

CTCP ĐT thế giới di động (MWG)

Trung lập (từ Khả quan)

Dịch vụ tiêu dùng

Giá hiện tại	VND42.650
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND57.500/VND35.100
Giá mục tiêu	VND48.500
Giá mục tiêu trước đó	VND
Consensus	-12,1%
Tiềm năng tăng giá	13,7%
Tỷ suất cổ tức	1,2%
Tổng tỷ suất sinh lời	14,9%

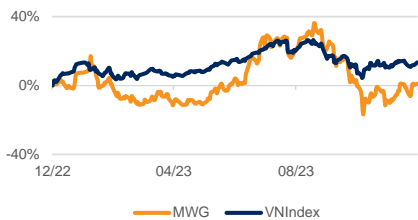
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	KHẢ QUAN

Vốn hóa (tỷ USD)	2,55
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	15,7
Sở hữu NN (tr USD)	0,49
Số CP lưu hành (tr)	1,464
Số CP sau pha loãng (tr)	1,464

	MWG	Ngành	VNI
P/E trượt	84,0	22,4	13,8
P/B hiện tại	2,7	5,4	1,7
ROA	1,8	2,1	2,0
ROE	3,0	17,3	11,7

* dữ liệu ngày 25/12/2023

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
MWG	10,6	-16,4	-6,0
VNIIndex	2,0	-3,1	9,5

Cơ cấu sở hữu

CTTNHH Tư vấn Mobile World Retail	10,5%
CT TNHH Tri Tam	7,9%
Khác	81,6%

Tổng quan doanh nghiệp

MWG là công ty quản lý chuỗi bán lẻ điện thoại và điện máy lớn nhất Việt Nam (chuỗi TGDD và DMX), với hơn 3.400 cửa hàng trên toàn quốc và chiếm hơn 50% thị phần. Ngoài ra, MWG còn vận hành chuỗi tạp hóa BHX, với hơn 1.700 cửa hàng trên khắp miền Trung và miền Nam Việt Nam.

Chuyên viên phân tích:



Phan Như Bách

bach.phannhu@vndirect.com.vn

Đông sang, xuân có còn xa?

- Chúng tôi thay đổi đánh giá KHẢ QUAN thành TRUNG LẬP với mức tăng giá 13,7% và tỷ suất cổ tức 1,2%. Chúng tôi đã giảm giá mục tiêu xuống 21,1% trong khi giá cổ phiếu đã giảm 5% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu được điều chỉnh thấp hơn so với báo cáo trước là do dự báo lợi nhuận ròng thấp hơn kỳ vọng.
- P/E trượt 84 lần, cao hơn so với các công ty cùng ngành nhưng được bù đắp bằng mức tăng trưởng EPS mạnh trong 2 năm tới (CAGR 176% trong năm 2024-25).

Tiêu điểm tài chính

- LN ròng Q3/23 giảm 95,7% svck do biên lợi nhuận gộp bị thu hẹp trong khi chi phí BH&QLDN tiếp tục tăng svck.
- Trong T10-11/2023, doanh thu chuỗi Thế Giới Di Động và Điện Máy Xanh (TGDD&DMX) giảm 8,1%/14% svck nhưng tỷ lệ này thấp hơn 9T23, cho thấy sự phục hồi của các mảng này từ đáy.
- Doanh thu chuỗi Bách Hóa Xanh (BHX) tăng 15% svck trong 11T23 sau khi tái cấu trúc chuỗi BHX từ năm 2022 nhưng vẫn ghi nhận lỗ 292 tỷ đồng trong Q3/23.

Luận điểm đầu tư

Nhà bán lẻ hàng đầu trong lĩnh vực điện thoại và điện tử tiêu dùng

Mảng điện thoại và điện tử tiêu dùng của MWG hiện chiếm hơn 50% thị phần và tiếp tục được hưởng lợi từ sự tăng trưởng tiêu dùng của Việt Nam cũng như sự chuyển dịch theo hướng thương mại hiện đại.

BHX giành thị phần từ chuyển dịch sang thương mại hiện đại nhưng chưa đạt mức hòa vốn

Thị trường tạp hóa hiện đại chiếm ít hơn 20% thị phần (theo McKinsey). Do đó, BHX sẽ có mức tăng trưởng dài hạn nhờ vào xu hướng lấy thêm thị phần hơn từ thương mại truyền thống. Từ năm 2022, MWG đã đổi mới hệ thống cửa hàng BHX để nâng cao hiệu quả hoạt động, đạt mức tăng trưởng doanh thu 15% svck trong 11T23 với số lượng cửa hàng được tối ưu hóa. Tuy nhiên, BHX phải chịu khoản lỗ 292 tỷ đồng trong Q3/23, lớn hơn mức 267 tỷ đồng trong Q2/23 khiến kỳ vọng hòa vốn càng bị trì hoãn và một phần tác động tới định giá của chuỗi.

Suy thoái kinh tế đã ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu dùng trong ngắn hạn

MWG bị ảnh hưởng tiêu cực bởi sự sụt giảm tiêu dùng, đặc biệt là các sản phẩm không thiết yếu trong thời kỳ kinh tế suy thoái. TGDD&DMX đã đánh đổi tăng trưởng doanh thu và biên LN gộp để tạo nên cuộc chiến giá siêu rẻ. Quá trình phục hồi có thể chậm hơn dự kiến, nhưng chúng tôi tin rằng mảng điện thoại di động và điện tử tiêu dùng của MWG vẫn sẽ được hưởng lợi từ sự tăng trưởng dài hạn của nhu cầu Việt Nam đối với các sản phẩm này.

Khả năng bị loại khỏi ETF sẽ gây áp lực bán lên giá cổ phiếu

MWG có thể bị loại khỏi chỉ số VNDiamond vào đợt xem xét định kỳ vào T4/24 khiến ETF thực hiện bán mạnh số lượng cổ phiếu MWG mà họ nắm giữ khi MWG có thể vi phạm tiêu chí chỉ số gồm 1) P/E có thể quá cao do LN ròng năm 2023 quá thấp; hoặc 2) đà bán của khối ngoại thời gian vừa qua có thể khiến MWG hở room khối ngoại quá nhiều.

Financial summary	12-22E	12-23E	12-24E	12-25E
Tăng trưởng DT thuần	8,5%	(11,8%)	5,0%	10,3%
Tăng trưởng EPS	(16,3%)	(90,0%)	267,6%	83,9%
Biên lợi nhuận gộp	23,1%	18,8%	20,4%	21,9%
Biên LN ròng	3,1%	0,3%	1,7%	3,2%
P/E (x)	15,2	152,6	41,5	22,6
Rolling P/B (x)	2,6	2,7		
ROAE	18,5%	1,8%	8,3%	13,9%
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	44,6%	45,4%	24,0%	14,9%

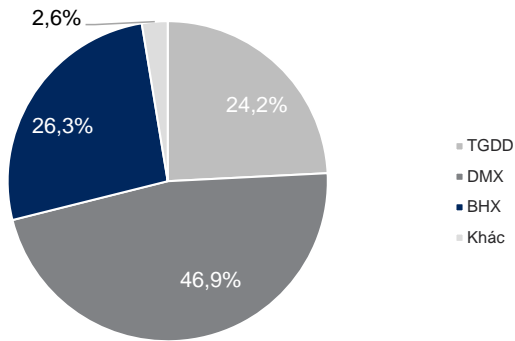
Tổng quan doanh nghiệp

MWG được thành lập năm 2004 là chuỗi bán lẻ các sản phẩm điện thoại và công nghệ thông tin – Thế giới di động. Sau đó, công ty mở rộng phạm vi sang lĩnh vực điện tử tiêu dùng với chuỗi Điện máy Xanh. Hiện tại, MWG vận hành mạng lưới rộng khắp bao gồm hơn 1.100 cửa hàng TGDD và 2.200 cửa hàng DMX trên toàn quốc.

Năm 2016, MWG đa dạng hóa danh mục bán lẻ sang phân khúc tạp hóa với chuỗi Bách Hóa Xanh (BHX), hiện đã phát triển với hơn 1.700 cửa hàng, có vị trí chiến lược khắp miền Nam và miền Trung Việt Nam.

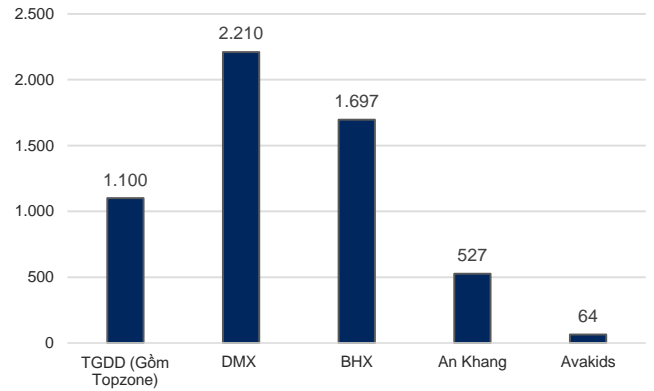
Ngoài ra, bên cạnh các chuỗi bán lẻ nói trên, MWG còn sở hữu các chuỗi bán lẻ khác như chuỗi nhà thuốc An Khang, hiện diện rộng rãi toàn quốc với hơn 500 cửa hàng. Ngoài ra, công ty còn quản lý chuỗi cửa hàng Avakids, chuyên sản phẩm dành cho mẹ và bé với gần 70 cửa hàng. Đáng chú ý, MWG đã hợp tác với Erajaya để thâm nhập thành công vào thị trường Indonesia, với hơn 30 cửa hàng Erablue như một phần trong chiến lược mở rộng của mình.

Hình 1: Doanh thu theo mảng của MWG trong 11T23



Nguồn: Báo cáo công ty

Hình 2: Số lượng cửa hàng MWG quản lý tại T11/23



Nguồn: Báo cáo công ty

MWG bao gồm 11 công ty con được hợp nhất trong cơ cấu báo cáo tài chính với tỷ lệ sở hữu xấp xỉ 100%. Cấu trúc này của MWG nhằm mục đích tách biệt vận hành hoạt động kinh doanh và quản lý theo các mảng riêng biệt.

Hình 3: Các công ty con của MWG

<p>CTCP Thế Giới Di Động - Mảng kinh doanh: Thương mại sản phẩm điện tử - Tỷ lệ sở hữu: 99,95%</p>	<p>CTCP Thương mại Bách Hóa Xanh - Mảng kinh doanh: Thương mại thực phẩm - Tỷ lệ sở hữu: 99,95%</p>	<p>CTCP Thế giới số Trần Anh - Mảng kinh doanh: Thương mại sản phẩm điện tử - Tỷ lệ sở hữu: 99,33%</p>	<p>CT TNHH MTV Công nghệ thông tin TGDD - Mảng kinh doanh: Công nghệ thông tin - Tỷ lệ sở hữu: 100%</p>
<p>MWG (Cambodia) Co., Ltd - Mảng kinh doanh: Thương mại sản phẩm điện tử - Tỷ lệ sở hữu: 99,95%</p>	<p>CT TNHH Dịch vụ lắp đặt – sửa chữa bảo hành Tận Tâm - Mảng kinh doanh: Sửa chữa máy móc, thiết bị - Tỷ lệ sở hữu: 99,99%</p>	<p>CTCP Dược phẩm An Khang Pharma - Mảng kinh doanh: Bán lẻ dược phẩm - Tỷ lệ sở hữu: 99,99%</p>	<p>CTCP 4k Farm - Mảng kinh doanh: Trồng và chế biến nông sản - Tỷ lệ sở hữu: 99,99%</p>
<p>CTCP Logistics Toàn Tín - Mảng kinh doanh: Kho vận - Tỷ lệ sở hữu: 99,99%</p>	<p>CT TNHH Vui Vui - Mảng kinh doanh: Thương mại điện tử - Tỷ lệ sở hữu: 100%</p>	<p>CTCP Công nghệ và Đầu tư Bách Hóa Xanh - Mảng kinh doanh: Quản lý đầu tư - Tỷ lệ sở hữu: 99,99%</p>	

Nguồn: Báo cáo công ty, VND RESEARCH

Với vị thế và tiềm năng tăng trưởng cho đến giai đoạn trước 2022, MWG luôn duy trì tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa ở mức 49%. Tuy nhiên, do nhiều khó khăn trong năm 2023 với tình hình kinh tế vĩ mô không thuận lợi nên tỷ lệ này đã giảm xuống xấp xỉ 44% vào T12/23.

KQKD Q3/23: Mùa kinh doanh u ám kéo dài

Tỷ đồng	Q3/23	%svck	9T23	%svck	9T22/2022	9T23/2023	11T23	11T23/2023
Doanh thu	30.288	-5,4%	86.858	-15,5%	77,1%	62,9%	107.954	78,1%
TGDD	7.321	-7,7%	20.672	-24,1%	78,6%	58,3%	26.125	73,7%
DMX	13.464	-12,5%	41.692	-22,9%	78,4%	60,2%	50.630	73,1%
BHX	8.633	20,8%	22.323	11,9%	73,7%	74,1%	28.392	94,2%
LN gộp	5.678	-23,2%	16.334	-28,5%	74,0%	54,7%	n/a	n/a
Chi phí BH&QLDN	5.656	-0,1%	16.206	-6,0%	71,2%	70,6%	n/a	n/a
LN tài chính ròng	174	-302,8%	426	1.501 lần	0,0%	-156,0%	n/a	n/a
LN trước thuế	182	-87,2%	471	-90,8%	84,6%	7,1%	n/a	n/a
LN ròng	39	-95,7%	77	-97,8%	84,9%	1,5%	n/a	n/a
Biên LN gộp	18,7%	-4,3 điểm %	18,8%	-3,4 điểm %				
Biên LN ròng	0,1%	-2,7 điểm %	0,1%	-3,3 điểm %				

Doanh thu BHX cải thiện bù đắp sự sụt giảm của TGDD&DMX

Doanh thu Q3/23 của MWG giảm 5,4% svck xuống 30.288 tỷ đồng, trong đó: 1) Doanh thu TGDD&DMX tiếp tục giảm svck (lần lượt -7,7% svck/-12,5% svck) trong bối cảnh nhu cầu đối với các sản phẩm thiết yếu thấp, nhưng mức giảm đã thu hẹp so với 6T23 (-30,9% svck/-27% svck) khi niềm tin người tiêu dùng dần ổn định trở lại; 2) Doanh thu BHX tăng 20,8% svck sau khi cải tổ chuỗi BHX từ năm 2022 đạt kết quả, với doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng liên tục tăng trưởng, đạt mức 1,69 tỷ đồng trong Q3/23 (so với 1,36 tỷ đồng trong Q3/22 và 1,43 tỷ đồng trong Q2/23).

Biên lợi nhuận gộp giảm xuống mức thấp trong mùa ảm đạm

Biên lợi nhuận gộp Q3/23 của MWG giảm 4,3 điểm % svck xuống 18,7% (+0,2% điểm % so với quý trước), dẫn đến lợi nhuận gộp giảm 23,2% svck xuống chỉ còn 5.678 tỷ đồng vì phải đánh đổi giữa việc giữ lại doanh thu trong thời kỳ "chiến tranh giá cả" và tác động của việc giảm giá mặt hàng tươi sống trong mùa mưa.

Chi phí BH&QLDN tăng kéo lợi nhuận của MWG đi xuống

Chi phí BH&QLDN Q3/23 không thay đổi svck ở mức 5.656 tỷ đồng gần tương đương với LN gộp do các hoạt động khuyến mãi và chi phí nhân sự gia tăng, khiến LNTT của MWG chỉ phụ thuộc vào lợi nhuận tài chính ròng (174 tỷ đồng so với chi phí tài chính ròng là 86 tỷ đồng trong Q3/22) với lượng tiền mặt ròng (377 tỷ đồng vào cuối Q3/23). Do đó, LN ròng trong Q3/23 của MWG giảm 96% svck xuống chỉ còn 39 tỷ đồng và LN ròng 9T23 đạt 77 tỷ đồng (-98% svck), thấp hơn dự báo của chúng tôi.

Kết quả kinh doanh của BHX là một sự thất vọng lớn đối với chúng tôi

Khía cạnh đáng lo ngại nhất trong kết quả Q3/23 của MWG là mức lỗ liên tục cao của BHX, điều này càng làm trì hoãn điểm 'hòa vốn' dự kiến từ Q4/23 đến một thời điểm không thể đoán trước. Trong Q3/23, BHX lỗ 292 tỷ đồng, theo ước tính của chúng tôi và không cải thiện so với khoản lỗ khoảng 267 tỷ đồng trong Q2/23, mặc dù doanh thu của BHX tăng trưởng 18% so với quý trước.

Kết quả 11M23: tiếp tục trên xu hướng của 9T23

Doanh thu 11T23 của MWG giảm 13% svck, do doanh thu của chuỗi TGDD giảm 21% svck và DMX giảm 23% svck. Trong khi đó, mảng BHX tiếp tục quý đạo tích cực với doanh thu tăng 15% svck trong 11T23, với doanh thu trung bình trên mỗi cửa hàng vào T11/23 đạt 1,76 tỷ đồng (đã bao gồm doanh thu trực tuyến), cho thấy những cải thiện hơn nữa trong mảng BHX.

Triển vọng 2024-25: Hồi phục từ đáy trong giai đoạn 2024-25

Hình 4: Thay đổi dự phóng 2023-25

Tỷ đồng	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		Thay đổi		Ghi chú
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	
Số lượng cửa hàng							
TGDD	1.118	1.118	1.100	1.100	-18 cửa hàng	-18 cửa hàng	1.100 Trong T10-11/23, MWG đã đóng cửa 150 cửa hàng TGDD&DMX để tái cấu trúc hệ thống cửa hàng nhằm nâng cao hiệu quả. Do đó, chúng tôi đã điều chỉnh giảm số lượng cửa hàng TGDD&DMX năm 2023/24 so với dự báo trước.
DMX	2.412	2.442	2.190	2.120	-222 cửa hàng	-322 cửa hàng	2.100 Chúng tôi đã điều chỉnh số lượng cửa hàng BHX cho phù hợp với số lượng tính đến T11/23. Ngoài ra, do thời điểm hòa vốn chậm hơn dự kiến, chúng tôi đã điều chỉnh giảm số lượng cửa hàng BHX dự kiến cho năm 2024 so với báo cáo trước phản ánh việc mở rộng trở lại chậm hơn kỳ vọng.
BHX	1.851	1.901	1.696	1.696	-155 cửa hàng	-205 cửa hàng	1.696
Doanh thu mỗi cửa hàng / tháng							
TGDD	2,64	2,91	2,15	2,35	-18,6%	-19,2%	2,58 Với kết quả thấp hơn mong đợi của TGDD&DMX trong bối cảnh chi tiêu của người tiêu dùng đối với các sản phẩm không thiết yếu giảm, chúng tôi đã điều chỉnh doanh thu trên mỗi cửa hàng TGDD&DMX giảm so với báo cáo trước, đồng thời tăng BHX do tăng trưởng bền vững kể từ đầu năm.
DMX	2,39	2,73	2,09	2,01	-12,6%	-26,4%	2,17
BHX	1,40	1,56	1,52	1,84	8,6%	17,9%	2,10
Doanh thu	138.194	158.957	117.605	123.540	-14,9%	-22,3%	136.322
TGDD	35.441	39.018	28.389	31.020	-19,9%	-20,5%	34.100
DMX	69.256	80.075	54.833	51.166	-20,8%	-36,1%	54.559
BHX	30.145	35.657	31.031	37.473	2,9%	5,1%	42.766
LN gộp	29.841	34.569	22.157	25.291	-25,7%	-26,8%	29.606
Biên LN gộp	21,6%	21,7%	18,8%	20,5%	-2,8 điểm %	-1,2 điểm %	21,7% Biên lợi nhuận gộp giảm chủ yếu do các chương trình khuyến mại, giảm giá mạnh mẽ của TGDD&DMX trong bối cảnh sức mua của người tiêu dùng yếu.
LN tài chính ròng	(273)	(212)	595	405	-317,9%	-291,0%	465
Chi phí BH&QLDN	(22.945)	(26.811)	(22.000)	(22.979)	-4,1%	-14,3%	(25.100)
<i>Chi phí BH&QLDN/DT</i>	<i>-16,6%</i>	<i>-16,9%</i>	<i>-18,7%</i>	<i>-18,6%</i>	<i>-2,1 điểm %</i>	<i>-1,7 điểm %</i>	<i>-18,4%</i>
LN hoạt động	6.896	7.758	157	2.312	-97,7%	-70,2%	4.506,0
LNTT	6.623	7.546	752	2.717	-88,6%	-64,0%	4.971
LN ròng	5.158	6.141	409	2.174	-92,1%	-64,6%	4.118

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

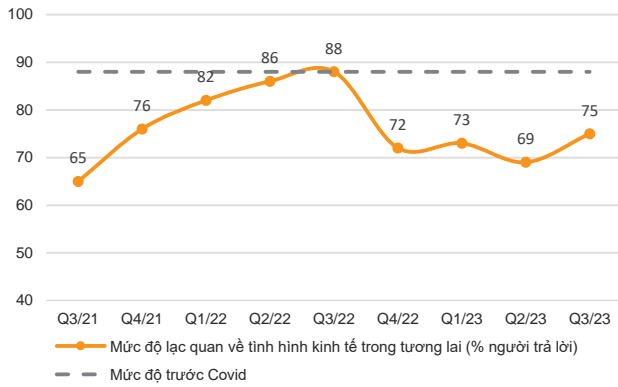
Điện thoại và điện tử tiêu dùng: Từng bước phục hồi

Doanh thu sẽ dần phục hồi vào năm 2024-25

Doanh thu TGDD&DMX của MWG trong T10-T11/23 đã thu hẹp mức giảm so với cùng kỳ xuống 8,1%/15% so với 9M23 là -23,3% svck, một phần do niềm tin người tiêu dùng dần phục hồi kể từ khi chạm mức đáy trong 6T23, và một phần do mức cơ sở thấp trong Q4/22 khi tiêu dùng bắt đầu bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế vĩ mô nghiêm trọng.

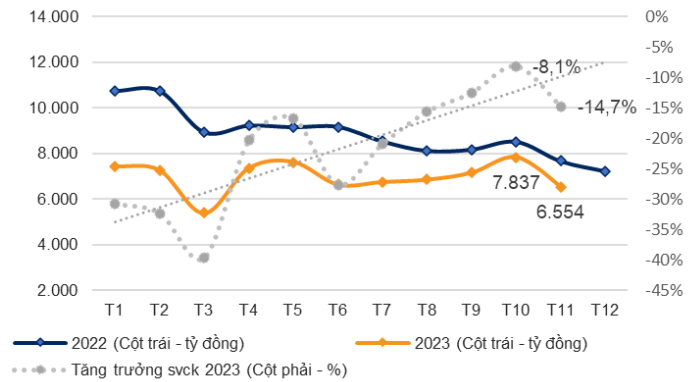
Với đà phục hồi này, khi nền kinh tế dần hồi phục và với triển vọng tăng trưởng GDP của Việt Nam đạt khoảng 6,3% vào năm 2024 (so với 5% vào năm 2023) theo dự báo của chúng tôi trong [báo cáo này](#), chúng tôi kỳ vọng doanh thu của TGDD sẽ dần hồi phục, khoảng 9,3%/9,9% svck trong năm 2024/25 nhờ cơ sở thấp vào năm 2023. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng phân khúc DMX sẽ thu hẹp mức suy giảm xuống -6,7% svck vào năm 2024 và quay trở lại mức tăng trưởng 6,6% svck vào năm 2025.

Hình 5: Mức độ tự tin tiêu dùng tại VN từ Q3/21 – Q3/23



Nguồn: Kantar, VNDIRECT RESEARCH

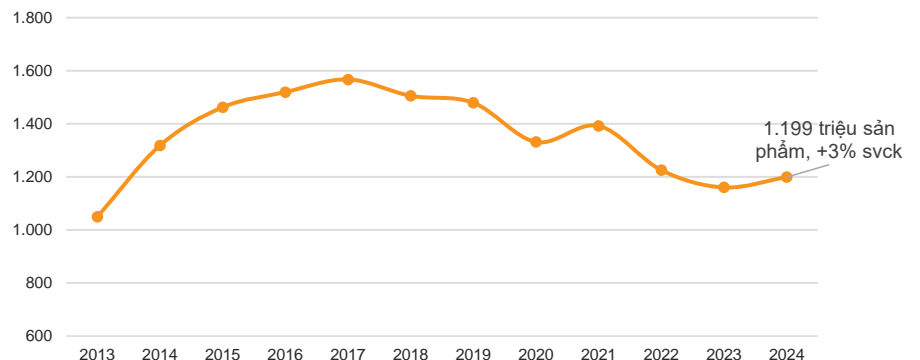
Hình 6: Doanh thu hàng tháng của TGDD&DMX từ 2022-2023 (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Sự tăng trưởng doanh thu các sản phẩm điện thoại điện tử tiêu dung trong năm 2024 phù hợp với xu hướng tiêu dùng toàn cầu khi phục hồi từ mức đáy vào năm 2023, với dự báo lượng hàng điện thoại di động xuất xưởng trong năm 2024 dự kiến sẽ tăng nhẹ khoảng 3% svck, theo dự báo của Counterpoint Research. Theo đó, động lực chính cho sự tăng trưởng này được cho là nhờ sự ổn định về sản lượng của Apple và sự hồi phục của các thương hiệu khác khi nhu cầu ở các thị trường mới nổi phục hồi.

Hình 7: Sản lượng điện thoại di động thông minh xuất xưởng 2013-2024



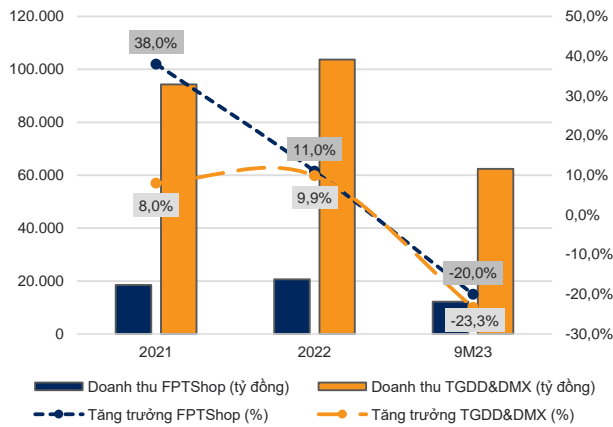
Nguồn: Counterpoint research, VNDIRECT RESEARCH

Biên lợi nhuận gộp có thể vẫn ở mức thấp do cuộc chiến giá cả kéo dài

Việc phục hồi doanh thu tổng thể phải đối mặt với áp lực đáng kể khi các nhà bán lẻ cố gắng duy trì tệp khách hàng của mình bằng cách tham gia vào cuộc cạnh tranh gay gắt về giá, bắt đầu từ việc MWG phát động sự kiện “chiến tranh giá siêu rẻ”. Vào thời điểm MWG bắt đầu cuộc chiến giá này, chúng tôi coi đây là một chiến lược hợp lý nhờ nền tảng tài chính vững mạnh và thị phần thống trị của công ty, giúp công ty có thể trụ vững trước sự sụt giảm trong ngắn hạn, đồng thời giành thêm thị phần từ các chuỗi bán lẻ khác đang gặp khó khăn do nhu cầu thị trường yếu.

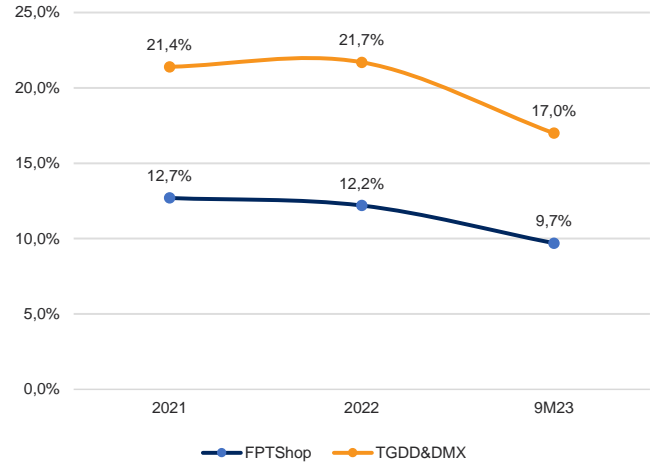
Tuy nhiên, kết quả kinh doanh 9T23 cho thấy sự sụt giảm doanh thu của mảng điện thoại di động và điện máy của MWG chỉ **tương tự mức suy giảm chung của thị trường**, theo ước tính của chúng tôi. Chẳng hạn, thị trường điện thoại di động ở Việt Nam chứng kiến mức giảm 23% svck trong 9T23, theo dữ liệu của GfK, cho thấy bước đầu, MWG không đạt được kết quả gì nổi bật khi khởi động cuộc chiến này.

Hình 8: Doanh thu mảng ICT của các nhà bán lẻ từ 2021-Q3/23



Nguồn: Kantar, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Biên LN gộp mảng ICT của các nhà bán lẻ từ 2021-9T23



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

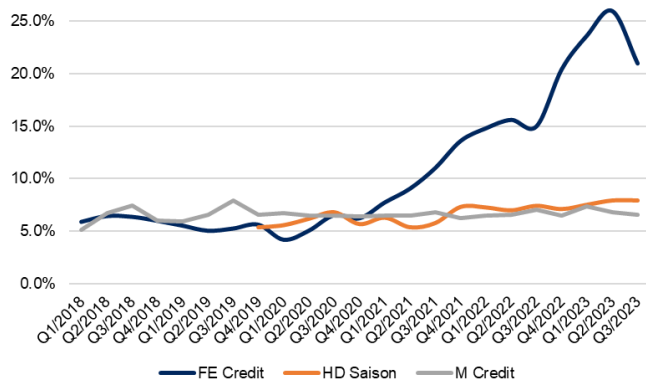
Điều này có khả năng sẽ khiến MWG kéo dài “cuộc chiến giá” để tiếp tục tận dụng lợi thế tài chính của mình, xét đến việc khó khăn trong việc tăng giá trở lại hoặc giảm khuyến mại do một số yếu tố: 1) Người tiêu dùng chú trọng đến giá cả hơn trước, 2) Sự sụt giảm về lòng trung thành của người tiêu dùng đối với hoạt động bán lẻ theo chuỗi và không đặt nặng khác biệt trong các dịch vụ sau bán hàng và 3) Sự phát triển của thương mại điện tử với các hình thức bán hàng mới như livestream có thể làm giảm sức hấp dẫn của các cửa hàng vật lý. Vì vậy, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của MWG sẽ phục hồi chậm và có thể cần ít nhất 2-3 năm mới trở về mức cao như giai đoạn 2021-2022.

Do đó, điều quan trọng là phải tiếp tục xem xét các yếu tố then chốt vào năm 2024...

Chúng tôi tin rằng các yếu tố chính cần theo dõi đối với chuỗi TGDD&DMX trong năm 2024-25 bao gồm:

1. Tốc độ phục hồi GDP, đặc biệt là về xuất nhập khẩu - yếu tố ảnh hưởng lớn đến thu nhập của nhóm lao động mà chuỗi TGDD&DMX đã tích cực mở rộng sang các khu công nghiệp hoặc thị trường nông thôn trước đây. Liệu những lĩnh vực này có đáp ứng được kỳ vọng tăng trưởng?
2. Sự trở dậy trở lại của tài chính tiêu dùng, vốn là động lực tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ ở mảng điện thoại, điện tử tiêu dùng và gia dụng trong các giai đoạn trước.
3. Cuộc chiến giá dần kết thúc và liệu người tiêu dùng có chấp nhận mức giá cao hơn khi nhu cầu tiếp tục tăng hay không?

Hình 10: Tỷ lệ nợ xấu hàng quý của tài chính tiêu dùng duy trì ở mức cao vào năm 2023, tỷ lệ này phải hạ nhiệt trước một làn sóng tài chính tiêu dùng gia tăng khác nhằm thúc đẩy doanh thu của nhà bán lẻ.



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

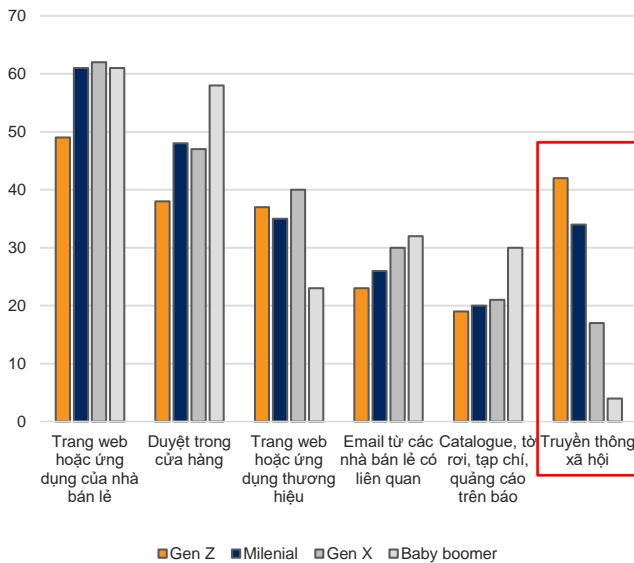
... và tham dự vào những xu hướng mới khi Gen-Z trở thành thế hệ tiêu dùng tiếp theo

Dựa trên khảo sát của McKinsey về xu hướng tiêu dùng bán lẻ tại Mỹ năm 2023, chúng tôi nhận thấy những xu hướng này cũng có nhiều điểm tương đồng đối với thế hệ người tiêu dùng mới tại Việt Nam. Theo đó, các xu hướng đáng chú ý đối với nhóm nhân khẩu tiêu dùng mới là Gen-Z trong tương lai gần có thể bao gồm:

- Sự nở rộ của các kênh quảng cáo, giới thiệu sản phẩm thông qua mạng xã hội, trong đó xu hướng Omnichannel dự kiến sẽ nổi bật trong thời gian tới.
- Sự trỗi dậy của mô hình “mua trước, trả sau” hay “trả góp do nhà bán lẻ cung cấp” khi tài chính tiêu dùng phục hồi trong nền kinh tế ổn định hơn.

Để phát triển những xu hướng này, sự phát triển của bán lẻ trên các kênh trực tuyến là cần thiết. MWG đã tập trung mạnh vào kênh trực tuyến, chú trọng bán hàng đa kênh - omnichannel thông qua việc phát trực tiếp trên các nền tảng như TikTok, đồng thời đẩy mạnh mức độ phổ biến của website (thegioididong.com & dienmayxanh.com xếp hạng top 5 về lượt truy cập website trên các nền tảng thương mại điện tử tại Việt Nam, theo Statista). Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng các kênh thương mại điện tử đang ngày càng phát triển mạnh mẽ, đặc biệt với sự nổi lên của TikTok như một nền tảng thương mại điện tử, đặt ra sự cạnh tranh mạnh mẽ hơn cho MWG, đặc biệt là ở các danh mục sản phẩm lấy giá làm trung tâm và thuộc phân khúc các sản phẩm mức giá thấp.

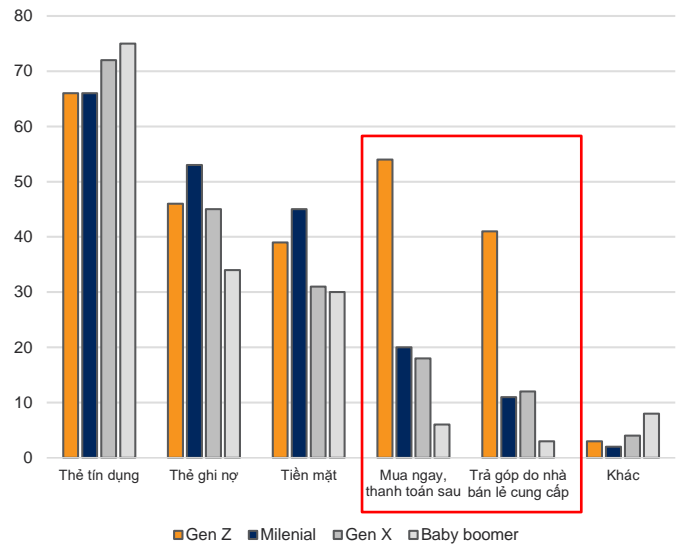
Hình 11: Kế hoạch nghiên cứu mua hàng thông qua các trang web hoặc ứng dụng của nhà bán lẻ/Duyệt web tại cửa hàng đang dần trở nên ít quan trọng hơn đối với Gen-Z, trong khi các hình thức đa kênh khác như mạng xã hội sẽ định hình xu hướng mua sắm cho thế hệ trẻ trong những năm tới (% khảo sát)



Gen Z: 18-25 tuổi
Millennials: 26-41 tuổi
Gen X: 42-57 tuổi
Baby boomers: >58 tuổi

Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Xu hướng thanh toán “mua trước, trả sau” hay “trả góp do nhà bán lẻ cung cấp” cũng sẽ định hình tiêu dùng trong những năm tới, khi những công ty cung cấp sự tiện lợi trong thanh toán và hỗ trợ nhiều phương thức thanh toán đa dạng sẽ được ưu tiên (% khảo sát)



Gen Z: 18-25 tuổi
Millennials: 26-41 tuổi
Gen X: 42-57 tuổi
Baby boomers: >58 tuổi

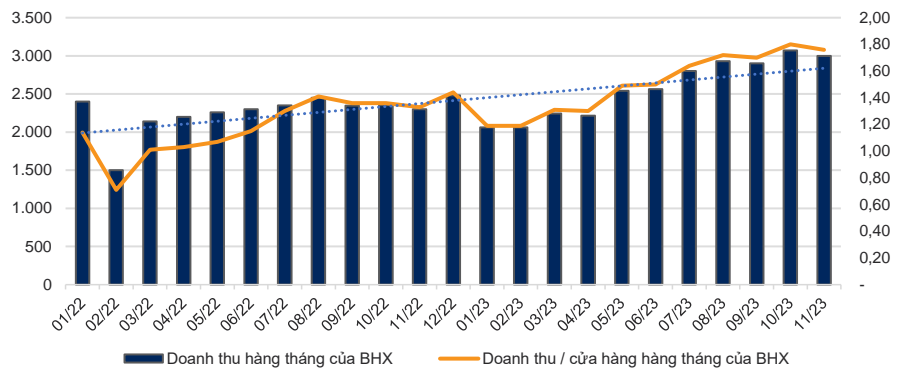
Nguồn: McKinsey, VNDIRECT RESEARCH

Mảng bách hóa: Liên tục kỳ vọng đạt được mức hòa vốn và định giá trong thương vụ bán cổ phần.

Sự tăng trưởng doanh thu của BHX là như kỳ vọng.

Doanh thu trên mỗi cửa hàng của BHX liên tục tăng kể từ đầu năm, đạt 1,8 tỷ đồng/1,76 tỷ đồng mỗi tháng vào T10-T11/23, tăng hơn 40% so với Q1/23. Điều này minh chứng cho sự hiệu quả trong nỗ lực đổi mới của MWG đối với chuỗi BHX.

Hình 13: Doanh thu hàng tháng và mỗi cửa hàng của BHX từ T1/22 – T11/23 (Tỷ đồng)

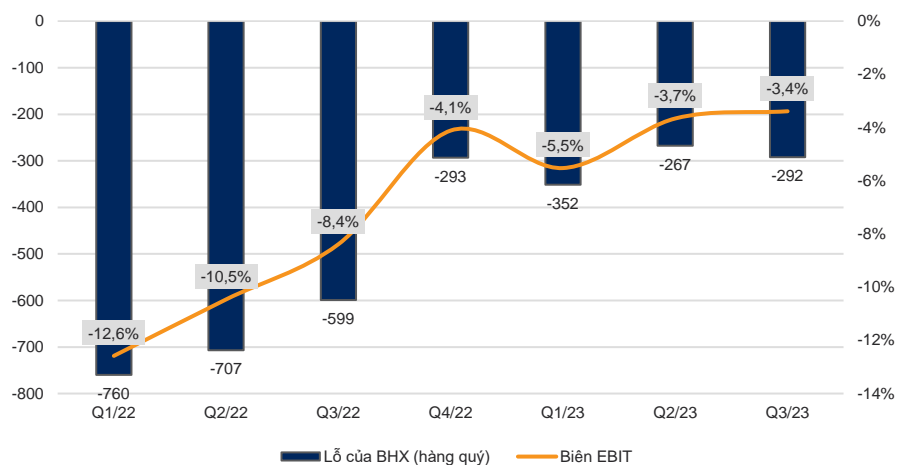


Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Sự gia tăng của các chi phí và những chi phí bất thường đè nặng lên lợi nhuận, ảnh hưởng đến kỳ vọng đạt điểm mức hòa vốn

Với các chi phí bất thường xuất hiện và xu hướng giao dịch theo hiệu ứng giảm giá (trade down) của người tiêu dùng, biên EBIT không tăng tương ứng với mức tăng trưởng doanh thu. Kết quả là BHX tiếp tục thua lỗ và khó có thể đạt kỳ vọng hòa vốn ban đầu mà công ty đặt ra trong Q4/23. Chúng tôi cho rằng với xu hướng tăng giá hiện nay, điểm hòa vốn có thể đạt được vào nửa cuối 2024, khi doanh thu mỗi cửa hàng đạt xấp xỉ 2 tỷ đồng/tháng/cửa hàng.

Hình 14: Lỗ của BHX và biên EBIT theo quý từ Q1/22 – Q3/23



Nguồn: Báo cáo công ty, VNDIRECT RESEARCH

Định giá

Giảm khuyến nghị xuống TRUNG LẬP với giá mục tiêu 48.500 đ/cp

Chúng tôi hạ khuyến nghị từ KHẢ QUAN xuống TRUNG LẬP với giá mục tiêu 1 năm là 48.500 đồng/cổ phiếu. Định giá của chúng tôi dựa trên tổng giá trị TGDD&DMX, BHX và An Khang của MWG với các giả định (WACC= 11,7%, RFR = 3,0%).

Hình 15: Giá mục tiêu (đồng)

	Phương pháp	Cũ	Mới	Thay đổi
TGDD+DMX	Chiết khấu dòng tiền	33.600	22.800	-32,44%
BHX	Chiết khấu dòng tiền	26.800	24.800	-7,46%
An Khang	Chiết khấu dòng tiền	1.100	900	-18,18%
MWG		61.500	48.500	-25,04%

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 16: Chiết khấu dòng tiền – TGDD&DMX (Đơn vị: Tỷ đồng)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	20.372
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng)	15.773
Giá trị doanh nghiệp	36.145
Tổng nợ	13.256
Tiền và tương đương tiền	10.461
Giá trị vốn	33.339
SL cổ phiếu	1.463.551.859
Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	22.800

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 17: Chiết khấu dòng tiền – BHX (Đơn vị: Tỷ đồng)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	12.792
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng)	16.339
Giá trị doanh nghiệp	29.131
Tổng nợ	3.314
Tiền và tương đương tiền	10.461
Giá trị vốn	36.278
SL cổ phiếu	1.463.551.859
Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	24.800

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 18: Chiết khấu dòng tiền – An Khang (Đơn vị: Tỷ đồng)

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1.021
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng)	271
Giá trị doanh nghiệp	1.292
Tổng nợ	0
Tiền và tương đương tiền	0
Giá trị vốn	1.292
SL cổ phiếu	1.463.551.859
Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	900

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 19: Các giả định

Beta	1,2
Phần bù rủi ro thị trường	9,7%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Chi phí sử dụng vốn	14,6%
Chi phí sử dụng nợ vay	5,00%
WACC	11,7%

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 20: Dòng tiền tự do TGDD&DMX

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBIT	1.715	2.206	3.500	5.321	5.549	5.622	5.713	6.701	6.774	6.849
Thuế	-343	-441	-700	-1.064	-1.110	-1.124	-1.143	-1.340	-1.742	-1.029
Khấu hao	525	462	474	254	229	189	153	75	38	0
Capex	-131	-180	-183	-187	-190	-194	-198	-203	-207	-211
Thay đổi trong vốn lưu động	9.227	-647	-607	164	292	195	346	-45	-168	-327
Dòng tiền tự do	10.993	1.400	2.484	4.488	4.770	4.688	4.871	5.188	4.695	5.282
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	10.993	1.246	1.962	3.142	2.957	2.578	2.387	2.283	1.831	1.847

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 21: Dòng tiền tự do BHX

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBIT	-1.103	510	766	1.266	1.915	3.593	5.110	6.938	7.400	7.974
Thuế	0	-102	-153	-253	-383	-719	-1.022	-1.388	-1.480	-1.595
Khấu hao	1.119	898	472	343	539	749	971	939	903	860
Capex	5	-325	-1.060	-1.100	-2.082	-2.161	-2.240	-2.326	-2.414	-2.503
Thay đổi trong vốn lưu động	2	807	1.098	662	905	1.290	1.509	357	192	55
Dòng tiền tự do	23	1.788	1.123	918	894	2.752	4.328	4.520	4.601	4.791
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	23	1.591	887	643	554	1.514	2.121	1.989	1.794	1.677

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 22: So sánh cùng ngành (tại 25/12/2023)

Mã cổ phiếu	Công ty	Quốc gia	Vốn hóa	Doanh thu 12T gần nhất	%svck	LN ròng 12T gần nhất	%svck	Nợ/Vốn CSH	ROE	P/E 12T gần nhất	P/E điều chỉnh	P/B gần nhất
Đơn vị			Tr USD	Tr USD	%	Tr USD	%	x	%	x	x	x
Điện thoại và điện tử tiêu dùng												
ERAA IJ	Erajaya Swasembada Tbk PT	ID	416,3	3768,5	21,4	59,3	-15,0	105,8	12,5	7,7	9,7	0,9
FRT VN	CTCP Bán lẻ KTS FPT	VN	583,7	1327,6	4,7	-5,4	na	314,5	-8,3	na	na	8,3
6154 TT	Sunfar Computer Co Ltd	TW	42,9	120,6	-20,4	2,0	-38,4	19,8	4,9	21,5	27,3	1,0
2430 TT	Tsann Kuen Enterprise Co Ltd	TW	146,6	656,4	-11,5	10,6	-50,9	118,9	7,2	13,7	17,4	1,0
<i>Trung vị</i>				992,0	-3,4	6,3	-38,4	112,4	6,1	13,7	13,7	1,0
<i>Trung bình</i>				1468,3	-1,4	16,6	-34,8	139,8	4,1	14,3	14,3	2,8
Bách hóa												
5903 TT	Taiwan FamilyMart Co Ltd/Taiwa	TW	1363,4	3146,1	9,9	67,4	42,5	412,7	30,3	24,2	30,8	6,0
AMRT IJ	Sumber Alfaria Trijaya Tbk PT	ID	7698,7	6887,6	11,7	221,5	26,9	13,3	30,9	36,8	46,2	9,8
<i>Trung bình</i>				5016,9	10,8	144,4	34,7	213,0	30,6	30,5	30,5	7,9
MWG VN	CTCP Đầu tư TGDD	VN	2572,0	4931,8	-15,5	29,2	-86,2	98,5	3,0	84,0	84,0	2,7

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

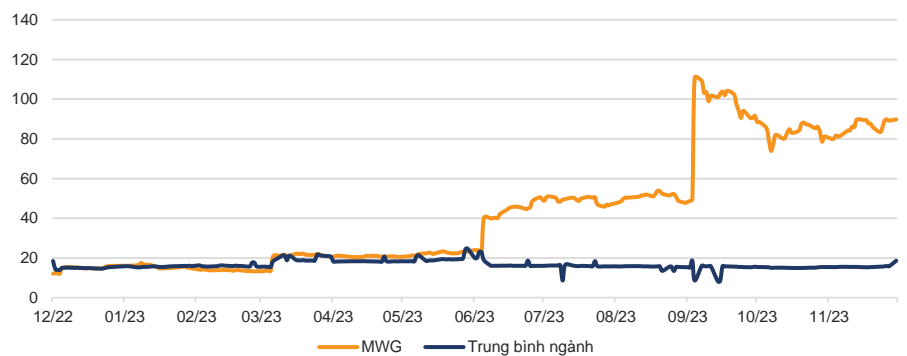
*Lưu ý: Tỷ lệ P/E điều chỉnh = P/E chia cho bình quân thị trường liên quan nhân với P/E của VN-Index.

Hình 23: Phân tích độ nhạy giữa biên LN gộp của TGDD&DMX năm 2024 đối với giá mục tiêu

Biên LN gộp TGDD&DMX trong 2024	16,2%	16,7%	17,2%	17,7%	18,2%	18,7%	19,2%
Giá mục tiêu	47.800	48.000	48.200	48.500	48.700	49.000	49.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: P/E của MWG so với trung bình ngành



*Lưu ý rằng kể từ cuối T6/23, FRT ghi nhận lỗ nên bị loại khỏi tính toán trung bình P/E cùng ngành
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

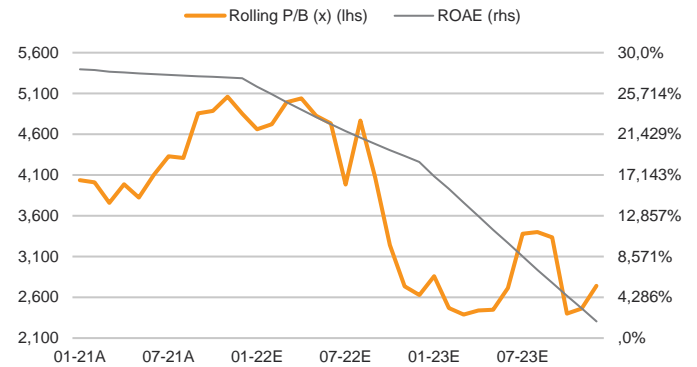
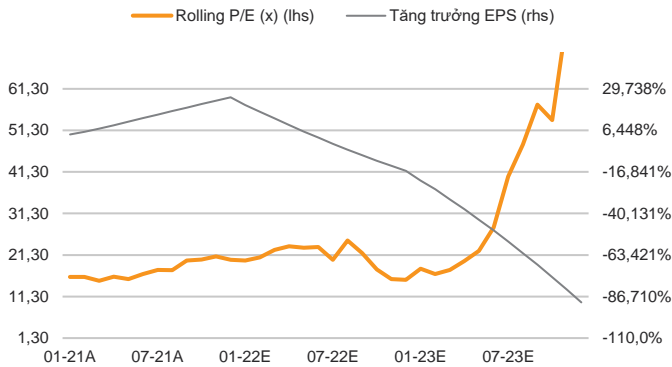
Rủi ro giảm giá:

- Giai đoạn tiêu thụ suy yếu kéo dài hoặc chậm hơn kỳ vọng để đáp ứng lợi nhuận của BHX.

Tiềm năng tăng giá:

- Việc mở rộng nhanh hơn dự kiến, doanh thu trên mỗi cửa hàng cao hơn dự kiến hay tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn dự kiến của TGDD và ĐMX, BHX đạt mức hòa vốn nhanh hơn kỳ vọng hoặc thành công trong IPO Bách Hóa Xanh với mức giá ưu đãi hoặc kế hoạch mở rộng mới đối với BHX sau điểm hòa vốn.

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	117.605	123.540	136.322
Giá vốn hàng bán	(95.448)	(98.290)	(106.443)
Chi phí quản lý DN	(1.176)	(2.471)	(2.726)
Chi phí bán hàng	(20.824)	(20.508)	(22.374)
LN hoạt động thuần	157	2.271	4.779
EBITDA thuần	(724)	3.631	5.726
Chi phí khấu hao	881	(1.360)	(947)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	157	2.271	4.779
Thu nhập lãi	1.848	1.535	1.278
Chi phí tài chính	(1.253)	(1.131)	(809)
Thu nhập ròng khác	0	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	752	2.675	5.248
Thuế	(343)	(535)	(908)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	409	2.140	4.340
Thu nhập trên vốn	409	2.140	4.340
Cổ tức phổ thông	(1.464)	(2.083)	(2.297)
LN giữ lại	(1.055)	57	2.043

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	6.221	9.358	11.651
Đầu tư ngắn hạn	14.701	12.354	12.269
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.372	2.441	2.651
Hàng tồn kho	16.165	18.125	18.742
Các tài sản ngắn hạn khác	1.128	1.195	1.336
Tổng tài sản ngắn hạn	40.587	43.473	46.649
Tài sản cố định	12.561	17.985	20.617
Tổng đầu tư	35	37	41
Tài sản dài hạn khác	1.453	1.477	1.527
Tổng tài sản	54.636	62.972	68.834
Vay & nợ ngắn hạn	10.865	11.251	12.082
Phải trả người bán	9.909	11.970	12.818
Nợ ngắn hạn khác	5.346	5.595	6.164
Tổng nợ ngắn hạn	26.120	28.816	31.064
Vay & nợ dài hạn	5.705	5.095	4.522
Các khoản phải trả khác			
Vốn điều lệ và	14.636	20.831	22.972
LN giữ lại	7.669	7.726	9.769
Vốn chủ sở hữu	22.796	29.046	33.233
Lợi ích cổ đông thiểu số	15	15	15
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	54.636	62.972	68.834

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
LN trước thuế	752	2.675	5.248
Khấu hao	(881)	1.360	947
Thuế đã nộp	(343)	(535)	(908)
Các khoản điều chỉnh khác	857	(82)	(169)
Thay đổi VLĐ	8.068	293	620
LC tiền thuần HKKD	8.453	3.711	5.738
Đầu tư TSCĐ	(198)	(641)	(1.447)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	4	4	4
Các khoản khác	(165)	(37)	(65)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(4.436)	2.345	81
LC tiền từ HĐĐT	(4.795)	1.671	(1.427)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	62	21
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(1.898)	(224)	258
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1.464)	(2.083)	(2.297)
LC tiền thuần HĐTC	(3.362)	(2.245)	(2.018)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	5.925	6.221	9.358
LC tiền thuần trong năm	296	3.137	2.293
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	6.221	9.358	11.651

Các chỉ số cơ bản

	12-23E	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	0,3%	1,7%	3,2%
Vòng quay TS	2,13	2,10	2,07
ROAA	0,7%	3,6%	6,6%
Đòn bẩy tài chính	2,37	2,27	2,12
ROAE	1,8%	8,3%	13,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	1,8	1,7	1,6
Số ngày nắm giữ HTK	61,8	67,5	64,3
Số ngày phải trả tiền bán	37,9	44,6	44,0
Vòng quay TSCĐ	10,52	8,09	7,06
ROIC	1,0%	4,7%	8,7%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,6	1,5	1,5
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	0,9	0,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,8	0,8	0,8
Vòng quay tiền	25,7	24,6	21,9
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(11,8%)	5,0%	10,3%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(97,6%)	1.346,5%	110,4%
Tăng trưởng LN ròng	(90,0%)	423,2%	102,8%
Tăng trưởng EPS	(90,0%)	267,6%	83,9%

Nguồn: VND RESEARCH

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.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

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 Định nghĩa:

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

Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Phan Như Bách – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: bach.phannhu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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