

## CTCP ĐT THẾ GIỚI DI ĐỘNG (MWG) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND172.500	VND175.700	0,29%	Trung lập	Dịch vụ tiêu dùng

Ngày 19/08/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Trung bình</b>

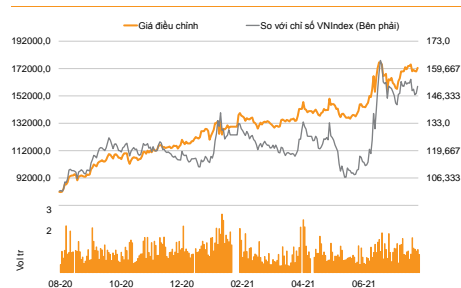
Consensus\*: Mua:16 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -3,4%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm LNR năm 2021/22 lần lượt 8,4%/11,6%

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	176.600
Thấp nhất 52 tuần (VND)	81.700
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	148.269
Thị giá vốn (tỷ VND)	80.749
Free float (%)	65
P/E trượt (x)	17,9
P/B hiện tại (x)	4,5

### Cơ cấu sở hữu

Dragon Capital và liên quan	12,1%
Công ty TNHH MTV Tư vấn Đầu tư Thế giới Bán lẻ	11,4%
Amersham Industries Limited	10,0%
Khác	66,50%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Phan Như Bách

bach.phannhu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

### Những sóng gió ngắn hạn

- Doanh thu (DT)/lợi nhuận ròng (LNR) Q2/21 tăng 20,4% svck/35,8% svck, lần lượt đạt 31.658/1.214 tỷ đồng.
- Trong 6T21, MWG đạt 62.486 tỷ đồng doanh thu (+12,3% svck) và 2.553 tỷ đồng LNR (+26,0% svck), hoàn thành 46,6%/47,3% dự báo.
- Hạ khuyến nghị xuống TRUNG LẬP với giá mục tiêu là 175.700 đồng

### KQKD 6T21: phù hợp với dự phóng

DT Q2/21 của MWG tăng 20,4% svck lên 31.658 tỷ đồng, chủ yếu do DT của Bách Hóa Xanh (BHX) tăng trưởng 49,4% svck, chiếm 23,4% tổng DT. Biên lợi nhuận gộp Q2/21 tăng 0,62 điểm % nhờ đóng góp cao hơn từ BHX. LNR trong Q2/21 tăng 35,8% svck lên 1.214 tỷ đồng, cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng 18,2% trong Q1/21. Trong 6T21, DT và LNR của MWG tăng 12,3% svck /26,0% svck lên 62.486 tỷ đồng và 2.553 tỷ đồng, phù hợp với dự báo của chúng tôi trong năm 2021.

### Khó khăn trong ngắn hạn đối với TGDD và DMX do giãn cách xã hội

Chúng tôi cho rằng cả Thế Giới Di Động (TGDD) và Điện Máy Xanh (DMX) sẽ sụt giảm doanh thu trong vài tháng tới do các biện pháp nghiêm ngặt nhằm đối phó với Covid-19 và thu nhập người tiêu dùng bị giảm do tác động của việc kéo dài giãn cách xã hội. MWG đã đóng khoảng 67% cửa hàng TGDD/DMX kể từ T7/21 trên toàn quốc. Do đó, chúng tôi hạ dự báo DT TGDD giảm 9,21%/9,32% và DT DMX giảm 7,4%/12,9% trong năm 2021/22 để phản ánh những tác động bất lợi nêu trên.

### Triển vọng của Bách Hóa Xanh vẫn được duy trì

BXH đang hưởng lợi do nhu cầu các mặt hàng thiết yếu tăng cao khi hầu hết các kênh bán hàng truyền thống đóng cửa trong giai đoạn giãn cách xã hội vào T7-T8/21. Trong T6/21, DT trên mỗi cửa hàng BHX đạt 1,47 tỷ đồng, tăng 28,9% svck và cao hơn 22,5% so với mức trung bình 5T21. Chúng tôi đánh giá cao những hành động nhanh chóng của MWG trong giai đoạn giãn cách xã hội gồm tối ưu hóa nguồn hàng, chuyển nhân viên từ TGDD&DMX sang BHX và đẩy nhanh giao hàng trực tuyến. Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng DT của BHX năm 2021/22 lên 6,6%/3,2%.

### Hạ khuyến nghị xuống TRUNG LẬP do đà tăng giá vừa qua

Tổng kết lại, chúng tôi giảm DT năm 2021/22 của MWG xuống 4,3%/7,8%, dẫn đến LNR 2021/22 giảm 8,4%/11,6%. Giá mục tiêu tăng nhẹ 1,56% lên 175.700 đồng với định giá Bách Hóa Xanh dựa trên phương pháp DCF tăng 8,61%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức tăng giá vừa qua khiến định giá cổ phiếu ở mức hợp lý. Động lực tăng giá gồm việc mở rộng chuỗi, DT mỗi cửa hàng hoặc biên LNG cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá gồm đại dịch Covid-19 kéo dài hơn dự kiến, các cửa hàng BHX & DMX mở ít hơn dự kiến và DT trên mỗi cửa hàng của mỗi chuỗi thấp hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	108.546	128.267	152.736	177.174
Tăng trưởng DT thuần	6,2%	18,2%	19,1%	16,0%
Biên lợi nhuận gộp	22,1%	22,4%	22,7%	22,3%
Biên EBITDA	7,6%	6,8%	7,3%	6,5%
LN ròng (tỷ)	3.918	4.937	6.573	6.703
Tăng trưởng LN ròng	2,2%	26,0%	33,1%	2,0%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	8.395	10.310	13.287	13.551
EPS điều chỉnh	8.395	10.310	13.287	13.551
BVPS	33.153	42.429	53.701	65.787
ROAE	28,4%	27,6%	28,0%	22,7%

Nguồn: VND RESEARCH

## Những sóng gió ngắn hạn

### Hạ khuyến nghị xuống TRUNG LẬP với giá mục tiêu cao hơn

Dù gặp những sóng gió ngắn hạn, chúng tôi vẫn ưa thích MWG vì:

- Đối với mảng kinh doanh điện thoại di động và điện tử tiêu dùng (DTTD), chúng tôi cho rằng mặc dù bị ảnh hưởng nặng nề bởi Covid-19, nhưng doanh thu từ các mảng kinh doanh này sẽ phục hồi mạnh mẽ sau khi dịch Covid-19 bị đẩy lùi nhờ thị phần thống trị của MWG (45% đối với điện tử tiêu dùng và 55% cho điện thoại di động) và hệ thống hoạt động hiệu quả của MWG.
- Đối với mảng bách hóa, Covid-19 là đòn bẩy thúc đẩy kênh bán hàng hiện đại tại Việt Nam, trong đó BHX là chuỗi hưởng lợi với thị phần lớn (khoảng 20% vào cuối năm 2020), giúp MWG duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu trong thời gian đại dịch. Chúng tôi kỳ vọng BHX có thể tăng trưởng 66,8%/33,9% svck trong năm 2021/22 và đóng góp 27,7%/31,1% vào tổng doanh thu của MWG.

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần để định giá hai mảng kinh doanh cốt lõi của MWG gồm điện tử tiêu dùng (TGDD và DMX) và bách hóa (BHX).

Hình 1: Định giá DCF – TGDD và DMX (WACC=11,6%)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	29.427,0
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng)	13.993,1
Giá trị doanh nghiệp	43.420,1
Tổng nợ	16.876,3
Tiền và tương đương tiền	11.312,9
Giá trị vốn	37.842,5
SL cổ phiếu	466.612.423
Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	81.100

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 2: Định giá DCF – BHX (WACC = 14%)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	24.950,0
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng)	17.695,0
Giá trị doanh nghiệp	42.645,0
Tổng nợ	-
Tiền và tương đương tiền	1.482,0
Giá trị vốn	44.127,0
SL cổ phiếu	466.612.423
Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	94.600

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 3: Giá mục tiêu 1 năm đối với cổ phiếu MWG

	Phương pháp	Cũ	Mới	Thay đổi
TGDD+DMX	DCF	85.900	81.100	-5,59%
BHX	DCF	87.100	94.600	8,61%
<b>MWG</b>		<b>173.000</b>	<b>175.700</b>	<b>1,56%</b>

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá của chúng tôi cho TGDD & DMX giảm 5,6% so với dự báo trước đó do chúng tôi giảm doanh thu năm 2021/22 của TGDD xuống 9,21%/9,32% và doanh thu của DMX xuống 7,4%/12,9% để phản ánh những khó khăn trong ngắn hạn do các đợt giãn cách xã hội trên toàn quốc. Mặt khác, định giá của chúng tôi đối với BHX tăng 8,6% so với dự báo trước đó sau khi nâng doanh thu 6,6%/3,2% trong năm 2021/22. Giá mục tiêu mới của chúng tôi tăng lên 175.700 đồng sau những thay đổi trên.

Giá cổ phiếu MWG đã tăng mạnh trong thời gian gần đây, 11,9% từ 01/07/21 đến 16/08/21 và 43% so với đầu năm, phần nào đã phản ánh triển vọng của BHX vào giá. Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị từ KHẢ QUAN xuống TRUNG LẬP do tiềm năng tăng giá ít đi.

Rủi ro giảm giá: Đại dịch Covid-19 kéo dài hơn dự kiến, các cửa hàng BHX & DMX mở ít hơn dự kiến và doanh thu trên mỗi cửa hàng của mỗi chuỗi thấp hơn dự kiến.

Tiềm năng tăng giá: các chuỗi mở cửa hàng nhanh hơn dự kiến, doanh thu trên mỗi cửa hàng cao hơn dự kiến hoặc biên lợi nhuận gộp cao hơn dự kiến.

Hình 4: So sánh 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 CAGR (%)	P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)		
						TTM	2021	2022		TTM	2021	2022	TTM	2021	2022	TTM	2021	2022
<b>Bán lẻ điện máy và bách hóa</b>																		
CTCP Đầu tư TGDD	MWG VN	Trung lập	172.500	175.700	3.593	17,9	16,7	13,0	18,0%	4,5	4,0	1,9	27,3%	25,6%	29,3%	9,6%	8,7%	10,4%
<b>Ngành bán lẻ điện máy</b>																		
Erajaya Swasembada Tbk PT	ERAA IJ	na	595,0	na	660	9,0	9,8	8,4	58,8%	1,7	1,7	1,3	19,9%	16,4%	16,7%	10,3%	8,1%	8,4%
FPT DIGITAL RETAIL JSC	FRT VN	na	43.000	na	149	50,8	34,2	22,5	-36,4%	2,7	2,7	2,5	5,2%	8,1%	11,8%	1,1%	1,4%	2,0%
Challenger Technologies Ltd	CHLG SP	na	0,55	na	139	8,3	na	na	14,7%	1,6	na	na	19,6%	na	na	13,7%	na	na
Sunfar Computer Co Ltd	6154 TT	na	18,00	na	52	14,4	na	na	-13,1%	1,2	na	na	8,2%	na	na	4,6%	na	na
Tsann Kuen Enterprise Co Ltd	2430 TT	na	38,05	na	227	12,1	na	na	7,4%	1,3	na	na	11,0%	na	na	3,6%	na	na
<b>Trung bình</b>						<b>18,9</b>	<b>22,0</b>	<b>15,4</b>	<b>6,3%</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>12,8%</b>	<b>12,2%</b>	<b>14,2%</b>	<b>6,6%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,2%</b>
<b>Trung vị</b>						<b>12,1</b>	<b>22,0</b>	<b>15,4</b>	<b>7,4%</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>11,0%</b>	<b>12,2%</b>	<b>14,2%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,2%</b>
<b>Ngành bán lẻ bách hóa</b>																		
Taiwan FamilyMart Co Ltd/Taiwan	5903 TT	na	260,5	na	2.088	30,1	30,6	24,4	14,8%	10,3	8,3	7,3	34,8%	29,5%	32,9%	3,1%	4,2%	4,7%
Sumber Alfaria Trijaya Tbk PT	AMRT IJ	na	1.310	na	3.782	43,7	30,5	25,2	61,0%	6,7	6,2	5,6	16,1%	14,1%	23,1%	4,1%	6,5%	7,6%
<b>Trung bình</b>						<b>36,9</b>	<b>30,6</b>	<b>24,8</b>	<b>37,9%</b>	<b>8,5</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	<b>25,4%</b>	<b>21,8%</b>	<b>28,0%</b>	<b>3,6%</b>	<b>5,3%</b>	<b>6,1%</b>

Dữ liệu ngày 18/8/2021

Nguồn: VND RESEARCH, Bloomberg

### KQKD 6T21: Phù hợp với dự phóng

Doanh thu Q2/21 của MWG tăng 20,4% svck lên 31.658 tỷ đồng và LNR tăng 35,8% svck lên 1.214 tỷ đồng nhờ vào:

- Doanh thu của BHX tăng 49,4% svck đạt 7.422 tỷ đồng trong Q2/21, đóng góp 23,4% vào tổng doanh thu (+4,55 điểm % svck) nhờ số lượng cửa hàng BHX tăng 27,5% svck và doanh thu hàng tháng mỗi cửa hàng tăng 17,6% svck.
- Doanh thu từ TGDĐ (chuỗi điện thoại di động) và DMX (chuỗi điện tử tiêu dùng) cũng tăng trưởng lần lượt 25,1% svck/9,7% svck, chủ yếu do Q2/20 là có mức doanh thu và LNR thấp khi các chuỗi bán lẻ bị ảnh hưởng bởi đợt giãn cách xã hội đầu tiên. Doanh thu của DMX tăng trưởng chủ yếu nhờ vào chuỗi DMX siêu nhỏ, đóng góp 10,1% vào tổng doanh thu của chuỗi DMX.
- Biên lợi nhuận gộp Q2/21 đạt 22,57%, tăng 0,62 điểm % svck, nhờ đóng góp cao hơn từ BHX, mảng có tỷ suất lợi nhuận gộp tốt nhất trong số các hoạt động kinh doanh của MWG.
- Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp trong Q2/21 tăng 24,4% svck do số lượng cửa hàng BHX và cửa hàng DMX tăng 27% svck/11,6% svck (đã loại trừ 566 cửa hàng DMX siêu nhỏ).
- Lợi nhuận tài chính ròng trong Q2/21 tăng 319% do MWG tiếp tục tăng khoản đầu tư ngắn hạn (+ 55,2% svck) từ các khoản vay ngắn hạn với lãi suất thấp hơn.

Trong 6T21, doanh thu và LNR của MWG tăng 12,3% svck/26,0% svck lên 62.486 tỷ đồng/2.553 tỷ đồng, tương ứng và hoàn thành 46,6%/47,3% dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng trong năm 2021 của chúng tôi.

Hình 5: So sánh KQKD

	Q2/20	Q2/21	%svck	6T20	6T21	%svck	Dự phóng 2021 của VND	% so với dự phóng của VND	Ghi chú
Số lượng cửa hàng (cuối kỳ)									
TGDD	971	936	-3,60%	971	936	-3,60%	927		
DMX	1044	1165	11,59%	1044	1165	11,59%	1.170		
BHX	1486	1888	27,05%	1486	1888	27,05%	2.199		
DMS		566			566		902		
Doanh thu mỗi cửa hàng (tháng)									
TGDD	2,09	2,62	25,14%	2,48	2,78	12,03%	2,63		
DMX	4,86	4,29	-11,73%	5,06	4,34	-14,37%	4,57		
BHX	1,11	1,31	17,59%	1,06	1,18	11,27%	1,26		
DMS		1,00			0,88		0,69		
<b>Doanh thu</b>	<b>26.286</b>	<b>31.658</b>	<b>20,44%</b>	<b>55.639</b>	<b>62.486</b>	<b>12,31%</b>	<b>134.024</b>	<b>46,62%</b>	<b>Phù hợp với dự phóng</b>
TGDD	6.101	7.360	20,63%	14.466	15.622	7,99%	29.201	53,50%	
DMX	15.218	14.990	-1,50%	31.714	30.306	-4,44%	64.102	47,28%	
BHX	4.968	7.422	49,40%	9.459	13.372	41,37%	33.293	40,17%	
DMS		1.700			3.000		7.428	40,39%	
Giá vốn hàng bán	20.515	24.515	19,50%	43.708	48.318	10,55%	104.181	46,38%	
Lợi nhuận gộp	5.770	7.144	23,81%	11.930	14.169	18,77%	29.843	47,48%	Phù hợp với dự phóng
Biên LNG	21,95%	22,57%	0,62 điểm %	21,44%	22,68%	1,23 điểm %	22,30%	0,38 điểm %	
Lợi nhuận tài chính ròng	32	134	318,75%	-21	269	-1380,95%	221	121,65%	Vượt dự báo của chúng tôi do thời gian lãi suất thấp kéo dài, MWG tiếp tục tăng cường đầu tư tài chính ngắn hạn để bù đắp sự sụt giảm trong mảng hoạt động do ảnh hưởng của Covid-19.
Chi phí bán hàng	3.538	4.444	25,61%	7.321	8.689	18,69%	18.932	45,90%	
Chi phí QLDN	1.001	1.201	19,98%	1.781	2.289	28,52%	4.021	56,93%	
Chi phí BH&QLDN	4.539	5.645	24,37%	9.102	10.978	20,61%	22.953	47,83%	Phù hợp với dự phóng
Chi phí bán hàng / DT	13,5%	14,0%	0,58 điểm %	13,2%	13,9%	0,14 điểm %	14,1%	-0,22 điểm %	
Chi phí QLDN / DT	3,8%	3,8%	-0,01 điểm %	3,2%	3,7%	0,13 điểm %	3,0%	0,66 điểm %	
Chi phí BH&QLDN / DT	17,3%	17,8%	0,56 điểm %	16,4%	17,6%	0,27 điểm %	17,1%	0,44 điểm %	
Lợi nhuận hoạt động	1.222	1.492	22,09%	2.819	3.185	12,98%	6.890	46,23%	
Lợi nhuận trước thuế	1.254	1.626	29,67%	2.798	3.454	23,45%	7.111	48,57%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>894</b>	<b>1.214</b>	<b>35,79%</b>	<b>2.026</b>	<b>2.553</b>	<b>26,01%</b>	<b>5.397</b>	<b>47,30%</b>	<b>Phù hợp với dự phóng</b>

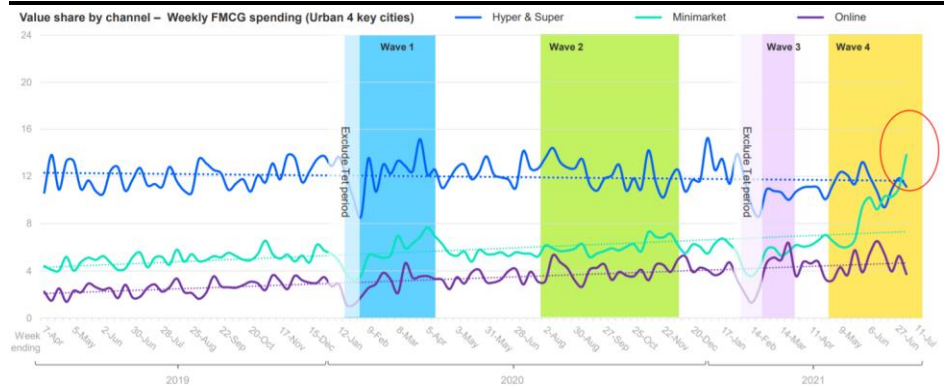
Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

### Triển vọng của Bách Hóa Xanh vẫn duy trì trong suốt giai đoạn 2021-22

Các biện pháp giãn cách xã hội do đại dịch Covid-19 lần thứ 4 đã thúc đẩy sự tăng trưởng của các hệ thống bán lẻ hiện đại của Việt Nam khi nhu cầu về thực phẩm và các nhu yếu phẩm dồn vào các chuỗi này trong bối cảnh các chợ truyền thống đóng cửa hoặc hạn chế mở cửa và chỉ bán thực phẩm để đảm bảo phòng chống dịch bệnh.

Theo số liệu từ Kantar Worldpanel, thị phần của kênh Minimarket đã tăng mạnh vượt 14% trong T7/21, tăng khoảng 2 điểm % so với T6/21 và khoảng 7 điểm % so với thời điểm từ tháng 5/21 trở về trước. Điều này cho thấy sự phổ biến và chuyển dịch tiêu dùng sang kênh siêu thị nhỏ, tạo thói quen tiêu dùng cho người dân cho thời kỳ hậu xa cách xã hội sắp tới.

Hình 6: Thị phần theo kênh bán hàng – tiêu dùng các sản phẩm FMCG tại 4 thành phố chính



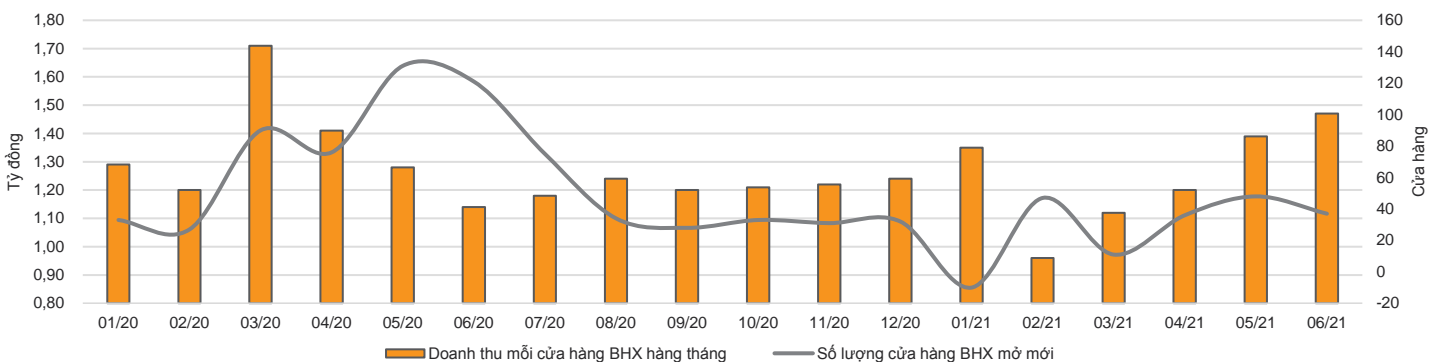
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Kanta Worldpanel

Trong T6/21, doanh thu trên mỗi cửa hàng của BHX đạt 1,47 tỷ đồng, tăng 28,9% svck và 22,5% so với trung bình của 5T21, cho thấy BHX bước đầu được hưởng lợi từ nhu cầu gia tăng trong giai đoạn giãn cách xã hội.

Với nhu cầu tăng 200-400% so với trước đây, BHX cũng thực hiện nhiều động thái nhằm thúc đẩy doanh thu của BHX như 1) tìm kiếm nguồn hàng phù hợp, như đa dạng hóa nguồn cung rau từ Tây Nguyên và Nam Trung Bộ để đáp ứng nhu cầu của khách hàng, 2) BHX dự kiến huy động hơn 3.000 nhân viên từ các chuỗi TGDD và DMX đến làm việc tại các cửa hàng BHX và tối đa hóa doanh thu bán hàng trực tuyến để đáp ứng nhu cầu của người tiêu dùng và 3) Trong ngày T8/21, BHX tuyển dụng 1000 nhân viên giao hàng để giao các hàng hóa thiết yếu cho khách hàng trong giai đoạn giãn cách xã hội.

Chúng tôi dự báo doanh thu trên mỗi cửa hàng BHX sẽ tăng mạnh trong Q3/21 do các giãn cách xã hội và các biện pháp phòng dịch thắt chặt khiến cho nhu cầu về thực phẩm dồn vào các hệ thống bán lẻ hiện đại. Trong Q4/21 đến 2022, doanh thu hàng tháng mỗi cửa hàng của BHX sẽ điều chỉnh nhẹ nhưng ở duy trì ở mức cao do những thay đổi trong thói quen tiêu dùng và hạn chế đối với các chợ truyền thống có thể vẫn còn. Do đó, chúng tôi tăng dự báo doanh thu mỗi cửa hàng BHX năm 2021/22 lên 8,9%/11,25%. Chúng tôi tăng dự báo doanh thu BHX năm 2021/22 lên 6,6%/3,2%, đóng góp 27,7% (+ 2,9 điểm %)/31,1% (+ 3,3 điểm %) vào doanh thu MWG năm 2021/22.

Hình 7: Doanh thu trên mỗi cửa hàng BHX và số lượng cửa hàng BHX mới trong 2020-2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Tuy nhiên, MWG cũng có những thách thức khi phải đáp ứng nhu cầu cao gấp nhiều lần so với trước đây. Theo MWG, các cửa hàng BHX lúc cao điểm phục vụ gấp hơn 5 lần so với trước đó và giá cả đầu vào tăng cao, khiến nhiều vấn đề xảy ra trong quá trình vận hành như thiếu niêm yết giá, xuất hóa đơn sai hoặc hàng hết hạn sử dụng, chậm trễ nhập hàng hóa ... dẫn đến nhiều tác động tiêu cực đến BHX, đặc biệt là trên các kênh truyền thông.

Chúng tôi cho rằng đây chỉ là những tác động ngắn hạn do các sự cố trên chỉ được quan tâm trong thời gian ngắn và BHX đã chủ động tìm các biện pháp

khắc phục; đây cũng là cơ hội để BHX tiếp tục hoàn thiện hệ thống và quy trình phục vụ khách hàng tốt hơn trong thời gian tới.

**Hình 8: Độ quan tâm theo thời gian (30 ngày gần nhất) đối với các vấn đề của BHX trong giai đoạn giãn cách xã hội.**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Google trend

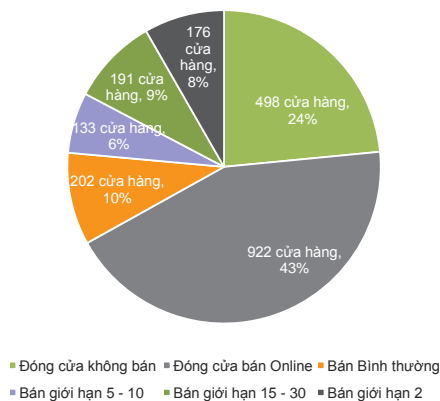
### Những sóng gió ngắn hạn tới TGDD và DMX trong nửa cuối 2021 – 2022.

**Giai đoạn giãn cách xã hội khiến các cửa hàng TGDD và DMX phải đóng cửa:** kể từ T6/21, các cửa hàng TGDD và DMX đã phải đóng cửa hoặc mở cửa hạn chế ở khu vực phía Nam. Tiếp sau TP.HCM, Hà Nội và một số tỉnh đã áp dụng giãn cách xã hội chặt chẽ hơn kể từ giữa T7/21, khiến 90% cửa hàng DMX và TGDD phải đóng cửa hoặc mở cửa hạn chế trên toàn quốc. Doanh thu của chuỗi TGDD và DMX trong Q3/21 sẽ bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi giai đoạn giãn cách xã hội, khi có thể kéo dài đến giữa T9/21.

**Covid-19 ảnh hưởng nặng nề đến thu nhập của người dân:** theo khảo sát của Trung tâm Dự báo Nguồn nhân lực và Thông tin Thị trường Lao động TP.HCM (Falmi) vào ngày 10/8 cho biết 46,5% công ty được khảo sát (4.140 công ty) sẽ cắt giảm lao động trong 3Q/21, dẫn đến thu nhập của người dân sẽ thấp hơn trong giai đoạn nửa cuối năm 2021 – 6T22 và khiến nhu cầu đối với các sản phẩm không thiết yếu giảm. Với gần hai tháng giãn cách xã hội ở miền Nam và một tháng ở miền Bắc, chúng tôi ước tính thu nhập của người lao động thông thường sẽ giảm khoảng 8% - 16% so với trước làn sóng Covid-19 lần 4.

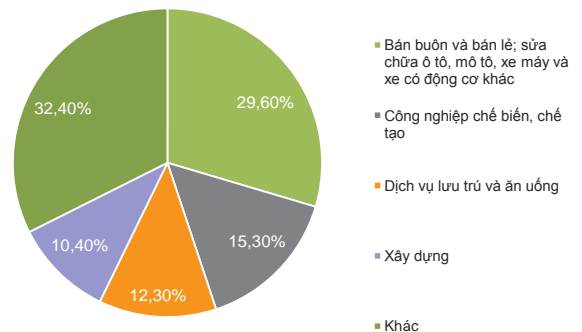
Do đó, triển vọng tăng trưởng doanh thu của chuỗi TGDD và DMX khá tiêu cực cho giai đoạn 6T cuối năm 2021 - 2022. Do đó, chúng tôi hạ dự báo doanh thu trên mỗi cửa hàng TGDD trong năm 2021/22 xuống 9,21%/9,32% và doanh thu trên mỗi cửa hàng DMX trong năm 2021/22 xuống 8,17%/15,51% để phản ánh những tác động tiêu cực trên. Do đó, chúng tôi hạ dự báo doanh thu chuỗi TGDD năm 2021/22 xuống 9,21%/9,32% và doanh thu chuỗi DMX năm 2021/22 giảm 7,4%/12,9%.

**Hình 9: Trạng thái của các cửa hàng TGDD và DMX tại ngày 10/08/21**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 10: Tỷ lệ theo lĩnh vực của các công ty được khảo sát dự kiến sẽ cắt giảm lao động trong Q3/21 từ Falmi**



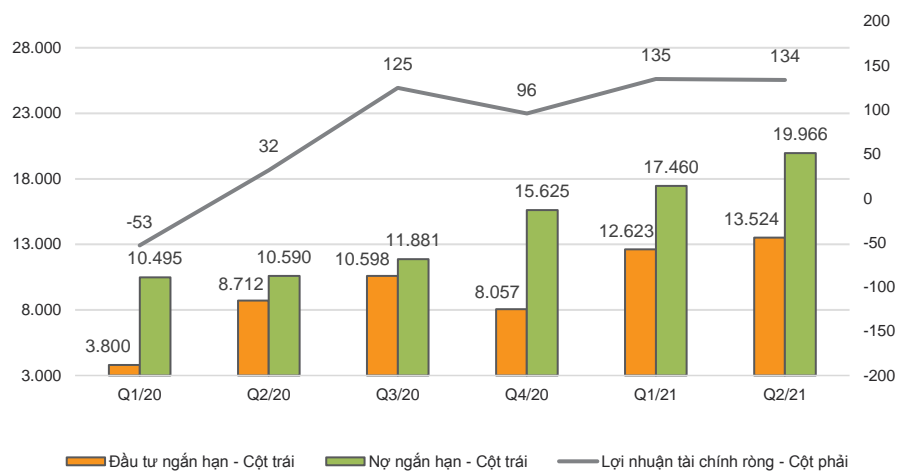
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Falmi

### Tăng lợi nhuận tài chính để bù đắp cho sự giảm tốc tăng trưởng trong các hoạt động kinh doanh chính

Các khoản đầu tư ngắn hạn của MWG tăng 55% svck lên 13.524 tỷ đồng và nợ ngắn hạn tăng 88,5% svck lên 19.996 tỷ đồng. Với chi phí nợ thấp khoảng 4,9% trong Q2/21, MWG có thể 1) tiếp tục tăng các khoản đầu tư ngắn hạn như trái phiếu nắm giữ đến ngày đáo hạn để hưởng chênh lệch lãi suất nhằm tăng thu nhập lãi trong năm 2021 (với lãi tiền gửi từ 6% đến 8,65%) hoặc 2) chuẩn bị nguồn lực tài chính cho kế hoạch đầu tư mới hoặc M&A tiềm năng.

Trong bối cảnh lãi suất tiếp tục duy trì ở mức thấp do ảnh hưởng kéo dài của Covid-19, chúng tôi tăng lợi nhuận tài chính ròng năm 2021/22 lần lượt 145,25%/29,5% lên 542 tỷ đồng/492 tỷ đồng.

**Hình 11: Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn, nợ ngắn hạn và lợi nhuận tài chính ròng từ 2020 - 2Q21 (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

### Thay đổi dự phóng năm 2021-22

Chúng tôi thay đổi dự phóng như sau:

- Giảm số lượng cửa hàng BHX trong giai đoạn 2021/22 tương ứng 161 cửa hàng/201 cửa hàng do MWG đang tập trung nâng cấp các cửa hàng hiện có lên quy mô lớn hơn (BHX cỡ lớn) để tập trung vào việc tăng hiệu quả trên mỗi cửa hàng.
- Tăng doanh thu trên mỗi cửa hàng BHX trong năm 2021/22 lên 8,97%/11,25% khi giai đoạn giãn cách xã hội giúp các chuỗi cửa hàng bách hóa phát triển do nhu cầu tập trung vào các kênh thương mại hiện đại. Do đó, chúng tôi tăng dự báo doanh thu BHX năm 2021/22 lên 6,6%/3,2%, đóng góp 27,7% (+ 2,9 điểm %)/31,1% (+ 3,3 điểm %) vào doanh thu MWG năm 2021/22.
- Doanh thu trên mỗi cửa hàng TGDD trong năm 2021/22 giảm 9,21%/9,32% và doanh thu trên mỗi cửa hàng DMX trong năm 2021/22 giảm 8,17%/15,51% do tác động của Covid-19 đến nhu cầu đối với các sản phẩm không thiết yếu. Do đó, chúng tôi hạ dự báo doanh thu TGDD năm 2021/22 xuống 9,21%/9,32% và doanh thu DMX năm 2021/22 giảm 7,4%/12,9%.
- Tăng lợi nhuận tài chính ròng năm 2021/22 lên 145,25%/29,47% do thời gian lãi suất thấp kéo dài, MWG tiếp tục tăng đầu tư tài chính ngắn hạn để bù đắp sự sụt giảm trong mảng hoạt động do ảnh hưởng của Covid-19.
- Do đó, LNR năm 2021/22 giảm 8,44%/11,55% xuống 4.937 tỷ đồng/6.573 tỷ đồng.

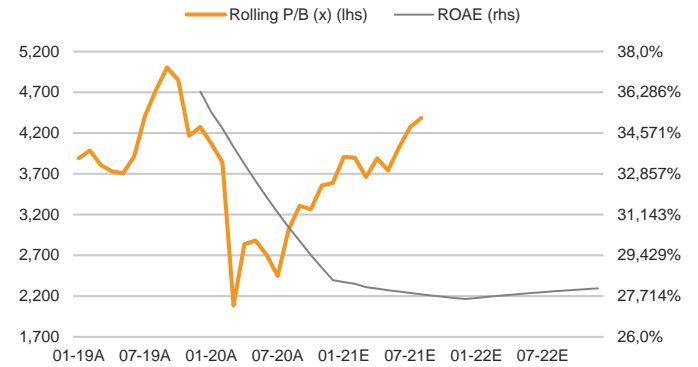
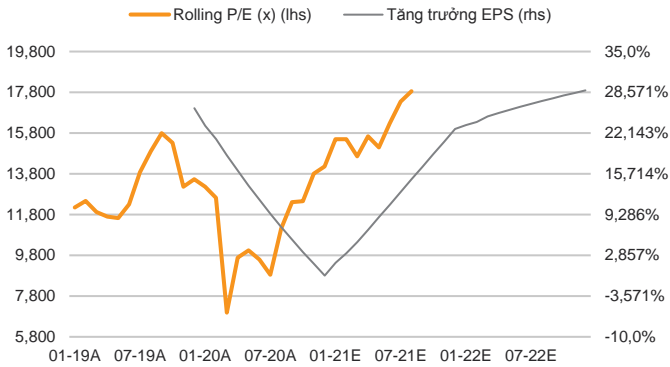
Hình 12: Thay đổi trong dự phóng năm 2021-22 (Đơn vị: Tỷ đồng)

	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		% thay đổi		2023F
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	
<b>Số lượng cửa hàng</b>							
TGDD	927	927	927	927	0 cửa hàng	0 cửa hàng	927
DMX	2.072	2.472	2072	2472	0 cửa hàng	0 cửa hàng	2872
BHX	2.199	2.599	2038	2.398	-161 cửa hàng	-201 cửa hàng	2.598
<b>Doanh thu mỗi cửa hàng</b>							
TGDD	2,63	2,68	2,38	2,43	-9,51%	-9,33%	2,47
DMX	4,65	5,35	4,27	4,52	-8,17%	-15,51%	4,97
BHX	1,45	1,60	1,58	1,78	8,97%	11,25%	1,95
<b>Doanh thu</b>	<b>134.024</b>	<b>165.630</b>	<b>128.267</b>	<b>152.736</b>	<b>-4,30%</b>	<b>-7,78%</b>	<b>177.174</b>
TGDD	29.201	29.849	26.512	27.068	-9,21%	-9,32%	27.439
DMX	71.530	89.761	66.270	78.167	-7,35%	-12,92%	90.808
BHX	33.293	46.020	35.485	47.501	6,58%	3,22%	58.927
Giá vốn hàng bán	(104.181)	(128.307)	(99.549)	(118.075)	-4,45%	-7,97%	(137.612)
Lợi nhuận gộp	29.843	37.323	28.718	34.661	-3,77%	-7,13%	39.562
<i>Biên LNG</i>	22,3%	22,5%	22,4%	22,7%	0,10 điểm %	0,20 điểm %	22,3%
TGDD & DMX	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	0,00 điểm %	0,00 điểm %	20,5%
BHX	25,5%	26,0%	25,5%	26,0%	0,00 điểm %	0,00 điểm %	26,0%
Chi phí bán hàng	(18.932)	(22.945)	(18.003)	(21.138)	-4,91%	-7,88%	(24.848)
Chi phí QLDN	(4.021)	(4.969)	(4.746)	(5.346)	18,03%	7,59%	(6.201)
<i>Chi phí bán hàng / DT</i>	14,1%	13,9%	14,0%	13,8%	-0,10 điểm %	-0,10 điểm %	14,0%
<i>Chi phí QLDN / DT</i>	3,0%	3,0%	3,7%	3,5%	0,70 điểm %	0,50 điểm %	3,5%
<i>Chi phí BH&amp;QLDN / DT</i>	17,1%	16,9%	17,7%	17,3%	0,60 điểm %	0,40 điểm %	17,5%
Lợi nhuận hoạt động	6.890,0	9.409,0	5.969,0	8.177,0	-13,37%	-13,09%	8.513
Lợi nhuận tài chính ròng	221	380	542	492	145,25%	29,47%	327
LN trước thuế	7.111	9.800	6.511	8.669	-8,44%	-11,54%	8.840
<b>LN ròng</b>	<b>5.392</b>	<b>7.431</b>	<b>4.937</b>	<b>6.573</b>	<b>-8,44%</b>	<b>-11,55%</b>	<b>6.703</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	128.267	152.736	177.174
Giá vốn hàng bán	(99.549)	(118.075)	(137.612)
Chi phí quản lý DN	(4.746)	(5.346)	(6.201)
Chi phí bán hàng	(18.003)	(21.138)	(24.848)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>5.969</b>	<b>8.177</b>	<b>8.513</b>
EBITDA thuần	7.517	9.973	10.487
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(1.548)</b>	<b>(1.796)</b>	<b>(1.974)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>5.969</b>	<b>8.177</b>	<b>8.513</b>
Thu nhập lãi	1.206	1.191	1.063
Chi phí tài chính	(664)	(700)	(736)
Thu nhập ròng khác	0	(0)	(0)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>6.511</b>	<b>8.669</b>	<b>8.840</b>
Thuế	(1.569)	(2.089)	(2.131)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(5)	(7)	(7)
<b>LN ròng</b>	<b>4.937</b>	<b>6.573</b>	<b>6.703</b>
Thu nhập trên vốn	4.937	6.573	6.703
Cổ tức phổ thông	(234)	(483)	(724)
<b>LN giữ lại</b>	<b>4.703</b>	<b>6.090</b>	<b>5.979</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	14.141	19.119	27.179
Đầu tư ngắn hạn	3.861	4.597	5.333
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.563	2.968	3.358
Hàng tồn kho	25.505	28.150	30.655
Các tài sản ngắn hạn khác	1.190	1.547	1.699
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>47.260</b>	<b>56.381</b>	<b>68.225</b>
Tài sản cố định	6.740	6.822	6.175
Tổng đầu tư	65	61	53
Tài sản dài hạn khác	928	1.184	1.281
<b>Tổng tài sản</b>	<b>54.993</b>	<b>64.448</b>	<b>75.734</b>
Vay & nợ ngắn hạn	16.047	15.897	17.925
Phải trả người bán	12.224	14.453	16.776
Nợ ngắn hạn khác	5.561	6.866	8.041
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>33.832</b>	<b>37.217</b>	<b>42.742</b>
Vay & nợ dài hạn	829	645	420
Các khoản phải trả khác	1	0	0
Vốn điều lệ và	4.671	4.830	4.830
LN giữ lại	15.093	21.183	27.161
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>20.316</b>	<b>26.565</b>	<b>32.543</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	14	21	28
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>54.993</b>	<b>64.448</b>	<b>75.734</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>6.511</b>	<b>8.669</b>	<b>8.840</b>
Khấu hao	1.548	1.796	1.974
Thuế đã nộp	(1.569)	(2.089)	(2.131)
Các khoản điều chỉnh khác	(574)	(327)	(326)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(2.846)</b>	<b>455</b>	<b>776</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>3.069</b>	<b>8.504</b>	<b>9.133</b>
Đầu tư TSCĐ	(1.784)	(1.889)	(1.261)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	3	4	4
Các khoản khác	(302)	(92)	(167)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	4.185	(733)	(728)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>2.103</b>	<b>(2.711)</b>	<b>(2.151)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	1	2	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.792	(334)	1.803
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(234)	(483)	(724)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>1.559</b>	<b>(815)</b>	<b>1.079</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	7.410	14.141	19.119
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>6.731</b>	<b>4.978</b>	<b>8.061</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	14.141	19.119	27.179

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	3,8%	4,3%	3,8%
Vòng quay TS	2,54	2,56	2,53
ROAA	9,8%	11,0%	9,6%
Đòn bẩy tài chính	2,83	2,55	2,37
ROAE	27,6%	28,0%	22,7%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	1,8	1,6	1,4
Số ngày nắm giữ HTK	93,5	87,0	81,3
Số ngày phải trả tiền bán	44,8	44,7	44,5
Vòng quay TSCĐ	18,11	22,52	27,26
ROIC	13,3%	15,2%	13,2%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,4	1,5	1,6
Khả năng thanh toán nhanh	0,6	0,8	0,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,6	0,8
Vòng quay tiền	50,5	43,9	38,2
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	18,2%	19,1%	16,0%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	14,4%	37,0%	4,1%
Tăng trưởng LN ròng	26,0%	33,1%	2,0%
Tăng trưởng EPS	22,8%	28,9%	2,0%

Nguồn: VND RESEARCH

## **HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**

### **Khuyến nghị cổ phiếu**

<b>KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	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**

<b>TÍCH CỰC</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TRUNG TÍNH</b>	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
<b>TIÊU CỰC</b>	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 - Giám đốc 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>