

## MWG- KHẢ QUAN

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU (ngày 11/06/2020)

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| Sàn giao dịch     | HSX         |
| Thị giá (đồng)    | 83.200      |
| KLGD TB 10 ngày   | 1.216.629   |
| Vốn hoá (tỷ đồng) | 38.991,42   |
| Số lượng CPLH     | 452.861.986 |

### CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thùy Dung  
[nttdung01@vcbs.com.vn](mailto:nttdung01@vcbs.com.vn)  
+84-4 3936 6990 ext 286

### Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

### MWG: Tập trung cải thiện BLNG chuỗi BHX, hướng tới mục tiêu có lãi năm 2021.

**KQKD:** Kết thúc 4T.2020, DTT ghi nhận đạt 37.187 tỷ đồng, tăng 8,98% yoy, LNST đạt 1.341 tỷ đồng, giảm 5,83 %yoy. Doanh thu chuỗi TGDD sụt giảm 12%, chuỗi ĐMX chỉ tăng trưởng nhẹ 3%yoy trong khi đó chuỗi BHX ghi nhận tăng trưởng đột biến 167%.

#### Triển vọng:

- (1) Các cửa hàng mở mới trong năm 2019 được kỳ vọng bắt đầu hoạt động ổn định trong năm 2020.
- (2) Chuỗi BHX ước tính không còn ghi nhận lỗ từ giữa năm 2021 sau khi quy mô chuỗi dần mở rộng tới vùng hiệu quả.
- (3) Đẩy mạnh mô hình double shop và mở rộng danh mục sản phẩm sang TV, laptop và đồng hồ, tận dụng lưu lượng khách tại các cửa hàng hiện hữu của các chuỗi.

#### Rủi ro:

- (1) Sức ép cạnh tranh đến từ các nhà bán lẻ nước ngoài ở mảng FMCG.
- (2) Chuỗi cung ứng và tốc độ phát triển sản phẩm mới bị gián đoạn nếu dịch covid-19 trên thế giới tiếp tục kéo dài.

**Khuyến nghị đầu tư:** Về mặt dài hạn, chúng tôi kỳ vọng mảng điện máy tiêu dùng vẫn tiếp tục giữ nhịp tăng trưởng cho MWG cùng với những triển vọng tích cực đến từ chuỗi BHX khi dần tiệm cận đến điểm hòa vốn và ghi nhận lãi. Trong kịch bản thận trọng và lo ngại về sức mua sẽ sụt giảm trong năm 2020, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh của MWG sẽ bị sụt giảm trong năm nay với LNST 2020F ước tính đạt 3.273 tỷ đồng (-14,61% yoy), tương đương EPS đạt **7.382 đồng/CP**. Sử dụng phương pháp định giá so sánh tương đối và chiết khấu dòng tiền và ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu MWG là **94.453 đồng/CP** và giữ quan điểm **KHẢ QUAN** với cổ phiếu MWG.

| ĐV: tỷ đồng | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   | 2023F   | 2024F    |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| DTT         | 102.174 | 104.170 | 121.791 | 137.411 | 153.896 | 178.1190 |
| LNST        | 3.834   | 3.273   | 4.323   | 5.018   | 5.787   | 7.223    |
| TTS         | 41.708  | 50.347  | 59.674  | 68.331  | 77.853  | 90.015   |
| VCSH        | 12.143  | 14.760  | 18.418  | 22.772  | 27.894  | 34.452   |
| BLNR (%)    | 3,80%   | 3,14%   | 3,55%   | 3,65%   | 3,76%   | 4,06%    |
| ROA (%)     | 9,19%   | 6,50%   | 7,24%   | 7,34%   | 7,43%   | 8,02%    |
| ROE (%)     | 31,57%  | 22,18%  | 23,47%  | 22,04%  | 20,75%  | 20,97%   |
| EPS (đồng)  | 8.665   | 7.382   | 9.748   | 11.316  | 13.050  | 16.287   |

## PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

### KQKD 4T.2020:

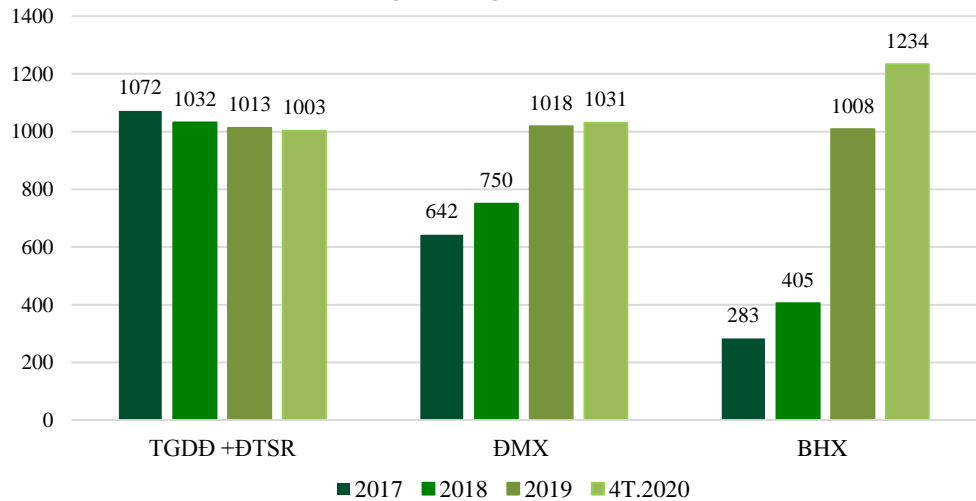
Kết thúc 4T.2020, DTT ghi nhận đạt 37.187 tỷ đồng, tăng 8,98% yoy, LNST đạt 1.341 tỷ đồng, giảm 5,83 %yoy, trong đó doanh thu online đạt 3.293 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 8,85% tổng doanh thu. Kết quả doanh thu theo chuỗi: TGDD đạt 10.189 tỷ đồng giảm 12% yoy), ĐMX đạt 20.825 tỷ đồng (tăng 3%yoy), BHX đạt 6.173 tỷ đồng (tăng 167% yoy).

Luỹ kế 4 tháng, công ty có tổng cộng 3.268 cửa hàng (tăng 246 cửa hàng so với cuối năm 2019).

Đặc biệt, KQKD trong T4.2020 bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi dịch covid-19 khi doanh thu giảm 14%yoy, trong đó tổng doanh thu của hai chuỗi TGDD và ĐMX ghi nhận sụt giảm gần 30% do phải đóng cửa 600 cửa hàng (từ ngày 01/04 đến ngày 15/04) và duy trì tiếp tục đóng 300 cửa hàng từ ngày 16/04 đến ngày 25/04 theo chỉ thị số 16 về giãn cách xã hội của Chính phủ.

Ngược lại, chuỗi BHX ghi nhận những chuyển biến tích cực với doanh thu toàn chuỗi tăng trưởng 167% yoy với doanh thu trung bình/cửa hàng trong tháng 3 đột biến đạt 1,65 tỷ đồng do hiệu ứng tích trữ thực phẩm và trở về mức bình ổn trong tháng 4 đạt gần 1,4 tỷ, nâng tỷ lệ đóng góp vào doanh thu của toàn công ty lên 16,6% (so với mức 6,8% vào thời điểm tháng 4/2019). BLNG của chuỗi BHX đạt 21%, đã ghi nhận có lời EBITDA tại cửa hàng và DC. Tính đến cuối tháng 4, có 1.234 cửa hàng với 219 cửa hàng lớn và mở rộng 2 địa bàn tỉnh mới là Cà Mau và Đắk Lắk.

Số lượng cửa hàng của MWG theo chuỗi



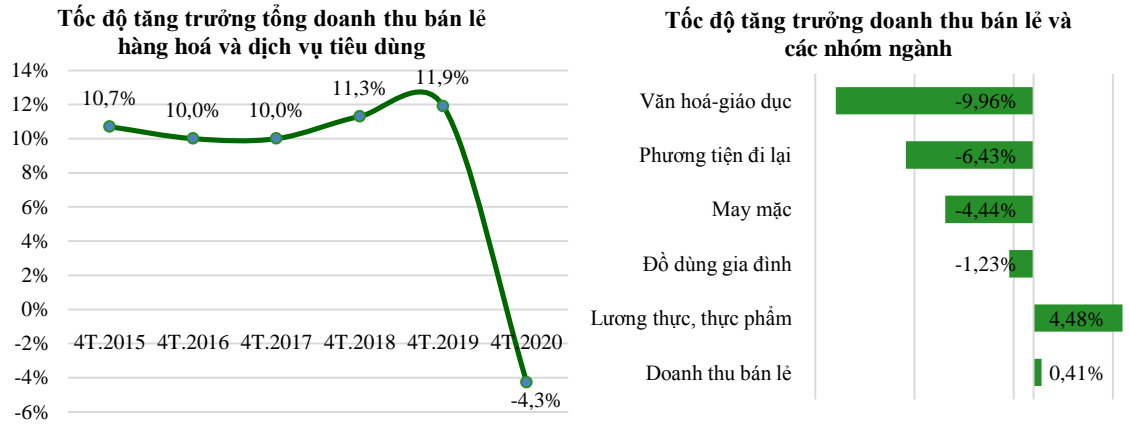
Nguồn: MWG

## TRIỂN VỌNG VÀ ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

### Tổng quan thị trường bán lẻ 4T.2020

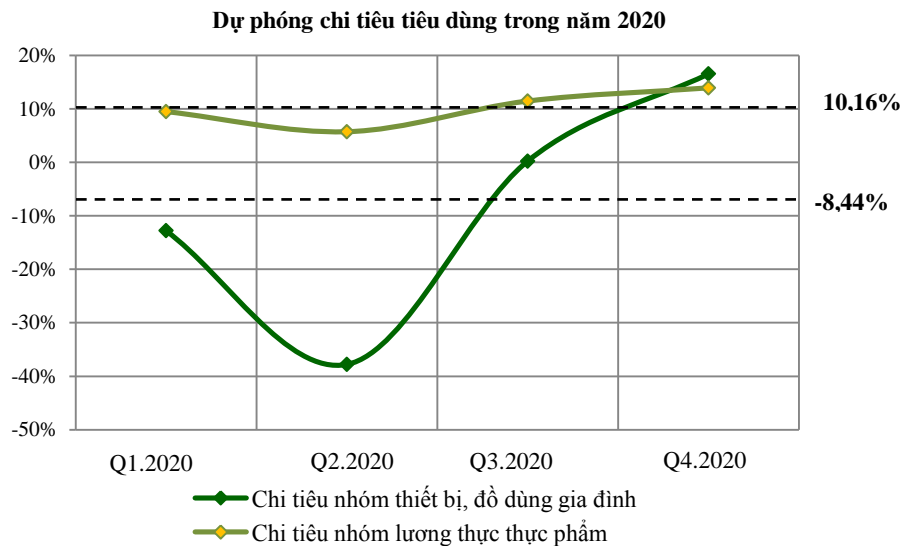
#### Doanh thu ngành bán lẻ bị ảnh hưởng tiêu cực do dịch Covid-19

Theo số liệu Bộ Công thương, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng năm 4 tháng đầu năm ghi nhận sụt giảm 4,27% (so với trung bình 5 năm trước là tăng 10,78%). Tuy nhiên, về dài hạn, thị trường bán lẻ tại Việt Nam vẫn được đánh giá là rất hấp dẫn với tốc độ tăng trưởng đạt mức hai chữ số, nhờ những yếu tố hỗ trợ như (1) tốc độ đô thị hóa tăng nhanh, ước đạt 40% trong năm 2020; (2) thu nhập của tầng lớp trung lưu dự báo tăng trưởng kép giai đoạn 2018-2023 đạt 9,2% (Theo Mckinsey) cùng với sự phát triển nhanh chóng của các kênh bán hàng hiện đại.



Nguồn: GSO

Trước diễn biến 4 tháng đầu năm, chúng tôi ước tính doanh thu bán lẻ cả năm 2020 trong kịch bản dịch covid-19 chính thức kết thúc trước Q2.2020 **với tốc độ tăng trưởng 7,93%**, thấp hơn so với mức trung bình 5 năm trước là 11,36%. Trên cơ sở đó, chúng tôi tính toán hệ số tương quan giữa tốc độ tăng chỉ tiêu tiêu dùng với tăng trưởng GDP và doanh thu bán lẻ hàng hoá, dự phóng sức mua với nhóm tiêu dùng thiết bị, dụng cụ, đồ dùng gia đình giảm 8,44% (so với trung bình 4 năm trước là 10,88%) và nhóm lương thực thực phẩm là 10,16% (so với trung bình 4 năm trước là 12,63%).



Nguồn: VCBS dự phóng

## Chuỗi ĐMX duy trì nhịp tăng trưởng trong ngắn hạn

**ĐMX vẫn tiếp tục duy trì đà tăng trưởng – trở thành động lực tăng trưởng chính của MWG trong ngắn hạn.** Chúng tôi cho rằng chuỗi ĐMX của MWG vẫn tiếp tục giữ nhịp tăng trưởng trong bối cảnh mức độ thâm nhập các sản phẩm điện máy đã tương đối cao nhờ các động lực tăng trưởng chính sau:

- (1) *Tiếp tục chuyển đổi và gia tăng số lượng của hàng mở mới.* MWG lên kế hoạch đạt 1350 cửa hàng vào cuối năm nay, trong đó một phần chuyển đổi từ chuỗi TGDD. Bên cạnh đó, công ty vẫn thực hiện thay đổi layout cửa hàng để trưng bày được nhiều hàng hóa (dự kiến hoàn thiện trong tháng 7/2020).
- (2) *Đẩy mạnh mô hình shop-in-shop.* Trong năm 2019, công ty đã hoàn tất chuyển đổi toàn bộ cửa hàng ĐMX mini khai trương trước 1/1/2019 sang mô hình mới mới để tối ưu hóa khả năng trưng bày và tăng doanh thu bán hàng, ước tính đạt 80% số SKUs của ĐMX lớn; được kỳ vọng giúp cải thiện doanh số/cửa hàng lên 30%, tạo cơ sở để trưng bày thêm sản phẩm, bày bán thêm các thương hiệu mới vào Việt Nam có chiết khấu cao hơn và đóng góp của đồng hồ, kính mắt vào doanh thu các cửa hàng hiện hữu.

(3) Thị trường miền Bắc còn nhiều tiềm năng khi chuỗi ĐMX mới chiếm thị phần khoảng 15%.

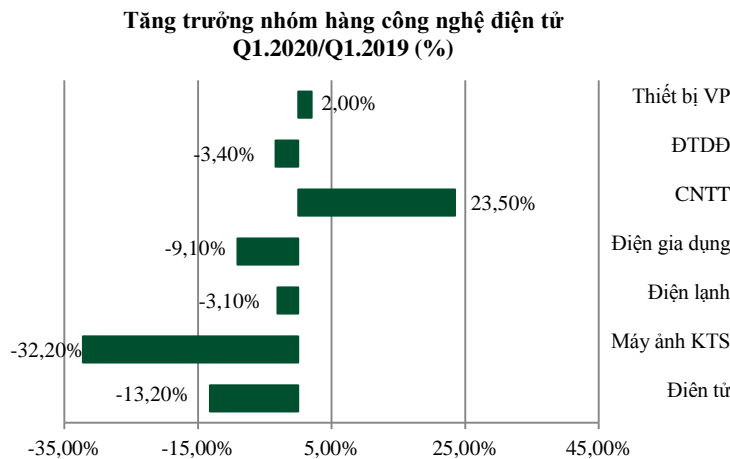
Dự báo doanh thu mảng điện máy giai đoạn 2020F-2024F:

| Đv: tỷ đồng   | 2020F            | 2021F            | 2022F            | 2023F            | 2024F            |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Doanh thu bình quân mảng điện máy khi không mở mới cửa hàng         | 2.660,49         | 2.909,48         | 3.034,75         | 3.164,86         | 3.300,00         |
| Tổng số cửa hàng sau khi mở mới tính đến cuối năm                   | 1.350            | 1.500            | 1.650            | 1.800            | 1.950            |
| Doanh thu mảng điện máy theo số lượng cửa hàng trung bình trong năm | <b>34.096,89</b> | <b>41.652,07</b> | <b>48.907,98</b> | <b>56.701,70</b> | <b>65.062,87</b> |

Nguồn: VCBS dự phóng

**Chuỗi TGDD tăng trưởng chậm lại**

**Thị trường điện thoại bão hòa, nhưng vẫn còn cơ hội trong dài hạn.**



Trong Q1.2020, thị trường điện thoại (thông thường và thông minh) ghi nhận mức tăng trưởng âm khi sụt giảm 3,4% yoy. Báo cáo KQKD Q1.2020 của MWG cũng cho thấy doanh thu ngành hàng điện thoại sụt giảm 1,7% yoy.

Nguồn: Báo cáo GFK

Về tầm nhìn dài hạn, VCBS ước tính nhóm hàng điện thoại sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng từ 2-3% dựa trên những cơ sở sau:

- Số lượng người tiêu dùng điện thoại giảm đà tăng trưởng xuống 3,26% vào năm 2022, giảm mạnh so với mức tăng 12,7% vào năm 2016.
- Xu hướng thương mại điện tử (E-Commerce) thay thế các nhà bán lẻ điện tử truyền thống đang diễn ra tại Mỹ, Trung quốc và các nước Đông Nam Á có ảnh hưởng đến thói quen tiêu dùng tại Việt Nam.
- Tuy nhiên, đề xuất tắt mạng 2G của Bộ Thông tin và Truyền thông vào năm 2022 sẽ có tác động làm thay đổi thói quen tiêu dùng và nhu cầu nâng cấp từ điện thoại thông thường (feature phone) sang điện thoại thông minh. Trong số 143,3 triệu số thuê bao được đăng ký thì có tới 45% đã đăng ký 3G và 4G, tương đương nếu đề xuất tắt sóng 2G được thực hiện, khoảng hơn 78 triệu thuê bao đang sử dụng 2G sẽ phải chuyển sang sử dụng dòng điện thoại thông minh.

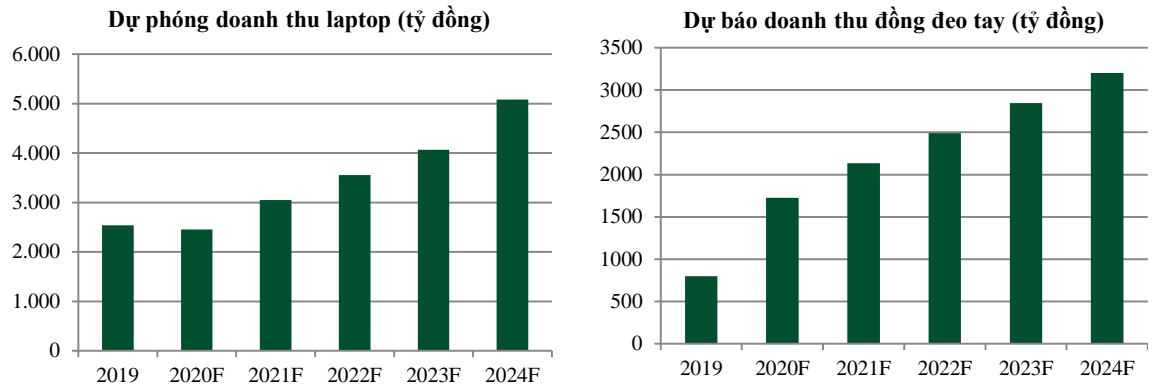
Bên cạnh đó, công ty có kế hoạch thu hẹp số lượng cửa hàng chuỗi TGDD và chuyển đổi sang cửa hàng ĐMX, theo đó số lượng cửa hàng TGDD năm nay ước tính giảm xuống 800 cửa hàng.

Tiềm năng từ việc mở rộng danh mục sản phẩm- tận dụng lưu lượng khách hàng tại các cửa hàng hiện hữu của TGDD và ĐMX

**Cơ hội đến từ thị trường đồng hồ đeo tay đang phân mảnh, biên lãi gộp cao.**

Thị trường đồng hồ chính ngạch tại Việt Nam ước tính trị giá khoảng 750 triệu đô- 1 tỷ đô (theo Báo cáo nghiên cứu thị trường của PNJ) và mới chỉ có khoảng 500 cửa hàng đồng hồ trên cả nước. Thị trường đồng hồ đeo tay được đánh giá là có độ phân mảnh lớn và hiện chưa có nhà phân phối nào chiếm thị phần trên 20% cùng với lợi thế biên lợi nhuận cao (tùy 20% -30% tùy phân khúc).

VCBS ước tính doanh thu đồng hồ tại mỗi cửa hàng của MWG trung bình đạt từ 650-700 triệu đồng/tháng, trong đó mỗi cửa hàng bán được từ 10-25 sản phẩm/ngày (giá trung bình giao động 1,5 triệu đồng) với 500 điểm bán trong năm 2020/



Nguồn: VCBS dự phóng

**Laptop hỗ trợ ngành hàng điện tử khi thị trường điện máy giảm tốc.**

Báo cáo nghiên cứu thị trường công nghệ điện tử của GFK Q1.2020 ghi nhận sự tăng trưởng của các sản phẩm công nghệ thông tin đạt 23,5% trong bối cảnh mức tăng trưởng chung của nhóm hàng công nghệ điện tử giảm 4,2% yoy. Trong 4 tháng đầu năm, sản phẩm laptop của công ty cũng được hưởng lợi do nhu cầu học tập và làm việc tại nhà trong thời gian dịch bệnh bùng phát với doanh thu tăng trưởng mạnh 120%. Cùng với 26 trung tâm bày bán các sản phẩm ngành hàng IT, tính đến tháng 12/2019, công ty đã có 500 điểm bán riêng lẻ (shop-in-shop), chúng tôi ước tính doanh thu mảng laptop năm 2020 ghi nhận doanh thu hơn 2.454 tỷ đồng với doanh thu mỗi điểm bán trung bình đạt 390 triệu/tháng.

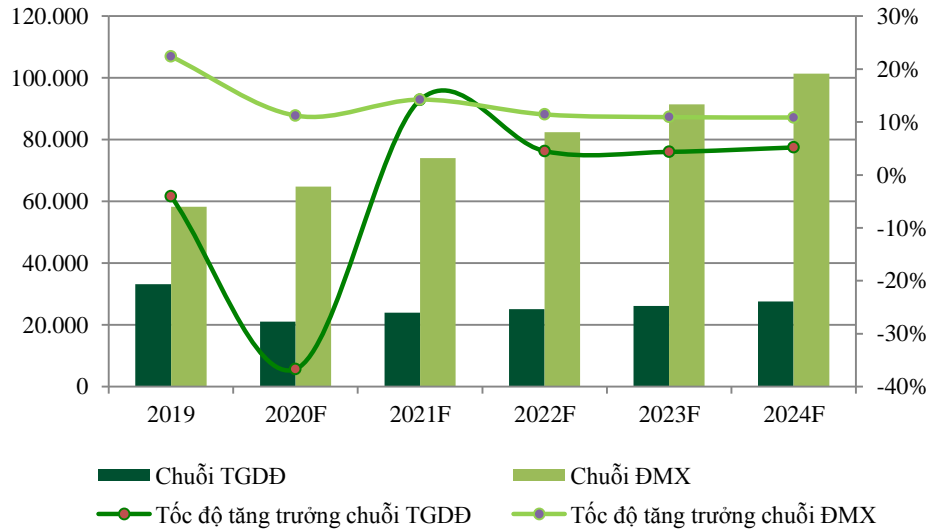
**Biên lợi nhuận gộp của TGDD và ĐMX ước tính thay đổi không đáng kể.**

Chúng tôi cho rằng mặc dù BLNG chịu tác động hai chiều khi:

- (1) Chương trình kích cầu sau dịch covid-19 (dự kiến thực hiện vào tháng 6/2020 với nhiều chương trình khuyến mại để thu hút người tiêu dùng.
- (2) Các đơn hàng đã đặt tại Trung Quốc đã về được khoảng 80% trong tháng 4 với giá thành tốt; tuy nhiên các đơn hàng sau có thể tăng do chi phí sản xuất và nhân công từ phía Trung Quốc do gián đoạn chuỗi cung ứng dưới tác động của dịch covid-19.
- (3) Tuy nhiên, biên lợi nhuận của các mảng kinh doanh đồng hồ, kính mắt khá cao so với các nhóm hàng khác.

Vì vậy chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp chung của hai chuỗi TGDD và ĐMX sẽ thay đổi không đáng kể so với trung bình cả năm 2019, đạt 18,75%, thấp hơn so với mức 19,5% trong Q3.2019.

**Dự báo doanh thu chuỗi TGDD và ĐMX**

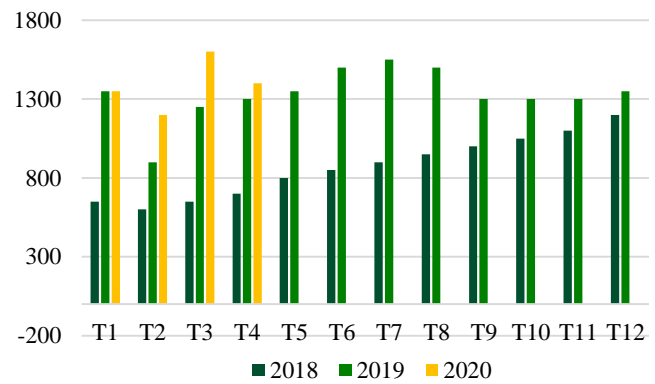


Nguồn: VCBS dự phóng

**Chuỗi BHX trở thành động lực tăng trưởng trong dài hạn.**

Thị trường bách hóa tại Việt Nam có giá trị khoảng 60 tỷ đô (theo số liệu Tổng cục thống kê), trong đó nhu cầu mua sắm tại các kênh phân phối hiện đại mới chỉ chiếm 15-20%, còn lại là dưới hình thức các chợ nhỏ lẻ truyền thống. Kanta Worldpanel dự báo tốc độ phát triển kênh phân phối hiện đại tại Việt Nam đạt 28% với tỷ lệ bao phủ kênh hiện đại hiện nay mới đạt 25%. Cũng theo đó nhu cầu đối với các thực phẩm tươi sống cao gấp 3 lần so với nhóm tiêu dùng các sản phẩm FMCG.

**Doanh thu BHX/cửa hàng/tháng (triệu VND)**



Chúng tôi ước tính doanh thu chuỗi BHX trong giai đoạn 2019-2024 dựa trên các động lực tăng trưởng chính sau:

- Số lượng cửa hàng đã mở thêm trong năm 2019 sẽ đi vào hoạt động ổn định trong năm 2020 và công ty tiếp tục gia tăng việc mở mới cửa hàng trong các năm tiếp theo. Công ty có kế hoạch mở mới từ 700- 800 cửa hàng trong năm 2020 và 500-600 cửa hàng trong năm 20201, mở rộng phạm vi ra khu vực cao nguyên (Đắk Lắk, Gia Lai trở vào), Nam Trung Bộ (Khánh Hòa, Phú Yên trở vào) và tập trung tăng độ phủ tại 24-25 tỉnh thành.

- Tỷ lệ hủy hàng tươi sống được cải thiện. Tỷ lệ hủy hàng đã giảm từ 4% vào giữa năm về mức 3% vào cuối năm. Bên cạnh đó, công ty đã thử nghiệm quy trình mới để giảm tỷ lệ hủy hàng như: chính sách tăng thưởng cho đội ngũ mua hàng để chọn lựa được mặt hàng tốt, cải thiện trưng bày hàng hóa,...Chúng tôi kỳ vọng quy trình này sẽ được áp dụng tại các cửa hàng còn lại để cải thiện hiệu quả hoạt động của toàn chuỗi BHX.

- Tập trung tăng khả năng lấp đầy và hiệu quả kết nối giữa các trung tâm phân phối ("DC"). Tỷ lệ chi phí DC hiện hữu/Doanh thu hiện tại đạt khoảng 5-5,5% khi chưa hoạt động hết công suất, bao gồm chi phí vận hành, vận chuyển từ kho đến cửa hàng..... và các DC mở trước đó ước tính phục vụ trung bình được khoảng 400 cửa hàng. Hiện công ty có 8 DC lớn và các DC mới mở có quy mô nhỏ nhằm mục đích phục vụ số lượng cửa hàng ít hơn nhưng giảm khoảng cách từ DC đến các cửa hàng. Chúng tôi cho rằng khi độ phủ cửa hàng

tăng dẫn đến công suất hoạt động tăng, các kho được lấp đầy → chi phí các DC hiện hữu được kỳ vọng giảm về mức 4,5%.

- *Biên lợi nhuận gộp được cải thiện* nhờ: (1) Công ty chủ trương mua hàng tươi sống trực tiếp từ các nhà cung cấp và nhập khẩu trực tiếp; (2) Quy mô cửa hàng tăng, số lượng hàng nhập tăng giúp công ty có lợi thế hơn khi thương lượng với các nhà cung cấp để có giá ưu đãi.

- *Kế hoạch nhân rộng mô hình double shop (kết hợp bán đồ gia dụng) và sự hợp tác với đối tác chiến lược Friesland Campina*. Các cửa hàng chuẩn có doanh thu từ 1,7-2,5 tỷ đồng/tháng được nâng cấp chuyển đổi thành các double shop. Kết quả chuyển đổi cũng đem lại những hiệu quả tích cực khi ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu khoảng 30% sau khi chuyển đổi.

### Dự phóng giai đoạn 2020-2024F

VCBS ước tính giá thị ngành thực phẩm tươi sống và FMCG dựa trên những giả định: (1) Tốc độ tăng doanh số bán hàng thực phẩm tươi sống: 4,3%; (2) Tỷ lệ tiêu dùng cho thực phẩm tươi sống và FMCG/chi tiêu hộ gia đình: 33,33%; (3) Tốc độ phát triển mảng FMCG duy trì đà tăng 5-6% trong giai đoạn 5 năm tiếp theo.

| Đv:tỷ đồng                          | 2020F    | 2021F    | 2022F    | 2023F    | 2024F    |
|-------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Doanh thu/cửa hàng/tháng tại đầu kỳ | 1.227,14 | 1.284,85 | 1.345,13 | 1.408,08 | 1.473,84 |

#### Các yếu tố điều chỉnh:

(1) giảm thành công tỷ lệ hủy hàng tươi sống tại các cửa hàng mới mở

|   |          |          |          |          |          |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|
| Doanh thu cửa hàng/tháng sau điều chỉnh | 1.241,87 | 1.300,27 | 1.361,27 | 1.424,98 | 1.491,53 |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|

(2) tăng thêm sản phẩm gia dụng (xoong chảo,...) tại các cửa hàng mới mở

|  |                 |                 |                 |                 |                 |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Doanh thu TB/cửa hàng trong sau điều chỉnh | <b>1.480,20</b> | <b>1.562,44</b> | <b>1.649,65</b> | <b>1.742,20</b> | <b>1.840,47</b> |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|

|   |       |       |       |       |       |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|
| Số cửa hàng mở mới đến thời điểm cuối năm | 1.708 | 2.139 | 2.553 | 2.955 | 3.458 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|

**Doanh thu chuỗi BHX**                                    **18.478,83**    **24.657,04**    **30.938,02**    **37.523,99**    **50.880,14**

Nguồn: VCBS dự phóng

**Chuỗi BHX ước tính ghi nhận lỗ ròng hơn 600 tỷ đồng trong năm 2019 và tiến đến điểm ghi nhận lãi ròng vào giữa năm 2021 nhờ nâng cấp các cửa hàng hoạt động tốt lên mô hình double shop.**

Chúng tôi cho rằng do hiệu suất của 2 DC mới mở tại Duyên hải Nam Trung Bộ còn thấp (do số lượng cửa hàng mới chỉ đạt 15 tính đến tháng 10/2019) và chi phí vận hành DC mới có thể tăng lên mức 5,5% (so với mức trung bình của các DC hiện hữu là 5,0%) nên thời điểm ghi nhận lãi chậm hơn so với kế hoạch (cuối năm 2019).

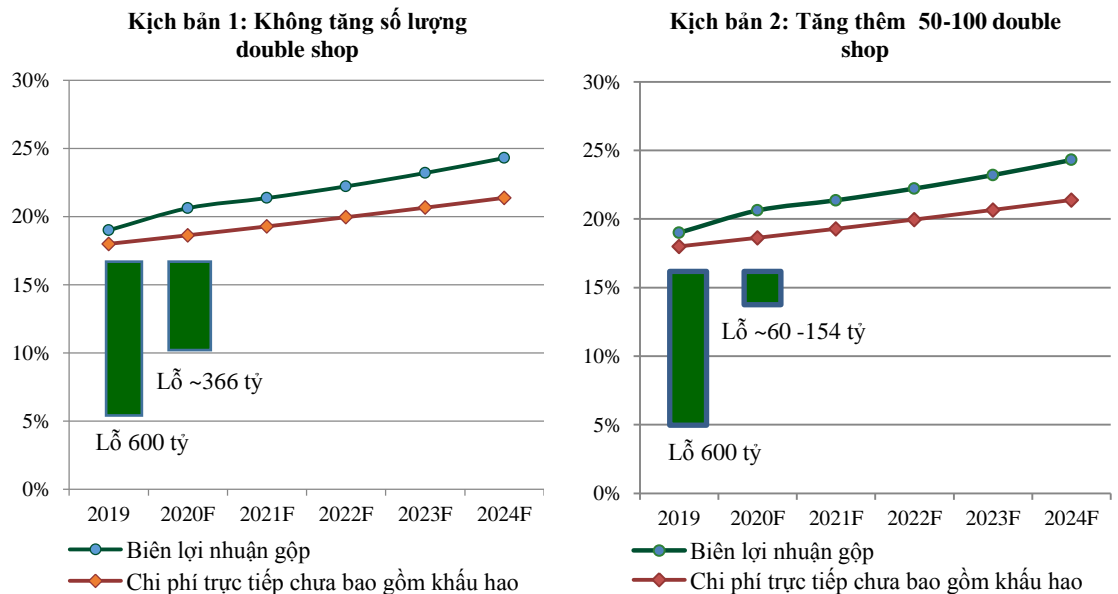
|                             | Mô hình shop thông thường | Mô hình double shop   |
|-----------------------------|---------------------------|-----------------------|
| Doanh thu TB                | 1,35 tỷ đồng/tháng        | 2,7-2,9 tỷ đồng/tháng |
| Chi phí hoạt động bình quân |                           |                       |
| Chi phí thuê mặt bằng       | 50-90 triệu đồng/tháng    | 90-100 triệu đồng     |

|                     |                  |                    |
|---------------------|------------------|--------------------|
| Chi phí nhân viên   | ~80 triệu đồng   | ~100 triệu đồng    |
| Chi phí điện nước   | 20 triệu đồng    | 30 triệu đồng      |
| Khác                | 20 triệu đồng    | 30 triệu đồng      |
| Chi phí vận hành DC | 5%/doanh thu     | 5%/doanh thu       |
| Chi phí khấu hao    | ~1,7%            |                    |
| Lãi (lỗ)/cửa hàng   | ~(52 triệu đồng) | ~90-110 triệu đồng |

Nguồn: VCBS dự phóng

Ngoài giả định về số cửa hàng mở mới trong 2020 đạt 700 – 800, VCBS xây dựng hai kịch bản xảy ra trong năm 2020: (1) Kịch bản 1: không gia tăng số lượng double shop so với năm 2019. (2) Kịch bản 2: số lượng double shop tăng lên 50-100 cửa hàng so với năm 2019 kết hợp với BLNG được cải thiện và doanh thu TB/cửa hàng trên toàn chuỗi tăng. Tại kịch bản 2 với tỷ lệ xây ra cao hơn, các cửa hàng hiện hữu giảm lỗ xuống còn gần 300 tỷ đồng và lợi nhuận trung bình mỗi cửa hàng double shop ghi nhận từ 90-110 triệu đồng/tháng, Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng thời điểm ghi nhận lãi ròng ước tính từ giữa năm 2021.

### Tương quan BLNG và EBITDA của chuỗi BHX



Nguồn: VCBS dự phóng

Biên lợi nhuận gộp của chuỗi BHX được cải thiện dựa trên tác động tích cực của các yếu tố từ (1) việc áp dụng thành công quy trình mới giúp giảm tỷ lệ hủy hàng tươi sống; (2) số lượng cửa hàng tăng lên giúp cải thiện chi phí vận hành DC hiện hữu từ 5,0% xuống 4,5%.

### Bảng dự phóng biên lợi nhuận gộp từng mảng kinh doanh

|                    | 2019          | 2020F         | 2021F         | 2022F         | 2023F         | 2024F         |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Biên lợi nhuận gộp |               |               |               |               |               |               |
| TGDĐ +DMX          |               | 18,75%        |               |               |               |               |
| BHX                |               | 20,62%        | 21,36%        | 22,22%        | 23,20%        | 24,30%        |
| <b>Cả công ty</b>  | <b>19,10%</b> | <b>19,67%</b> | <b>19,82%</b> | <b>20,01%</b> | <b>20,24%</b> | <b>20,62%</b> |

Nguồn: VCBS



## THÔNG TIN KHÁC

### Thông tin hỗ trợ

*Chuỗi Điện thoại siêu rẻ- tỷ lệ đóng góp lợi nhuận thấp, hướng tới nhóm đối tượng khách hàng có thu nhập thấp và chưa tiếp cận được với những sản phẩm của chuỗi TGDĐ. Doanh thu của mỗi cửa hàng ĐTSR đạt hơn 500 triệu đồng/tháng, với quy mô diện tích và chi phí đầu tư rẻ bằng 1/10 so với cửa hàng TGDĐ, cùng việc cắt giảm các dịch vụ hậu mãi để tiết kiệm chi phí. Chúng tôi chưa đánh giá được hiệu quả của chuỗi ĐTSR và phía công ty cũng chưa có kế hoạch mở cửa hàng cụ thể, tuy nhiên với lưu lượng khách bằng 1/10 so với TGDĐ nhưng tỷ lệ mua đạt 50% ( so với mức 6,7% của TGDĐ), chúng tôi cho rằng đây là bước đi phù hợp của công ty nhằm giữ vững thị phần trong bối cảnh thị trường điện thoại di động có dấu hiệu bão hoà và trước sức ép cạnh tranh của các chuỗi điện thoại giá rẻ trên thị trường. Bên cạnh đó, do ảnh hưởng của dịch covid-19, việc hạn chế chi tiêu và tăng cường tiết kiệm cũng khiến nhu cầu đối với dòng điện thoại tầm trung và thấp tăng cao, là một yếu tố hỗ trợ tăng trưởng doanh thu ở mảng điện thoại giá rẻ của MWG.*

*Triển khai mô hình ĐMX supermini, diện tích thu hẹp bằng 1/2 so với hiện tại (150-180m2), đạt 60-70% số lượng SKUs ĐMX mini để chiếm thêm thị phần ở vùng sâu xa hơn.*

*Triển khai Super App, trong đó ra mắt chương trình khách hàng thân thiết (loyalty program) trong Q4.2020 để đẩy mạnh dịch vụ bán hàng online.*

### Rủi ro

#### Sức ép cạnh tranh đến từ các nhà bán lẻ nước ngoài ở mảng FMCG

Tốc độ tăng trưởng của mảng bách hóa hiện đại theo dự báo của Mckinsey đạt 25,8%/năm, tăng trưởng nhanh nhất khu vực Đông Nam Á. Cũng theo nghiên cứu của Nielsen, kênh bán lẻ truyền thống hiện chiếm khoảng 80% cơ cấu doanh thu nhưng tốc độ tăng trưởng thấp hơn so với mức tăng 19% của kênh bán lẻ hiện đại. Vì vậy đây được coi là thị trường hấp dẫn với rất nhiều doanh nghiệp bán lẻ nước ngoài. Bên cạnh đó, ưu thế của BHX so với các chuỗi siêu thị, cửa hàng tiện lợi/bách hóa hiện tại là nhóm thực phẩm tươi sống, giúp thu hút khách đến mua thường xuyên và có biên lợi nhuận gộp cao hơn so với nhóm hàng FMCGs. Tuy nhiên, như đề cập ở trên, mặt hàng này yêu cầu cao về cách thức vận chuyển, lưu trữ để đảm bảo an toàn vệ sinh thực phẩm cùng với những rủi ro liên quan đến chi phí hủy hàng, mất mát, ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu và chi phí của chuỗi.

#### Chuỗi cung ứng có thể bị gián đoạn và tốc độ phát triển sản phẩm bị chậm lại nếu dịch covid-19 tiếp tục kéo dài trên thế giới.

Kế hoạch triển khai các sản phẩm OEM (nồi cơm điện, bàn ủi...đang bị gián đoạn do đội ngũ của công ty bị hạn chế đi lại, không thể sang Trung Quốc để tiến hành khảo sát, trao đổi cũng như đặt hàng.

## 12. ĐỊNH GIÁ

### Phương pháp so sánh tương đối:

Chúng tôi sử dụng các doanh nghiệp hoạt động trong mảng bán lẻ điện tử- điện máy và bách hóa trong khu vực để thực hiện định giá bằng phương pháp so sánh cho MWG:

| Đơn vị: tỷ đồng               | Ticker    | P/E   | EV/EBITDA | P/S  | P/B  |
|-------------------------------|-----------|-------|-----------|------|------|
| <b>Mảng điện tử- điện máy</b> |           |       |           |      |      |
| FPT DIGITAL RETAIL JSC        | FRT VN    | 11,00 | 11,70     | 0,20 | 1,30 |
| Big Camera Corp PCL           | BIG TB    | 7,11  | 4,50      | 0,40 | 1,28 |
| Sichuan Crun Group Co Ltd     | 002272 CH | 15,50 | 21,50     | 1,40 | 1,00 |

|                                |           |              |              |             |             |
|--------------------------------|-----------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| Guangdong Xinbao Electrical Ap | 002705 CH | 27,70        | 17,70        | 2,30        | 5,70        |
| Global Top E-Commerce Co Ltd   | 002640 CH | 10,88        | --           | 0,56        | 1,60        |
| Hisense Home Appliances Group  | 921 HK    | 7,20         | 5,90         | 0,40        | 1,20        |
| Com7 PCL                       | COM7 TB   | 24,88        | 17,58        | 0,84        | 7,65        |
| Shanghai Flyco Electrical Appl | 603868 CH | 21,86        | 15,05        | 3,83        | 5,96        |
| Digital China Group Co Ltd     | 000034 CH | 17,97        | 14,43        | 0,28        | 4,07        |
| <b>Trung bình</b>              |           | <b>13,23</b> | <b>11,26</b> | <b>0,81</b> | <b>2,36</b> |

### Mảng bách hóa

|                                |           |              |             |              |             |
|--------------------------------|-----------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| Robinson PCL                   | ROBINS TB | 21,24        | 12,43       | 2,40         | 3,97        |
| Rainbow Department Store Co Lt | 002419 CH | 14,53        | 3,94        | 0,30         | 1,65        |
| Shanghai Bailian Group Co Ltd  | 900923 CH | 10,52        | --          | 0,29         | 0,60        |
| GS Retail Co Ltd               | 007070 KS | 15,42        | 7,71        | 0,78         | 1,51        |
| E-MART Inc                     | 139480 KS | 12,81        | 8,76        | 0,47         | 0,32        |
| Lotte Shopping Co Ltd          | 023530 KS | 20,26        | 9,01        | 0,91         | 0,29        |
| Ramayana Lestari Sentosa Tbk P | RALS IJ   | 8,91         | 1,62        | 0,20         | 0,97        |
| Metro Retail Stores Group Inc  | MRS GI PM | 7,92         | 4,64        | 0,22         | 0,65        |
| <b>Trung bình</b>              |           | <b>13,93</b> | <b>6,77</b> | <b>0,646</b> | <b>1,57</b> |

Nguồn: Bloomberg

### Phương pháp chiết khấu dòng tiền

| Đơn vị: tỷ đồng  | 2019      | 2020F     | 2021F     | 2022F     | 2023F     | 2024F     |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| DTT              | 102.174,2 | 104.170,9 | 121.791,0 | 137.411,9 | 153.896,1 | 178.119,0 |
| Giá vốn hàng bán | 82.686,4  | 84.297,8  | 98.334,0  | 110.610,4 | 123.426,8 | 141.990,9 |
| Lợi nhuận gộp    | 19.487,7  | 19.873,0  | 23.456,9  | 26.801,5  | 30.469,2  | 36.128,0  |
| Chi phí bán hàng | 12.437,2  | 12.808,8  | 14.371,3  | 16.214,6  | 18.159,7  | 21.018,0  |
| Chi phí QLDN     | 2.073,7   | 2.329,4   | 2.845,2   | 3.347,5   | 3.903,0   | 4.695,5   |
| LNTT             | 5.053,4   | 4.306,1   | 5.686,2   | 6.601,0   | 7.612,5   | 9.500,7   |
| LNST             | 3.834,2   | 3.273,9   | 4.323,2   | 5.018,7   | 5.787,7   | 7.223,3   |

### Chiết khấu theo FCFE:

| Đơn vị: tỷ đồng | 2019    | 2020F   | 2021F   | 2022F   | 2023F   | 2024F    |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| EBIT            | 5.621,5 | 5.158,5 | 6.717,5 | 7.756,9 | 8.879,2 | 10.903,7 |
| Khấu hao        | 1.442,8 | 2.048,2 | 2.535,4 | 3.085,0 | 3.700,6 | 3.688,1  |

|                              |                |                 |                 |                 |                 |           |
|------------------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------|
| Thay đổi vốn lưu động        | (5.847,7)      | (2.864,9)       | (2.526,8)       | (2.207,2)       | (2.302,0)       | (3.329,7) |
| Đầu tư TSCĐ                  | (3.066,9)      | (2.083,4)       | (2.435,8)       | (2.748,2)       | (3.077,9)       | (3.562,3) |
| <b>FCFF</b>                  | <b>1.024,0</b> | <b>2.682,8</b>  | <b>4.030,3</b>  | <b>5.075,2</b>  | <b>5.090,6</b>  |           |
| Hệ số chiết khấu             |                | 0,95            | 0,86            | 0,79            | 0,72            | 0,66      |
| <b>Giá trị hiện tại FCFF</b> | <b>967,90</b>  | <b>2.309,36</b> | <b>3.165,39</b> | <b>3.644,56</b> | <b>3.349,22</b> |           |

**Kết hợp các phương pháp định giá:** mức giá hợp lý 94.453 đồng/CP

Mức giá hợp lý của cổ phiếu MWG là:

| Phương pháp          | Giá (đồng/CP) | Tỷ trọng |
|----------------------|---------------|----------|
| So sánh tương đối    | 98.471        | 50%      |
| Chiết khấu dòng tiền | 90.435        | 50%      |
| <b>Giá hợp lý</b>    | <b>94.453</b> |          |

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### KHẢ QUAN

Theo quan điểm của chúng tôi, mặc dù được hưởng lợi từ nhu cầu tích trữ thực phẩm tuy nhiên đóng góp của BHX trong tổng cơ cấu doanh thu của MWG vẫn chưa đáng kể trong khi đó hai chuỗi TGDD và ĐMX lại chịu ảnh hưởng tiêu cực trong thời gian thực hiện giãn cách xã hội. Về mặt dài hạn, trong bối cảnh mạng điện thoại di động bão hòa, mạng điện máy tiêu dùng vẫn tiếp tục giữ nhịp tăng trưởng cho MWG. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ ghi nhận những triển vọng tích cực đến từ chuỗi BHX khi dần tiệm cận đến điểm hòa vốn và ghi nhận lãi cùng với nỗ lực của doanh nghiệp trong việc mở rộng danh mục sản phẩm kinh doanh. Trong kịch bản thận trọng và lo ngại về sức mua sẽ sụt giảm trong năm 2020, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh của MWG sẽ bị sụt giảm trong năm nay với LNST 2020F ước tính đạt 3.273 tỷ đồng (-14,61% yoy), tương đương EPS đạt **7.382 đồng/CP**. Tuy nhiên, giá cổ phiếu đã sụt giảm mạnh trong thời gian qua phản ánh hoàn toàn những yếu tố tiêu cực, nên chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu MWG cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn với giá trị hợp lý là **94.453 đồng/CP**.

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**  
Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu  
tmhoang@vcbs.com.vn

**Lê Đức Quang, CFA**  
Trưởng nhóm Phân tích Ngành & DN  
ldquang@vcbs.com.vn

**Nguyễn Thị Thùy Dung**  
Chuyên viên phân tích  
nttdung01@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

|                                     |  |
|-------------------------------------|--|
| <b>Trụ sở chính Hà Nội</b>          | Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội<br>ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20       |
| <b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>        | Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh<br>ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106 |
| <b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>            | Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng<br>ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13           |
| <b>Chi nhánh Cần Thơ</b>            | Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ<br>ĐT: (84-710) -3750888                               |
| <b>Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng</b>  | Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh<br>ĐT: (84-8)-54136573                    |
| <b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>     | Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội.<br>ĐT: (+84-4) 3726 5551                                       |
| <b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>  | Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang<br>ĐT: (84-76) -3949841                    |
| <b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>  | F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai<br>ĐT: (84-61)-3918812                            |
| <b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>  | Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu<br>ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78                                  |
| <b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b> | Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng<br>Tel: (+84-31) 382 1630                                    |