

## CTCP ĐT THỂ 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>
VND42.200	VND78.300	0,39%	KHẢ QUAN	Dịch vụ tiêu dùng

Ngày 22/11/2022

**Triển vọng ngắn hạn:** Tích cực  
**Triển vọng dài hạn:** Tích cực  
**Định giá:** Tích cực

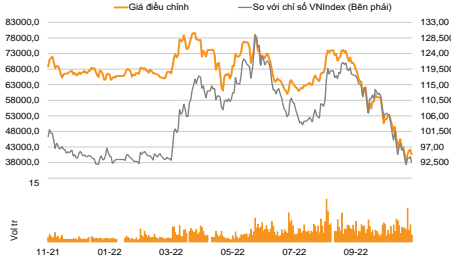
Consensus\*: Mua:16 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -12,1%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm giá mục tiêu 13,1%

### Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	79.580
Thấp nhất 52 tuần (VND)	37.850
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	216.672
Thị giá vốn (tỷ VND)	61.689
Free float (%)	47
P/E trượt (x)	12,1
P/B hiện tại (x)	2,92

### Cơ cấu sở hữu

Công ty TNHH Tư vấn đầu tư thể giới bán lẻ	10,5%
Arisaig Asia Consumer Fund Limited	7,0%
Nguyễn Đức Tài	2,3%
Khác	80,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Phan Như Bách

bach.phannhu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Tín hiệu tích cực sau tái cấu trúc BHX

- MWG đạt doanh thu và LN ròng 9T22 là 102.816 tỷ đồng (+18,4% svck) và 3.481 tỷ đồng (+4,3% svck), hoàn thành 54,9% dự báo cả năm.
- Sau khi tái cấu trúc mạnh mẽ vào Q3/22, chúng tôi kỳ vọng BHX có lãi kể từ Q2/23, giúp LN ròng của MWG tăng trưởng kép 28,3% trong 2023-24.
- Hạ giá mục tiêu xuống 78.300 đồng/cp và duy trì khuyến nghị Khả quan.

### Q3/22: Dưới kỳ vọng do các chi phí phát sinh từ việc tái cấu trúc

Doanh thu (DT) Q3/22 của MWG đạt 32.012 tỷ đồng (+31,6% svck) nhờ vào DT tăng trưởng 62% svck của TGDĐ&ĐMX. Trong khi đó, doanh thu Q3/22 của Bách Hóa Xanh (BHX) giảm 21,7% svck sau khi đóng cửa khoảng 19% số cửa hàng BHX kể từ T6/22. BHX ghi nhận khoản lỗ 814 tỷ đồng trong Q3/22 do chi phí thanh lý tài sản một lần, khiến lãi ròng Q3/22 của MWG chỉ tăng 15,4% svck lên 906 tỷ đồng. Trong 9T22, doanh thu và LN ròng của MWG lần lượt tăng 18,4% svck và 4,3% svck lên 102.816 tỷ đồng và 3.481 tỷ đồng.

### Chúng tôi kỳ vọng Bách Hóa Xanh sẽ có lãi kể từ Q2/23

Chúng tôi ước tính doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng BHX đạt 1,37 tỷ đồng trong Q3/22, cao hơn 26,8% so với Q2/22, điều này chứng tỏ sự thành công bước đầu của quá trình tái cơ cấu. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng của BHX sẽ đạt 1,45 tỷ đồng trong Q4/22 (+6% so với Q3/22) và 1,52 tỷ đồng trong năm 2023 (+13,4% svck) và có lãi kể từ Q2/23. Chúng tôi cho rằng sẽ không có chi phí một lần nào phát sinh trong Q4/22 giúp cho LN ròng của MWG tăng 8,5% svck lên 5.313 tỷ đồng trong năm 2022 (thấp hơn 16,3% so với dự báo trước đó). Trong giai đoạn 2023-24, chúng tôi dự báo LN ròng sẽ tăng trưởng kép với tốc độ là 28,3%.

### Sức khỏe tài chính vẫn duy trì ổn định

Sau khi thu hẹp quy mô của BHX, MWG đã ghi nhận dòng tiền hoạt động dương kể từ Q2/22 trong khi tổng dư nợ giảm 7,4% kể từ đầu năm đến cuối Q3/22. Như vậy, MWG đã giảm tỷ lệ nợ ròng trên tổng tài sản từ 15% trong Q1/22 xuống còn 11% trong Q3/22. MWG đã thực hiện vay hợp vốn kỳ hạn 5 năm trị giá 250 triệu USD với lãi suất cố định 6,6% nhằm cơ cấu nợ ngắn hạn sang dài hạn đảm bảo sức khỏe tài chính trong dài hạn. Chúng tôi ước tính MWG có khả năng ghi nhận khoản lỗ tỷ giá ~215 tỷ đồng trong Q4/22 nhưng chúng tôi cho rằng sẽ không có khoản lỗ tỷ giá bất ngờ nào trong năm 2023.

### Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 78.300 đồng/cp

Chúng tôi giảm giá mục tiêu 1 năm xuống 13,1% sau khi giảm LN ròng năm 2022/23 xuống 16,3%/1,7% so với báo cáo trước đó. MWG đang giao dịch ở vùng định giá thấp trong 5 năm với P/E 2022 là 11,6 lần, với mức tăng giá mục tiêu 86% và lợi nhuận ròng tăng trưởng mạnh năm 2023, MWG rất đáng để đưa vào danh mục đầu tư. Rủi ro giảm giá: Doanh thu từ TGDĐ&ĐMX thấp hơn dự kiến hoặc thời điểm có lãi của BHX chậm hơn dự kiến. Tiềm năng tăng giá: các chuỗi mở rộng nhanh hơn dự kiến, doanh thu trên mỗi cửa hàng tăng hơn dự kiến hoặc BHX đạt mức hòa vốn nhanh hơn kỳ vọng.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	122.958	145.113	163.564	186.400
Tăng trưởng DT thuần	13,3%	18,0%	12,7%	14,0%
Biên lợi nhuận gộp	22,5%	21,8%	21,4%	21,4%
Biên EBITDA	8,2%	6,5%	7,7%	7,0%
LN ròng (tỷ)	4.898	5.313	7.643	8.116
Tăng trưởng LN ròng	25,0%	8,5%	43,9%	6,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	3.347	3.630	5.003	5.312
EPS điều chỉnh	3.347	3.630	5.003	5.312
BVPS	13.916	16.671	19.893	23.705
ROAE	27,3%	23,7%	27,9%	24,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

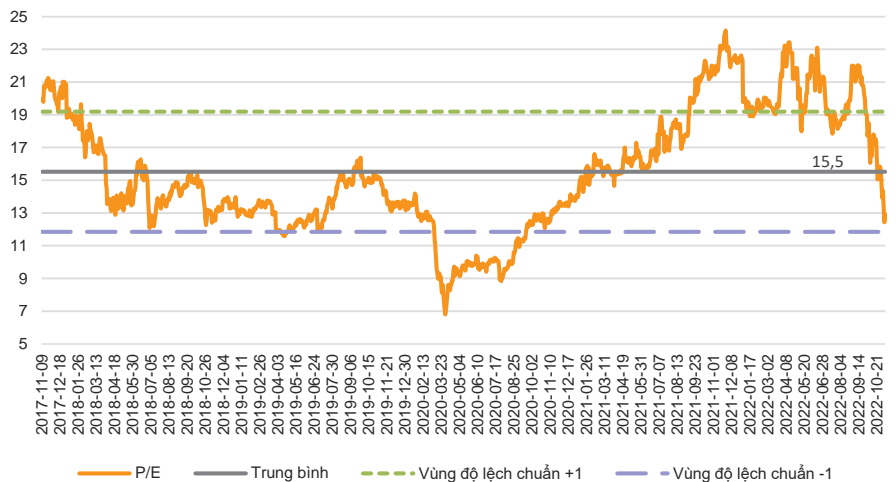
## TÍN HIỆU TÍCH CỰC SAU TÁI CẤU TRÚC BHX

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **Khả quan** với giá mục tiêu **78.300 đồng/cp**

Chúng tôi ưa thích **MWG** vì:

- MWG là cổ phiếu đầu ngành trong mảng bán lẻ điện thoại và điện máy và tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng tăng trưởng tiêu dùng của Việt Nam và xu hướng tiêu dùng hướng tới thương mại hiện đại.
- Bách Hóa Xanh đang lấy lại tốc độ tăng trưởng sau khi tích cực tái cấu trúc từ Q2/22 và đang dần tiến tới điểm sinh lời. Chúng tôi kỳ vọng BHX sẽ có lãi từ năm 2023 để trở thành động lực chính cho tăng trưởng lợi nhuận ròng của MWG.
- Giá cổ phiếu MWG đã điều chỉnh 38,1% trong năm 2022, kém hơn so với VNIndex (35,3% trong năm 2022). Chúng tôi cho rằng sự sụt giảm mạnh gần đây đã phản ánh những lo ngại về hiệu quả của Bách Hóa Xanh khi 19% cửa hàng đã đóng cửa trong Q3/22 cùng với áp lực thị trường đến từ những biến động vĩ mô gần đây. Do đó, MWG được giao dịch ở mức P/E 2022 là 11,6 lần, nằm trong vùng định giá thấp trong 5 năm qua.
- Dù thị trường điều chỉnh mạnh nhưng MWG vẫn nằm trong top đầu thu hút nhà đầu tư nước ngoài khi room ngoại của MWG luôn ở mức tối đa khẳng định niềm tin vào hiệu quả hoạt động của MWG của khối ngoại.

Hình 1: Định giá P/E của MWG từ 2017 – 11/2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Chúng tôi giảm giá mục tiêu 1 năm xuống 78.300 đồng/cp từ mức giá 90.100 đồng/cp trong báo cáo trước**

Định giá của chúng tôi dựa trên định giá thành phần của mảng bán lẻ điện tử tiêu dùng của MWG (TGĐĐ và ĐMX), mảng Bách hóa Xanh và mảng An Khang với các giả định (WACC= 12,8%, lãi suất phi rủi ro = 4,0%)

Chúng tôi giảm giá mục tiêu 1 năm xuống 13,1% sau khi giảm LN ròng năm 2022/23 xuống 16,3%/1,7% so với báo cáo trước đó. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với tiềm năng tăng giá 86%.

**Rủi ro giảm giá:** doanh thu chuỗi TGĐĐ&ĐMX sẽ thấp hơn dự báo của chúng tôi do ảnh hưởng của lạm phát đối với các sản phẩm ICT và tình trạng gián đoạn sản xuất tại Trung Quốc khiến nguồn cung điện thoại và điện tử sụt giảm; BHX không đạt kỳ vọng đạt mức hòa vốn trong nửa đầu năm 2023.

**Tiềm năng tăng giá:** tốc độ mở rộng các chuỗi nhanh hơn dự kiến, doanh thu trên mỗi cửa hàng cao hơn dự kiến hay biên lợi nhuận gộp của TGDD và ĐMX cao hơn dự kiến, BHX đạt mức hòa vốn nhanh hơn kỳ vọng của chúng tôi.

Hình 2: Giá mục tiêu (Đơn vị: đồng)

	Phương pháp	Cũ	Mới	Thay đổi
TGDD+DMX	DCF	47.600	43.700	-8,19%
BHX	DCF	40.900	33.100	-19,07%
An Khang	DCF	1.600	1.500	-6,25%
<b>MWG</b>		<b>90.100</b>	<b>78.300</b>	<b>-13,10%</b>

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 3: Định giá DCF- TGDD và ĐMX (Đơn vị: tỷ đồng)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	39.929
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng)	30.949
Giá trị doanh nghiệp	70.878
Tổng nợ	13.461
Tiền và tương đương tiền	6.549
Giá trị vốn	63.955
SL cổ phiếu	1.463.551.859
Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	43.700

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 4: Định giá DCF – Bách Hóa Xanh (Đơn vị: tỷ đồng)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	14.290
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng)	20.254
Giá trị doanh nghiệp	34.544
Tổng nợ	5.769
Tiền và tương đương tiền	19.648
Giá trị vốn	48.422
SL cổ phiếu	1.463.551.859
Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	33.100

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 5: Định giá DCF – An Khang (Đơn vị: tỷ đồng)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1.918
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng)	260
Giá trị doanh nghiệp	2.178
Tổng nợ	0
Tiền và tương đương tiền	0
Giá trị vốn	2.178
SL cổ phiếu	1.463.551.859
Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	1.500

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 6: Các giả định

Chi phí sử dụng vốn	
Beta	0,9
Phần 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>12,8%</b>

Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 7: So sánh cùng ngành

Công ty	Mã CK	Khuyến nghị	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Vốn hóa tr USD	P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
			Nội tệ	Nội tệ		2022	2023	(%)	2022	2023	2022	2023	2022	2023
<b>Công ty bán lẻ điện máy &amp; bách hóa</b>														
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	MWG VN	Khả quan	42.200	78.300	2.487	11,6	8,4	16,2	2,12	1,78	8,20	10,80	23,70	27,90
<b>Các công ty bán lẻ điện máy</b>														
Erajaya Swasembada Tbk PT	ERAA IJ	na	408,00	na	415	6,2	5,2	36,3	0,93	0,82	9,1	9,4	16,5	17,6
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	FRT VN	na	65.200	na	311	13,6	11,0	627,6	na	na	4,9	5,2	29,0	25,6
Challenger Technologies Ltd	CHLG SP	na	na	na	158	na	na	-1,1	na	na	na	na	na	na
Sunfar Computer Co Ltd	6154 TT	na	15,30	na	39	na	na	69,7	na	na	na	na	na	na
Tsann Kuen Enterprise Co Ltd	2430 TT	na	41,50	na	156	na	na	51,0	na	na	na	na	na	na
<b>Trung bình</b>						<b>9,9</b>	<b>8,1</b>	<b>156,7</b>	<b>0,93</b>	<b>0,82</b>	<b>7,0</b>	<b>7,3</b>	<b>22,7</b>	<b>21,6</b>
<b>Công ty bán lẻ bách hóa</b>														
Taiwan FamilyMart Co Ltd/Taiwan	5903 TT	na	185,5	na	1.330	26,7	18,7	-2,4	5,96	5,34	2,6	3,4	22,8	27,8
Sumber Alfaria Trijaya Tbk PT	AMRT IJ	na	2.830	na	7.497	42,4	33,9	50,1	10,63	8,86	na	na	27,8	28,9
<b>Trung bình</b>						<b>34,6</b>	<b>26,3</b>	<b>23,9</b>	<b>8,30</b>	<b>7,10</b>	<b>2,6</b>	<b>3,4</b>	<b>25,3</b>	<b>28,4</b>

Dữ liệu ngày 18/11/2022  
Nguồn: VND RESEARCH, Bloomberg

**KQKD Q3/22: Doanh thu phù hợp dự phóng, LN ròng bị tác động mạnh bởi khoản lỗ từ BHX**

Doanh thu Q3/22 của MWG đạt 32.012 tỷ đồng (+31,6% svck), nhờ tăng trưởng 62% svck của TGDD&DMX. Trong khi đó, doanh thu Q3/22 của Bách Hóa Xanh giảm 21,7% svck xuống chỉ còn 7.200 tỷ đồng sau khi 19% cửa hàng BHX đóng cửa kể từ T6/22 và nhu cầu dự trữ giảm dần (là nguyên nhân chính dẫn đến nền doanh thu cao của BHX trong Q3/21).

Chi phí tài chính Q3/22 tăng 2,7 lần svck, phản ánh lãi suất đi vay tăng kể từ Q2/22 đến nay. Chi phí bán hàng & quản lý Q3/22 chỉ tăng 12,2% svck (bao gồm khoản lỗ 264 tỷ đồng do thanh lý tài sản của BHX) cho thấy MWG đang tái cơ cấu hiệu quả chi phí quản lý doanh nghiệp. LN ròng của MWG trong Q3/22 chỉ tăng 15,4% svck lên 906 tỷ đồng, chủ yếu do tác động của khoản lỗ 814 tỷ đồng của Bách hóa Xanh.

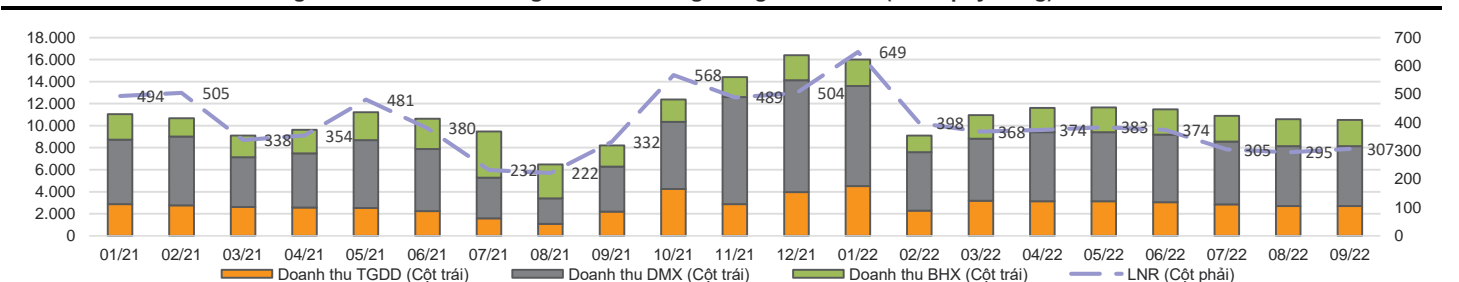
Trong 9T22, DT và LN ròng lần lượt đạt 102.816 tỷ đồng (+18,4% svck) và 3.481 tỷ đồng (+4,3% svck), thấp hơn kỳ vọng khi chỉ hoàn thành 54,9% dự báo cả năm.

Hình 8: KQKD Q3/22 và 9T22 (đơn vị: tỷ đồng)

Tỷ đồng	Q3/22	%svck	9T22	%svck	Dự phóng của VND	%so với dự phóng	Ghi chú
<b>Doanh thu</b>	<b>32.012</b>	<b>31,6%</b>	<b>102.816</b>	<b>18,4%</b>	<b>147.488</b>	<b>69,7%</b>	<b>Phù hợp dự phóng</b>
TGDD	8.261	69,7%	27.572	34,6%	35.807	77,0%	Khả cao hơn so với dự báo của chúng tôi vì chúng tôi tin rằng doanh số bán iPhone với việc mở rộng nhanh chóng các cửa hàng Topzone đang giúp doanh thu điện thoại của MWG hoạt động tốt hơn kỳ vọng.
DMX	16.551	63,8%	53.599	23,5%	75.896	70,6%	Phù hợp dự phóng
BHX	7.200	-21,7%	20.000	-11,4%	33.167	60,3%	Dưới mức kỳ vọng của chúng tôi do MWG đang tái cấu trúc hệ thống cửa hàng BHX với việc đóng cửa số lượng cửa hàng BHX khoảng 400 cửa hàng trong Q3/22, trong khi doanh thu trên mỗi cửa hàng đang dần tăng trở lại.
LN gộp	7.392	21,4%	22.853	12,8%	33.329	68,6%	Dưới mức kỳ vọng của chúng tôi vì biên lợi nhuận gộp thấp hơn chúng tôi dự phóng khi MWG đẩy mạnh các chiến dịch khuyến mãi cho BHX để lấy lại lượng khách hàng nhằm thúc đẩy doanh thu BHX tăng trở lại.
Biên LNG	23,1%	-1,9 điểm %	22,2%	-1,1 điểm %	22,6%	0,4 điểm %	
Thu nhập tài chính òng	-86	-169,3%	0	-100,0%	601	0,0%	Dưới mức kỳ vọng của chúng tôi do chi phí tài chính tăng cao trong bối cảnh lãi suất vay gia tăng và tỷ giá hối đoái biến động trong 9T22.
Chi phí bán hàng	-5.343	25,1%	-15.187	16,3%	-20.579	73,8%	Phù hợp dự phóng
Chi phí QLDN (có bao gồm chi phí thanh lý tài sản 1 lần của BHX)	-545	-44,1%	-3.036	-4,0%	-5.310	57,2%	Dưới mức dự phóng. Mặc dù phát sinh chi phí tái cấu trúc là 488 tỷ đồng nhưng chi phí bán hàng & quản lý của MWG vẫn thấp hơn ước tính của chúng tôi do tiết giảm chi phí hoạt động với hệ thống công nghệ tốt hơn để tối ưu hóa chi phí quản lý doanh nghiệp.
Chi phí BH&QLDN	-5.888	12,2%	-18.223	12,3%	-25.889	70,4%	Dưới mức dự phóng
Chi phí bán hàng / DT	-16,7%	0,8 điểm %	-14,8%	0,2 điểm %	-14,0%	0,8 điểm %	
Chi phí QLDN / DT	-1,7%	2,3 điểm %	-3,0%	0,6 điểm %	-3,6%	-0,6 điểm %	
Chi phí BH&QLDN/DT	-18,4%	3,2 điểm %	-17,7%	1,0 điểm %	-17,6%	0,1 điểm %	
LN trước thuế	1.418	46,5%	5.123	15,9%	8.041	63,7%	Dưới mức dự phóng
Thuế suất	-36,0%	-17,2 điểm %	-32,0%	-7,5 điểm %	-21,0%	11,0 điểm %	Vượt ước tính của chúng tôi khi khoản lỗ của BHX trong 9T22 lên tới 2.246 tỷ đồng do chi phí tái cơ cấu chuỗi BHX cao và doanh thu trên mỗi cửa hàng cần có thời gian để tăng lên mức có lãi trở lại.
<b>LNR</b>	<b>906</b>	<b>15,4%</b>	<b>3.481</b>	<b>4,3%</b>	<b>6.346</b>	<b>54,9%</b>	<b>Dưới mức mong đợi của chúng tôi</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 9: Doanh thu theo mảng kinh doanh và LN ròng của MWG hàng tháng kể từ 2021 (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

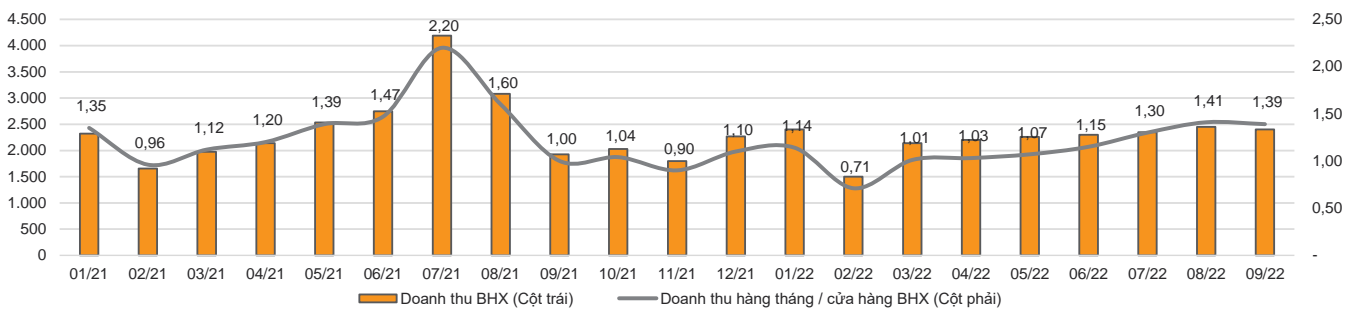
**Triển vọng 2023-24: Chúng tôi kỳ vọng BHX sẽ có lãi kể từ Q2/23**

**Doanh thu mỗi cửa hàng Bách Hóa Xanh cải thiện sau tái cấu trúc**

Sau khi thay đổi layout cửa hàng BHX trong Q2/2022, MWG tiếp tục đóng cửa hơn 400 cửa hàng hoạt động kém hiệu quả để tối ưu hóa chi phí vận hành, vì thế số lượng cửa hàng BHX giảm 19% so với cuối năm 2021 xuống còn 1.727 cửa hàng vào cuối Q3/22. Chúng tôi ước tính doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng của BHX đạt 1,37 tỷ đồng trong Q3/22, cao hơn 26,8% so với Q2/22, điều này chứng tỏ sự thành công bước đầu của quá trình tái cơ cấu.

Chúng tôi ước tính MWG vẫn duy trì biên lợi nhuận gộp khoảng 25% cho chuỗi Bách Hóa Xanh trong 9T22 và mức này sẽ tiếp tục được duy trì trong giai đoạn 2022-2024 trong bối cảnh lạm phát gia tăng và MWG vẫn muốn đẩy mạnh doanh thu chuỗi Bách Hóa Xanh.

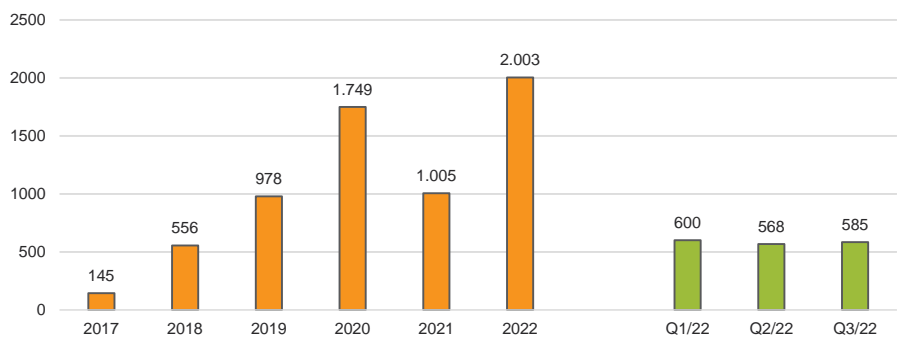
**Hình 10: Doanh thu BHX và doanh thu hàng tháng mỗi cửa hàng BHX (đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

BHX tiếp tục ghi nhận khoản lỗ 814 tỷ đồng trong Q3/2022, bao gồm chi phí thanh lý tài sản 229 tỷ đồng và một số chi phí phát sinh khác trong quá trình tái cấu trúc chuỗi Bách Hóa Xanh như chi phí hợp đồng cho thuê. Do đó, chúng tôi ước tính khoản lỗ hoạt động của Bách Hóa Xanh vào khoảng 400 tỷ đồng, giảm mạnh so với Q1/22 với khoản lỗ khoảng 600 tỷ đồng.

**Hình 11: Lỗ tại BHX (đã loại trừ các chi phí thanh lý tài sản – Đơn vị: tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Với kỳ vọng doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng của MWG sẽ tiếp tục đà tăng trưởng trong Q4/22 và 2023 để tăng lên mức 1,45 tỷ đồng trong Q4/22 và 1,52 tỷ đồng trong 2023, chúng tôi ước tính khoản lỗ của BHX sẽ đạt khoảng 250 tỷ đồng và tiến tới có lãi trong Q2/23. Như vậy, từ năm 2023 trở đi, MWG có thể sử dụng khoản “chuyển lỗ” từ năm 2018-2022 với giá trị lên tới 6.300 tỷ đồng để giảm thuế doanh nghiệp áp dụng cho MWG từ năm 2023 trở đi.

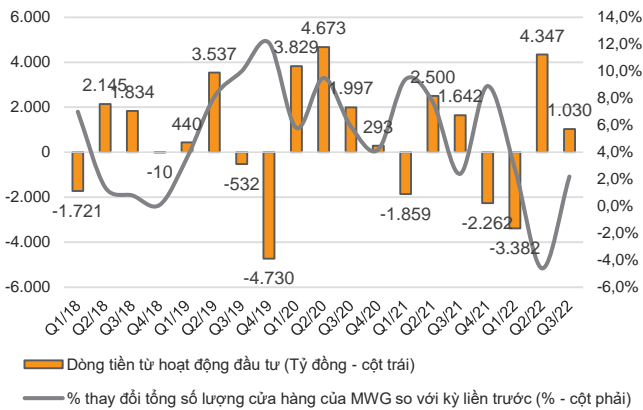
Vì thế, theo dự phóng, thuế suất của MWG trong năm 2022 sẽ ở mức 28,3% (+7,2 điểm % so với báo cáo trước), trong khi thuế suất áp dụng cho năm 2023 sẽ chỉ ở mức 19,1% (-1,0 điểm % so với báo cáo trước).

**Sức khỏe tài chính vẫn duy trì ổn định**

Sau khi thu hẹp quy mô BHX, MWG đã ghi nhận dòng tiền hoạt động dương kể từ Q2/22 trong khi tổng dư nợ giảm 7,4% so với đầu năm tính đến cuối Q3/22. Hiện tại, tỷ lệ D/E của MWG đang duy trì ở mức 0,98 lần, tỷ lệ này là thấp nhất trong số các công ty cùng ngành CNTT, như FRT đang duy trì tỷ lệ D/E là 2,2 lần, DGW đang duy trì tỷ lệ D/E là 1,1 lần và PET gấp 2,2 lần.

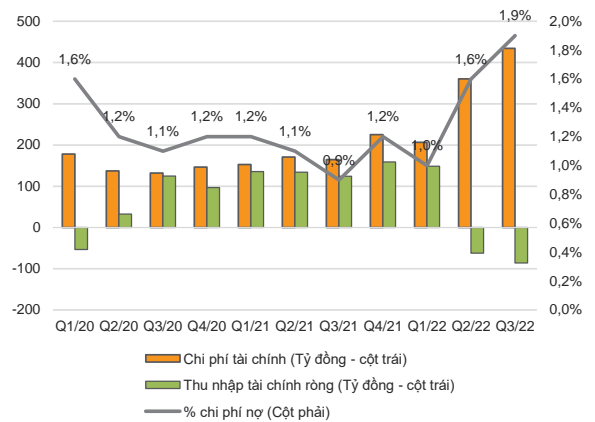
Trong T9/22, MWG đã vay hợp vốn kỳ hạn 5 năm trị giá 250 triệu USD với lãi suất cố định 6,6% nhằm cơ cấu nợ ngắn hạn sang dài hạn nhằm đảm bảo sức khỏe tài chính vững mạnh, giảm thiểu tác động của các bất ổn vĩ mô. Với khoản vay này, chúng tôi ước tính MWG sẽ chịu khoản lỗ tỷ giá khoảng 215 tỷ đồng trong Q4/22. Đối với 2023, chúng tôi cho rằng tỷ giá hối đoái sẽ ổn định và MWG có thể tận dụng chi phí vốn thấp trong bối cảnh lãi suất tăng để đạt được thu nhập tài chính thuần trong năm 2023/24 với giá trị 364 tỷ đồng/205 tỷ đồng.

**Hình 12: Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của MWG và thay đổi trong việc mở rộng cửa hàng từ 2018 – Q3/22**



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

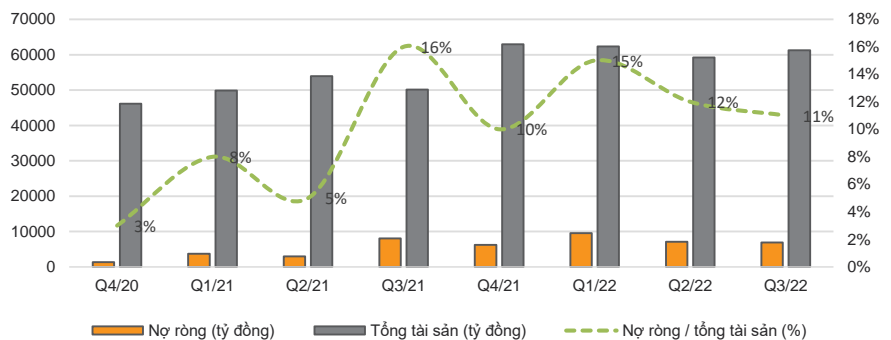
**Hình 13: Chi phí tài chính và chi phí nợ từ Q1/20 – Q3/22**



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Đồng thời, với việc lãi suất đi vay tăng dần trong giai đoạn hạn mức tín dụng hạn chế và điều kiện vĩ mô không ổn định, chi phí nợ vay của MWG đã tăng trong Q2/22 – Q2/23, từ khoảng 1,0 – 1,2%/quý trong các quý trước đó lên mức 1,6% – 1,9% trong Q2/22 - Q3/22 khiến MWG ghi nhận khoản lỗ tài chính sau 8 quý liên tiếp có thu nhập tài chính thuần. Do đó, việc MWG giảm dần quy mô khoản vay và cơ cấu nợ từ ngắn hạn sang dài hạn nhằm đảm bảo ổn định tài chính sẽ hạn chế tối đa ảnh hưởng của các biến động vĩ mô. MWG đã giảm tỷ lệ nợ ròng trên tổng tài sản từ 15% trong Q1/22 xuống còn 11% trong Q3/22.

**Hình 14: Nợ ròng, tổng tài sản và tỷ lệ nợ ròng trên tổng tài sản của MWG**



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

### Điều chỉnh dự phóng năm 2022-24

Chúng tôi giảm 475/815 về số lượng cửa hàng BHX trong năm 2022/23 để phản ánh kết quả của việc đóng cửa các cửa hàng hoạt động không hiệu quả trong Q3/22 và chiến lược tạm dừng mở rộng chuỗi BHX để tập trung vào tính hiệu quả vận hành. Đồng thời, chúng tôi đã tăng doanh thu BHX hàng tháng trên mỗi cửa hàng thêm 7,2%/10,1% lên 1,34 tỷ đồng/1,52 tỷ đồng 2022/23 để phản ánh kết quả quá trình tái cấu trúc của BHX. Do đó, doanh thu của BHX giảm 16,1%/26,0% xuống 27.837 tỷ đồng/32.762 tỷ đồng trong năm 2022/23 so với dự báo trước.

Chúng tôi tăng doanh thu của chuỗi TGDD lần lượt là 6,8%/2,6% cho năm 2022/23, phản ánh việc tăng tốc mở cửa hàng Topzone để thúc đẩy doanh số bán sản phẩm Apple, đồng thời điều chỉnh doanh thu của chuỗi ĐMX thêm +1,05%/-2,21% để phản ánh tác động của lạm phát đến doanh thu ĐMX và tốc độ mở rộng ĐMX siêu nhỏ chậm lại so với báo cáo trước đó. Do đó, chúng tôi giảm doanh thu MWG trong 2022/23 lần lượt 1,6%/8,6% so với báo cáo trước.

Chúng tôi điều chỉnh biên lợi nhuận gộp tổng hợp giảm từ 22,6%/22,3% trong năm 2022/23 trong báo cáo trước xuống 21,8%/21,4% do áp lực chi phí đầu vào trong bối cảnh lạm phát gia tăng ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp.

Chúng tôi điều chỉnh lợi nhuận tài chính thuần trong báo cáo trước là 601 tỷ đồng/603 tỷ đồng thành chi phí tài chính thuần là 134 tỷ đồng trong năm 2022 và lợi nhuận tài chính thuần là 364 tỷ đồng trong năm 2023, chủ yếu phản ánh lỗ tỷ giá hối đoái trong Q4/2022 và MWG tiếp tục hưởng lợi từ các khoản tiền gửi ngắn hạn và đầu tư vào năm 2023, nhưng ít hơn so với báo cáo trước đây của chúng tôi do lãi suất vay tăng mạnh.

Chúng tôi giảm chi phí BH&QLDN lần lượt 7,2%/16% trong năm 2022/23 chủ yếu nhờ giảm chi phí quản lý sau khi đổi mới chuỗi Bách Hóa Xanh.

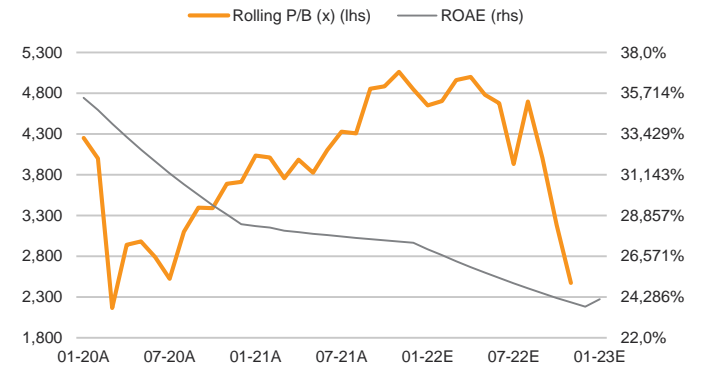
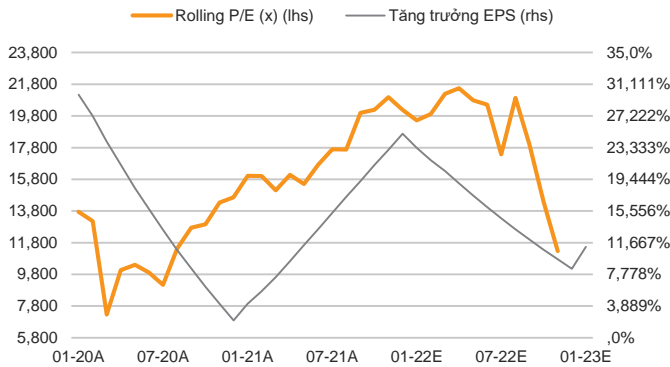
Do đó, chúng tôi giảm LNTT 7,9%/2,9% trong năm 2022/23 so với báo cáo trước. LN ròng 2022/23 điều chỉnh giảm 16,3%/1,7% so với báo cáo trước đó.

Hình 15: Thay đổi dự phóng 2022-24 (Đơn vị: tỷ đồng)

	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		Thay đổi (%)		
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2024
<b>Số lượng cửa hàng</b>							
TGDD	1.028	1.028	1.118	1.118	90 cửa hàng	90 cửa hàng	1.118
DMX	2.172	2.572	2.232	2.412	60 cửa hàng	-160 cửa hàng	2.442
BHX	2.206	2.666	1.731	1.851	-475 cửa hàng	-815 cửa hàng	1.901
<b>Doanh thu mỗi cửa hàng hàng tháng</b>							
TGDD	2,90	3,26	2,85	3,07	-1,7%	-5,8%	3,39
DMX	2,91	2,83	2,86	2,95	-1,7%	4,2%	2,75
BHX	1,25	1,38	1,34	1,52	7,2%	10,1%	1,70
<b>Doanh thu</b>	<b>147.488</b>	<b>178.912</b>	<b>145.113</b>	<b>163.564</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-8,6%</b>	<b>186.400</b>
TGDD	35.807	40.195	38.233	41.254	6,8%	2,6%	45.503
DMX	75.896	87.253	76.695	85.326	1,1%	-2,2%	80.604
BHX	33.167	44.286	27.837	32.762	-16,1%	-26,0%	38.722
GVHB	(114.159)	(138.976)	(113.548)	(128.580)	-0,5%	-7,5%	(146.418)
LN gộp	33.329	39.936	31.565	34.984	-5,3%	-12,4%	39.982
% biên LNG	22,6%	22,3%	21,8%	21,4%	-0,8 điểm %	-0,9 điểm %	21,4%
Thu nhập tài chính ròng	601	603	(134)	364	-122,3%	-39,6%	205
Chi phí bán hàng	(20.579)	(25.443)	(20.541)	(21.481)	-0,2%	-15,6%	(24.440)
Chi phí QLDN	(5.310)	(5.367)	(3.483)	(4.416)	-34,4%	-17,7%	(5.592)
Chi phí BH&QLDN	(25.889)	(30.810)	(24.024)	(25.897)	-7,2%	-15,9%	(30.032)
Chi phí bán hàng/DT	-14,0%	-14,2%	-14,2%	-13,1%	-0,2 điểm %	1,1 điểm %	-13,1%
Chi phí QLDN/DT	-3,6%	-3,0%	-2,4%	-2,7%	1,2 điểm %	0,3 điểm %	-3,0%
Chi phí BH&QLDN/DT	-17,6%	-17,2%	-16,6%	-15,8%	1,0 điểm %	1,4 điểm %	-16,1%
LN hoạt động	7.440	9.126	7.541	9.087	1,4%	-0,4%	9.950
LN trước thuế	8.041	9.729	7.407	9.451	-7,9%	-2,9%	10.155
<b>LNR</b>	<b>6.346</b>	<b>7.775</b>	<b>5.313</b>	<b>7.643</b>	<b>-16,3%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>8.116</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	145.113	163.564	186.400
Giá vốn hàng bán	(113.548)	(128.580)	(146.418)
Chi phí quản lý DN	(3.483)	(4.416)	(5.592)
Chi phí bán hàng	(20.541)	(21.481)	(24.440)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>7.541</b>	<b>9.087</b>	<b>9.950</b>
EBITDA thuần	7.853	10.802	11.468
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(312)</b>	<b>(1.715)</b>	<b>(1.518)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>7.541</b>	<b>9.087</b>	<b>9.950</b>
Thu nhập lãi	1.518	1.822	1.651
Chi phí tài chính	(1.652)	(1.458)	(1.446)
Thu nhập ròng khác	0	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>7.407</b>	<b>9.451</b>	<b>10.155</b>
Thuế	(2.089)	(1.800)	(2.031)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(5)	(8)	(8)
<b>LN ròng</b>	<b>5.313</b>	<b>7.643</b>	<b>8.116</b>
Thu nhập trên vốn	5.313	7.643	8.116
Cổ tức phổ thông	(1.464)	(2.292)	(2.292)
<b>LN giữ lại</b>	<b>3.849</b>	<b>5.351</b>	<b>5.824</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	18.941	22.557	28.718
Đầu tư ngắn hạn	7.256	8.178	9.320
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.840	3.144	3.509
Hàng tồn kho	28.847	32.572	34.185
Các tài sản ngắn hạn khác	1.470	1.569	1.802
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>59.354</b>	<b>68.020</b>	<b>77.534</b>
Tài sản cố định	5.715	5.132	5.127
Tổng đầu tư	58	49	56
Tài sản dài hạn khác	1.562	1.636	1.727
<b>Tổng tài sản</b>	<b>66.689</b>	<b>74.837</b>	<b>84.444</b>
Vay & nợ ngắn hạn	12.653	13.853	15.337
Phải trả người bán	13.992	15.840	17.675
Nợ ngắn hạn khác	9.052	8.977	10.007
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>35.697</b>	<b>38.670</b>	<b>43.019</b>
Vay & nợ dài hạn	6.576	5.749	5.176
Các khoản phải trả khác			
Vốn điều lệ và	14.636	15.278	15.278
LN giữ lại	9.211	14.563	20.387
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>24.399</b>	<b>30.393</b>	<b>36.216</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	17	25	33
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>66.689</b>	<b>74.837</b>	<b>84.444</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-22E	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>7.407</b>	<b>9.451</b>	<b>10.155</b>
Khấu hao	312	1.715	1.518
Thuế đã nộp	(2.089)	(1.800)	(2.031)
Các khoản điều chỉnh khác	(3.179)	393	(307)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>5.979</b>	<b>(2.109)</b>	<b>959</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>8.430</b>	<b>7.650</b>	<b>10.294</b>
Đầu tư TSCĐ	(176)	(1.079)	(1.469)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	4	4	4
Các khoản khác	(239)	(132)	(138)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	6.121	(914)	(1.149)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>5.710</b>	<b>(2.121)</b>	<b>(2.752)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	6	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.259	373	911
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1.464)	(2.292)	(2.292)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(205)</b>	<b>(1.913)</b>	<b>(1.381)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5.006	18.941	22.557
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>13.935</b>	<b>3.616</b>	<b>6.161</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	18.941	22.557	28.718

**Các chỉ số cơ bản**

	12-22E	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	3,7%	4,7%	4,4%
Vòng quay TS	2,24	2,31	2,34
ROAA	8,2%	10,8%	10,2%
Đòn bẩy tài chính	2,90	2,58	2,39
ROAE	23,7%	27,9%	24,4%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	1,6	1,5	1,3
Số ngày nắm giữ HTK	92,7	92,5	85,5
Số ngày phải trả tiền bán	45,0	45,0	44,2
Vòng quay TSCĐ	18,81	30,16	36,34
ROIC	12,2%	15,3%	14,3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,7	1,8	1,8
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	0,9	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,7	0,8	0,9
Vòng quay tiền	49,3	49,0	42,6
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	18,0%	12,7%	14,0%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	28,1%	20,5%	9,5%
Tăng trưởng LN ròng	8,5%	43,9%	6,2%
Tăng trưởng EPS	8,5%	37,8%	6,2%

Nguồn: VND RESEARCH



## 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 - 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>