

## Việt Nam

**KHẢ QUAN** (Không thay đổi)

Consensus ratings\*: KQ 16 TL 1 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND112.000
Giá mục tiêu:	VND151.200
Giá mục tiêu cũ:	VND138.400
Tăng/giảm:	35,0%
CGS-CIMB / Consensus:	11,0%
Reuters:	MWG.HM
Bloomberg:	MWG VN
Vốn hóa:	US\$2.189tr
	VND50.691.860tr
GTGD bình quân:	US\$4,13tr
	VND95.645tr
SLCP lưu hành:	453,3tr
Free float:	92,7%

\*Nguồn: Bloomberg

**Các thay đổi trọng yếu**

- EPS 2020 tăng 11,3%.
- EPS 2021 tăng 4,4%.
- EPS 2022 tăng 7,5%.



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	3,3	36,3	-5,5
Tương đối (%)	0,6	22,3	-1,4

Cổ đông lớn	% nắm 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	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

## Hồi phục mô hình chữ V

- DT Q3/20 của MWG tăng 2,1% svck lên 26.022 tỷ đồng và LNR tăng 11,2% svck lên 950 tỷ đồng, trở lại đà tăng trưởng sau khi sụt giảm vào Q2/20.
- DT 9T20 đạt 82.289 tỷ đồng (+ 5,8% svck) và LNR đạt 2.976 tỷ đồng (tương đương với LNR 9T19), đạt 85,8% dự báo cả năm của chúng tôi.
- Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 151.200 đồng.

### Hồi phục mô hình chữ V nhờ vào chuỗi Bách Hóa Xanh

Doanh thu (DT) Q3/20 của MWG tăng 2,1% svck lên 26.022 tỷ đồng, nhờ sự mở rộng nhanh chóng của chuỗi Bách Hóa Xanh (BHX), với tổng số cửa hàng tăng 105% svck và DT tăng 86% svck lên 5.672 tỷ đồng. BHX đóng góp 21,8% vào tổng DT Q3/20, bù đắp cho sự sụt giảm doanh thu từ chuỗi Thế Giới Di Động (TGDD) và Điện Máy Xanh (DMX), (-9,5% svck và -8,4% svck). LNR Q3/20 tăng 11,2% lên 950 tỷ đồng, đánh dấu sự phục hồi đáng kể sau khi giảm 17,1% svck trong Q2/20. Trong 9T20, DT của MWG tăng 5,8% svck lên 82.288 tỷ đồng và LNR đi ngang, đạt 2.976 tỷ đồng, đạt 85,8% dự báo và vượt kỳ vọng của chúng tôi.

### Tốc độ mở cửa hàng chậm lại trong khi biên LNG gia tăng

Tốc độ mở rộng cửa hàng BHX chậm lại trong Q3/20 với chỉ 137 cửa hàng được mới (so với 328 trong Q2/20) để tập trung vào nâng cao hiệu quả tại các cửa hàng hiện hữu. Với khả năng đàm phán của MWG được nâng cao trong và sau thời kỳ giãn cách xã hội vào T4/20, biên LNG mảng thực phẩm và FMCG của MWG tăng mạnh lên mức 25% (so với 21% đầu năm 2020), giúp cho biên LNG của MWG trong Q2/20 lên 22% (+ 4,1 điểm % svck) và lên 22,1% trong Q3/20 (+ 2,7% so với cùng kỳ). Chúng tôi tin rằng MWG có thể giữ được mức biên LNG cao trong vài năm tới khi sức mạnh đàm phán của MWG tăng lên với việc mở rộng chuỗi BHX và thị phần thống lĩnh của chuỗi DMX và TGDD.

### Trạng thái thận trọng và lần đầu ghi nhận tiền thuần dương

Tính đến cuối Q3/20, hàng tồn kho của MWG giảm 32% so với đầu năm xuống 17.514 tỷ đồng và khoản đầu tư giữ đến ngày đáo hạn tăng 111% so với đầu năm lên 13.189 tỷ đồng, nâng hệ số thanh toán nhanh tăng 30% so với đầu năm lên 0,63x. Lần đầu tiên trong lịch sử, MWG ghi nhận tiền thuần dương trên mỗi cổ phiếu 405 đồng. Chúng tôi cho rằng tác động tiêu cực của đại dịch đối với nhu cầu của các sản phẩm không thiết yếu sẽ vẫn tiếp diễn trong năm 2021-22, khiến MWG duy trì mức tồn kho các sản phẩm này ở mức thấp để giảm rủi ro.

### Thay đổi dự phóng

Chúng tôi nâng EPS năm 2020/21/22 tăng 11,3%/4,4%/7,5% nhờ vào 1) biên LNG tăng 1,3 điểm % /0,6 điểm %/1,2 điểm %, và 2) thay đổi thu nhập tài chính sang mức dương, lần lượt đạt 122 tỷ đồng / 248 tỷ đồng / 390 tỷ đồng phản ánh việc tăng đầu tư ngắn hạn.

### Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 151.200 đồng

Chúng tôi nâng giá mục tiêu 9,2% lên mức 151.200 đồng để phản ánh mức tăng EPS trong năm 2020-22 và WACC thấp hơn cho BHX (14% so với 15% trong báo cáo trước). Các rủi ro chính là: 1) biên LNG thấp hơn kỳ vọng và 2) một đợt giãn cách xã hội khác.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	T12/18	T12/19	T12/20	T12/21	T12/22
Doanh thu (tỷ đồng)	86.516	102.174	109.225	135.430	158.298
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	5.094	6.420	6.981	8.332	11.150
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2.879	3.834	3.870	5.313	7.381
EPS cốt lõi (VND)	6.839	8.560	8.524	11.383	15.298
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	25,0%	25,2%	(0,4%)	33,5%	34,4%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	14,19	12,78	13,15	9,86	7,37
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
Tỷ suất cổ tức	1,36%	1,36%	1,36%	1,36%	1,36%
EV/EBITDA (lần)	9,77	8,94	7,76	6,09	4,10
P/FCFE	341	1.228.889	10	7	9
Net Gearing	36,1%	65,1%	26,2%	(4,0%)	(28,2%)
P/B (lần)	5,19	4,08	3,30	2,59	2,01
ROE	38,7%	36,3%	28,1%	29,8%	31,2%
CIMB/Consensus EPS (lần)			1,03	1,01	1,14

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

## Mô hình phục hồi chữ V

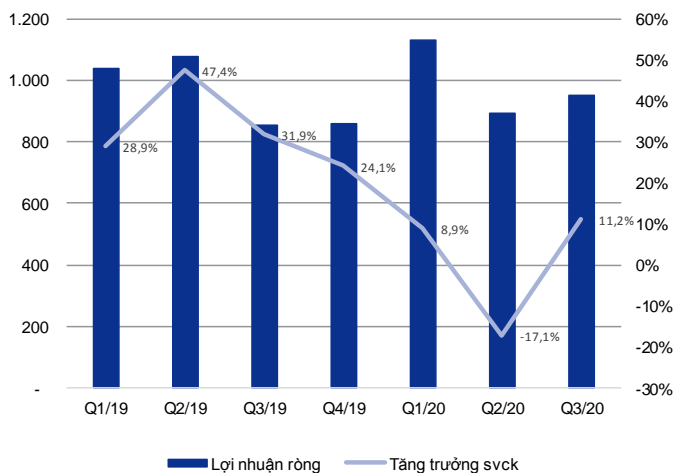
### Phục hồi mạnh nhờ vào chuỗi Bách Hóa Xanh

DT Q3/20 của MWG tăng 2,1% svck lên 26.022 tỷ đồng, chủ yếu nhờ sự tăng trưởng DT của chuỗi Bách Hóa Xanh (BHX) với doanh thu tăng 86% svck lên 5.672 tỷ đồng và số lượng cửa hàng tăng 105% svck lên 1.623 vào cuối Q3/20. BHX đóng góp 21,8% vào tổng DT Q3/20 của MWG, bù đắp cho sự sụt giảm của Thế Giới Di Động (chuỗi điện thoại di động) và Điện Máy Xanh (chuỗi điện tử gia dụng) khi ghi nhận DT giảm lần lượt là 9,5% svck và 8,4% svck.

- Biên LNG Q3/20 tăng 2,7 điểm % lên 22,1%, nhờ khả năng đàm phán tốt hơn với các nhà cung cấp ở tất cả các phân khúc, đặc biệt đối với các mặt hàng thực phẩm và FMCG. Biên LNG cho mảng này được duy trì ở mức cao là 25% trong Q3/20 giúp LNG của MWG trong Q3/20 tăng 16,4% svck lên 5.750 tỷ đồng.
- DT tài chính thuần trong Q3/20 tăng 290% svck nhờ khoản đầu tư tài chính ngắn hạn tăng 147% svck lên 10.598 tỷ đồng vào cuối Q3/20.
- Chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu tăng 2,6 điểm % svck do số lượng cửa hàng BHX tăng mạnh trong Q2/20 và chi phí trung tâm phân phối.
- LNR trong Q3/20 của MWG tăng 11,2% lên 950 tỷ đồng.

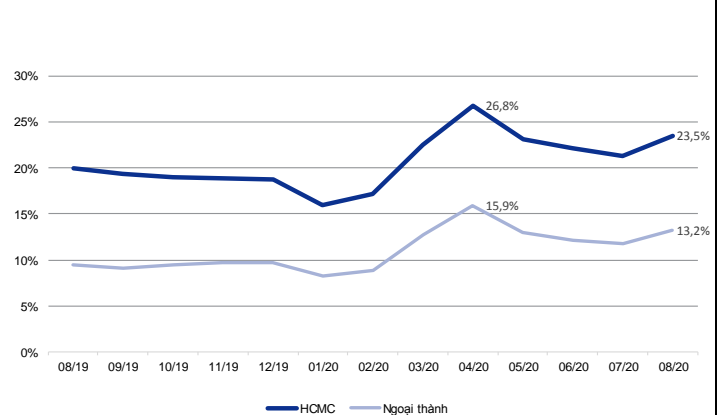
Trong 9T20, DT của MWG tăng 5,8% svck lên 82.288 tỷ đồng và LNR đi ngang, đạt 2.976 tỷ đồng, đạt 85,8% và cao hơn kỳ vọng của chúng tôi.

**Hình 1: LNR của MWG tăng trưởng trở lại trong Q3/20 với mức tăng trưởng 11,2% svck**



Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 2: Thị phần của chuỗi Bách Hóa Xanh trong kênh thương mại hiện đại trong giai đoạn T8/19 – T8/20**



Nguồn: VND RESEARCH, NIELSEN

Trong 9T20, DT chuỗi BHX tăng trưởng 111% svck và đóng góp 18,6% vào tổng DT 9T20 của MWG, tăng 9,3 điểm % svck, trở thành đòn bẩy cho tăng trưởng của công ty trong năm 2020. Ngoài ra, biên LNG của BHX luôn được duy trì ở mức cao, đặc biệt là trong và sau giai đoạn giãn cách xã hội vào T4/20 khi đạt 25%, cao hơn mức 21% trong Q1/20, giúp MWG vượt qua giai đoạn khó khăn do tác động của đại dịch.

Doanh thu BHX đã đưa MWG trở thành công ty lớn trong mảng siêu thị nhỏ, với thị phần bán hàng qua kênh thương mại hiện đại đạt 23,5% tại TP Hồ Chí Minh và 13,2% tại khu vực thành thị vào T8/20, theo số liệu của Nielsen. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng tiêu dùng dần chuyển sang các mặt hàng thiết yếu khi thu nhập của người tiêu dùng bị ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19 và sự tăng trưởng của thương mại hiện đại sẽ giúp chuỗi BHX duy trì đà tăng trưởng tích cực trong giai đoạn tới.

Hình 3: So sánh KQKD

	Q3/20	Q3/19	thay đổi svck (%)	9T20	9T19	thay đổi svck (%)	So với dự Nhận xét
<b>Doanh thu</b>	<b>26.021,7</b>	<b>25.485,6</b>	<b>2,1%</b>	<b>82.288,8</b>	<b>77.769,4</b>	<b>5,8%</b>	<b>73,5%</b> Phù hợp dự phóng
TGDD	7.499	8.285	-9,5%	21.965	25.562	-14,1%	77,4%
DMX	12.541	13.698	-8,4%	44.255	44.062	0,4%	73,6%
BHX	5.672	3.053	85,8%	15.131	7.139	111,9%	64,3%
Giá vốn hàng bán	19.963,8	20.201,5	-1,2%	63.672,5	62.640,5	1,6%	
<b>LNG</b>	<b>5.749,7</b>	<b>4.940,6</b>	<b>16,4%</b>	<b>17.679,8</b>	<b>14.122,8</b>	<b>25,2%</b>	<b>80,7%</b> Vượt dự phóng của chúng tôi nhờ biên LNG cao hơn kỳ vọng, đặc biệt biên LNG của các mặt hàng Thực phẩm và FMCGs đã giúp biên LNG của MWG trong 9T20 đạt 21,5%, cao hơn dự báo của chúng tôi là 19,6%.
Biên LNG	22,1%	19,4%	2,7 pts %	21,5%	18,2%	3,3 pts %	
Lợi nhuận tài chính	124,572	31,88	290,8%	103,502	36,253	185,5%	-30,0% Vượt dự phóng
Chi phí bán hàng	3.753,5	3.284,9	14,3%	11.074,6	8.742,7	26,7%	77,9% Phù hợp dự phóng
sv DT (%)	14,4%	12,9%	1,5 pts %	13,5%	11,2%	2,2 pts %	
Chi phí QLDN	840,3	550,0	52,8%	2620,7	1554,1	68,6%	Vượt dự phóng của chúng tôi do sự mở rộng mạnh mẽ trong Q2/20 của các cửa hàng Bách Hóa Xanh và chi phí trung tâm phân phối
sv DT (%)	3,2%	2,2%	1,1 điểm %	3,2%	2,0%	1,2 điểm %	
Chi phí BH&QLDN	17,7%	15,0%	2,6 điểm %	16,6%	13,2%	3,4 điểm %	80,5% Vượt dự phóng
Lợi nhuận hoạt động	1.279,2	1.136,4	12,6%	4.084,2	3.860,6	5,8%	
LNTT	1.278,3	1.137,1	12,4%	4.076,0	3.873,9	5,2%	
<b>LNR</b>	<b>950,5</b>	<b>855,1</b>	<b>11,2%</b>	<b>2.975,97</b>	<b>2.974,7</b>	<b>0,0%</b>	<b>85,8%</b> Vượt dự phóng

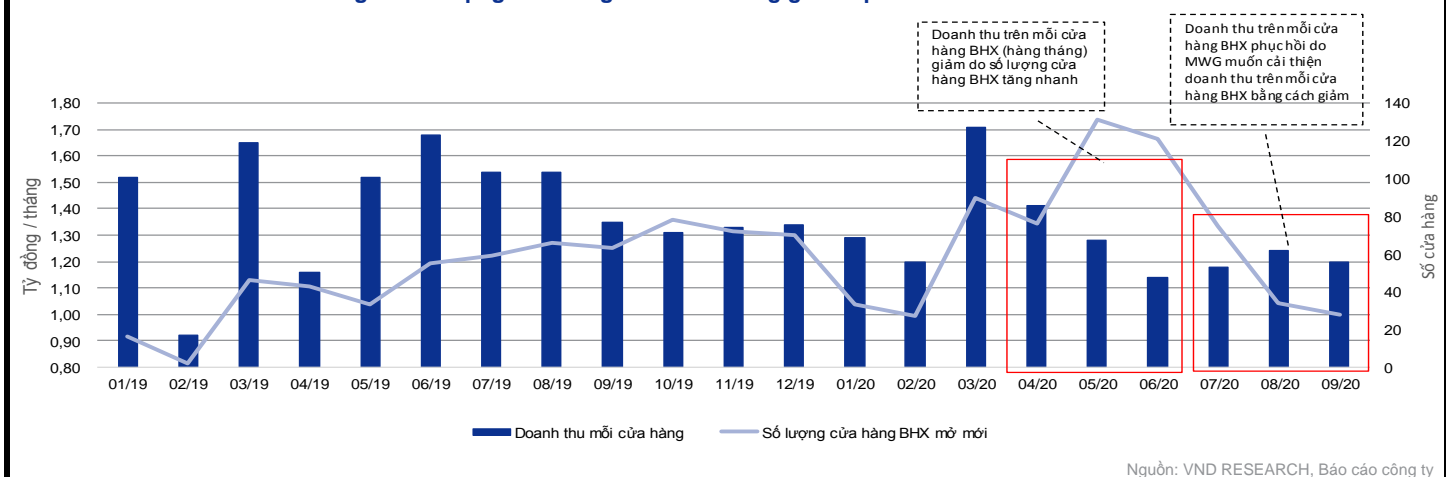
Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

### Tốc độ mở cửa hàng chậm lại trong khi biên LNG mở rộng

Tốc độ mở mới cửa hàng BHX chậm lại trong Q3/20 với chỉ 137 cửa hàng được mở mới (so với 328 trong Q2/20) để tập trung vào hiệu quả của các cửa hàng hiện có. Trong T8/20 và T9/20, lần lượt chỉ có 34 và 28 cửa hàng BHX được mới, ít hơn so với mức 75 cửa hàng vào T7/20, 121 cửa hàng vào T6/20 và 131 cửa hàng T5/20.

Do đó, doanh thu trên mỗi cửa hàng BHX trong T9/20 tăng trưởng trở lại và đạt mức 1,2 tỷ đồng từ mức 1,14 tỷ đồng vào T6/20. MWG tiếp tục nâng cấp các cửa hàng tiêu chuẩn BHX lên mô hình lớn hơn là mô hình 'Bách Hóa Xanh 5 tỷ' với doanh thu mục tiêu đạt 5 tỷ đồng mỗi tháng. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ làm tăng doanh thu trên mỗi cửa hàng BHX trong tương lai. Tính đến T9/20, BHX có 35 cửa hàng 'Bách hóa xanh 5 tỷ' và tăng lên 72 cửa hàng vào T10/20.

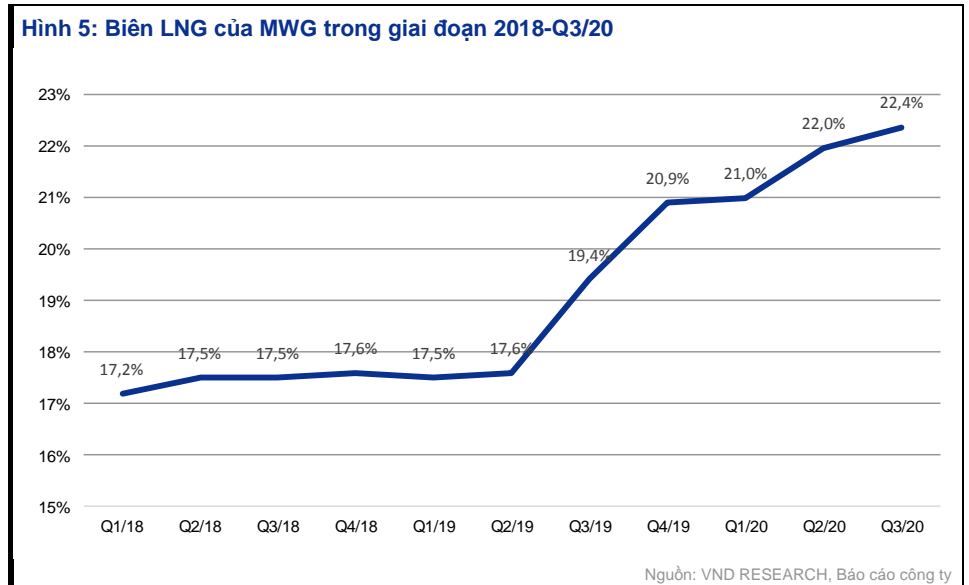
Hình 4: Doanh thu mỗi cửa hàng và số lượng cửa hàng BHX mới trong giai đoạn 2019-20



Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Biên LNG của MWG được duy trì ở mức cao, đặc biệt là trong mảng thực phẩm và FMCG của chuỗi BHX. MWG đã tìm thấy động lực tăng trưởng trong giai đoạn âm ươm do giãn cách xã hội bằng việc tăng quy mô chuỗi BHX. Do đó, MWG đã tận dụng tốt vị thế của mình để gia tăng khả năng đàm phán với các nhà cung cấp nhằm tăng biên LNG của mảng thực phẩm và FMCG lên 25% trong Q2/20 và Q3/20, cao hơn 4 điểm % so với mức 21% trong Q1/20. Với sự phát triển mạnh mẽ của chuỗi BHX kết hợp với sự chuyển dịch tiêu dùng sang các sản phẩm thiết yếu sau thời kỳ giãn cách xã hội vào T4/20, chúng tôi tin rằng MWG sẽ tiếp tục tận dụng lợi thế quy mô và duy trì vị thế đàm phán vượt trội với các nhà cung cấp trong giai đoạn 2021-2022, từ đó giúp giữ mức biên LNG cải thiện từ khoảng 25% trong Q3/20 lên 25,5% vào năm 2021 và 26% vào năm 2022.

**Hình 5: Biên LNG của MWG trong giai đoạn 2018-Q3/20**



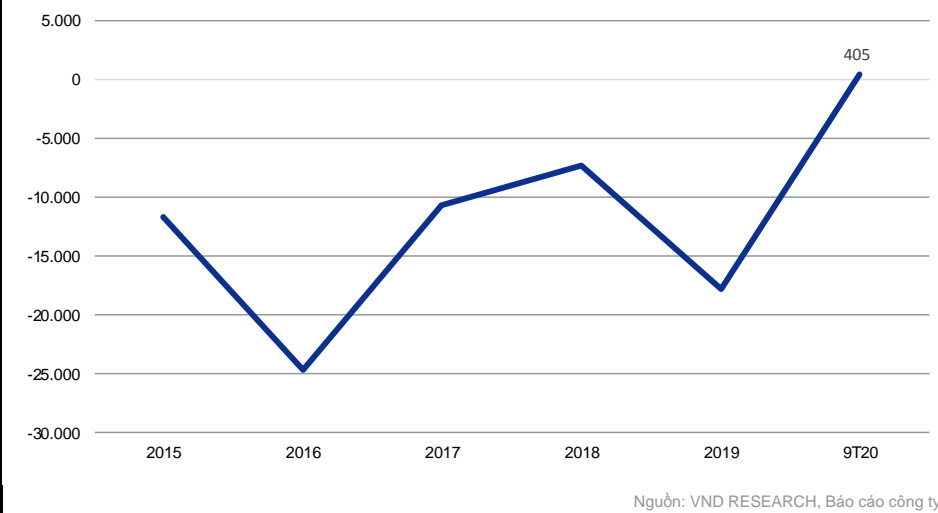
## Trạng thái thận trọng và lần đầu đạt được mức tiền thuần dương

MWG đang giữ trạng thái thận trọng do tác động của đại dịch Covid-19, đặc biệt là kể từ khi đợt sóng Covid-19 thứ hai xảy ra ở khu vực miền Trung vào T7-T8/20, bằng cách giảm hàng tồn kho và tăng lượng tiền mặt và đầu tư giữ đến ngày đáo hạn trong Q3/20.

Hàng tồn kho cuối Q3/20 đạt 17.514 tỷ đồng, giảm 32% so với đầu năm và 2% so với quý trước, với tồn kho thiết bị điện tử và điện thoại di động giảm lần lượt 41,5% so với đầu năm và 6,4% so với quý trước và 44,5% so với đầu năm và 9,1% so với quý trước. Mặt khác, tồn kho thực phẩm tăng 35% so với quý trước. Dòng tiền từ việc giảm hàng tồn kho được sử dụng để tăng khoản đầu tư giữ đến ngày đáo hạn thêm 111% so với đầu năm và 21,2% so với quý trước lên 13.189 tỷ đồng vào cuối Q3/20.

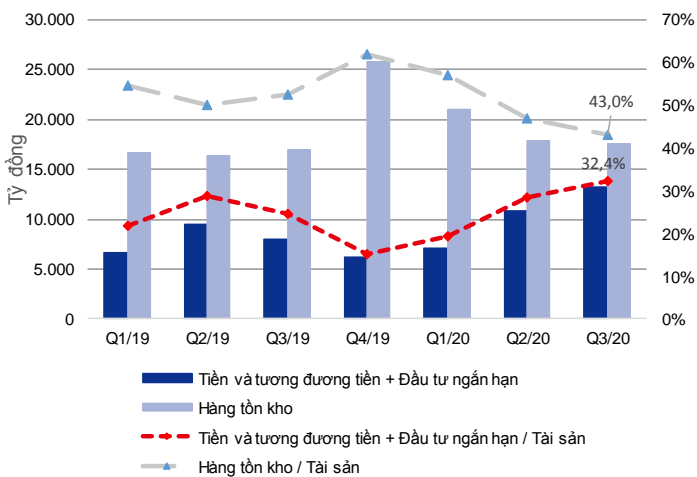
Do đó, hệ số thanh toán nhanh của MWG tăng 30% so với đầu năm và 7% so với quý trước lên mức 63% vào cuối Q3/20 trong khi tỷ lệ nợ / vốn chủ sở hữu giảm 76% so với đầu năm xuống còn 167% vào cuối Q3/20. Lần đầu tiên trong lịch sử, công ty ghi nhận tiền thuần dương trên mỗi cổ phiếu, đạt 405 đồng vào cuối Q3/20.

**Hình 6: Tiền thuần / cổ phiếu của MWG (đồng)**

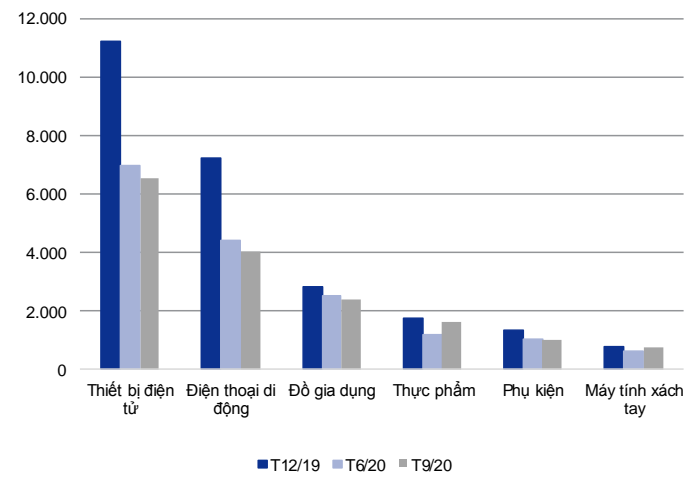


Chúng tôi tin rằng điều này sẽ cho phép MWG chủ động hơn trong bối cảnh xu hướng tiêu dùng không chắc chắn trong tương lai với việc nhu cầu các sản phẩm không thiết yếu có thể giảm hơn nữa và làn sóng Covid-19 thứ ba có thể xảy ra khi các đường bay quốc tế được mở lại. Chúng tôi ước tính tác động của đại dịch đối với nhu cầu đối với các sản phẩm không thiết yếu sẽ tiếp tục kéo dài trong năm 2021-22, khiến MWG giữ mức tồn kho của các sản phẩm này ở mức thấp để giảm rủi ro tồn kho.

**Hình 7: Bảng cân đối lành mạnh hơn vào cuối Q3/20**



**Hình 8: Hàng tồn kho của MWG theo loại sản phẩm vào Q3/20 so với cuối năm 2019 (tỷ đồng)**



### Thay đổi dự phóng ➤

Chúng tôi tăng dự báo LNR năm 2020/2021/2022 lên 11,7%/5,1%/8,2% do:

- Sự điều chỉnh số lượng cửa hàng của chuỗi BHX do việc mở rộng chậm hơn dự kiến cùng với việc MWG giảm tốc độ mở rộng trong Q3/20; chúng tôi dự báo số cửa hàng BHX đạt 1.773/2.313/2.713 vào cuối năm 2020 /21/22 so với 1.996/2.536/2.936 trong dự báo trước của chúng tôi.
- Doanh thu trung bình hàng tháng của mỗi cửa hàng BHX trong năm 2020/2021/2022 giảm 7,1%/12,5%/21,1% xuống 1,3 tỷ đồng/1,4 tỷ đồng /1,5 tỷ đồng mỗi cửa hàng so với 1,4 tỷ đồng/1,6 tỷ đồng/1,9 tỷ đồng mỗi cửa hàng trước đây do số lượng cửa hàng tăng lên trong Q3/20 ở khu vực nông thôn, dẫn đến doanh thu trên mỗi cửa hàng thấp hơn chúng tôi mong đợi.

- Biên LNG mở rộng 1,3 điểm %/ 0,6 điểm%/1,2 điểm% trong năm 2020 / 2021/2022 do MWG tập trung vào các sản phẩm có biên LNG cao và tăng khả năng đàm phán ở cả 3 chuỗi.

**Hình 9: Thay đổi chính**

	Dự phóng cũ			Dự phóng mới		
	2020F	2021F	2022F	2020F	2021F	2022F
<b>Số lượng cửa hàng cuối kỳ</b>						
TGDD	944	944	944	944	944	944
DMX	1089	1134	1134	1089	1134	1134
BHX	1996	2536	2936	1773	2313	2713
<b>Doanh thu mỗi cửa hàng</b>						
TGDD	2,4	2,6	2,6	2,4	2,6	2,7
DMX	4,8	5,5	5,5	4,8	5,5	6
BHX	1,4	1,6	1,9	1,3	1,4	1,5

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 10: Thay đổi trong dự phóng**

	Dự phóng cũ			Dự phóng mới			% thay đổi			Ghi chú
	2020F	2021F	2022F	2020F	2021F	2022F	2020F	2021F	2022F	
<b>Doanh thu</b>	<b>111.970,0</b>	<b>145.754,0</b>	<b>173.941,0</b>	<b>109.225,0</b>	<b>135.430,0</b>	<b>158.298,0</b>	<b>-2,45%</b>	<b>-7,08%</b>	<b>-8,99%</b>	
TGDD	28.361	29.736	30.114	28.361	29.736	30.397	0,00%	0,00%	0,94%	
DMX	60.091	73.008	81.773	60.091	73.008	81.773	0,00%	0,00%	0,00%	
BHX	23.518	43.010	62.054	20.773	32.686	46.128	-11,67%	-24,00%	-25,66%	Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu của chuỗi Bách Hóa Xanh do số lượng cửa hàng BHX giảm và doanh thu trên mỗi cửa hàng BHX giảm trong năm 2020F / 21F / 22F. Chúng tôi dự báo 1.773 / 2.313 / 2.713 cửa hàng BHX vào cuối năm 2020F / 21F / 22F so với 1.996 / 2.536 / 2.936 trong dự báo trước đây của chúng tôi. Chúng tôi cũng giảm doanh thu trung bình hàng tháng của BHX cho mỗi cửa hàng 20 / FY21F / FY22F hàng tháng 7,1% / 12,5% / 21,1% xuống 1,3 tỷ đồng / 1,4 tỷ đồng / 1,5 tỷ đồng mỗi cửa hàng vào năm 2020F / 21F / 22F so với 1,4 tỷ đồng / 1,6 tỷ đồng / 1,9 tỷ đồng mỗi cửa hàng trước đây.
Giá vốn hàng bán	(90.058,0)	(116.554,0)	(139.531,0)	(86.370,0)	(107.573,0)	(124.993,0)	-4,10%	-7,71%	-10,42%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>21.912,0</b>	<b>29.200,0</b>	<b>34.410,0</b>	<b>22.855,0</b>	<b>27.857,0</b>	<b>33.305,0</b>	<b>4,30%</b>	<b>-4,60%</b>	<b>-3,21%</b>	
<b>Biên LNG</b>	<b>19,6%</b>	<b>20,0%</b>	<b>19,8%</b>	<b>20,9%</b>	<b>20,6%</b>	<b>21,0%</b>	<b>1,30 điểm %</b>	<b>0,60 điểm %</b>	<b>1,20 điểm %</b>	Chúng tôi đã tăng biên LNG của TGDD & DMX lên 20% vào năm 2020F do chiến lược của MWG trong Covid-19, tập trung vào bán các sản phẩm biên LNG cao như thiết bị gia dụng và phụ kiện. Nhờ biên LNG của BHX cao hơn, duy trì ở mức 25% trong Q3/20 khi MWG tăng cường khả năng thương lượng và tinh kinh tế quy mô của chuỗi BHX, chúng tôi đã tăng biên LNG của BHX lên 24,3% vào năm 2020F và 25,5% vào năm 2021.
TGDD & DMX	19,0%	19,0%	18,0%	20,1%	19,0%	19,0%	1,10 điểm %	0,00 điểm %	1,00 điểm %	
BHX	21,7%	22,5%	23,0%	24,3%	25,5%	26,0%	2,60 điểm %	3,00 điểm %	3,00 điểm %	
Chi phí bán hàng	(14.218,0)	(18.582,0)	(21.664,0)	(14.619,0)	(17.740,0)	(20.826,0)	2,82%	-4,53%	-3,87%	
Chi phí QLDN	(2.799,0)	(3.644,0)	(3.479,0)	(3.277,0)	(3.386,0)	(3.166,0)	17,08%	-7,08%	-9,00%	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 2020F / 2021F từ dự báo trước đó là 15,2% / 15,2% lên 16,4% / 15,6%.
LN hoạt động	4.895,000	6.974,000		-	-		0,00%	0,00%	0,00%	
Chi phí bán hàng / DT	12,7%	12,7%	12,5%	13,4%	13,1%	13,2%	0,70 điểm %	0,40 điểm %	0,70 điểm %	
Chi phí QLDN / DT	2,5%	2,5%	2,0%	3,0%	2,5%	2,0%	0,50 điểm %	0,00 điểm %	0,00 điểm %	
Lợi nhuận tài chính	(345,5)	(329,2)	(292,3)	122,6	248,7	389,9	-135,48%	-175,57%	-233,38%	
LNTT	4.571,9	6.674,0	9.009,5	5.103,4	7.006,8	9.734,5	11,62%	4,99%	8,05%	
LNR	3.466,6	5.060,5	6.831,4	3.873,5	5.318,2	7.388,5	11,74%	5,09%	8,16%	
EPS	7.656,2	10.903,4	14.229,0	8.524,0	11.383,0	15.298,0	11,32%	4,40%	7,51%	

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

## Định giá >

Chúng tôi duy trì đánh giá KHẢ QUAN với mức giá mục tiêu cao hơn, đạt 151.200 đồng do EPS 2020/2021/2022 tăng 11,3%/4,4%/7,5%. Chúng tôi sử dụng phương pháp tổng thành phần (SOP) để định giá hai mảng kinh doanh cốt lõi của MWG là điện tử tiêu dùng (TGDD và DMX) ở mức 77.800 đồng/cổ phiếu (WACC: 12,4%) và mảng bách hóa (BHX) ở mức 73.400 đồng (WACC: 14%, thấp hơn so với dự báo trước đây của chúng tôi là 15% để phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi do rủi ro về khả năng sinh lời và mở rộng).

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) biên LNG thấp 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 và DMX**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	6.049	6.914	7.934	7.293	6.453	6.913	7.118	7.371	7.672	8.017	7.297
Thuế	-1.230	-1.733	-2.022	-1.911	-1.746	-1.880	-1.948	-2.026	-2.419	-2.526	-2.522
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	782	190	-623	-890	-147	-36	11	-22	226	370	-600
Dòng tiền tự do	6.418	5.380	5.492	4.741	4.748	5.186	5.180	5.308	5.430	5.770	4.038
Dòng tiền tự do hiện tại	5.905	4.412	4.009	3.082	2.706	2.645	2.383	2.176	1.955	1.846	1.171

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	-1.090	-186	1.378	2.720	5.596	6.668	7.872	8.652	9.092	9.302	8.189
Thuế	0	0	-324	-639	-1.315	-1.567	-1.850	-2.033	-2.137	-2.186	-1.924
Khấu hao	833	1.283	1.451	1.567	1.412	964	815	872	927	981	935
Chi phí vốn đầu tư	-2.562	-1.935	-1.531	-976	-922	-955	-988	-643	-662	-684	-706
Thay đổi vốn lưu động	1.267	1.074	1.027	888	664	1.997	932	666	461	359	76
Dòng tiền tự do	-1.552	280	2.001	3.560	5.435	7.107	6.781	7.514	7.681	7.772	6.570
Dòng tiền tự do hiện tại	-1.412	224	1.401	2.172	2.935	3.340	2.780	2.705	2.458	2.176	1.577

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 13: Các giả định định giá**

**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%
<b>WACC</b>	<b>12,4%</b>

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 14: Định giá DCF cho chuỗi TGDD và DMX**

<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do</b>	<b>31.119,0</b>
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng)	13.044,4
Giá trị doanh nghiệp	44.163,4
Tổng nợ	15.156,4
Tiền và tương đương tiền	6.258,9
Giá trị vốn	35.254,2
SL cổ phiếu	453.254.547
Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	77.800

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 15: Định giá DCF cho chuỗi BHX (WACC = 14%)**

<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do</b>	<b>18.779,0</b>
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng)	12.922,6
Giá trị doanh nghiệp	31.701,6
Tổng nợ	-
Tiền và tương đương tiền	1.564,7
Giá trị vốn	33.266,3
SL cổ phiếu	453.254.547
Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	73.400

Chúng tôi sử dụng WACC cho BHX là 14% 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 77.800
BHX	DCF 73.400
Giá mục tiêu	151.200

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

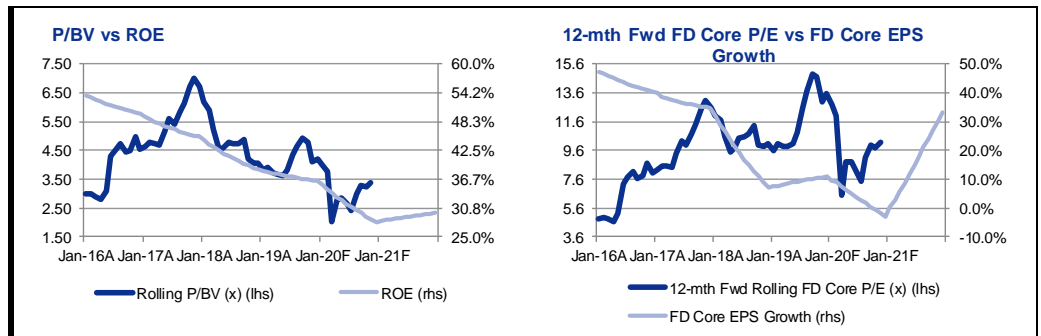
Hình 17: So sánh cùng ngành

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	FY20F	FY21F		TTM	FY20F	FY21F	TTM	FY20F	FY21F	TTM	FY20F	FY21F
<b>CTCP Đầu tư Thế giới di động</b>	<b>MWVG VN</b>	Khả quan	112.000	151.200	2.189	13,2	13,5	10,0	31,3%	3,3	3,3	2,6	29,0%	26,9%	29,3%	10,5%	8,8%	10,7%
<b>Các công ty ngành bán lẻ điện máy</b>																		
Erajaya Swasembada Tbk PT	ERAA IJ	Khả quan	1.835	1.750	415	13,8	16,5	11,5	32,1%	1,1	1,1	1,0	8,7%	6,7%	9,0%	4,3%	3,6%	4,8%
FPT DIGITAL RETAIL JSC	FRT VN	na	22.450	na	77	na	15,0	10,6	-16,6%	1,5	1,2	1,1	-0,2%	6,8%	12,1%	0,0%	1,6%	2,8%
Challenger Technologies Ltd	CHLG SP	na	0,48	na	122	8,6	na	na	14,2%	1,5	na	na	18,5%	na	na	12,2%	na	na
Sunfar Computer Co Ltd	6154 TT	na	12,70	na	36	25,5	na	na	-28,7%	0,9	na	na	2,6%	na	na	1,5%	na	na
Tsann Kuen Enterprise Co Ltd	2430 TT	na	19,05	na	111	12,2	na	na	-22,2%	0,7	na	na	5,6%	na	na	1,9%	na	na
<b>Trung bình</b>						<b>15,0</b>	<b>15,7</b>	<b>11,0</b>	<b>-4,2%</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,8%</b>	<b>10,5%</b>	<b>4,0%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,8%</b>
<b>Trung vị</b>						<b>13,0</b>	<b>15,7</b>	<b>11,0</b>	<b>-16,6%</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,8%</b>	<b>10,5%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,8%</b>
<b>Các công ty ngành bách hóa</b>																		
Taiwan FamilyMart Co Ltd/Taiwan	5903 TT	na	267,5	na	2.093	28,5	27,8	25,0	10,1%	9,8	8,9	8,2	36,1%	33,6%	33,8%	3,5%	4,3%	4,7%
Sumber Alfaría Trijaya Tbk PT	AMRT IJ	na	720,0	na	2.121	27,2	28,3	23,8	45,9%	4,4	3,9	3,4	16,7%	15,0%	16,2%	4,5%	4,9%	5,9%
<b>Trung bình</b>						<b>16,0</b>	<b>15,7</b>	<b>11,0</b>	<b>0,2%</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>7,4%</b>	<b>6,8%</b>	<b>10,5%</b>	<b>4,5%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,8%</b>

Nguồn: VND RESEARCH, BLOOMBERG (tại ngày 17/11/2020)



## THÔNG TIN TÀI CHÍNH



### Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>86.516</b>	<b>102.174</b>	<b>109.225</b>	<b>135.430</b>	<b>158.298</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>15.292</b>	<b>19.488</b>	<b>22.855</b>	<b>27.857</b>	<b>33.305</b>
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>5.094</b>	<b>6.420</b>	<b>6.981</b>	<b>8.332</b>	<b>11.150</b>
Chi phí khấu hao	(1.223)	(1.443)	(2.022)	(1.601)	(1.837)
<b>LN hoạt động trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>3.871</b>	<b>4.977</b>	<b>4.959</b>	<b>6.731</b>	<b>9.313</b>
TN từ hoạt động tài chính	(94)	61	123	249	390
TN từ các Cty LK & LD	(2)	(3)	0	0	0
Chi phí/lãi ngoài HKKD	12	19	22	27	32
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>3.786</b>	<b>5.053</b>	<b>5.103</b>	<b>7.007</b>	<b>9.735</b>
Các khoản đặc biệt					
<b>LNTT sau các khoản đặc biệt</b>	<b>3.786</b>	<b>5.053</b>	<b>5.103</b>	<b>7.007</b>	<b>9.735</b>
Thuế	(906)	(1.217)	(1.230)	(1.689)	(2.346)
Thu nhập vượt trội - sau thuế					
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2.880</b>	<b>3.836</b>	<b>3.874</b>	<b>5.318</b>	<b>7.389</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(2)	(2)	(4)	(5)	(7)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ					
Điều chỉnh khác					
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>2.879</b>	<b>3.834</b>	<b>3.870</b>	<b>5.313</b>	<b>7.381</b>
<b>Lợi nhuận thường xuyên</b>	<b>2.879</b>	<b>3.834</b>	<b>3.870</b>	<b>5.313</b>	<b>7.381</b>
<b>Lợi nhuận thường xuyên</b>	<b>2.879</b>	<b>3.834</b>	<b>3.870</b>	<b>5.313</b>	<b>7.381</b>

### Dòng tiền

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022
<b>EBITDA</b>	<b>5.094</b>	<b>6.420</b>	<b>6.981</b>	<b>8.332</b>	<b>11.150</b>
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(2)	(3)	0	0	0
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(1.981)	(6.454)	1.416	824	108
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng					
Chi/(Thu) bằng tiền khác	12	19	22	27	32
Dòng tiền hoạt động khác	50	(235)	508	249	13
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(94)	61	123	249	390
Thuế đã trả	(830)	(1.092)	(1.230)	(1.689)	(2.346)
<b>Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>2.249</b>	<b>(1.286)</b>	<b>7.819</b>	<b>7.992</b>	<b>9.347</b>
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(1.484)	(3.067)	(2.931)	(2.242)	(1.713)
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)	(568)	(983)	(762)
<b>Dòng tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(2.332)</b>	<b>(5.818)</b>	<b>(3.497)</b>	<b>(3.221)</b>	<b>(2.471)</b>
Tiền vay nhận được/(đã trả)	203	7.104	1.003	2.462	(600)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	705	90	1	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)	(680)	(706)	(734)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	(0)	0		0	
<b>Dòng tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>422</b>	<b>6.532</b>	<b>325</b>	<b>1.758</b>	<b>(1.331)</b>
Dòng tiền trong năm	338	(572)	4.647	6.529	5.544
<b>Dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu</b>	<b>120</b>	<b>0</b>	<b>5.325</b>	<b>7.233</b>	<b>6.276</b>
<b>Dòng tiền tự do doanh nghiệp</b>	<b>353</b>	<b>(6.534)</b>	<b>5.106</b>	<b>5.646</b>	<b>7.799</b>

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	3.800	6.252	11.111	18.429	24.662
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.560	1.815	2.239	2.701	3.086
Hàng tồn kho	17.446	25.745	22.622	25.052	27.428
Tài sản ngắn hạn khác	583	1.199	1.022	1.257	1.604
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>23.390</b>	<b>35.012</b>	<b>36.995</b>	<b>47.439</b>	<b>56.779</b>
Tài sản cố định	3.305	5.375	6.284	6.923	6.797
Tổng đầu tư	60	56	66	68	63
Tài sản vô hình	581	520	527	535	543
Tài sản dài hạn khác	805	745	1.130	1.520	1.756
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>4.751</b>	<b>6.696</b>	<b>8.006</b>	<b>9.047</b>	<b>9.159</b>
Vay & nợ ngắn hạn	5.797	13.031	14.143	16.763	16.359
Phải trả người bán					
Nợ ngắn hạn khác	12.049	15.340	14.381	18.561	21.774
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>62</b>	<b>72</b>	<b>78</b>	<b>97</b>	<b>113</b>
Vay & nợ dài hạn	<b>17.907</b>	<b>28.442</b>	<b>28.602</b>	<b>35.421</b>	<b>38.245</b>
Nợ dài hạn khác	1.248	1.122	1.013	855	660
Nợ hỗn hợp					
Tổng Nợ dài hạn khác	2	0	0	0	0
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>1.250</b>	<b>1.122</b>	<b>1.013</b>	<b>855</b>	<b>660</b>
Dự phòng	0	0	0	0	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>19.157</b>	<b>29.565</b>	<b>29.615</b>	<b>36.276</b>	<b>38.905</b>
Vốn chủ sở hữu	8.977	12.136	15.421	20.202	27.037
Lợi ích cổ đông thiểu số	6	8	12	17	24
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.983</b>	<b>12.144</b>	<b>15.433</b>	<b>20.219</b>	<b>27.061</b>

### Các chỉ tiêu chính

	2018	2019	2020	2021	2022
Tăng trưởng doanh thu	30,4%	18,1%	6,9%	24,0%	16,9%
Tăng trưởng LNHHKD	46,8%	26,0%	8,7%	19,3%	33,8%
Biên LNHHKD	5,90%	6,30%	6,40%	6,20%	7,00%
Tiền mặt ròng trên cổ phiếu	(7.708)	(17.639)	(8.793)	1.712	15.549
Giá trị sổ sách/cp	21.328	27.092	33.522	42.668	55.006
Khả năng thanh toán lãi vay	8,90	8,70	6,30	7,70	10,10
Thuế suất hiệu dụng	23,9%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%
Tỷ lệ chia cổ tức	16,9%	17,2%	17,6%	13,3%	9,9%
Số ngày phải thu	3,80	1,10	1,40	1,70	1,50
Số ngày tồn kho	75,6	95,3	102,5	80,9	76,6
Số ngày phải trả	40,00	44,80	46,60	39,20	41,50
ROIC	41,6%	40,9%	24,8%	34,8%	48,2%
ROCE	29,3%	26,5%	20,6%	23,0%	25,9%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	11,7%	10,8%	8,7%	10,0%	11,4%

### Các nhân tố chính

	2018	2019	2020	2021	2022
Số lượng cửa hàng TGDD + DMX	1.782	2.014	2.033	2.078	2.078
Số lượng cửa hàng BHX	405	1.008	1.773	2.313	2.713

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

## HỆ THỐNG 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](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

**Phan Như Bách – Chuyên viên Phân tích**

Email: [bach.phannhu@vndirect.com.vn](mailto: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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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