

Ngành: Tiêu dùng-bán lẻ | BSC RESEARCH

KHUYẾN NGHỊ

MUA

 TỔNG CTCP ĐẦU TƯ THẾ GIỚI DI ĐỘNG - (HSX: MWG)
 SAU CƠN MUA TRỜI LẠI SÁNG

Giá hiện tại:	38,200
Giá mục tiêu trước:	-
Giá mục tiêu mới:	48,700
Tỷ suất cổ tức	1.3%
Tiềm năng tăng giá	+27%

Ngày viết báo cáo:	29/5/2023
Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	1,463
Vốn hóa (tỷ VND)	55,920
Thanh khoản bình quân (tỷ VND):	55,920
Sở hữu nước ngoài	49%

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

CT TNHH MTV Tư vấn Đầu tư TG Bán lẻ	10.5%
Nhóm quỹ ngoại DC	7.94%
CT TNHH Tri Tâm	7.92%

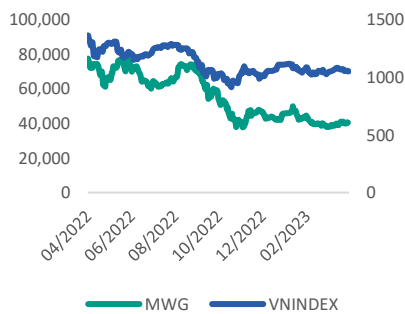
Bộ phận Research:

Phạm Thị Minh Châu

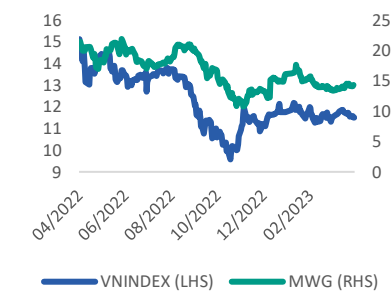
(Ngành Tiêu dùng – bán lẻ)

Chauptm@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu **MWG** với giá mục tiêu cho triển vọng tích cực của năm 2024 = **48,700 VNĐ/CP** (Upside +27% so với giá đóng cửa ngày 26/5/2023) dựa trên phương pháp DCF và SOTP.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **TGDĐ + ĐMX:** kỳ vọng bứt phá giới hạn thị phần nhờ cải cách chiến lược bán hàng
- **BHX:** Kỳ vọng hiệu quả ổn định và có lãi vào Q4/23, hậu tái cấu trúc
- **Cơ hội đầu tư vào doanh nghiệp tốt với định giá hấp dẫn:** bằng phương pháp P/B và đánh giá tài sản theo góc nhìn giản đơn của BSC.

CATALYST

- Thành công phát hành riêng lẻ BHX, góp phần tái định giá lại MWG

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Rủi ro từ nhu cầu tiếp tục suy yếu và biên lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng
- Hiệu quả hoạt động của BHX thấp hơn kỳ vọng.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2023- Ngành gặp khó khăn và chiến lược bảo vệ thị phần, dòng tiền: BSC kì vọng DTT và LNST-LICĐTS năm 2023 của MWG đạt 130,418 tỷ VND (-2.2% YoY) và 2,815 tỷ VND (-31% YoY), EPS FW 2023 = 1,923 VND/CP và P/B FW 2023 =2.2 lần - **thấp hơn -1 lần độ lệch chuẩn so với P/B trung bình lịch sử là 4.8 lần.**

Năm 2024- Kì vọng tăng trưởng: BSC ước tính DTT đạt 147,315 tỷ VND (+13%YoY), LNST- LICĐTS là 4,798 tỷ VND (+70%YoY), EPS FW 2024= 3,278 VND. PE FW 2024 =11.7 lần,P/B FW 2024=1.9 lần.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

- **Doanh thu tháng 4/2023 phục hồi so với tháng 3/2023 (+23.5%MoM) và dự kiến tiếp tục tăng trong T5/2023:** (1) TGDĐ và ĐMX +20%MoM: nhu cầu CE phục hồi do thời tiết nắng nóng; và (2) BHX: +3%MoM, DT/CH +3.6%MoM do cải thiện cả số lượng đơn hàng và giá trị hoá đơn.

Chỉ số	2021*	2022*	2023F	2024F	KQKD	2021*	2022*	2023F	2024F
PE (x)	11.41	13.64	19.86	11.65	Doanh thu thuần	122,958	133,405	130,418	147,315
PB (x)	1.34	2.34	2.15	1.86	Lợi nhuận gộp	27,632	30,782	25,784	29,908
ROA (%)	7.8%	7.3%	5.0%	7.8%	NPAT	4,904	4,102	2,817	4,800
ROE (%)	24.1%	17.1%	10.8%	16.0%	EPS	3,348	2,801	1,923	3,278

*2021-2022: có sự tác động của sự kiện COVID-19

KẾT QUẢ KINH DOANH TẠO ĐÁY TRONG Q1/2023 VÀ CHIẾN LƯỢC BẢO VỆ THỊ PHẦN VÀ DÒNG TIỀN

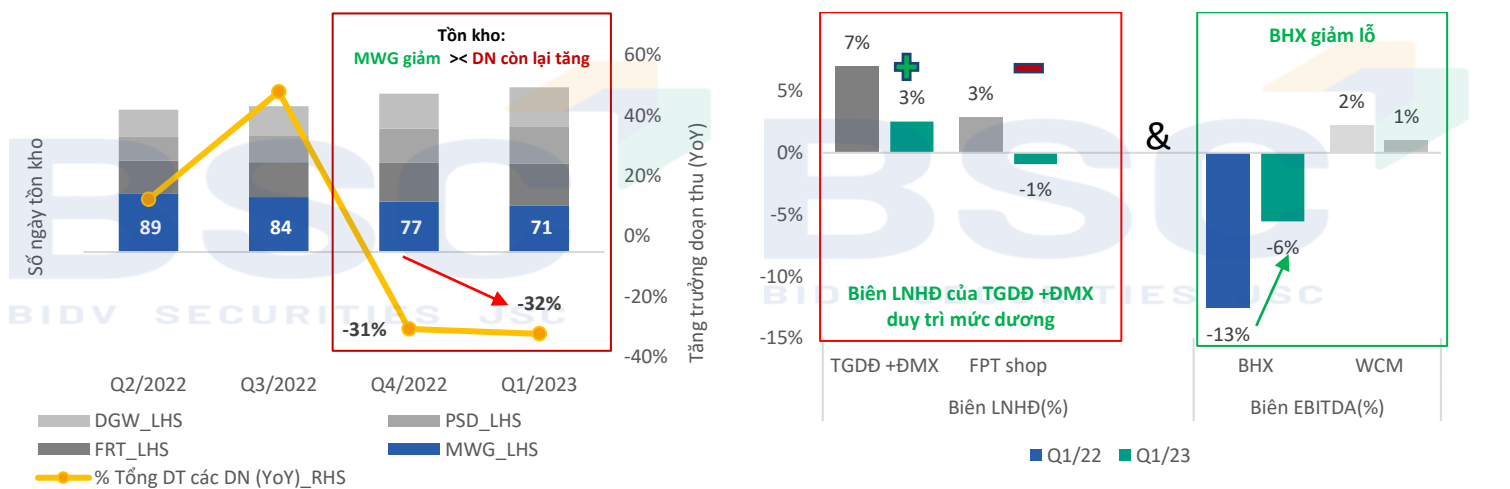
Bảng 1: Tóm tắt KQKD Q1/2023

Cơ cấu doanh thu	Q1/23	Q1/22	%YoY	Bình luận
TGDĐ+ ĐMX	19,946	29,818	-33%	<p>- Nhu cầu ICT+CE suy yếu, tài chính tiêu dùng thắt chặt và áp lực thanh lý tồn kho dẫn đến cạnh tranh về giá trên thị trường, khiến (1) DTT Q1/2023 27,106 tỷ VND (-26%YoY) và (2) biên lợi nhuận hoạt động giảm từ 5.07% xuống 0.39%</p> <p>- LNST Q1/2023 đạt 21 tỷ (-98%YoY) - chỉ đạt 1% KH LNST. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng đầy kết quả kinh doanh đã được phản ánh vào Q1/2023, dựa vào:</p> <p>(1) TGDĐ và ĐMX: Biên lợi nhuận hoạt động dự kiến vẫn giữ được tại mức +2.5% nhờ:</p> <ul style="list-style-type: none"> Chiến lược bán hàng linh hoạt. Năng lực đàm phán với nhà cung cấp. Khả năng chủ động kiểm soát tốt hàng tồn kho phù hợp với nhu cầu thị trường. <p>(2) BHX giảm lỗ nhờ tăng doanh thu /CH nhờ nâng cao chất lượng hàng tươi sống và kiểm soát.</p> <p>(3) Giảm đầu tư vào tài sản cố định -53%YoY và việc đóng các chuỗi CH không hiệu quả (AVASport, Bluetronics) cũng là một phần của chiến lược bảo vệ dòng tiền của MWG.</p> <p>- Ngoài ra, Doanh thu T4/2023 phục hồi so với T3/2023 (+23.5% MoM):</p> <ul style="list-style-type: none"> TGDĐ và ĐMX +20%MoM: nhu cầu CE phục hồi do thời tiết nắng nóng và hiệu quả của chiến lược cạnh tranh toàn diện. BHX: +3%MoM, DT/CH +3.6%MoM và dự kiến tiếp tục tăng trong T5/23 do cải thiện cả số lượng đơn hàng và giá trị hoá đơn.
%Tỷ trọng	74%	81%		
BHX	6,370	6,040	5%	
%Tỷ trọng	24%	16%		
Khác	132	215	-39%	
%Tỷ trọng	0.5%	0.6%		
	Q1/23	Q1/22	%YoY	
Doanh thu thuần	27,106	36,467	-26%	
Lãi gộp	5,214	8,124	-36%	
GPM	19.2%	22.3%		
Chi phí bán hàng	(4,785)	(5,036)	-5%	
Chi phí QLDN	(325)	(1,239)	-74%	
SG&A/Rev	18.8%	17.2%		
Lợi nhuận HĐKD	105	1,849	-94%	
Biên LN HĐKD	0.39%	5.07%		
Thu nhập tài chính	359	355	1%	
Chi phí tài chính	(296)	(206)	43%	
LNTT	159	2,003	-92%	
LNST	21	1,445	-98.5%	
Biên LNST	0.08%	3.96%		

Nguồn: MWG, Fiinpro

Hình 1: MWG sở hữu năng lực quản trị hàng tồn kho tốt hơn thị trường, trong bối cảnh nhu cầu suy giảm.

Hình 2: Chiến lược cạnh tranh toàn diện và cơ cấu sản phẩm giúp MWG duy trì được biên lợi nhuận và BHX đang cải thiện hiệu quả kinh doanh hậu tái cấu trúc

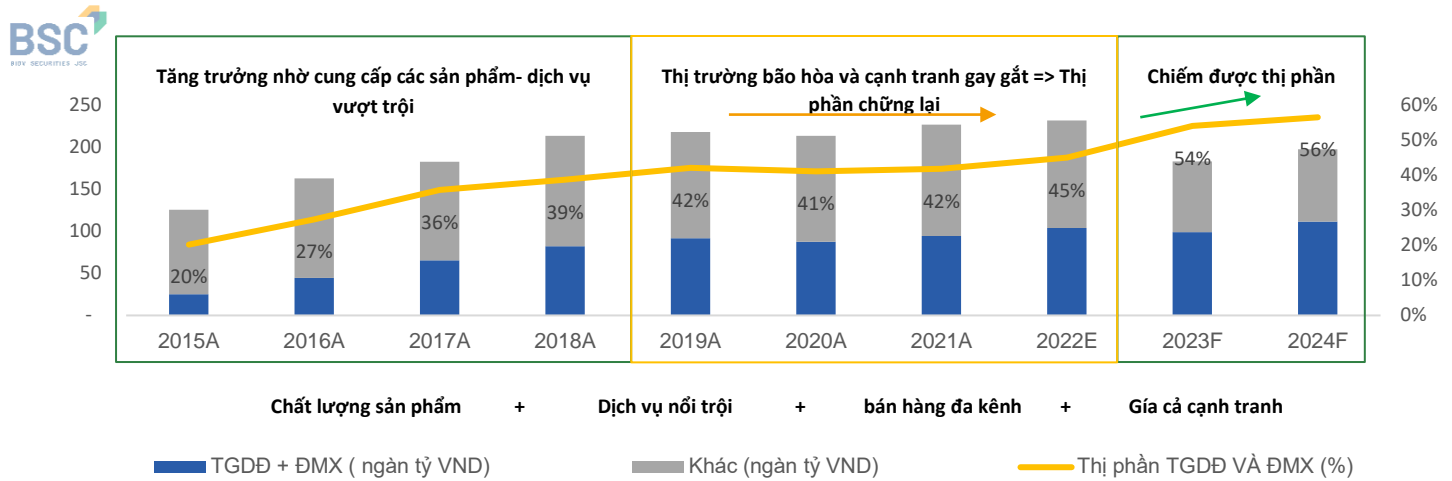


Nguồn: MWG, Fiinpro

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

I. TGDĐ + ĐMX: KÌ VỌNG BỨT PHÁ GIỚI HẠN THỊ PHẦN NHỜ CẢI THIỆN CHIẾN LƯỢC BÁN HÀNG

Hình 3: Áp dụng chiến lược cạnh tranh toàn diện kỳ vọng giúp TGDĐ+ĐMX mở rộng tập khách hàng và gỡ được nút thắt tăng trưởng thị phần

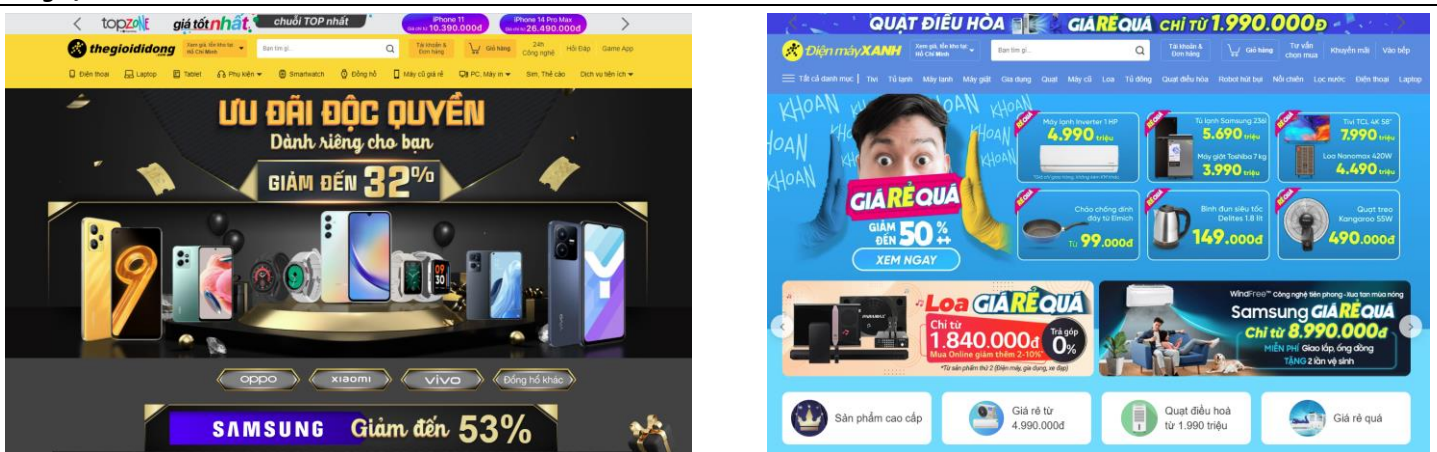


Nguồn: MWG, Euromonitor International, BSC Research

TGDĐ+ĐMX được kỳ vọng sẽ gỡ được nút thắt tăng trưởng từ chiếm thị phần từ (1) các đối thủ rời bỏ ngành (như edigi)(*); (2) nguồn hàng xách tay (**), (3) các chuỗi nhỏ lẻ khác (ước tính chiếm 20% thị phần) và (4) các trang thương mại điện tử giảm khuyến mãi do chi phí vốn tăng, nhờ:

- Áp dụng chiến lược bán hàng với giá cả hợp lý, khuyến mãi hấp dẫn và cung ứng dịch vụ vượt trội.
- Kiểm soát lượng hàng tồn kho, model sản phẩm đáp ứng nhu cầu đa dạng và phù hợp với bối cảnh thị trường.
- Tận dụng lợi thế quy mô để đàm phán với nhà cung cấp về các sản phẩm độc quyền và dịch vụ ưu đãi trên đa nền tảng, với giá hấp dẫn.
- Giá trị cộng hưởng của hệ sinh thái khách hàng thân thiết qua kênh Qua tặng VIP.

Hình 4: Các chương trình khuyến mãi và dịch vụ tặng thêm được áp dụng tại các cửa hàng của thế giới di động và điện máy xanh tháng 5/2023



Nguồn: Thế giới di động và điện máy xanh

(*) Theo GSO, 4T/2023 số lượng DN giải thể trong ngành Bán buôn, bán lẻ, sửa chữa ô tô, xe máy +5%YoY, riêng tháng 4/2023 +12%MoM và +22%YoY

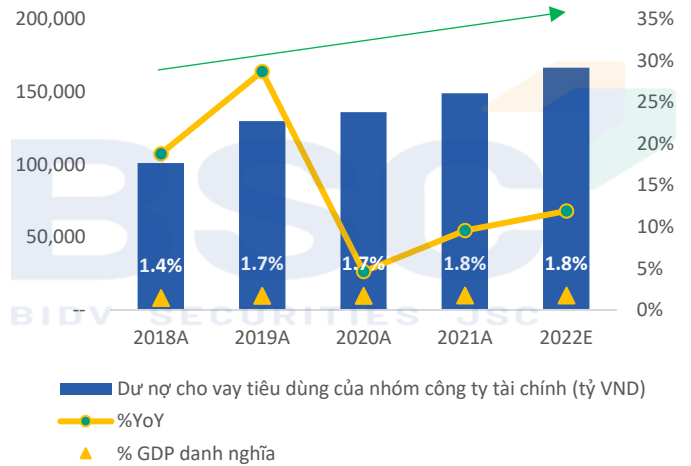
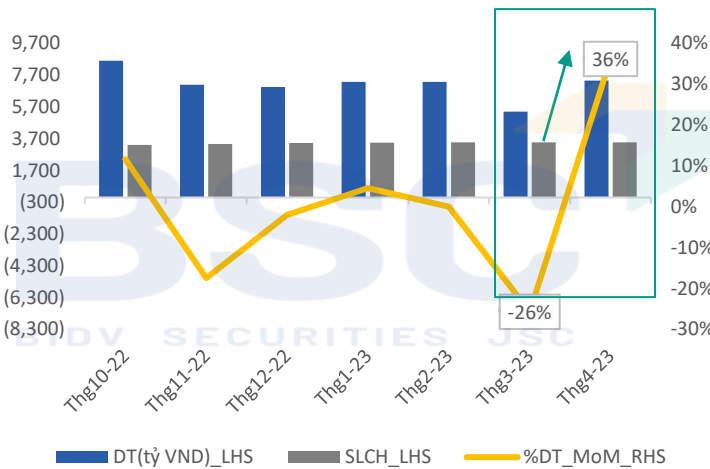
(**) Theo IDC, Doanh số Apple tại thị trường VN năm 2022 tăng +27%YoY trong bối cảnh cầu suy giảm và Apple mở cửa hàng online tại Việt Nam, mang đến kỳ vọng nâng hạng thị trường Việt Nam và giảm thời gian mở bán tại VN so với thời điểm Apple chính thức mở bán, khiến hàng xách tay mất lợi thế cạnh tranh

Chúng tôi đánh giá bước chuyển mình từ “chiến lược tập trung về dịch vụ” sang “chiến lược cạnh tranh toàn diện” của MWG.

- (1) **Trong ngắn hạn:** bước đầu đã ghi nhận tín hiệu tích cực về thị phần khi trong doanh thu tháng 4/2023 tăng trưởng +20%MoM dự kiến tiếp tục cải thiện trong tháng 5/2023, trong bối cảnh tồn kho trên thị trường còn cao và nhu cầu tiêu dùng chưa có tín hiệu phục hồi rõ nét ([link](#))
- (2) **Trong Trung hạn:** kỳ vọng nhu cầu phục hồi và khai thác khoảng trống thị phần từ các đối thủ gặp khó khăn trong năm 2023, sẽ là động lực giúp chuỗi TGĐĐ và ĐMX:
 - Tăng doanh thu /cửa hàng và mở rộng chuỗi bán lẻ tại thành phố cấp 2,3.
 - Chúng tôi cũng kỳ vọng biên lợi nhuận hoạt động có thể cải thiện từ đáy năm 2023 và duy trì ổn định (~5%), nhờ cơ cấu sản phẩm phù hợp và không ngừng tăng năng lực đàm phán với nhà cung cấp (dòng sản phẩm, dịch vụ,...)

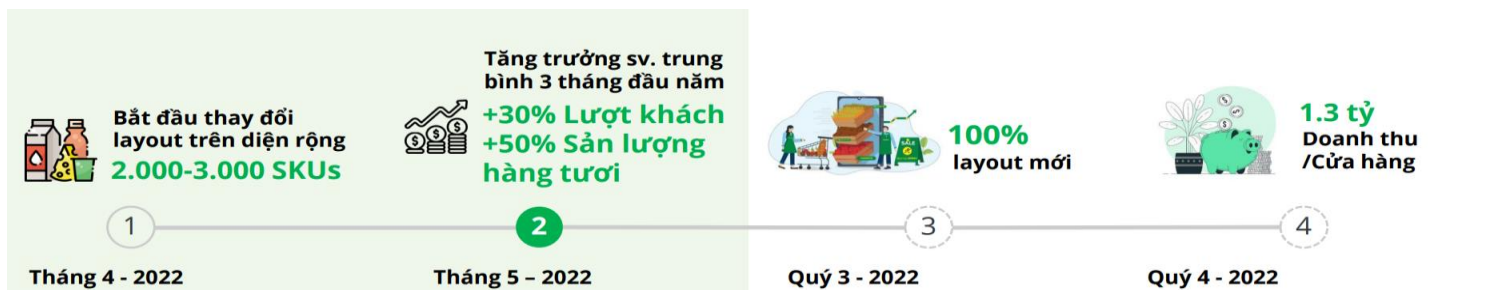
Hình 5: Doanh thu tăng trưởng từ chiếm thị phần và dự địa mở cửa hàng mới của MWG

Hình 6: Dự địa tăng trưởng quy mô thị trường tài chính tiêu dùng tại Việt Nam còn lớn, quy mô nhỏ so với GDP.



Nguồn: Statista, Fiinpro, BSC research

II. BHX: CẢI THIỆN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG VÀ KỶ VỌNG CÓ LÃI TRONG Q4/2023



Nguồn: MWG

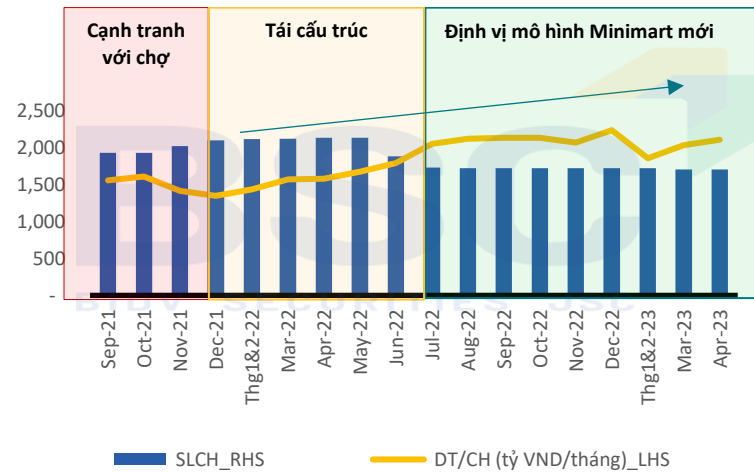
Trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng hiện đại ước tính giảm -14% đến -18%YoY, **BHX đã và đang nỗ lực chứng minh chiến lược Tái định vị mô hình Minimart – chú trọng hiệu quả và tạo sự khác biệt bằng chất lượng của ngành hàng Fresh** theo định hướng của doanh nghiệp, khi DT/CH/Tháng Q1/2023 và T4/2023 lần lượt đạt 1.23 tỷ VND (+26.7%YoY) và 1.35 tỷ VND (+33.6%YoY), nhờ

- Đáp ứng nhu cầu tiêu dùng hàng ngày của người dân (tập trung vào ngành hàng có tần suất mua sắm cao) với giá cả hợp lý.
- Kiểm soát chất lượng và tỷ lệ hàng tươi sống phù hợp tại mỗi cửa hàng, nhằm tăng tần suất mua hàng và số lượng hóa đơn/CH.
- Tối ưu hóa danh mục hàng FMCG tại từng cửa hàng, nhằm tăng giá trị giỏ hàng.
- Tăng trải nghiệm và kênh tiếp cận tập khách hàng mục tiêu gồm khách hàng trẻ (theo Similarweb, 80.33% khách hàng tiếp cận kênh online là 18-34 tuổi) và khách hàng chung ước tính khoảng hơn 40% dân số (online).

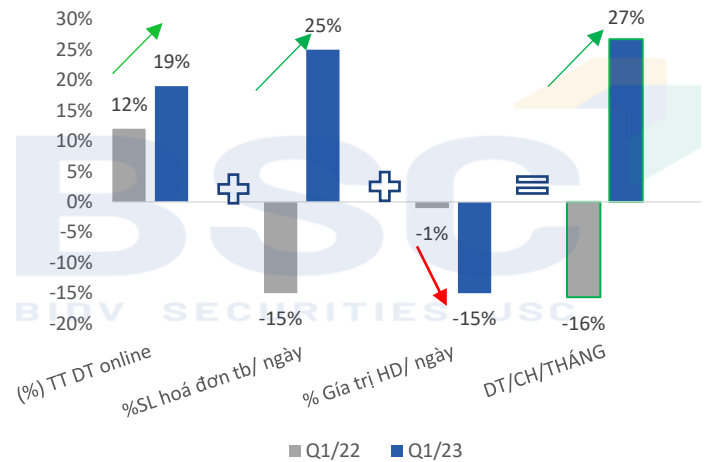
Hiệu quả hoạt động của BHX cũng dần được cải thiện trong Q1/23, ước tính lỗ biên hoạt động giảm từ -12.6% (Q1/22) xuống còn -5.6% (Q1/23), nhờ nỗ lực

- **Tăng DT/CH (+26.7%YoY)** cải thiện hiệu quả của cả kênh online, offline và tập khách hàng thân thiết.
- **Biên lợi nhuận gộp tăng từ 25% lên 26%** nhờ cải thiện chất lượng hàng tươi (giảm tỷ lệ huỷ hàng) và cân đối tỷ lệ hàng tươi/FMGCs phù hợp cho từng cửa hàng.
- **Tỷ trọng SG&A/ DT ước tính giảm 37.6% xuống còn 31%** nhờ đóng các cửa hàng có chi phí vận hành lớn và tối ưu hoá hệ thống logistics đặc biệt là đối với hàng Fresh.

Hình 8: DT / cửa hàng ổn định và dần cải thiện sau khi tái cấu trúc trong bối cảnh nhu cầu sụt giảm

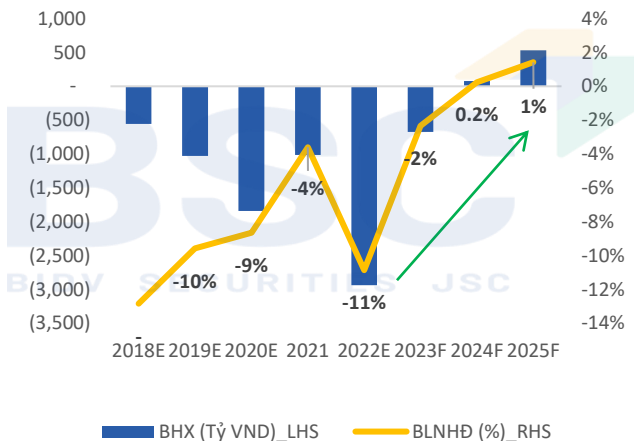


Hình 9: Tăng trưởng DT/CH nhờ tăng hiệu quả quản trị hàng tươi sống và khai thác tập khách hàng mới tiềm năng

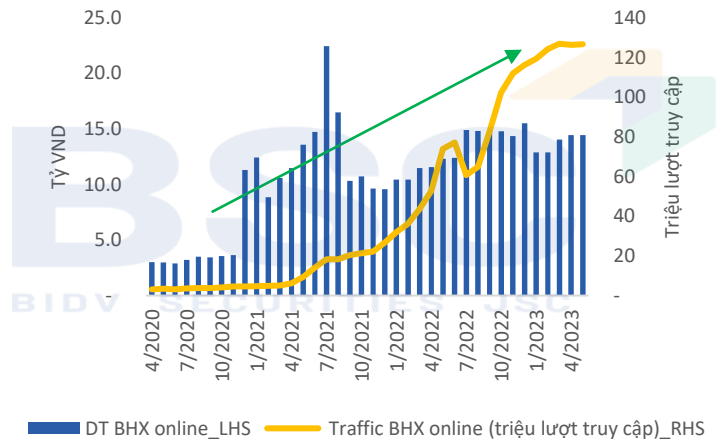


Nguồn: MWG, BSC

Hình 10: BHX đang trên con đường chứng minh hiệu quả hoạt động



Hình 11: DT BHX online tăng trưởng tích cực -CAGR (2020-2023F)- 139%, nhờ cam kết chất lượng và dịch vụ cạnh tranh*

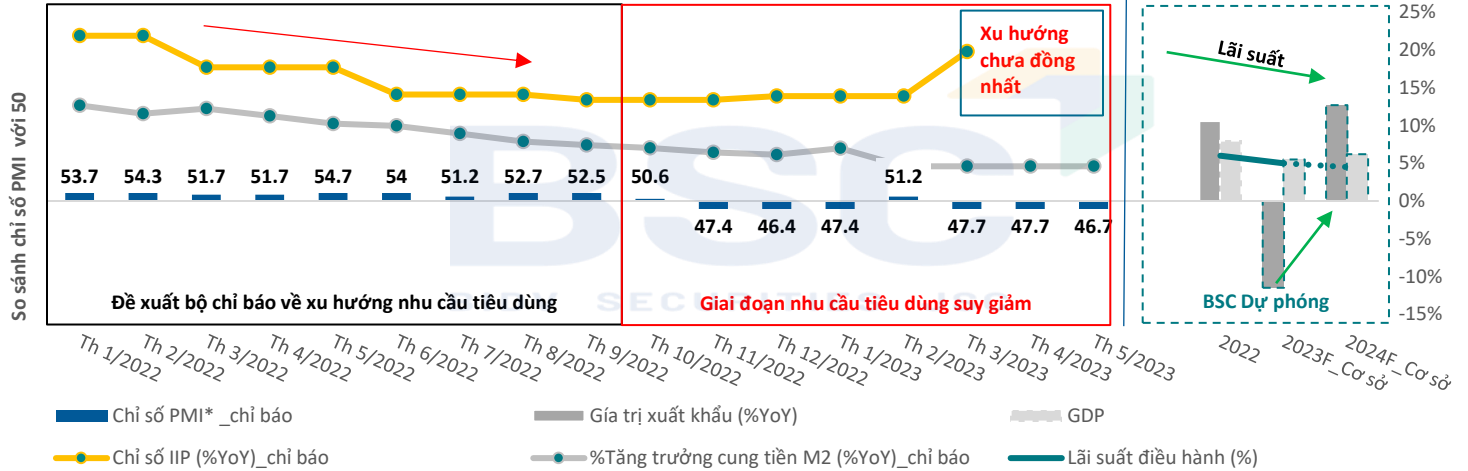


Nguồn: MWG, WCM, similarweb.com

Với những nỗ lực hậu tái cấu trúc, chúng tôi kỳ vọng BHX dự kiến biên EBITDA được cải thiện từ -4% lên 2% (2023F) và dự kiến bắt đầu có lãi tại biên LNST ở mức 0.2% vào 2024 nhờ

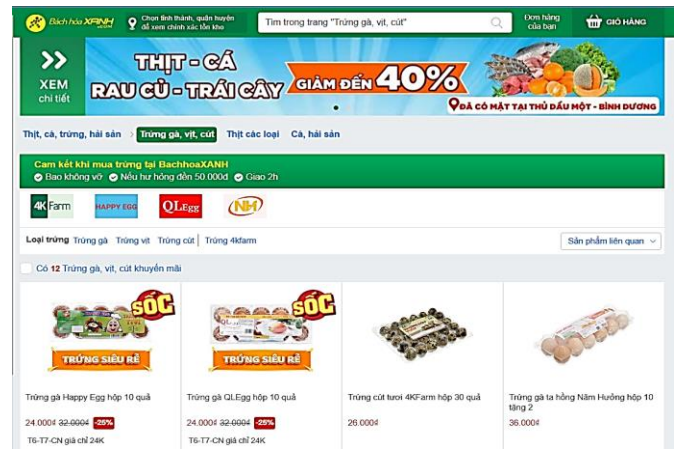
- (1) Tối ưu hoá chi phí SG&A/DT từ quanh mức 36% (2022) về mức 29% (2023F)
- (2) Tăng DT/CH
 - DT/TB/CH/tháng +18.4 %YoY, từ 1.18 tỷ VND (2022) lên 1.39 tỷ VND (2023F) nhờ cân đối hiệu quả giữa tỷ trọng hàng tươi/hàng FMCGs cho từng và khai thác đa kênh bán hàng.
 - DT/CH/Tháng năm 2024F dự kiến 1.53 tỷ VND (+10% so với ước tính 2023F) nhờ duy trì hiệu quả đạt được năm 2023F và nhu cầu chung kì vọng phục hồi.

Hình 11: Chưa nhận thấy dấu hiệu phục hồi trong nhu cầu tiêu dùng các quý 2/2023, nhưng với bối cảnh các yếu tố kích thích từ chính phủ được triển khai (link) tích cực hỗ trợ kì vọng tăng trưởng tiêu dùng trong 2024



(*) Chỉ số PMI giúp đánh giá điều kiện kinh doanh và hoạt động hiện tại của các DN- Chỉ số PMI > 50 tức là hoạt động kinh tế đang “tăng trưởng” so với tháng trước
 Nguồn: SBV, GSO, BSC Reseach

Hình 7: Bách hoá xanh sau tái cấu trúc cả kênh Offline và Online.



Nguồn: MWG

***Ngoài ra, An Khang và chuỗi khác– Ngừng mở rộng và tối ưu hoá hoạt động**

Trong năm 2023, MWG tiếp tục áp dụng chiến lược tối ưu hoá dòng tiền hoạt động bằng cách (1) hoàn tất việc chấm dứt hoạt động của các chuỗi không hiệu quả như Bluetronics và AVASPORT (lỗ -89 tỷ VND, Q1/23); (2) tập trung tối ưu hoá hoạt động của các chuỗi hiện hữu: An Khang, chuỗi AVA và chuỗi liên doanh liên kết Erablues tại thị trường Indonesia. Từ đó, chúng tôi kỳ vọng các hoạt động này sẽ đóng góp vào việc giảm lỗ từ các công ty con hơn 220 tỷ VND so với năm 2022 (tương đương 7.9% LNST năm 2023 của MWG).

III. CƠ HỘI ĐẦU TƯ VÀO DOANH NGHIỆP TỐT VỚI ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN

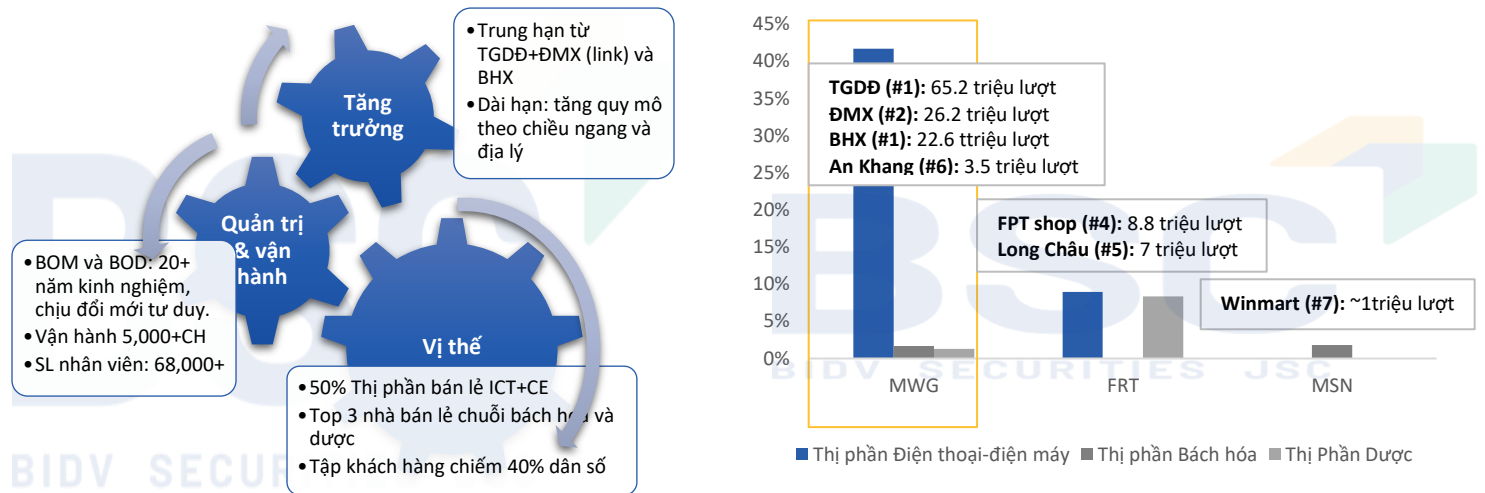
Trước hết, theo đánh giá của chúng tôi MWG đang bị định giá thấp có thể đến từ các lý do sau:

- Bối cảnh vĩ mô nhiều khó khăn và ngành đổi mới với mức nền cao, nhu cầu suy yếu từ nửa cuối 2022-2023 và bách hóa xanh tái cấu trúc.
- Ngoài ra, cũng phụ thuộc vào các yếu tố về thanh khoản thị trường và suy giảm tăng trưởng lợi nhuận trong Q1/2023 khiến cho định giá thị trường ít hấp dẫn hơn.

Chúng tôi đánh giá các yếu tố trên tạo ra cơ hội đầu tư hấp dẫn cho MWG bởi:

- (1) Trên phương diện hoạt động kinh doanh và vị thế doanh nghiệp:** Doanh nghiệp đầu ngành bán lẻ hiện đại đa nền tảng với đội ngũ lãnh đạo dày dặn kinh nghiệm.

Hình 12: Tại sao MWG là doanh nghiệp đáng đầu tư?



* Lướt truy cập bằng TB điện tử vào Website # xếp hạng độ phổ biến theo ngành

Nguồn: BSC research, MWG, Similarweb, Euromonitor

- (2) Trên phương diện tình hình tài chính lành mạnh:**

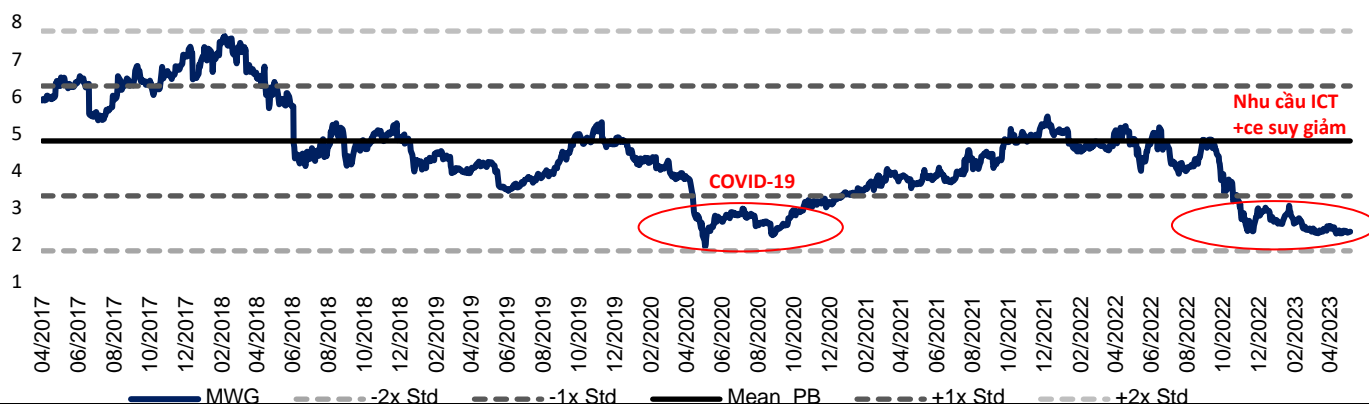
	Doanh thu 2022 (Tỷ VND)	CAGR DT 2016-2022(%)	Biên lợi nhuận hoạt động (%)	P/E TTM (lần)	P/B TTM (lần)	ROE TTM (%)	ROA TTM (%)	EBITDA/ (nợ vay ngắn hạn +lãi vay) (lần)
MWG	133,405	28%	5.0%	20.79	2.32	11.44%	4.65%	0.73
FRT	30,285	109%	1.84%	33.71	3.71	11.18%	2.22%	0.10
MSN	79,377	97%	6.1%	46.85	3.88	5.90%	1.62%	0.23

Nguồn: Fiipro

- (3) Trên phương diện định giá tài sản:**

- Theo phương pháp P/B: Hiện tại MWG đang giao dịch ở mức P/B FW 2023F=2.2 lần – thấp hơn -1 lần độ lệch chuẩn P/B trung bình =4.8 lần, cho giá trị tài sản và tiềm năng của MWG trong 2023-2024.

Hình 13: Biến động P/B trailing



Nguồn: Bloomberg

• **Đánh giá tài sản theo góc nhìn giản đơn của BSC:**

(*) Ý tưởng tiếp cận đánh giá theo quan sát thực tế, cách tính đơn giản, dễ hiểu và có thể so sánh với lịch sử x DN cùng ngành

Nội dung phương pháp: “Đánh giá thị trường đang trả giá như thế nào cho 1 cửa hàng của doanh nghiệp hàng đầu ngành bán lẻ với hơn 5,000+ CH được quản trị hiệu quả và dự địa tăng trưởng doanh thu và thị phần còn lớn? so với quá khứ và các doanh nghiệp cùng ngành niêm yết khác”

Công thức: GIÁ TRỊ DN = VỐN HOÁ/ SỐ LƯỢNG CỬA HÀNG.

Vốn hóa	MWG	MSN (WCM)*	FRT
23/05/2023	56,413	55,660	7,464
Q4/2022	67,023	106,207	8,412
Q1/2022	95,749	77,783	8,806
Q1/2021	69,413	48,627	2,042
Q1/2020	38,489	28,662	1,975
Q1/2019	38,788	N/A	3,599

* Giá định ước tính vốn hoá WCM_theo thời gian = [Vốn hoá MSN - Tỷ lệ sở hữu MSN tại (MCH,MML,MSR)]* Vốn hoá (MCH,MML,MSR)]/ Tỷ lệ sở MSN tại WCM

SLCH	MWG	MSN (WCM)*	FRT
23/05/2023	5,145	3,442	2,076
Q4/2022	5,778	3,398	1,723
Q1/2022	5,448	2,832	1,222
Q1/2021	4,354	2,335	823
Q1/2020	3,268	2,998	686
Q1/2019	2,324	NA	569

Vốn hoá/SLCH	MWG	MSN (WCM)*	FRT
23/05/2023	11.0	16.2	3.6
Q4/2022	11.6	31.3	4.9
Q1/2022	17.6	27.5	7.2
Q1/2021	15.9	20.8	2.5
Q1/2020	11.8	9.6	2.9
Q1/2019	16.7	NA	6.3
Trung vị	15.9	24.1	4.9
% Thay đổi/trung vị	-31%	-33%	-26%

*Q1/2020 là năm diễn ra COVID-19 lần 1

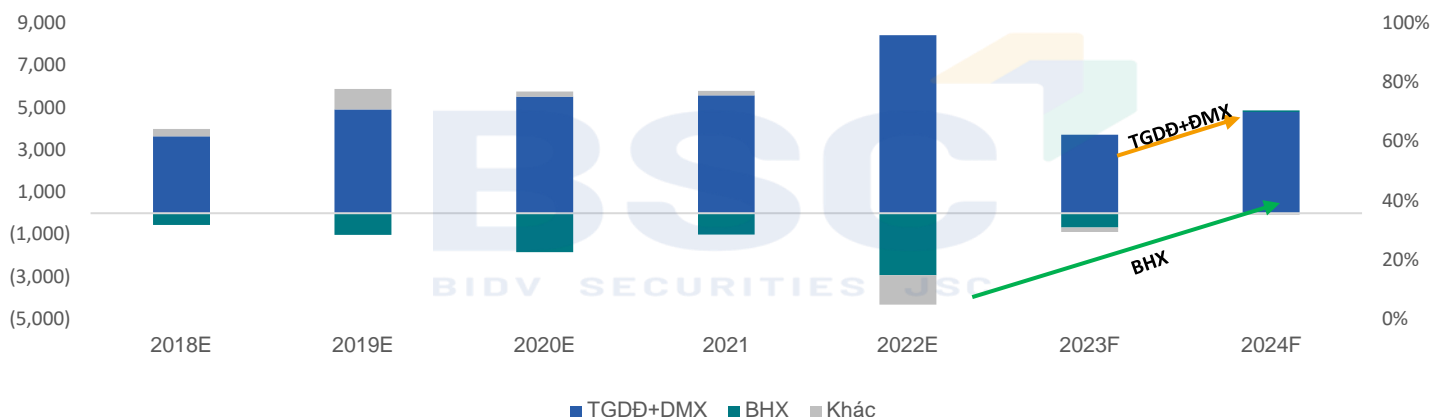
Nguồn: BSC research

* Lưu ý: việc chọn giai đoạn 2019-2023 để đưa ra góc nhìn về đánh giá giá trị một cửa hàng dựa trên những cân nhắc về đánh giá về (1) “độ chín” trên góc độ thị phần của mảng ICT+CE của TGDD+ĐMX và (2) tiềm năng của mảng bách hoá của BHX và mảng dược của An Khang.

Góc nhìn từ các phân tích trên (1), (2), (3): Chúng tôi đánh giá thị trường đang trả giá rẻ cho vị thế doanh nghiệp đầu ngành bán lẻ hiện địa với triển vọng chiếm thêm thị phần ICT + CE và BHX đang chứng minh hiệu quả và dự kiến có lãi trong 2024:

- Thị trường đang trả giá 11 tỷ VND/CH của MWG đang thấp hơn trung vị quá khứ -31% và thậm chí thấp hơn -7% so với đáy COVID -19 – thời điểm mà dịch bệnh bùng phát và chưa thể đưa ra định hướng rõ ràng về tương lai.
- So với các đối thủ cùng ngành: MWG cho thấy độ hấp dẫn về quy mô số lượng cửa hàng, tiềm năng tăng trưởng và chiết khấu sâu so với các doanh nghiệp hoạt động cùng ngành.

Hình 14: BHX đang dần chứng minh hiệu quả hoạt động và kỳ vọng không còn là gánh nặng của MWG trong 2023F



Nguồn: BSC research

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC dự báo doanh thu thuần và LNST-LICĐTS năm 2023 của MWG đạt lần lượt là 130,418 tỷ VND (-2.2% YoY), và 2,815 tỷ VND (-31% YoY), EPS FW 2023 = 1,923 VND/CP, PE FW= 20 lần, P/B FW=2.2 lần.

LNST 2023F chỉ đạt 74% KHLN2023, sau khi công bố KQKD Q1.2023 chỉ đạt 0.1%KHLN, do (1) nhu cầu suy yếu và (2) biên lợi nhuận hoạt động mảng ICT+CE giảm mạnh từ 7-8% xuống còn ~3% và dự kiến duy trì ở mức <5% do chiến lược cạnh tranh về giá để chiếm thị phần (3) giảm lỗ của BHX và nhóm công ty con

Năm 2024, chúng tôi kỳ vọng DTT và LNST-LICĐTS của MWG lần lượt đạt 147,315 tỷ VND (+13%YoY) và 4,798 tỷ VND (+70%YoY), EPS FW 2024= 3,278 VND. PE FW 2024 =11.7 lần và P/B FW 2024=1.9 lần.

Dựa trên kỳ vọng chính về:

- **TGDD+ ĐMX:** chiếm thêm thị phần và biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ.
- **BHX:** Có lãi hoạt động ở mức nhờ hiệu quả quản trị hàng tươi sống tiếp tục làm tăng tần suất mua hàng và nhu cầu tiêu dùng phục hồi.

- Giả định chính:

	TGDD+ĐMX			BHX		
	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
DT/CH	2.68	2.31	2.52	1.18	1.39	1.52
%YoY	-9%	-14%	9%	-4%	18%	9%
SLCH	3,474	3,652	3,693	1,728	1,718	1,838
%YoY	258%	5%	1%	-18%	-1%	7%
Biên LNHD kỳ vọng (%)	8.1%	3.8%	4.3%	-11%	-2%	0.2%

Nguồn: MWG, BSC dự phóng

Bảng 2: Dự phóng kết quả kinh doanh của MWG 2023-2024

	2020*	2021*	2022A	2023F	2024F
TGDĐ	29,525	31,600	34,685	31,112	37,185
%YoY	-11.1%	7.0%	9.8%	-10.3%	19.5%
ĐMX	57,746	62,709	68,970	67,453	73,962
%YoY	-1%	9%	10%	-2%	10%
BHX	21,275	28,157	27,081	28,811	32,339
%YoY	98%	32%	-4%	6%	12%
DTT	108,546	122,958	133,405	130,418	147,315
%YoY	6.2%	13.3%	8.5%	-2.2%	13.0%
Lãi gộp	23,954	27,632	30,782	25,784	29,908
GPM	22.1%	22.5%	23.1%	19.8%	20.3%
Chi phí bán hàng	(15,334)	(17,914)	(21,790)	(20,053)	(21,732)
Chi phí QLDN	(3,404)	(3,823)	(2,348)	(2,161)	(2,342)
SG&A/Rev	17.3%	17.7%	18.1%	17.0%	16.3%
EBIT	5,216	5,895	6,644	3,569	5,834
Biên EBIT	4.8%	4.8%	5.0%	2.7%	4.0%
Thu nhập tài chính	794	1,288	1,313	1,424	1,568
Chi phí tài chính	(594)	(715)	(1,383)	(1,152)	(1,345)
Thu nhập khác, ròng	(3)	6	(518)	(38)	(15)
LNTT	5,413	6,474	6,056	3,803	6,042
LNST-LICĐTS	3,921	4,901	4,100	2,815	4,798
Biên LNST	3.6%	4.0%	3.1%	2.2%	3.3%
%YoY	2%	25%	-16%	-31%	70%
EPS	2,679	3,348	2,801	1,923	3,278
P/E	14.3	11.4	13.6	19.9	11.7
P/B	1.1	1.3	2.3	2.2	1.9

*Tác động của sự kiện COVID-19

Nguồn: MWG, Fiinpro, BSC dự phóng

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu **MWG** với giá mục tiêu cho triển vọng tích cực của năm 2024 = **48,700 VNĐ/CP** (Upside +27% so với giá đóng cửa ngày 26/5/2023), sử dụng phương pháp DCF và phương pháp định giá từng phần SOTP (đánh giá tiềm năng tăng trưởng của các mảng kinh doanh).

Bảng 3: Định giá cổ phiếu

Phương pháp DCF	2023*	2024	2025	2026
Dòng tiền tự do công ty (FCFF)	6,722	5,822	7,085	8,151
Tổng giá trị chiết khấu dòng tiền tự do 5 năm	6,242	4,838	5,269	5,426
Giá trị cuối cùng	21,774			
Chiết khấu giá trị cuối cùng	48,549			
Tổng giá trị chiết khấu	70,323			
(-) Nợ	-16,731			
(+) Tiền mặt	20,379			
Tổng giá trị công ty	73,971			
SLCP Lưu hành (triệu)	1,464			
Giá trị hợp lý	50,531			

Chi phí sử dụng vốn		
Rf		5%
Beta		1.2
Ke		15%
Kd		8%
E/A		39%
WACC		12%

Phương pháp SOTP	Giá trị hợp lý (Tỷ VND)	Phương pháp	(lần)
TGDĐ+ĐMX	37,183	P/E mục tiêu	10.0
BHX	28,811	P/S mục tiêu	1.0
An Khang	1,278	P/S mục tiêu	0.6
EV	67,272		
SLCP Lưu hành (triệu)	1,464		
Giá trị hợp lý	45,955		

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân
Phương pháp DCF	50,531	60%	30,318
Phương pháp SOTP	45,955	40%	18,382
Giá mục tiêu			48,700
Giá Hiện tại			38,200
Upside			27%

Khuyến nghị	
	MUA

*Lưu ý: chúng tôi xây dựng giá định dòng tiền 2023 được kì vọng tích cực hơn giai đoạn 2024-2026, đến từ chiến lược chú trọng dòng tiền trước diễn biến khó lường của vĩ mô (quản lý chặt chẽ vốn lưu động trong bối cảnh cầu yếu và thay đổi chiến lược mở cửa hàng từ “mở nhanh” sang “mở hiệu quả”) và chiến lược này sẽ được nối lỏng linh hoạt để bắt kịp xu hướng nhu cầu hồi phục trong 2024-2026.

Nguồn: BSC Research

Phân tích độ nhạy: Dựa trên giả định của BSC về thay đổi về kì vọng DT/CH của BHX và P/S mục tiêu (biến động theo PS DN cùng ngành) và các yếu tố khác không thay đổi => cho thấy hiệu quả hoạt động của BHX cải thiện sẽ tác động tích cực đến định giá của MWG .

Thay đổi giá mục tiêu theo phương pháp SOTP	P/S mục tiêu và DT/CH/tháng tỷ (VND)	1.20	1.30	1.39	1.49	1.59	1.69
	0.4		33,050	33,620	34,150	34,710	35,280
0.6		36,440	37,290	38,080	38,930	39,780	40,620
0.8		39,830	40,960	42,020	43,150	44,280	45,410
1.0		43,220	44,630	45,950	47,370	48,780	50,190
1.2		46,610	48,310	49,890	51,590	53,280	54,980
1.4		50,000	51,980	53,830	55,800	57,780	59,760
1.6		53,390	55,650	57,760	60,020	62,280	64,540
1.8		56,780	59,320	61,700	64,240	66,780	69,330

Nguồn: BSC Research

P/S mục tiêu và DT/CH/tháng tỷ (VND)	1.20	1.30	1.39	1.49	1.59	1.69
0.4	-13%	-12%	-11%	-9%	-8%	-6%
0.6	-5%	-2%	0%	2%	4%	6%
0.8	4%	7%	10%	13%	16%	19%
1.0	13%	17%	20%	24%	28%	31%
1.2	22%	26%	31%	35%	39%	44%
1.4	31%	36%	41%	46%	51%	56%
1.6	40%	46%	51%	57%	63%	69%
1.8	49%	55%	62%	68%	75%	81%

Nguồn: BSC Research

Phụ lục 1: phân tích độ nhạy các mảng kinh doanh tác động tới LNST ước tính với điều kiện các yếu tố khác không đổi.

- **Phân tích độ nhạy 1:** thay đổi tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận hoạt động của mảng TGDĐ+ĐMX tác động đến NPAT của MWG như thế nào?

%DT/%BLNHĐ	-11%	-8%	-5%	-2%	1%
2.2%	1,107	1,175	1,243	1,310	1,378
3.0%	1,845	1,937	2,030	2,122	2,215
3.8%	2,582	2,699	2,817	2,934	3,051
4.6%	3,319	3,461	3,604	3,746	3,888
5.4%	4,057	4,224	4,391	4,557	4,724

%DT/%BLNHĐ	-11%	-8%	-5%	-2%	1%
2.2%	-61%	-58%	-56%	-53%	-51%
3.0%	-35%	-31%	-28%	-25%	-21%
3.8%	-8%	-4%	0%	4%	8%
4.6%	18%	23%	28%	33%	38%
5.4%	44%	50%	56%	62%	68%

Nguồn: BSC Research

- **Phân tích độ nhạy 2:** thay đổi kỳ vọng DT/CH/tháng và biên lợi nhuận gộp của BHX sẽ tác động đến NPAT của MWG như thế nào?

Chúng tôi cho rằng việc BHX có thể cải thiện hiệu DT/CH/ tháng có thể vô hình chung tái định giá lại

	1.20	1.30	1.39	1.49	1.59	1.69
24.6%	1,398	1,907	2,383	2,892	3,401	3,911
25.1%	1,522	2,042	2,527	3,047	3,566	4,086
25.6%	1,646	2,176	2,671	3,201	3,731	4,261
26.1%	1,770	2,310	2,815	3,355	3,896	4,436
26.6%	1,894	2,445	2,959	3,510	4,060	4,611
27.1%	2,018	2,579	3,103	3,664	4,225	4,786
27.6%	2,142	2,714	3,247	3,819	4,390	4,961

	1.20	1.30	1.39	1.49	1.59	1.69
24.6%	-46%	-27%	-10%	8%	27%	45%
25.1%	-42%	-23%	-5%	14%	33%	51%
25.6%	-37%	-18%	0%	19%	38%	58%
26.1%	-33%	-13%	5%	25%	44%	64%
26.6%	-28%	-8%	10%	30%	50%	70%
27.1%	-24%	-4%	15%	36%	56%	76%

Nguồn: BSC Research

Phụ lục 2: Chuỗi thể giới di động và điện máy xanh đã thực hiện chính sách cạnh tranh về giá và dịch vụ từ cuối tháng 3/23

Đơn vị: (triệu VND)	Iphone 14 và Iphone 14 Promax (1)	Samsung Galaxy S23 Ultra và A54 (2)	OPPO A95 và OPPO Reno8 (3)	Xiaomi Redmi Note 12 (4)	Macbook Air M1 và M2 (5)	Dell Vostro (6)	Laptop MSI Gaming (7)
TGDĐ + ĐMX*	19.29 - 26.44	8.97 - 26.03	5.49 - 9.99	4.49	18.49 - 27.69	16.79 + Ưu đãi	20.79 + bàn phím cơ
FPT Shop	19.29 - 26.43	8.97 - 26.03	5.49 - 9.99	4.49	18.499 - 27.69	16.79	20.79 + balo+chuột +tai nghe,..
Cellphones	19.19 - 26.44	8.97 - 26.03	5.39 - 9.99	4.49	18.59 - 27.69	16.99	20.79 + bàn phím cơ
Di động Việt	18.49 - 26.69	8.59 - 26.03	N/A - 8.99	4.49	17.99 - 27.39	hết hàng	N/A
Apple online	22.499 - 30.999	9.589 - 25.99	N/A	N/A	24.999 - 29.599	N/A	N/A

*Giá trên chưa tính: [Ưu đãi thanh toán online giảm 100K khi quét mã QR qua SmartPay, momo](#) (giá cập nhật ngày 18/5/2023)

Chú thích: (1) Iphone 14 và Iphone 14 promax _128GB_ màu đen; (2) Samsung Galaxy S23 Ultra_8GB-256GB_ màu đen và Samsung Galaxy A54_128GB_ màu đen; (3) OPPO A95 và OPPO Reno8 T 5G 128GB_ màu đen; (4) Xiaomi Redmi Note 12 4GB_ màu xám; (5) Laptop Apple MacBook Air M1 2020 8GB/256GB/7-core GPU và Laptop Apple MacBook Air M2 2022 8GB/256GB/8-core GPUM2_8GB_ màu xám; (6) Laptop Dell Vostro 3510 i5 1135G7/8GB/512GB/2GB MX350/OfficeHS/Win11; (7) Laptop MSI Gaming GF63 Thin 11UC i7 11800H/8GB/512GB/4GB RTX3050/144Hz/Win11 (1228VN).

Nguồn: BSC tổng hợp (TGDĐ+ĐMX, FPT SHOP, Cellphones, Di động việt, Viettel store, Apple online)

Phụ lục 3: các doanh nghiệp cùng ngành bán lẻ bách hoá

Ticker	Vốn hoá (tỷ VND)	P/E	P/B	P/S	ROE LF	ROA LF	EV/EBITDA T12M
Trung vị	26,673	26.9	1.9	1.0	0.1	0.0	8.1
AMRT IJ Equity	188,937	40.6	10.2	1.2	28%	9%	16.4
002697 CH Equity	27,562	16.5	1.9	0.8	12%	7%	#N/A N/A
601116 CH Equity	20,974	39.5	2.0	1.6	5%	3%	#N/A N/A
RRHI PM Equity	32,281	14.8	1.0	0.4	7%	4%	7.5
000501 CH Equity	26,317	30.4	0.7	1.2	2%	1%	#N/A N/A
BJC TB Equity	98,816	29.1	1.2	1.0	4%	2%	15.8
600785 CH Equity	12,325	27.5	1.8	0.6	5%	1%	#N/A N/A
002336 CH Equity	16,674	#N/A N/A	414.0	1.3	-191%	-10%	#N/A N/A
002264 CH Equity	14,904	18.8	2.9	1.8	17%	6%	#N/A N/A
RRHI PM Equity	32,281	14.8	1.0	0.4	7%	4%	7.5
SEVN PM Equity	27,028	26.9	6.7	1.0	28%	8%	8.0
MIDI IJ Equity	16,427	24.4	4.7	0.6	22%	6%	8.2

. Nguồn: Bloomberg

Phụ lục 4: các doanh nghiệp cùng ngành bán lẻ dược phẩm

Ticker	Vốn hoá (tỷ VND)	P/E	P/B	P/S	ROE LF	ROA LF	EV/EBITDA T12M
Median	25,281	20.7	2.7	0.6	11%	3%	8.0
9627 JP Equity	36,390	28.3	1.7	0.6	28%	9%	6.1
2664 JP Equity	9,238	11.8	0.5	0.2	-27%	-4%	2.8
FRAGUAB MM Equity	68,842	14.9	2.7	0.5	12%	7%	4.4
3148 JP Equity	40,975	17.4	2.0	0.6	5%	3%	#N/A N/A
DCP SJ Equity	24,275	20.1	5.4	0.6	16%	14%	12.7
DOCM SW Equity	11,698	#N/A N/A	1.1	0.2	2%	0%	#N/A N/A
9267 JP Equity	10,946	13.5	1.6	0.4	2%	1%	7.9
6469 TT Equity	25,245	49.7	14.1	2.4	8%	3%	23.2
KAEF IJ Equity	6,744	#N/A N/A	0.1	0.4	-45%	-9%	7.4
603883 CH Equity	66,515	23.8	2.9	0.9	-191%	-10%	#N/A N/A
600713 CH Equity	24,368	11.9	1.2	0.1	4%	1%	#N/A N/A
3341 JP Equity	6,201	7.6	0.6	0.1	17%	6%	4.2
APTK RM Equity	28,162	396.2	#N/A N/A	2.8	-9%	-4%	21.9
3034 JP Equity	10,563	10.4	1.2	0.3	7%	4%	3.3
RAD US Equity	2,633	#N/A N/A	#N/A N/A	0.0	4%	2%	5.9
600833 CH Equity	10,005	18.0	3.0	#N/A N/A	5%	1%	#N/A N/A
SAE GR Equity	48,823	#N/A N/A	5.0	1.4	10%	2%	224.7
0002727D US Equity	#VALUE!	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	12%	7%	#N/A N/A
7679 JP Equity	8,611	15.5	1.7	0.4	0%	-47%	7.8

Nguồn: Bloomberg

PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024
Doanh thu thuần	122,958	133,405	130,418	147,315
Giá vốn hàng bán	(95,326)	(102,623)	(104,635)	(117,407)
Lợi nhuận gộp	27,632	30,782	25,784	29,908
Chi phí bán hàng	(17,914)	(21,790)	(20,053)	(21,732)
Chi phí QLDN	(3,823)	(2,348)	(2,161)	(2,342)
Lãi/lỗ HĐKD	5,895	6,644	3,569	5,834
Doanh thu tài chính	1,288	1,313	1,424	1,568
Chi phí tài chính	(715)	(1,383)	(1,152)	(1,345)
Chi phí lãi vay	(674)	(1,362)	(1,145)	(1,323)
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	(2)	-	-	-
Lãi/lỗ khác	6	(518)	(38)	(15)
Lợi nhuận trước thuế	6,474	6,056	3,803	6,042
Thuế thu nhập DN	(1,570)	(1,955)	(986)	(1,242)
LN sau thuế	4,904	4,102	2,817	4,800
CĐTS	3	2	1	2
LNST - CĐTS	4,901	4,100	2,815	4,798
EBITDA	8,815	10,233	6,676	9,214
EPS	3,348	2,801	1,923	3,278

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024
Tiền và tương đương tiền	4,142	5,061	2,665	6,132
Đầu tư ngắn hạn	14,237	10,059	17,028	17,028
Phải thu ngắn hạn	3,162	3,072	2,282	2,577
Tồn kho	29,167	25,696	23,677	26,745
TS ngắn hạn khác	1,247	743	726	820
TS ngắn hạn	51,955	44,631	47,064	54,695
TS hữu hình, ròng	9,647	9,728	7,710	5,700
Khấu hao lũy kế	(8,420)	(11,188)	(14,310)	(17,690)
TS dở dang dài hạn	-	-	-	-
ĐT dài hạn	-	241	241	241
TS dài hạn khác	807	671	671	671
TS dài hạn	11,016	11,203	9,196	7,187
Tổng TS	62,971	55,834	56,259	61,883
Nợ phải trả	12,180	8,746	7,484	8,398
Vay ngắn hạn	24,647	10,688	10,830	10,967
Nợ ngắn hạn khác	5,766	6,566	6,043	6,549
Tổng Nợ ngắn hạn	42,593	26,000	24,357	25,914
Vay dài hạn	-	5,901	5,901	5,901
Nợ dài hạn khác	-	-	-	-
Tổng Nợ dài hạn	-	5,901	5,901	5,901
Tổng Nợ	42,593	31,902	30,258	31,815
Vốn góp	7,131	14,639	14,639	14,639
Thặng dư vốn cổ phần	558	558	558	558
LN chưa phân phối	12,675	8,724	10,804	14,865
Vốn chủ khác	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng Vốn chủ sở hữu	20,366	23,918	26,002	30,068
Tổng nguồn vốn	62,960	55,820	56,259	61,883
Số lượng cổ phiếu lưu hành	713	1,464	1,464	1,464

LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024
(Lỗ)/LNST	6,474	6,056	3,803	6,042
Khấu hao và phân bổ	2,921	3,582	3,100	3,374
Thay đổi vốn lưu động	(6,997)	761	1,041	(2,038)
Điều chỉnh khác	(2,118)	(3,128)	(2,131)	(2,564)
LCTT từ HĐKD	174	7,924	5,151	4,185
Tiền chi mua TSCĐ	(4,977)	(4,412)	(1,089)	(1,371)
Đầu tư khác	(6,278)	6,014	(5,867)	1,246
LCTT từ HĐ Đầu tư	(11,255)	1,602	(6,956)	(124)
Tiền chi trả cổ tức	(240)	(732)	(732)	(732)
Tiền từ vay ròng	7,891	(8,062)	141	138
Tiền thu khác	7,877	(8,606)	(732)	(732)
LCTT từ HĐ Tài chính	7,877	(8,606)	(590)	(594)
Dòng tiền đầu kỳ	7,348	4,142	5,061	2,665
Tiền trong kì	(3,204)	920	(2,395)	3,467
Dòng tiền cuối kỳ	4,144	5,062	2,665	6,132

Chỉ số (%)	2021	2022	2023	2024
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	1.22	1.72	1.93	2.11
Hố TT nhanh	0.51	0.70	0.90	0.99
Cơ cấu vốn				
Hố Nợ/TTS	0.39	0.30	0.30	0.27
Hố Nợ/VCSH	1.21	0.69	0.64	0.56
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	85.8	69.6	65.6	65.6
Số ngày phải thu	9.3	8.3	6.3	6.3
Số ngày phải trả	46.6	31.1	26.1	26.1
CCC	48.4	46.8	45.8	45.8
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	22.5%	23.1%	19.8%	20.3%
Lợi nhuận LNST	4.0%	3.1%	2.2%	3.3%
ROE	24.1%	17.1%	10.8%	16.0%
ROA	7.8%	7.3%	5.0%	7.8%
Định Giá				
PE	11.41	13.64	19.86	11.65
PB	1.34	2.34	2.15	1.86
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	13.3%	8.5%	-2.2%	13.0%
Tăng trưởng EBIT	13.0%	12.7%	-46.3%	63.5%
Tăng trưởng LNNT	19.6%	-6.4%	-37.2%	58.9%
Tăng trưởng EPS	25.0%	-16.3%	-31.3%	70.4%

Nguồn: BSC research

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8-9 Tòa nhà Thái Holdings

210 Trần Quang Khải

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

