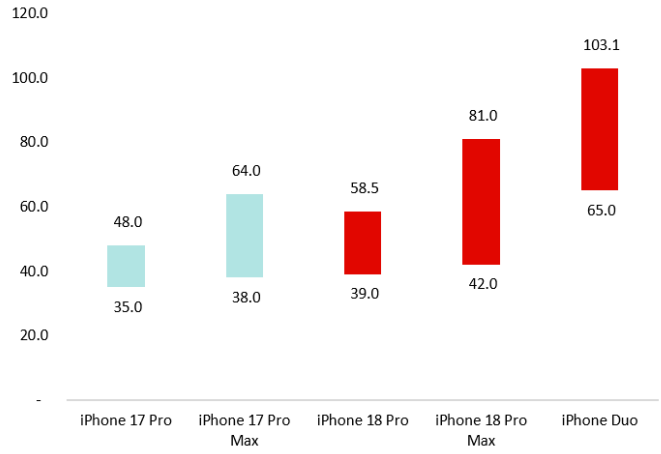
84-90% số lượng đặt cọc cho dòng iPhone 18 Pro Max. Trong đó, 2 chuỗi của DMX là TopZone và Thế Giới Di Động dẫn đầu về lượng đặt cọc trong đợt mở bán đầu tiên này, chiếm 47.5%.

Hình 9: TopZone và TGDD dẫn đầu về lượng đặt cọc cho iPhone 18 series trong đợt đặt cọc đầu tiên



Nguồn: Website các chuỗi bán lẻ, VPBankS Research tổng hợp

Hình 10: iPhone 18 Series có mức giá cao hơn từ 10-12% sv iPhone 17 series (tr đồng)



Nguồn: Apple, VPBankS Research tổng hợp

Mùa tựu trường cùng lạm phát giá Ram, chip nhớ

Thị trường bán lẻ ICT liên tiếp bước vào chu kì mua sắm mạnh mẽ trong nửa cuối năm: (1) mùa tựu trường trong tháng 8-9, (2) mùa mua sắm cuối năm với các ngày lễ lớn: Black Friday, các ngày đôi… Trong bối cảnh đó, giá thành các sản phẩm ICT như điện thoại, laptop vẫn duy trì xu hướng tăng giá và neo cao do sự thiếu hụt nguồn cung RAM, chip nhớ.

Theo Trendforce, tính tới hết tháng 9/2026 giá RAM và chip nhớ NAND (cho sản xuất SSD, USD, thẻ nhớ) tiếp tục xu hướng tăng nhanh theo tháng, ghi nhận hơn 1 năm tăng giá phi mã, với mức tăng hơn 550% svck với các loại RAM và tăng hơn 120% svck với các loại chip nhớ NAND. Nguyên nhân chính tới từ xu hướng AI, các trung tâm dữ liệu AI ngày càng phát triển, đòi hỏi lượng bộ nhớ ngày càng lớn hơn khiến cho ba nhà sản xuất lớn: Samsung, SK Hynix và Micron (chiếm tới 90% thị phần toàn cầu) đã tập trung toàn bộ cho các đơn hàng lớn của các trung tâm AI, cắt giảm dây chuyền sản xuất DRAM và NAND phổ thông (quy mô, biên LN nhỏ).

Hình 11: Xu hướng biến động giá RAM tháng 9/2026

Sản phẩm	Giá cao nhất (USD)	Giá thấp nhất (USD)	%sv tháng trước	Giá trung bình (USD)	%sv tháng trước
DDR5 8GB SO-DIMM	141.0	118.0	1.72%	133.0	2.31%
DDR4 16GB SO-DIMM	290.0	245.0	4.26%	270.0	1.89%
DDR4 8GB SO-DIMM	148.0	125.0	5.93%	142.0	2.16%
DDR4 16Gb 2Gx8	59.0	47.0	4.44%	50.0	4.17%
DDR4 8Gb 1Gx8	34.5	22.5	4.65%	25.0	4.17%
DDR4 4Gb 256Mx16	16.5	14.0	16.67%	15.2	4.83%
DDR3 4Gb 256Mx16	16.5	14.0	16.67%	15.2	4.83%

Nguồn: Trendforce, VPBankS Research

Hình 12: Xu hướng biến động giá NAND tháng 9/2026

Sản phẩm	Giá cao nhất (USD)	Giá thấp nhất (USD)	%sv tháng trước	Giá trung bình (USD)	%sv tháng trước
NAND 128Gb 16Gx8 MLC	30.6	30.3	2.20%	30.5	1.42%
NAND 64Gb 8Gx8 MLC	23.6	23.2	1.75%	23.4	1.36%
NAND 32Gb 4Gx8 MLC	18.4	17.9	1.99%	18.1	1.47%

Nguồn: Trendforce, VPBankS Research

Theo Micron, hơn 75% sản lượng dự kiến trong năm 2027 đã dành cho các hợp đồng lớn và đã bắt đầu mở đàm phán cung ứng cho năm 2028. Cả 3 ông lớn cung ứng DRAM và NAND đều đưa ra nhận định tình trạng thiếu hụt sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2027, đồng thời đưa ra dự báo nhu cầu vượt quá khả năng sản xuất sẽ có thể kéo dài tới năm 2030.

Trong bối cảnh đó, giá bán lẻ laptop được dự báo vẫn sẽ tiếp tục tăng cao, bất chấp việc các hãng đã liên tục điều chỉnh giá trước áp lực giá nguyên liệu đầu vào (Microsoft đã liên tục điều chỉnh giá bán các mẫu laptop bình quân 25-30%/năm, mặc dù không có nâng cấp).

Hình 13: Giá RAM tăng bình quân 550% svck

Loại RAM (DDR5)	Giá cũ (tháng 6-7/2025)	Giá mới (tháng 9/2026)	% tăng
DDR5-5200 16GB	52 USD	239 USD	359%
DDR5-5600 32GB	72 USD	394 USD	447%
DDR5-6400 128GB	329 USD	3,399 USD	933%
DDR5-4800 16GB (kit)	90 USD	425 USD	372%
DDR5-6000 32GB (kit)	222 USD	1.272 USD	473%

Nguồn: Trendforce, VPBankS Research

Hình 14: Biến động giá laptop (VD: các sản phẩm laptop của Microsoft)

Mẫu máy	Giá cuối 2024	Giá cuối 2025	Giá năm 2026 (điều chỉnh tháng 4/2026)	Mức tăng sv năm 2025 (giá trị/%)
Surface Pro 13-inch	999 USD	1,199 USD	1,499 USD	300 USD/25.0%
Surface Pro 12-inch	N/A	799 USD	1,049 USD	250 USD/31.3%
Surface Laptop 13-inch	N/A	899 USD	1,199 USD	300 USD/33.4%
Surface Laptop 13.8-inch	999 USD	1,199 USD	1,499 USD	300 USD/25.0%
Surface Laptop 15-inch	1,299 USD	1,499 USD	1,599 USD	100 USD/6.7%

Nguồn: Trendforce, VPBankS Research

CE: Động lực từ mùa mua sắm cuối năm cùng xu hướng tiêu dùng gia tăng

Các sản phẩm CE đã gần chạm mức bão hòa, khó tăng trưởng nhanh, tuy nhiên chúng tôi cho rằng doanh thu từ mảng CE của DMX vẫn tiếp tục còn dư địa để duy trì mức tăng trưởng ổn định nhờ:

1. **Tỷ lệ thâm nhập các loại sản phẩm CE của Việt Nam vẫn còn thấp hơn so với các quốc gia lân cận cũng như thấp hơn so với trung bình khu vực châu Á – Thái Bình Dương**. Cùng với bối cảnh mức thu nhập và mức chi tiêu bình quân của Việt Nam vẫn có xu hướng gia tăng, nhu cầu nâng cấp chất lượng sống càng được đề cao.

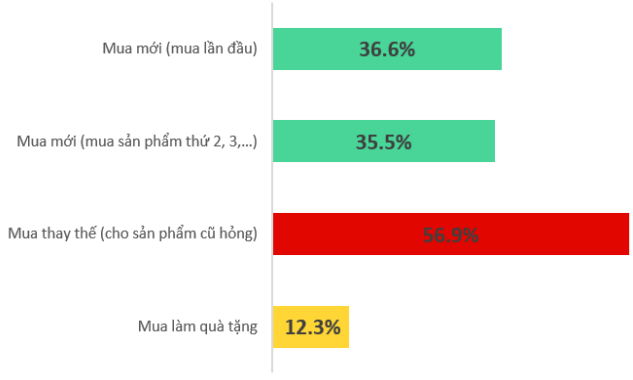
Hình 15: Việt Nam có tỷ lệ thâm nhập các sản phẩm CE thấp hơn so với các quốc gia trong khu vực cũng như trung bình khu vực châu Á – Thái Bình Dương

Loại sản phẩm	Việt Nam	Thái Lan	Malaysia	Singapore	Trung bình châu Á - Thái Bình Dương
Tủ lạnh	88%	92%	95%	98%	93%
Máy giặt	87%	75%	85%	95%	92%
TV	84%	95%	96%	98%	90%
Điều hòa	78%	40%	48%	80%	82%
Quạt các loại	60%	85%	90%	80%	72%
Lò nướng/Lò vi sóng	54%	45%	55%	80%	70%
Máy hút bụi	46%	35%	45%	85%	67%
Máy rửa bát	16%				19%

Nguồn: EuroMonitor, Statista, Gfk, Rakuten Insight, VPBankS Research

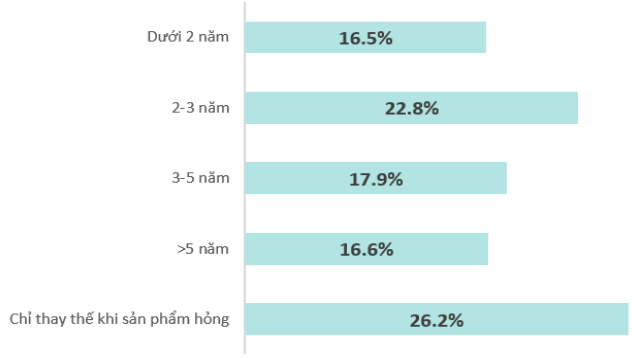
2. **Xu hướng tiêu dùng các sản phẩm CE ngày càng được thay đổi**. Theo Báo cáo thị trường điện tử, điện gia dụng Việt Nam 2026 của Cốc Cốc, qua khảo sát tỷ lệ nhóm Mua mới và Mua thêm có sự gia tăng đáng kể cùng với xu hướng thay thế các thiết bị CE ở chu kỳ ngắn (có tính định kỳ) đã có sự gia tăng, khi 40% người dùng có xu hướng thay thế sản phẩm dưới 3 năm.

Hình 16: Mục đích mua sắm các sản phẩm CE



Nguồn: Cốc Cốc, VPBankS Research

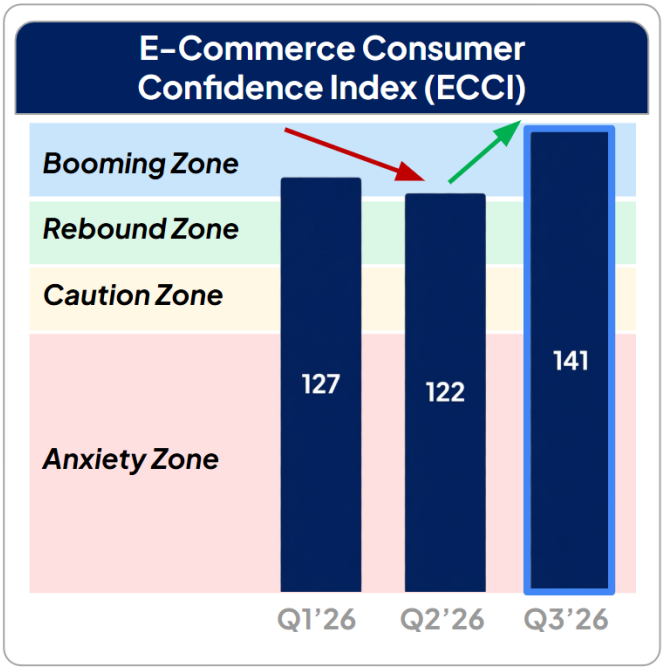
Hình 17: Chu kỳ thay thế các sản phẩm CE



Nguồn: Cốc Cốc, VPBankS Research

3. **Mùa mua sắm cuối năm cùng các dịp lễ lớn đang gần kề: Black Friday, Giáng sinh, Tết Dương lịch, Tết Âm lịch trong bối cảnh sức mua được kì vọng tăng mạnh.** Theo Báo cáo Doanh thu và Tiêu dùng thương mại Điện tử Việt Nam Q3/2026, niềm tin người tiêu dùng đã bật tăng mạnh trong Q3/2026 và dự kiến sẽ tăng trưởng bùng nổ trong Q4/2026.

Hình 18: Chỉ số niềm tin người tiêu dùng trực tuyến tiến vào vùng tăng trưởng mạnh trong Q3/2026



Anxiety Zone (Dưới 80)	*Khi người tiêu dùng cảm thấy lo ngại và ngưng các khoản chi tiêu không thiết yếu*
Caution Zone (80–100)	*Khi người tiêu dùng nhận thấy sự biến động của thị trường và kiểm soát ngân sách chặt chẽ*
Rebound Zone (100–120)	*Khi người tiêu dùng cảm nhận được sự ổn định tài chính và mở rộng các lựa chọn mua sắm*
Booming Zone (Above 120)	*Khi người tiêu dùng cảm nhận được sự an toàn tuyệt đối và đẩy nhanh tốc độ tiêu dùng*

Nguồn: YouNet ECI, VPBankS Research

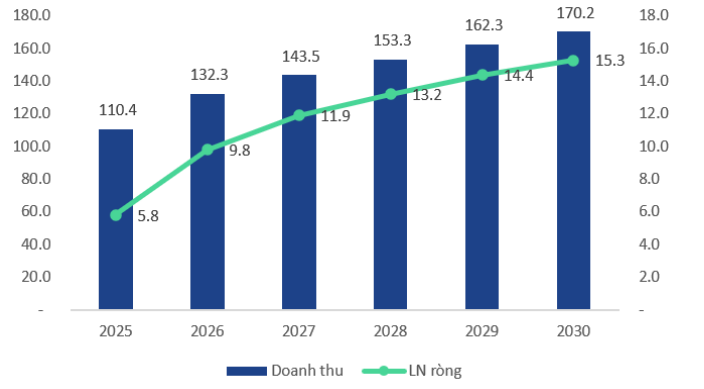
Dự phóng KQKD 2026-27

Hình 19: Dự phóng KQKD 2026-27

	2025	Dự phóng 2026	Dự phóng 2027	% svck 2026	% svck 2027	Nhận xét
Doanh thu	**110,006**	**132,316**	**143,517**	**20.3%**	**8.5%**	Chúng tôi dự phóng doanh thu của DMX trong năm 2026/27 lần lượt tăng 20.3%/8.5% svck, tương ứng với mức điều chỉnh tăng 1.9% sv dự phóng trước đó của chúng tôi, tới từ điều chỉnh tăng doanh thu cao hơn kì vọng ở tất cả các ngành hàng của DMX.
ICT	62,958	75,420	81,087	19.8%	7.5%	Chúng tôi dự phóng doanh thu ICT của DMX sẽ được hỗ trợ chủ yếu tới từ 2 dòng sản phẩm: (1) điện thoại - với chu kì thay thế bình quân tại Việt Nam (20 tháng) đang cao hơn so với toàn cầu (29 tháng) và xu hướng tăng giá với đa dạng các mẫu flagship gặp trong bối cảnh thiếu hụt cung RAM, chip nhớ; (2) laptop: xu hướng thay mới, nâng cấp laptop có phần cứng tích hợp sẵn AI.
CE	41,342	50,280	55,254	21.6%	9.9%	Chúng tôi dự doanh thu CE của DMX ghi nhận mức tăng trưởng tích cực tới từ (1) dư địa còn lớn khi tỷ lệ thâm nhập CE hiện đại của Việt Nam còn thấp so với khu vực, (2) xu hướng tăng nhanh của mức chi tiêu dùng bình quân đầu người.
Dịch vụ tài chính	2,183	2,776	3,144	27.2%	13.3%	
Thợ DMX	318	3,840	4,032	1107.5%	5.0%	
An Khang & AvaKids	3,523	-	-	N/A	N/A	
LN gộp	**18,775**	**26,426**	**28,929**	**40.8%**	**9.5%**	
Biên LN gộp	17.1%	20.1%	20.3%	3.0%	0.1%	Chúng tôi dự phóng biên LN gộp của DMX liên tục được cải thiện trong giai đoạn 2026-27 tới từ 2 động lực chính: (1) biên LN mảng ICT: giá thành sản phẩm cao hơn, cao cấp hóa danh mục tồn kho SKU, (2) biên LN mảng CE: chuyển dịch và thúc đẩy bán các dòng sản phẩm TV/tủ lạnh/máy giặt cao cấp hơn lên các mua bán online; (3) SSSG liên tục được cải thiện trong khi xu hướng thu hẹp quy mô các cửa hàng vật lý.
ICT	12.4%	15.0%	15.2%	2.6%	0.2%	
CE	20.4%	21.5%	21.5%	1.1%	0.0%	
Dịch vụ tài chính	88.9%	90.0%	90.0%	1.1%	0.0%	
Thợ DMX	N/A	47.0%	47.0%	N/A	0.0%	
Chi phí SG&A	(12,402)	(15,153)	(15,900)	22.2%	4.9%	Chúng tôi điều chỉnh nhỏ về dự phóng chi phí SG&A của DMX trong giai đoạn 2026-27, tăng 0.68% sv dự phóng trước đó, thấp hơn mức điều chỉnh dự phóng doanh thu tới từ sự gia tăng của nhân sự vận hành các nền tảng online bù đắp cho sự suy giảm về chi phí nhân sự, thuê mặt bằng tại các cửa hàng vật lý.
Chi phí bán hàng	(9,249)	(11,355)	(11,801)	22.8%	3.9%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(3,153)	(3,798)	(4,098)	20.5%	7.9%	
Thu thuần từ hoạt động tài chính	870	877	1,707	0.8%	94.7%	
Lãi/lỗ từ công ty liên doanh, liên kết	24	58	107	137.0%	86.0%	Chúng tôi dự phóng phần lợi nhuận từ EraBlue sẽ liên tục gia tăng nhanh trong giai đoạn 2026-27 trong bối cảnh EraBlue vẫn đang đặt chỉ tiêu tăng tốc cả về chất và lượng.
LN từ HĐKD	**7,240**	**12,207**	**14,844**	**68.6%**	**21.6%**	
Thu nhập khác	28	-	-	N/A	N/A	
LNTT	7,269	12,207	14,844	67.9%	21.6%	
Thuế TNDN	(1,467)	(2,430)	(2,947)	65.7%	21.3%	
LNST	5,802	9,778	11,897	68.5%	21.7%	
LN ròng	**5,802**	**9,778**	**11,897**	**68.5%**	**21.7%**	Chúng tôi điều chỉnh dự phóng LN ròng năm 2026-27 lần lượt tăng 11.4%/14.4% sv dự phóng trước để phản ánh tình hình KQKD tích cực của DMX.

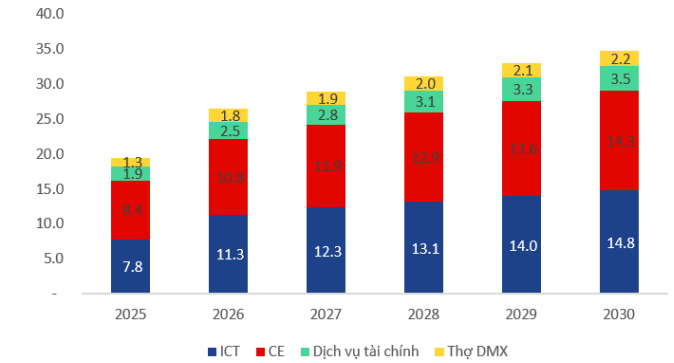
Nguồn: VPBankS Research

Hình 20: Dự phóng Doanh thu/LN ròng 2026-2030 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: DMX, VPBankS Research

Hình 21: Dự phóng LN gộp theo ngành hàng 2026-30 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: DMX, VPBankS Research

ĐỊNH GIÁ

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 109,000 đồng/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cùng với giá mục tiêu cao hơn 16.8% là 109,000 đồng/cp, tới từ kết hợp 2 phương pháp định giá (1) mô hình FCFE và (2) P/E với tỷ trọng là 50:50.

Chúng tôi cho rằng mức định giá này là hấp dẫn tới từ:

- Vị thế dẫn đầu mảng ICT&CE tại Việt Nam cùng KQKD tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2026-27.
- P/E dự phóng 2026-27 lần lượt là 13.2x/11.6x, thấp hơn tương đối so với trung vị, trung bình của các doanh nghiệp quốc tế cùng ngành (14.5x/15.6x).

Hình 22: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đồng/cp)
FCFE	50%	97,442
P/E	50%	120,516
Giá mục tiêu (làm tròn)		**109,000**

Nguồn: VPBankS Research

1. Phương pháp định giá theo FCFE

Chúng tôi định giá DMX với giá mục tiêu 97,442 đồng/cp theo mô hình FCFE với các điều chỉnh giả định (1) điều chỉnh LNST cao hơn nhằm phản ánh KQKD tích cực hơn so với báo cáo trước đó, (2) điều chỉnh các giả định WACC nhằm phản ánh diễn biến thực tế của thị trường vốn.

Hình 23: Giả định WACC

Phần bù rủi ro thị trường	3.7%
Lãi suất phi rủi ro	7.9%
Beta	1.39
Chi phí VCSH	14.7%
Chi phí vay	6.0%
Tỷ trọng VCSH	66.9%
Tỷ trọng nợ vay	33.1%
WACC	**11.4%**

Nguồn: VPBankS Research

Hình 24: Mô hình định giá FCFE

	2026	2027	2028	2029	2030	2031
LNST	**9,778**	**11,897**	**13,196**	**14,352**	**15,268**	**16,254**
+ Khấu hao	466	400	447	418	568	679
- Tăng vốn lưu động	(517)	(266)	(45)	509	517	514
+ Vay ròng	1,171	1,230	1,292	1,356	1,424	1,495
- Capex	463	574	690	730	766	803
- Trừ lãi tiền gửi/cho vay	1,419	2,149	2,473	2,834	3,195	3,589
Giá trị dòng tiền FCFE	**9,760**	**10,993**	**11,730**	**11,989**	**12,726**	**13,469**
Tỷ lệ chiết khấu	1.00	0.90	0.81	0.72	0.65	0.58
Giá trị hiện tại của dòng tiền FCFE	**9,760**	**9,864**	**9,444**	**8,662**	**8,250**	**7,835**
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	45,981					
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0.02					
Giá trị hiện tại của giá trị cuối	68,598					
Giá trị doanh nghiệp	**114,579**					
+ Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	31,354					
- Vay nợ ròng	22,403					
số lượng cp đang lưu hành (triệu cp)	1,267.72					
Giá mục tiêu (đồng/cp)	**97,442**					

Nguồn: VPBankS Research

2. Phương pháp định giá theo P/E

Chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu 14.5 lần với EPS 2026 với cơ sở xét trên nhóm doanh nghiệp ICT&CE quốc tế có mô hình hoạt động tương đối tương đồng với DMX để làm cơ sở định giá.

Hình 25: Định giá theo phương pháp P/E

P/E mục tiêu	EPS 2026	Giá mục tiêu(đồng/cp)
14.5x	8,255	119,691

Nguồn: VPBankS Research

Hình 26: So sánh các công ty cùng ngành (dữ liệu tại ngày 04/11/2026)

Mã BB	Công ty	Vốn hóa (tr USD)	P/B hiện tại (x)	P/E trượt 12T (x)	ROE (%)	ROA (%)	D/E	Tăng trưởng EPS 5 năm
COM7 TB	Com7 PCL	2,330	7.3	17.1	47.2%	14.6%	1.9	22.5%
3048 JP	Bic Camera Inc	2,112	1.6	15.0	11.5%	4.0%	1.3	19.0%
2730 JP	EDION Corp	1,684	1.1	12.7	8.6%	4.5%	0.8	0.9%
BBY US	Best Buy Co Inc	19,687	6.2	14.0	43.1%	8.1%	3.9	-5.9%
JBH AU	JB Hi-Fi Ltd	5,645	4.9	16.4	30.1%	12.6%	1.4	0.4%
CURY LN	Currys PLC	2,059	0.7	8.6	7.1%	3.0%	1.3	70.7%
7513 JP	Kojima Co Ltd	677	1.4	19.3	7.7%	4.4%	0.7	-2.6%
8282 JP	K's Holdings Corp	1,875	1.1	14.5	7.5%	4.4%	0.7	-12.9%
8173 JP	Joshin Corp	742	1.0	21.2	4.9%	2.2%	1.2	-17.5%
DGW VN	Digiworld Corp	346	2.7	9.3	24.5%	8.0%	2.2	13.4%
MWG VN	Mobile World Investment Corp	4,274	3.1	11.1	30.2%	10.6%	1.5	10.4%
FRT VN	FPT DIGITAL RETAIL JSC	1,001	5.4	22.6	29.7%	5.0%	3.6	106.7%
Trung vị			*2.2*	*14.5*	*0.2*	*0.0*	*1.3*	*5.6%*
Trung bình			*3.0*	*15.2*	*0.2*	*0.1*	*1.7*	*17.1%*

Nguồn: Bloomberg, VPBankS Research

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2025	2026	2027
TÀI SẢN NGẮN HẠN	**53,566**	**70,741**	**78,908**
Tiền & tương đương tiền	3,578	18,055	25,164
Đầu tư ngắn hạn	20,414	20,414	20,414
Phải thu ngắn hạn	6,265	6,658	6,868
Hàng tồn kho ròng	22,759	24,949	25,743
Tài sản ngắn hạn khác	549	664	720
TÀI SẢN DÀI HẠN	**3,351**	**3,638**	**4,103**
Tài sản cố định	814	837	1,011
Đầu tư vào công ty ldlk	371	609	875
Tài sản vô hình	26	0	0
Tài sản dài hạn khác	2,139	2,191	2,217
TỔNG TÀI SẢN	**56,916**	**74,378**	**83,012**
NỢ PHẢI TRẢ	**39,116**	**43,445**	**46,130**
Nợ ngắn hạn	**39,116**	**43,445**	**46,130**
Vay nợ ngắn hạn	23,429	24,601	25,831
Phải trả ngắn hạn khác	15,687	18,844	20,299
Nợ dài hạn	**0**	**0**	**0**
Vay nợ dài hạn	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	0	0	0
VỐN CHỦ SỞ HỮU	**17,801**	**30,933**	**36,882**
Cổ phiếu phổ thông	11,013	12,677	12,677
Thặng dư vốn cổ phần	0	11,651	11,651
LNST chưa phân phối	5,714	5,532	11,481
Các quỹ	0	0	0
Khác	1,073	1,073	1,073
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	**56,916**	**74,378**	**83,012**

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

	2025	2026	2027
Doanh thu	**109,479**	**132,316**	**143,517**
Giá vốn hàng bán	89,992	105,890	114,587
Lợi nhuận gộp	**19,487**	**26,426**	**28,929**
Chi phí BH&QLDN	13,140	15,153	15,900
Lợi nhuận HĐKD	**7,240**	**12,207**	**14,844**
Doanh thu tài chính	1,843	1,961	2,845
Chi phí tài chính	973	1,084	1,138
Lợi nhuận khác	28	0	0
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	**7,269**	**12,207**	**14,844**
Chi phí thuế	1,467	2,430	2,947
Lợi nhuận sau thuế	5,802	9,778	11,897
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0
Lợi nhuận ròng	**5,802**	**9,778**	**11,897**

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

	2025	2026	2027
CFO	5,017	8,819	9,916
CFI	12	1,131	1,910
CFF	-5,231	4,527	-4,718
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	**-202**	**14,477**	**7,108**

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

	2025	2026	2027
Dupont			
Biên LN ròng	5.3%	7.4%	8.3%
Hệ số vòng quay TTS	205.8%	201.6%	182.4%
ROAA	10.9%	14.9%	15.1%
TTS/VCSH	319.7%	240.4%	225.1%
ROAE	31.1%	40.1%	35.1%
Chỉ số hiệu quả hoạt động			
Vòng quay khoản phải thu	19.4	20.5	21.2
Vòng quay hàng tồn kho	4.3	4.3	4.4
Vòng quay khoản phải trả	11.2	9.8	9.4
Tỷ lệ vòng quay TSCĐ	92.1	160.2	155.3
Chỉ số thanh khoản			
Hệ số thanh toán hiện hành	1.4	1.6	1.7
Hệ số thanh toán nhanh	0.8	1.1	1.2
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.6	0.9	1.0

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Ngành và Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 21 và 25, VPBANK Tower, 89 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành và Cổ phiếu

Email: equityresearch@vpbanks.com.vn