

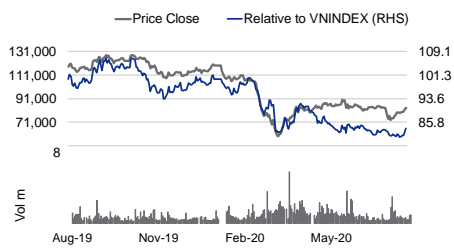
Việt Nam

KHẢ QUAN (Không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 15 TL 0 KKQ 0	
Giá hiện tại:	VND83.100
Giá mục tiêu:	VND138.400
Giá mục tiêu cũ:	VND139.900
Tăng/giảm:	66,5%
CGS-CIMB / Consensus:	5,5%
Reuters:	MWG.HM
Bloomberg:	MWG VN
Vốn hóa:	US\$1.624tr
	VND37.629.128tr
GTGD bình quân:	US\$3,42tr
	VND79.482tr
SLCP lưu hành:	453,3tr
Free float:	92,7%
*Nguồn: Bloomberg	

Các thay đổi trọng yếu

- FY20F EPS tăng 1,8%.
- FY21F EPS giảm 3,8%.



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	0,2	0,1	-30,1
Tương đối (%)	2,2	-2,1	-17,9

Cổ đông lớn	% năm giữ
Công ty TNHH MTV Tư vấn Đầu tư Thế giới Bán lẻ	11,4
Công ty TNHH Tri Tâm	8,5
Vietnam Enterprise Investments Limited	3,5

Chuyên viên phân tích

Phan Như Bách
 T (84) 90 928 3119
 E bach.phannhu@vndirect.com.vn

CTCP Đầu tư Thế giới Di động

Đặt niềm tin vào Bách Hóa Xanh

- Doanh thu (DT) 6T20 của MWG tăng 7,8% sv cùng kỳ lên 55.639 tỷ đồng trong khi lợi nhuận ròng (LNR) giảm 4,4% sv cùng kỳ xuống 2.027 tỷ đồng, hoàn thành 59,6% dự báo cả năm của chúng tôi.
- Chuỗi Bách Hóa Xanh (BHX) đẩy mạnh mở rộng với 328 cửa hàng mới được khai trương trong Q2/20.
- Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu thấp hơn là 138.400 đồng.

Bách Hóa Xanh trở thành động lực tăng trưởng doanh thu

DT Q2/20 của MWG giảm 1,2% svck do sự sụt giảm DT của chuỗi Thế Giới Di Động (TGDD, -28,4% svck) và chuỗi Điện Máy Xanh (DMX, -4% svck) tác động bởi 22 ngày giãn cách xã hội vào T4/20. Tuy nhiên, mảng Bách Hóa Xanh (BHX) vẫn tăng trưởng và DT đạt 4.968 tỷ đồng trong Q2/20 (+ 112,8% so với cùng kỳ). Tỷ trọng DT của BHX đóng góp vào tổng DT tăng từ mức 8,8% trong Q2/19 lên mức 19% trong Q2/20, nhưng vẫn dưới điểm hòa vốn. LNR Q2/20 của MWG giảm 17% so với cùng kỳ. Nửa đầu năm 2020, DT của MWG tăng 7,8% svck trong khi LNR giảm 4,4% svck, vượt kỳ vọng của chúng tôi.

Bách Hóa Xanh đẩy mạnh mở rộng mạng lưới trong 2Q20

Ngay sau giai đoạn tạm dừng do giãn cách xã hội, MWG đã tăng tốc với 251 cửa hàng được mở trong T5/20 và T6/20, nâng tổng số cửa hàng BHX vào cuối T6 lên 1.486 (tăng 147% so với cùng kỳ, 28,3% so với quý trước). Tính từ đầu năm 2020 đến 8/8/20, MWG đã mở thêm 571 cửa hàng BHX, đạt 92% dự báo cả năm của chúng tôi. Do vậy tôi tăng dự phóng số lượng cửa hàng BHX mở mới năm 2020 lên 60% (988 cửa hàng).

Chất lượng tài sản tốt hơn là bộ phận cho BHX tăng trưởng

Giá trị hàng tồn kho (HTK) của MWG giảm 30% so với đầu năm xuống còn 17.919 tỷ đồng vào cuối Q2/20 do công ty giảm tồn kho hàng hóa không thiết yếu như điện tử tiêu dùng và điện thoại di động với các sự kiện khuyến mãi trong Q2/20 và thay đổi chính sách HTK để thích ứng với tình trạng cầu yếu trong bối cảnh đại dịch. So với đầu năm 2020, hệ số thanh toán nhanh của MWG tăng 23 điểm % lên 56% vào cuối Q2/20 trong khi tỷ lệ nợ/VCSH từ 243% xuống 169%.

Thay đổi dự báo

Chúng tôi điều chỉnh tăng EPS năm 2020 lên 1,8% dựa trên 1) tăng 9,1% trong giả định doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng DMX, 2) tăng 1,3 điểm % biên LNG và 3) giảm 17,6% doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng đối với BHX. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 3,8% EPS năm 2021 do 1) giảm 15,8% doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng BHX và 2) mức tăng 0,6 điểm % biên LNG không bù đắp được mức 3) tăng 30% chi phí QLDN.

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu VND138.400

Giá mục tiêu dựa trên phương pháp SOTP giảm 1,1% xuống 138.400 đồng để phản ánh việc điều chỉnh giảm EPS năm 2021/22. Những rủi ro chính gồm: 1) việc mở cửa hàng BHX chậm hơn dự kiến và 2) một đợt giãn cách xã hội toàn quốc khác do Covid-19.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	T12/18	T12/19	T12/20	T12/21	T12/22
Doanh thu (tỷ đồng)	86.516	102.174	111.970	145.754	173.941
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	5.094	6.420	6.990	8.722	11.255
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2.879	3.834	3.467	5.060	6.831
EPS cốt lõi (VNĐ)	6.839	8.560	7.656	10.903	14.229
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	25,0%	25,2%	(10,6%)	42,4%	30,5%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	10,55	9,50	10,85	7,64	5,89
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
Tỷ suất cổ tức	1,82%	1,82%	1,82%	1,82%	1,82%
EV/EBITDA (lần)	7,43	7,44	6,83	5,27	3,78
P/FCFE	254	913.333	16	6	8
Net Gearing	36,7%	90,4%	70,3%	40,4%	12,2%
P/B (lần)	3,85	3,03	2,51	1,98	1,56
ROE	38,7%	36,3%	25,6%	29,3%	30,1%
CIMB/Consensus EPS (lần)			0,99	1,08	1,11

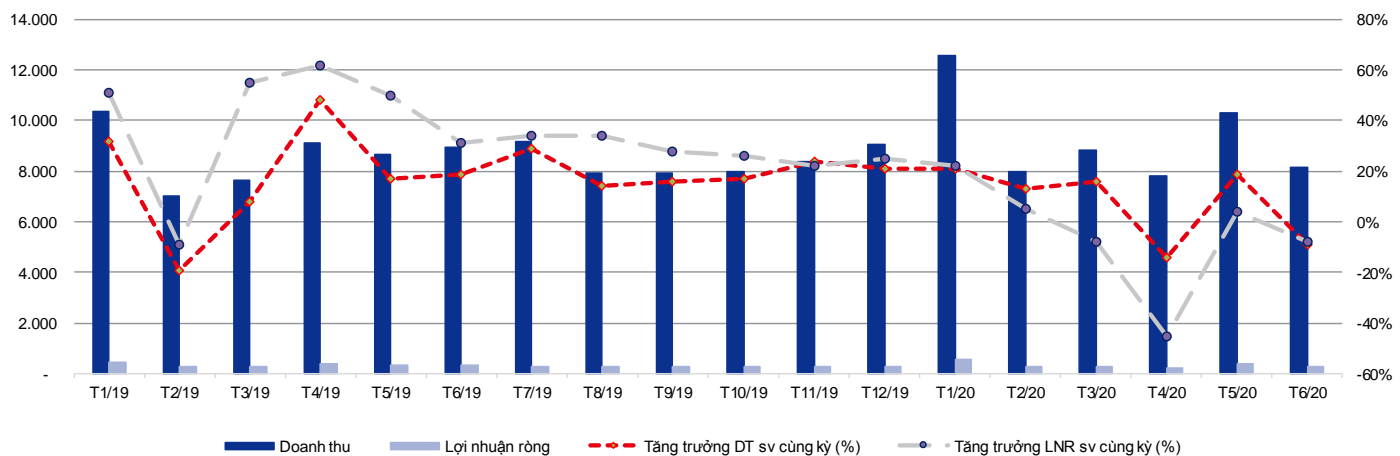
Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Đặt niềm tin vào Bách Hóa Xanh

KQKD 6T20 vượt kỳ vọng của chúng tôi ►

DT T6/20 của MWG giảm 8% so với cùng kỳ (-20,9% so với tháng trước) xuống 8.147 tỷ đồng, với sự sụt giảm doanh thu ở cả ba mảng kinh doanh gồm TGDD, DMX và BHX – khi tổng cầu yếu hơn do thu nhập của người tiêu dùng bị ảnh hưởng bởi đại dịch. LNR giảm 7,6% so với cùng kỳ (-20,4% so với tháng trước) xuống còn 304 tỷ đồng vào T6/20. Vào cuối T6/20, chuỗi Điện Thoại Siêu Rẻ đã chấm dứt hoạt động do hiệu quả thấp.

Hình 1: Doanh thu và lợi nhuận ròng hàng tháng của MWG giai đoạn 2019-20



Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Trong Q2/20, LNR của MWG đạt 894 tỷ đồng, giảm 17% so với cùng kỳ (-21% so với quý trước) do:

- DT của MWG giảm 1,2% so với cùng kỳ (-10,5% so với quý trước) xuống 26.286 tỷ đồng chủ yếu do đợt giãn cách xã hội kéo dài 22 ngày vào T4/20 đã ảnh hưởng đến doanh thu của chuỗi TGDD và DMX. Tuy nhiên, doanh thu của chuỗi BHX trong Q2/20 tăng 112,8% so với cùng kỳ (+10,6% so với quý trước) lên 4.968 tỷ đồng, giúp doanh thu Q2/20 của MWG không giảm mạnh và doanh thu BHX đóng góp 19% vào tổng doanh thu so với 8,8% trong Q2/19.
- Biên LNG của MWG tăng 4,1 điểm % so với cùng kỳ lên 22% (tăng 1,0 điểm % so với quý trước), nhờ đóng góp của chuỗi BHX lớn hơn vào tổng DT của MWG với biên LNG cao hơn. Biên LNG của BHX tăng do tận dụng lợi thế quy mô để thương lượng giá mua tốt hơn trong khi giảm tỷ lệ hủy thực phẩm tươi sống tại các cửa hàng. Đồng thời, MWG tích cực đẩy mạnh các nhóm sản phẩm có biên LNG cao như điện tử gia dụng, phụ kiện và đồng hồ tại chuỗi TGDD và DMX.
- Chi phí quản lý và bán hàng trong Q2/20 tăng mạnh do MWG tăng tốc độ mở cửa hàng BHX, đặc biệt là trong T5 và T6/20. Trong Q2/20, MWG đã mở 328 cửa hàng BHX mới và nâng tổng số cửa hàng lên 1.486 (tăng 147% so với cùng kỳ). Công ty cũng tăng số lượng trung tâm phân phối (TTPP) từ 6 lên 23.

DT 6T20 của MWG tăng 7,8% so với cùng kỳ lên 55.639 tỷ đồng trong khi LNR giảm 4,4% so với cùng kỳ xuống còn 2.027 tỷ đồng. LNR 6T20 hoàn thành 59,6% dự báo năm 2020 của chúng tôi, cao hơn kỳ vọng nhờ doanh thu của DMX vượt kỳ vọng, đạt 59% ước tính năm 2020 và biên LNG tăng lên 21,4%, cao hơn 3,1% so với dự báo của chúng tôi do biên LNG trong 6T20 cao hơn nhờ đóng góp của chuỗi BHX.

Hình 2: Nhìn lại KQKD 6T20

Tỷ đồng	Q2/19	Q2/20	% thay đổi	6T19	6T20	% thay đổi	6T20 so với dự phóng của VND	Nhận xét
Doanh thu	26.604	26.286	-1,2%	51.621	55.639	7,8%	50,0%	Phù hợp dự phóng
Chuỗi TGDD	8.521	6.101	-28,4%	17.277	14.466	-16,3%	49,5%	Phù hợp dự phóng
Chuỗi DMX	15.854	15.218	-4,0%	30.364	31.714	4,4%	56,9%	Doanh thu của chuỗi DMX tăng 4,4% so với cùng kỳ lên 31.714 tỷ đồng trong 6T20, vượt kỳ vọng và đạt 59% dự báo của chúng tôi nhờ hiệu ứng dồn nén trong mua sắm sau thời kỳ giãn cách xã hội và thời điểm mùa hè thúc đẩy nhu cầu thiết bị điện lạnh trong khi doanh thu phần khúc máy tính xách tay cũng tăng 95% so với cùng kỳ năm ngoái khi nhu cầu máy tính xách tay để làm việc tại nhà tăng lên.
Chuỗi BHX	2.335	4.968	112,8%	4.086	9.459	131,5%	35,9%	Doanh thu bình quân hàng tháng trên mỗi cửa hàng BHX trong 6T20 chỉ đạt 1,3 tỷ đồng, thấp hơn dự báo của chúng tôi là 1,7 tỷ đồng cho năm 2020 và số lượng cửa hàng tăng mạnh hơn dự kiến, chủ yếu trong T5-T6/20 dẫn đến doanh thu của chuỗi BHX chỉ đạt 36 % dự báo của chúng tôi
Giá vốn hàng bán	-21.855	-20.515	-6,1%	-42.439	-43.709	3,0%	48,1%	
Lợi nhuận gộp	4.748	5.770	21,5%	9.182	11.930	29,9%	58,4%	Vượt dự phóng
Biên LNG	17,8%	22,0%	4,1 điểm %	17,8%	21,4%	3,7 điểm %	3,1 điểm %	
Chi phí tài chính	-295	-306	3,8%	-539	-610	13,2%	49,4%	Phù hợp dự phóng
Chi phí bán hàng	-2.992	-3.538	18,3%	-5.458	-7.321	34,1%	53,6%	Phù hợp dự phóng
Chi phí QLDN	-391	-1.001	155,8%	-1.004	-1.780	77,3%	91,4%	Chi phí quản lý doanh nghiệp cao hơn dự kiến do chuỗi BHX mở rộng nhanh, đặc biệt là trong Q2/20 với 382 cửa hàng mở mới nhất là trong T5 và T6/20
LN HDKD	1.393	1.262	-9,4%	2.724	2.805	3,0%	58,4%	Vượt dự phóng
LN trước thuế	1.396	1.254	-10,2%	2.737	2.798	2,2%	58,3%	Vượt dự phóng
LN ròng	1.080	894	-17,1%	2.121	2.027	-4,4%	59,6%	Vượt dự phóng

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

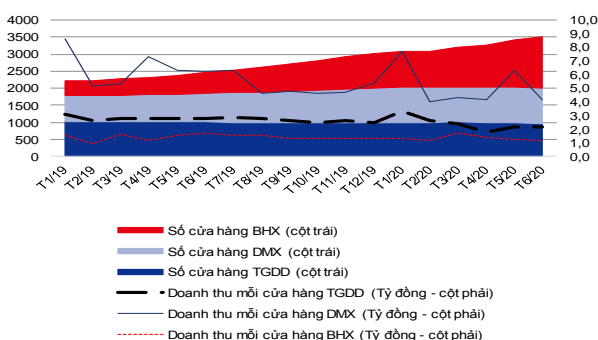
Bách Hóa Xanh: số lượng cửa hàng tăng mạnh trong 6T20 ➤

Ngay sau giai đoạn giãn cách xã hội, MWG đã tăng nhanh số lượng cửa hàng BHX với việc mở 131 cửa hàng vào T5/20 và 120 cửa hàng T6/20, nâng tổng số cửa hàng BHX vào cuối T6/20 lên 1.486 cửa hàng (tăng 28,3% so với quý trước), cao hơn hẳn dự phóng của chúng tôi với số lượng cửa hàng là 1.278 vào cuối T6/20. Tại ngày 7/8/20, tổng số cửa hàng BHX đạt 1.579 cửa hàng hay 571 cửa hàng BHX mở mới so với đầu năm, đạt 92% dự báo cả năm của chúng tôi.

MWG đang tập trung mở rộng chuỗi BHX tại các tỉnh và tăng độ phủ (mở thêm ở Lâm Đồng) trong Q2/20, nâng tỷ lệ cửa hàng ngoài TP.HCM lên 68,7% vào cuối Q2/20 từ 61,8% quý trước đó.

Trước sự mở rộng của chuỗi BHX, doanh số hàng tháng trên mỗi cửa hàng BHX có xu hướng giảm sau khi đạt đỉnh khoảng 1,7 tỷ đồng vào T3/20, khi hiệu ứng tích trữ thực phẩm trong đại dịch tăng mạnh. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng xu hướng giảm có thể diễn ra trong ngắn hạn đến từ việc MWG tích cực gia tăng số lượng cửa hàng và do các cửa hàng BHX mới cần trung bình 12 tháng để đạt được mức doanh thu tối ưu. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu bình quân hàng tháng của BHX trên mỗi cửa hàng sẽ đạt 1,4/1,6 tỷ đồng trong năm 2020/21, cao hơn mức 1,3 tỷ đồng của 6T20. Do đó, doanh thu của BHX có thể đóng góp 21%/29,5%/35,7% vào tổng doanh thu của MWG trong năm 2020/21/22.

Hình 3: Số lượng cửa hàng theo chuỗi và doanh thu hàng tháng



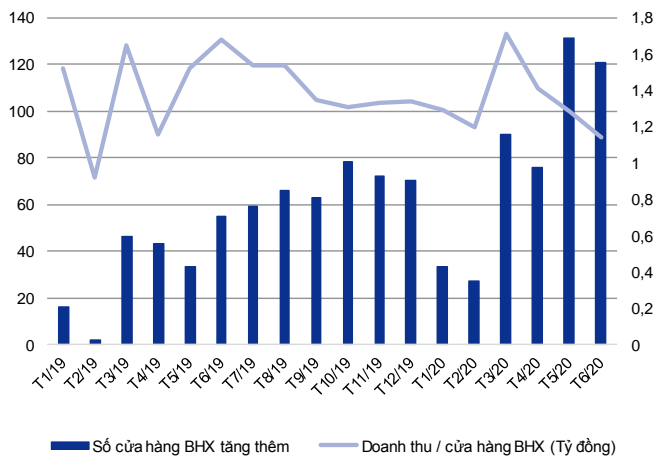
Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 4: Số lượng cửa hàng (cuối kỳ) và doanh thu hàng tháng của mỗi cửa hàng theo chuỗi.

	Q1/19	Q2/19	Q1/20	Q2/20	Q1/20 sv Q1/19	Q2/20 sv Q2/19
Số cửa hàng TGDD	1023	1011	1009	971	-1,4%	-4,0%
Số cửa hàng DMX	774	838	1030	1044	33,1%	24,6%
Số cửa hàng BHX	469	600	1158	1486	146,9%	147,7%
Doanh thu mỗi cửa hàng TGDD	8,5	8,4	8,3	6,2	-2,4%	-26,2%
Doanh thu mỗi cửa hàng DMX	19,1	19,8	16	14,7	-16,2%	-25,8%
Doanh thu mỗi cửa hàng BHX	4,1	4,4	4,2	3,8	2,4%	-13,6%

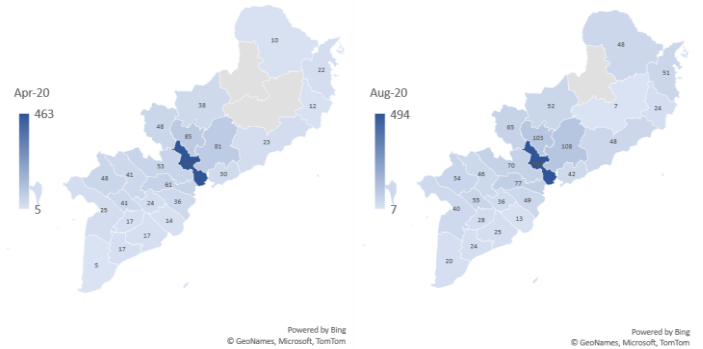
Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 5: Số lượng cửa hàng BHX mỗi tháng và doanh thu mỗi cửa hàng trong giai đoạn 2019-20.



Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 6: Quá trình mở rộng chuỗi BHX từ T4/20 đến T8/20



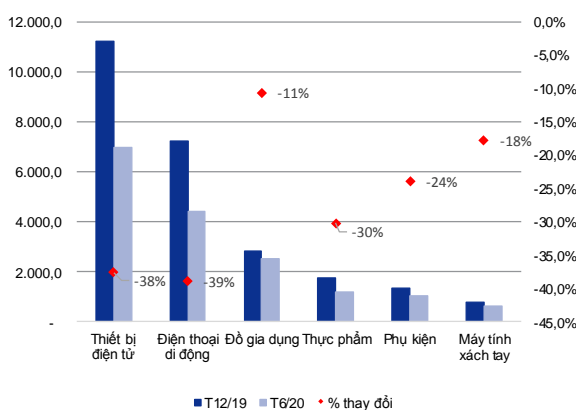
Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Chất lượng tài sản tốt hơn là bệ phóng cho BHX tăng trưởng



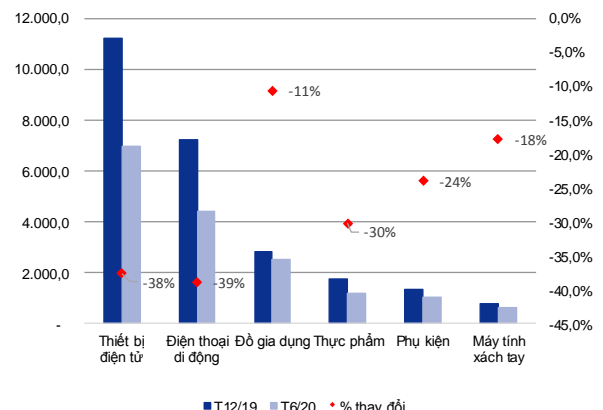
MWG đã giảm mạnh hàng tồn kho xuống còn 17.919 tỷ đồng vào cuối T6/20 từ mức 25.745 tỷ đồng vào cuối năm 2019, tương đương mức giảm 30%, tập trung vào thiết bị điện tử và điện thoại di động (lần lượt giảm 38% và 39%). MWG đã đưa ra nhiều sự kiện bán hàng ưu đãi trong Q2/20, đặc biệt là đối với các sản phẩm cao cấp của Samsung, chẳng hạn như dòng điện thoại Note 10 hoặc các sản phẩm trưng bày tại các cửa hàng vì đại dịch Covid-19 đã ảnh hưởng đến thu nhập của người tiêu dùng và làm giảm nhu cầu đối với những sản phẩm không thiết yếu. Việc giảm hàng tồn kho cũng một phần là do việc chuẩn bị cho các sản phẩm mới ra mắt, chẳng hạn như dòng Samsung Note 20 hoặc Samsung Flip. Dòng tiền từ việc giảm hàng tồn kho được sử dụng để giảm nợ ngắn hạn, giảm 18,7% so với đầu năm xuống 10.590 tỷ đồng vào cuối T6/20 và tăng tiền và đầu tư giữ đến ngày đáo hạn 74% so với đầu năm lên 10.878 tỷ đồng vào cuối T6/20. Vì vậy, hệ số thanh toán nhanh của MWG tăng 23% so với đầu năm lên 56% vào cuối 6T/20 trong khi tỷ lệ nợ/VCSH giảm 74 điểm % so với đầu năm xuống còn 169% vào cuối 6T/20. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ giúp MWG giảm rủi ro hàng tồn kho liên quan đến các sản phẩm không thiết yếu và cung cấp thêm nguồn lực tài chính cho việc mở rộng BHX sau dịch Covid-19.

Hình 7: Bức tranh tài chính tốt hơn vào cuối Q2/20



Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 8: Tồn kho của MWG theo sản phẩm



Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Chúng tôi cho rằng tình hình Covid-19 hiện tại ảnh hưởng ít đến triển vọng của MWG's trong 6T cuối năm 2020 ➤

Vào 25/7, các ca nhiễm Covid-19 trong cộng đồng được phát hiện tại Đà Nẵng khiến Đà Nẵng và khu vực lân cận phải áp dụng giãn cách xã hội trong 14 ngày. Vì thế, 31 cửa hàng (DMX, TGDD) tại Đà Nẵng và Quảng Nam buộc phải đóng cửa từ ngày 27/7. Chúng tôi cho rằng tình hình hiện tại ở Đà Nẵng và Quảng Nam chỉ tác động nhỏ đến hoạt động của MWG vì tổng số cửa hàng bị ảnh hưởng (31) tương đối nhỏ (1,5%) so với tổng số 2.015 cửa hàng TGDD và DMX.

Điều chỉnh dự phóng ➤

	2020F	2021F	2020F	2021F
Số lượng cửa hàng (cuối kỳ)				
TGDD		981	981	944
DMX	1103	1148	1089	1134
BHX	1628	2168	1996	2536
Doanh thu mỗi cửa hàng (hàng tháng)				
TGDD	2,5	2,6	2,4	2,6
DMX	4,4	5,5	4,8	5,5
BHX	1,7	1,9	1,4	1,6

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		% thay đổi		Ghi chú
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	
TGDD	29.229	30.902	28.361	29.736	-2,97%	-3,77%	Chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu từ DMX trong năm 2020 do doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng tốt hơn dự kiến trong 6T20, đồng thời giảm doanh thu từ chuỗi TGDD (2020/21) và DMX (2021) do sự thay đổi hành vi của người tiêu dùng sau Covid-19 khi người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu dẫn đến nhu cầu đối với các sản phẩm TGDD và DMX thấp hơn so với dự báo trước.
DMX	55.724	74.115	60.091	73.008	7,84%	-1,49%	
BHX	26.333	42.874	23.518	43.010	-10,69%	0,32%	
Doanh thu	111.286,0	147.891,0	111.970,0	145.754,0	0,61%	-1,44%	Chúng tôi đã điều chỉnh việc số lượng cửa hàng mở mới năm 2020 với dự kiến MWG sẽ mở 988 cửa hàng thay vì 620 cửa hàng như dự phóng trước trong khi doanh thu trên mỗi cửa hàng thấp hơn dự báo trước, dẫn đến việc giảm doanh thu từ chuỗi BHX ở mức -10,7% trong năm 2020 và tăng nhẹ 0,32% trong năm 2021 so với dự báo trước
Giá vốn hàng bán	(90.866,0)	(119.136,0)	(90.058,0)	(116.554,0)	-0,89%	-2,17%	
Lợi nhuận gộp	20.420,0	28.755,0	21.912,0	29.200,0	7,31%	1,55%	
<i>Biên LNG</i>	18,3%	19,4%	19,6%	20,0%	1,30 điểm %	0,60 điểm %	
TGDD và DMX	17,6%	18,5%	19,0%	19,0%	1,40 điểm %	0,50 điểm %	
BHX	20,8%	21,8%	21,7%	22,5%	0,90 điểm %	0,70 điểm %	
Chi phí bán hàng	(13.671,0)	(18.757,0)	(14.218,0)	(18.582,0)	4,00%	-0,93%	
Chi phí QLDN	(1.948,0)	(2.810,0)	(2.799,0)	(3.644,0)	43,69%	29,68%	
<i>Chi phí bán hàng / DT</i>	12,3%	12,7%	12,7%	12,7%	0,40 điểm %	0,00 điểm %	
<i>Chi phí QLDN / DT</i>	1,8%	1,9%	2,5%	2,5%	0,70 điểm %	0,60 điểm %	
LNTT	4.480,0	6.896,0	4.571,9	6.674,0	2,05%	-3,22%	
LNR	3.397,0	5.228,8	3.466,6	5.060,5	2,05%	-3,22%	
EPS	7.522,0	11.332,6	7.656,2	10.903,4	1,78%	-3,79%	

Do việc mở rộng cửa hàng mạnh mẽ vào năm 2020 và 2021, chúng tôi đã tăng chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu trong năm 2020/21 từ dự báo trước là 14,1% / 14,6% lên 15,2% / 15,2%.

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Chúng tôi tăng LNR 2020 2,1% so với dự phóng trước đây, nhưng giảm LNR 2021 3,2% so với dự phóng trước đây do:

- Biên LNG tăng 1,3/0,6 điểm % trong năm 2020/21 so với dự phóng trước đây khi MWG tập trung vào các sản phẩm có biên LNG tốt trong cả 3 mảng kinh doanh.
- Giảm doanh thu hàng tháng/cửa hàng chuỗi TGDD 4% so với dự phóng trước đây do việc thay đổi hành vi người tiêu dùng khi thắt chặt chi tiêu sản phẩm điện thoại, tuy nhiên tăng doanh thu hàng tháng/cửa hàng chuỗi ĐMX 9,1% nhờ vào kết quả tốt hơn dự phóng của chúng tôi trong 6T20.
- Điều chỉnh số lượng cửa hàng khi BHX mở rộng nhanh hơn dự phóng của chúng tôi trong 6T20. Chúng tôi điều chỉnh dự phóng BHX sẽ đạt 1.996/2.536 cửa hàng vào cuối năm 2020/21 so với dự phóng trước đây là 1.628/2.168 cửa hàng.
- Giảm doanh thu hàng tháng/cửa hàng chuỗi BHX lần lượt 17,6% và 15,8% trong năm 2020/21 xuống còn 1,4/1,6 tỷ/cửa hàng so với 1,7/1,9 tỷ/cửa hàng trong dự phóng trước đây do việc mở rộng số lượng cửa hàng của BHX mạnh hơn dự phóng trong 6T20 và định hướng mở rộng chuỗi BHX tới các vùng ngoài thành phố lớn.

Định giá >

Chúng tôi duy trì đánh giá KHẢ QUAN với giá mục tiêu thấp hơn trước đây là 138.400 đồng nhằm phản ánh việc điều chỉnh dự phóng EPS 2021 thấp hơn 3,8% và EPS 2022 thấp hơn 0,4% so với dự phóng trước đây. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá Tổng các thành phần để định giá cổ phiếu MWG dựa trên 2 mảng kinh doanh chính: điện tử tiêu dùng (TGDD và DMX) với giá 75.000 đồng / cổ phiếu (WACC: 12,4%) và mảng bách hóa (BHX) với giá 63.400 đồng / cổ phiếu (WACC: 15% nhằm phản ánh quan điểm thận trọng về rủi ro về khả năng mở rộng và lợi nhuận của chuỗi BHX).

Việc duy trì đánh giá KHẢ QUAN của chúng tôi dựa trên 1) Đà mở rộng cửa hàng của BHX và 2) biên lợi nhuận gộp của tất cả các mảng kinh doanh của MWG được cải thiện. Những rủi ro gồm: 1) Số lượng cửa hàng BHX mở rộng chậm hơn dự kiến, và 2) một đợt giãn cách xã hội toàn quốc do đợt Covid-19 lần thứ hai, đặc biệt là giãn cách ở các trung tâm kinh tế như Hà Nội và TP.HCM. Các động lực tăng giá gồm 1) BHX mở rộng số lượng cửa hàng nhanh hơn dự kiến, 2) doanh thu trên mỗi cửa hàng cao hơn dự kiến hoặc 3) biên lợi nhuận gộp cao hơn dự kiến.

Hình 11: Chiết khấu dòng tiền – TGDD and DMX

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	5.480	6.794	6.618	7.037	6.128	6.552	6.759	6.989	7.275	7.611	7.721
Thuế	-1.102	-1.566	-1.549	-1.675	-1.466	-1.570	-1.621	-1.681	-2.082	-2.175	-2.051
Khấu hao	1.187	316	385	435	378	382	196	186	156	118	80
Chi phí vốn đầu tư	-370	-307	-182	-186	-190	-193	-197	-201	-205	-209	-217
Thay đổi vốn lưu động	148	-508	-713	-993	-136	113	-88	-11	220	357	-633
Dòng tiền tự do	5.343	4.729	4.559	4.618	4.714	5.284	5.049	5.282	5.364	5.702	4.900
Dòng tiền tự do hiện tại	5.022	3.972	3.419	3.094	2.781	2.801	2.373	2.218	1.985	1.882	1.421

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 12: Chiết khấu dòng tiền – BHX

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	-587	179	2.648	4.357	6.747	6.990	7.787	8.566	8.993	9.179	9.046
Thuế	0	-42	-622	-1.024	-1.586	-1.643	-1.830	-2.013	-2.113	-2.157	-2.126
Khấu hao	906	1.430	1.601	1.720	1.568	1.050	831	888	943	997	948
Chi phí vốn đầu tư	-3.289	-1.949	-1.546	-992	-938	-971	-1.005	-659	-679	-701	-724
Thay đổi vốn lưu động	-151	812	374	546	186	320	446	241	311	243	-127
Dòng tiền tự do	-3.121	430	2.455	4.607	5.977	5.746	6.229	7.023	7.455	7.561	7.017
Dòng tiền tự do hiện tại	-2.715	327	1.620	2.626	2.989	2.471	2.367	2.318	2.087	1.890	1.474

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 13: Các giả định

Chi phí sử dụng vốn

Beta	0,9
Phân bù rủi ro thị trường	11,0%
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Chi phí sử dụng vốn	14,3%
Chi phí sử dụng nợ vay	8,00%
WACC	12,4%

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 14: định giá DCF- TGDD and DMX

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	29.547,0
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng)	15.973,5
Giá trị doanh nghiệp	45.520,5
Tổng nợ	15.466,8
Tiền và tương đương tiền	3.939,1
Giá trị vốn	33.981,5
SL cổ phiếu	453.254.547
Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	75.000

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 15: định giá DCF- BHX (WACC = 15%)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	15.980,0
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng)	11.764,0
Giá trị doanh nghiệp	27.744,0
Tổng nợ	-
Tiền và tương đương tiền	984,8
Giá trị vốn	28.728,8
SL cổ phiếu	453.254.547
Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	63.400

Chúng tôi sử dụng WACC cho BHX là 15% nhằm phản ánh quan điểm thận trọng về rủi ro về khả năng mở rộng và lợi nhuận của chuỗi BHX.

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 16: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)
TGDD & DMX	DCF 75.000
BHX	DCF 63.400
Giá mục tiêu	138.400

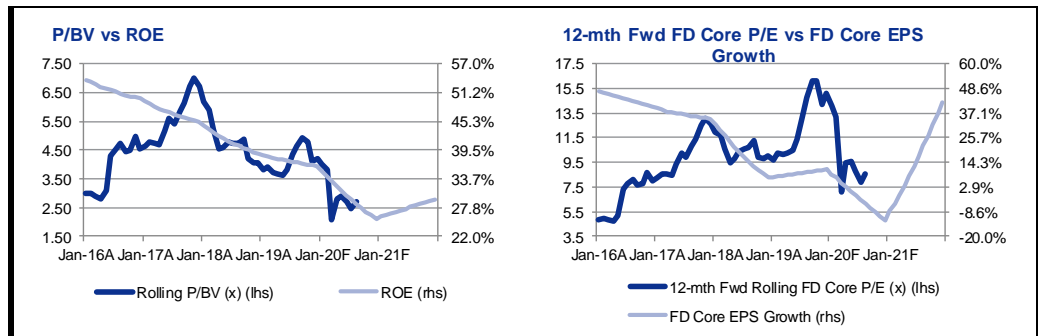
Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 17: So sánh cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Đv tiền bản địa)	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr US\$)	P/E (x)			Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)		
						TTM	2020F	2021F		TTM	2020F	2021F	TTM	2020F	2021F	TTM	2020F	2021F
CTCP Thế giới Di động	MWV VN	KQ	79.800	138.400	1.559	9,7	10,5	8,0	31,3%	2,6	2,4	1,9	30,3%	25,6%	29,3%	10,5%	8,7%	10,4%
Các công ty cùng ngành điện máy																		
Erajaya Swasembada Tbk PT	ERAA IJ	KQ	1.670	1.750	360	18,0	22,5	13,2	32,1%	1,1	1,0	1,0	6,3%	4,9%	7,6%	3,0%	2,7%	4,0%
CTCP Bán lẻ kỹ thuật số FPT	FRT VN	KKN	22.500	na	77	24,2	11,3	9,0	-16,6%	1,4	1,3	1,1	5,6%	11,8%	13,7%	1,4%	2,6%	3,2%
Challenger Technologies Ltd	CHLG SP	KKN	0,45	na	113	9,0	na	na	14,2%	1,5	na	na	18,1%	na	na	12,1%	na	na
Sunfar Computer Co Ltd	6154 TT	KKN	14,15	na	38	38,0	na	na	-28,7%	0,9	na	na	2,3%	na	na	1,4%	na	na
Tsann Kuen Enterprise Co Ltd	2430 TT	KKN	18,35	na	104	12,5	na	na	-22,2%	0,7	na	na	5,3%	na	na	1,7%	na	na
Trung bình					138	20,3	16,9	11,1	-4,2%	1,1	1,1	1,0	7,5%	8,3%	10,7%	3,9%	2,6%	3,6%
Trung vị					104	18,0	16,9	11,1	-16,6%	1,1	1,1	1,0	5,6%	8,3%	10,7%	1,7%	2,6%	3,6%
Các công ty cùng ngành bách hóa																		
Taiwan FamilyMart Co Ltd/Taiwan	5903 TT	KKN	253,0	na	1.917	28,9	27,8	24,0	10,1%	11,8	8,7	7,9	36,0%	32,3%	33,4%	3,4%	4,1%	4,5%
Sumber Alfaria Trijaya Tbk PT	AMRT IJ	KKN	725,0	na	2.034	25,3	28,9	23,0	45,9%	4,6	4,0	3,5	18,9%	13,9%	19,1%	5,3%	5,4%	6,4%
Trung bình					1.975	22,3	16,9	11,1	0,2%	1,2	1,1	1,0	8,1%	8,3%	10,7%	4,5%	2,6%	3,6%

Nguồn: VND RESEARCH, BLOOMBERG (tại ngày 12/08/2020)

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022
Doanh thu thuần	86.516	102.174	111.970	145.754	173.941
Lợi nhuận gộp	15.292	19.488	21.912	29.200	34.410
LN hoạt động thuần	5.094	6.420	6.990	8.722	11.255
Chi phí khấu hao	(1.223)	(1.443)	(2.095)	(1.748)	(1.988)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	3.871	4.977	4.895	6.974	9.267
TN từ hoạt động tài chính	(94)	61	(345)	(329)	(292)
TN từ các Cty LK & LD	(2)	(3)	0	0	0
Chi phí/lãi ngoài HKKD	12	19	22	29	35
Lợi nhuận trước thuế	3.786	5.053	4.572	6.674	9.009
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	3.786	5.053	4.572	6.674	9.009
Thuế	(906)	(1.217)	(1.102)	(1.608)	(2.171)
Thu nhập vượt trội - sau thuế					
Lợi nhuận sau thuế	2.880	3.836	3.470	5.066	6.838
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(2)	(2)	(3)	(5)	(7)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ					
Điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	2.879	3.834	3.467	5.060	6.831
Lợi nhuận thường xuyên	2.879	3.834	3.467	5.060	6.831
Lợi nhuận thường xuyên	2.879	3.834	3.467	5.060	6.831

Dòng tiền

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA	5.094	6.420	6.990	8.722	11.255
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(2)	(3)	0	0	0
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(1.981)	(6.454)	(647)	(234)	(681)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng					
Chi/(Thu) bằng tiền khác	12	19	22	29	35
Dòng tiền hoạt động khác	50	(235)	513	282	2
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(94)	61	(345)	(329)	(292)
Thuế đã trả	(830)	(1.092)	(1.102)	(1.608)	(2.171)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	2.249	(1.286)	5.430	6.862	8.147
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(1.484)	(3.067)	(3.659)	(2.256)	(1.728)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý	1	1	2	3	4
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(850)	(2.752)	(668)	(1.261)	(950)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(2.332)	(5.818)	(4.325)	(3.514)	(2.674)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	203	7.104	1.314	3.217	(337)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	705	90	0	2	2
Tiền mua lại CP đã phát hành	(1)	(5)	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(486)	(658)	(672)	(704)	(729)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	(0)	0	0	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	422	6.532	642	2.515	(1.064)
Dòng tiền trong năm	338	(572)	1.747	5.863	4.409
Dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu	120	0	2.419	6.565	5.137
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	353	(6.534)	1.899	4.260	6.461

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

THÔNG TIN TÀI CHÍNH (TT)

Bảng cân đối Kế toán

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022
Tiền và tương đương tiền	3.749	3.177	4.924	10.787	15.196
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.560	1.815	2.307	2.882	3.351
Hàng tồn kho	17.446	25.745	25.238	29.445	33.164
Tài sản ngắn hạn khác	634	4.274	4.418	5.740	6.998
Tổng tài sản ngắn hạn	23.390	35.012	36.888	48.854	58.708
Tài sản cố định	3.305	5.375	6.939	7.446	7.184
Tổng đầu tư	60	56	67	73	70
Tài sản vô hình	581	520	528	539	548
Tài sản dài hạn khác	805	745	1.144	1.579	1.839
Tổng tài sản dài hạn	4.751	6.696	8.678	9.636	9.641
Vay & nợ ngắn hạn	5.797	13.031	14.417	17.795	17.657
Phải trả người bán					
Nợ ngắn hạn khác	12.049	15.340	15.029	20.139	24.037
Tổng nợ ngắn hạn	62	72	81	105	126
Vay & nợ dài hạn	17.907	28.442	29.527	38.039	41.819
Nợ dài hạn khác	1.248	1.122	1.050	889	690
Nợ hỗn hợp					
Tổng Nợ dài hạn khác	2	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	1.250	1.122	1.050	889	690
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	19.157	29.565	30.577	38.928	42.510
Vốn chủ sở hữu	8.977	12.136	14.978	19.545	25.816
Lợi ích cổ đông thiểu số	6	8	11	16	23
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	8.983	12.144	14.989	19.562	25.839

Các chỉ tiêu chính

	2018	2019	2020	2021	2022
Tăng trưởng doanh thu	30,4%	18,1%	9,6%	30,2%	19,3%
Tăng trưởng LNHHĐKD	46,8%	26,0%	8,9%	24,8%	29,0%
Biên LNHHĐKD	5,90%	6,30%	6,20%	6,00%	6,50%
Tiền mặt ròng trên cổ phiếu	(7.829)	(24.503)	(23.037)	(16.781)	(6.437)
Giá trị sổ sách/cp	21.328	27.092	32.728	41.533	52.728
Khả năng thanh toán lãi vay	8,90	8,70	6,20	7,60	9,40
Thuế suất hiệu dụng	23,9%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%
Tỷ lệ chia cổ tức	16,9%	17,2%	19,4%	13,9%	10,7%
Số ngày phải thu	3,80	1,10	1,40	1,60	1,40
Số ngày tồn kho	75,6	95,3	103,6	85,6	81,9
Số ngày phải trả	40,00	44,80	46,20	39,40	41,30
ROIC	41,6%	40,7%	21,2%	27,4%	33,8%
ROCE	29,3%	26,5%	18,8%	22,0%	24,2%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	11,7%	10,8%	8,7%	10,4%	11,2%

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

THÔNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền – Phó Giám đốc Khối Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Phan Như Bách – Chuyên viên Phân tích

Email: bach.phannhu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>