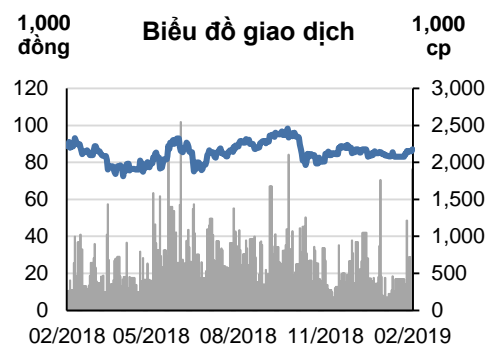


MWG (HOSE) Bách Hoá Xanh tăng trưởng mạnh mẽ trong 2019

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG

	Bán lẻ
Giá thị trường (VND)	87,000
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	104,600
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	20.3%
Suất sinh lợi cổ tức	1.7%
Suất sinh lợi bình quân năm	22.0%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	0%	3%	3%	-2%
Tương đối	-8%	-4%	-3%	5%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 20/02/2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	72.5k-98.3k
SL lưu hành (triệu cp)	443
Vốn hóa (tỷ đồng)	38,552
Vốn hóa (triệu USD)	1,662
% khối ngoại sở hữu	49%
SL cp tự do (triệu cp)	386
KLGD TB 3 tháng (cp)	492,062
VND/USD	23,200
Index: VNIndex / HNX	964/106

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 20/02/2019

Chủ tịch HĐQT & người liên quan	14.5%
Trần Lê Quân	8.7%
Dragon Capital Group	7.5%
PYI Elite Fund	4.3%

Nguồn: Stoxplus

Trần Thị Ngọc Mai

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1461

Mai.tt@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Kết quả kinh doanh 2018 và kế hoạch 2019

Theo báo cáo tài chính chưa kiểm toán của MWG, doanh thu thuần và lợi nhuận ròng sau thuế (LNST) của MWG năm 2018 lần lượt đạt 86,516 tỷ đồng (+30% n/n) và 2,880 tỷ đồng (+31% n/n). Do đó, MWG đã hoàn thành 100% mục tiêu doanh thu và 111% mục tiêu LNST cho năm 2018. Trong đó, Điện Máy Xanh (ĐMX) đóng góp 55% doanh thu thuần, Thế Giới Di Động (TGDD) là 40% và Bách Hóa Xanh (BHX) là 5% (Hình 01).

Năm 2019, MWG có kế hoạch ghi nhận doanh thu thuần và LNST là 108,000 tỷ đồng (+25% n/n) và 3,571 tỷ đồng (+24% n/n). ĐMX và TGDD sẽ đóng góp 90% doanh thu thuần và phần còn lại sẽ đến từ BHX.

Thị trường di động có dấu hiệu bão hòa, thị trường điện tử tiêu dùng tăng trưởng tốt

Tại ngày 31/12/2018, MWG đã vận hành 1,032 cửa hàng TGDD, giảm 40 cửa hàng so với năm 2017 (Hình 02). Chúng tôi tin rằng số lượng cửa hàng TGDD sẽ tiếp tục giảm trong năm nay, đến từ việc chuyển đổi các cửa hàng TGDD thành cửa hàng ĐMX hoặc ĐMX mini.

Mảng điện tử đóng góp lớn nhất vào doanh thu năm 2018 và sẽ tiếp tục là mảng đóng góp chính trong năm 2019. MWG vận hành 750 cửa hàng ĐMX trong năm 2018, tăng 108 cửa hàng so với năm trước (Hình 02). Trong đó, số lượng cửa hàng ĐMX mini chiếm 90% tổng số cửa hàng ĐMX.

Mạng lưới chuỗi ĐMX và TGDD năm 2019 sẽ có những thay đổi đến từ việc mở mới và chuyển đổi 150 cửa hàng dưới các hình thức sau: (1) Mở cửa hàng ĐMX mini/ĐMX mới; (2) Chuyển đổi cửa hàng TGDD sang cửa hàng ĐMX mini hoặc ĐMX; (3) Chuyển đổi ĐMX mini sang cửa hàng ĐMX. MWG ước tính rằng doanh số của mỗi cửa hàng tăng trung bình 50% sau khi chuyển đổi. Ngoài ra, MWG có kế hoạch mở 118 cửa hàng mới, tăng mạng lưới lên 1,900 cửa hàng TGDD và ĐMX, đóng góp khoảng 90% tổng doanh thu trong năm 2019.

MWG vẫn duy trì vị trí dẫn đầu trong thị trường bán lẻ di động với 45% thị phần. Tuy nhiên, do thị trường di động gần như đã bão hòa, doanh số điện thoại năm 2018 của MWG chỉ tăng 16% n/n so với mức 43% n/n của năm 2017, chậm lại đáng kể. Trong khi đó, hàng điện tử, điện lạnh và thiết bị gia dụng khác tăng lần lượt 58%, 64% và 80%.

Kế hoạch năm 2019 đầy tham vọng cho chuỗi BHX

Năm 2018 là một năm phát triển mạnh mẽ của chuỗi cửa hàng BHX. Doanh số trung bình hàng tháng trên mỗi cửa hàng tăng gần gấp đôi kể từ khi BHX thay đổi chiến lược vào tháng 04/2018 (Hình 03). Tính đến tháng 12/2018, doanh số/cửa hàng/tháng đạt 1.2 tỷ đồng.

Mục tiêu ban lãnh đạo đề ra đối với chuỗi BHX năm 2019 là sẽ có lợi nhuận tại mỗi cửa hàng, có nghĩa là tổng doanh thu sẽ đủ để trang trải chi phí tại các cửa hàng và tại trung tâm phân phối, chưa bao gồm chi phí quản lý doanh nghiệp tại văn phòng công ty.

Với kế hoạch vận hành 700 cửa hàng vào cuối năm 2019, tăng 295 cửa hàng BHX so với năm 2018 và đóng góp khoảng 10% tổng doanh thu, KIS ước tính rằng doanh thu của BHX sẽ đạt khoảng 10,699 tỷ đồng vào năm 2019, tương đương với 1.6 tỷ đồng doanh số trung bình/cửa hàng/tháng. Đây là một kế hoạch đầy thách thức và tham vọng của MWG.

Chiến lược của BHX trong năm 2019 sẽ là: (1) Tiếp tục mở rộng mạng lưới, đặc biệt là ở khu vực Tây Nam Bộ và Đông Nam Bộ; (2) Cải thiện biên lợi nhuận gộp lên 20% vào năm 2019 từ 18% vào năm 2018 bằng cách hưởng chiết khấu tốt hơn từ các nhà cung cấp FMCG và tối ưu hóa các giai đoạn trong chuỗi cung ứng để tối đa hóa lợi nhuận của thực phẩm tươi sống.

Duy trì khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**

Năm 2019 sẽ là một năm bùng nổ của chuỗi BHX với mức tăng trưởng mạnh mẽ 147% so với năm 2018. Tuy nhiên, đóng góp của chuỗi còn khá nhỏ trong tổng doanh thu và lợi nhuận. Mảng di động có dấu hiệu bão hòa và mảng điện tử sẽ tiếp tục đóng góp chính cho tăng trưởng doanh thu 2019. Chúng tôi kỳ vọng vào sự thành công của BHX cũng như sự tăng trưởng ổn định từ chuỗi ĐMX trong những năm tới. Sử dụng phương pháp định giá tổng hợp từng phần, chúng tôi định giá cổ phiếu MWG là **104,600 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019. Tổng lợi nhuận kỳ vọng là **22%** (bao gồm tỷ lệ cổ tức 1.7%) trong 1 năm, do đó chúng tôi duy trì khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** với **MWG**.

Dự phóng

	2018U	2019E	2020E
Doanh thu	86,516	108,000	121,754
<i>Thế giới di động (TGDD)</i>	34,607	34,560	33,300
<i>Điện máy xanh (ĐMX)</i>	47,584	62,741	72,621
<i>Bách hoá xanh (BHX)</i>	4,326	10,699	15,833
Tăng trưởng DT năm (%)	30.4%	24.8%	12.7%
<i>Thế giới di động (TGDD)</i>	-0.3%	-0.1%	-3.6%
<i>Điện máy xanh (ĐMX)</i>	57.3%	31.9%	15.7%
<i>Bách hoá xanh (BHX)</i>	211.9%	147.3%	48.0%
Lợi nhuận gộp	15,292	18,829	21,315
<i>TGDD & ĐMX</i>	14,513	16,689	18,149
<i>Bách hoá xanh (BHX)</i>	779	2,140	3,167
Biên lợi nhuận gộp (%)	17.7%	17.4%	17.5%
<i>TGDD & ĐMX</i>	17.7%	17.2%	17.1%
<i>Bách hoá xanh (BHX)</i>	18.0%	20.0%	20.0%
Lợi nhuận hoạt động	3,871	4,638	5,113
<i>Tăng trưởng (%)</i>	39.3%	19.8%	10.3%

Biên LN (%)	4.5%	4.3%	4.2%
Lợi nhuận sau thuế	2,880	3,591	3,957
Tăng trưởng (%)	30.5%	24.7%	10.2%
Biên LN (%)	3.3%	3.3%	3.2%

Nguồn: KIS ước tính

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp tổng hợp từng phần để định giá.

Bán lẻ tạp hóa:

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF trong 10 năm, sau đó tính giá trị vĩnh cửu bằng cách sử dụng bội số EV/EBITDA thoái vốn trung bình của Alfamart là 9.3x nhân với EBITDA 2028E là 4,043 tỷ đồng. Giá trị mảng bán lẻ tính cuối năm 2019 khoảng 8,676 tỷ đồng.

Bách Hoá Xanh (tỷ đồng)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBITDA	568	821	1,268	1,375	1,751	2,104	2,457	2,983	3,513	4,043
Dòng tiền của chuỗi BHX	-655	-243	-585	-449	-98	234	567	187	686	1,185
Hệ số chiết khấu	1.14	1.31	1.50	1.73	1.99	2.29	2.63	3.02	3.48	4.00
Giá trị dòng tiền hiện tại	-576	-186	-389	-260	-50	102	216	62	197	296
Hệ số EV/EBITDA thoái vốn (giả định tại 2028E)	9.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Giá trị vĩnh cửu	10,044	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Giá trị mảng bán lẻ tạp hoá	8,676	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Bán lẻ điện tử

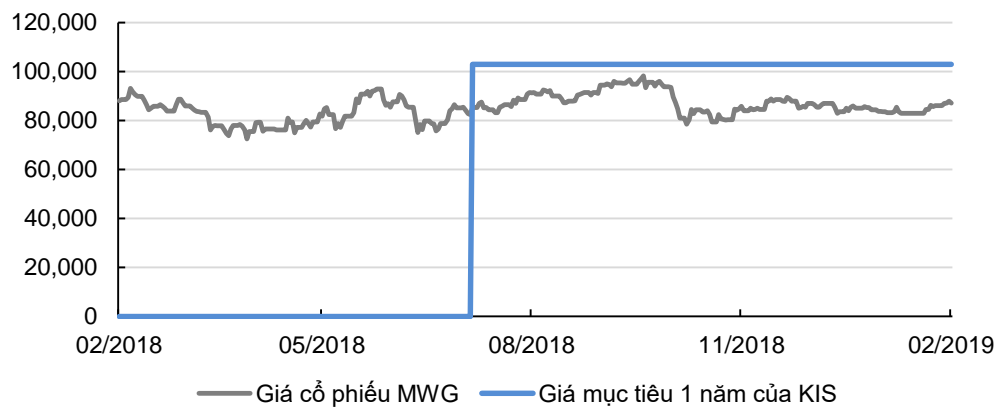
Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá EV/EBITDA cho mảng bán lẻ điện tử của MWG (bao gồm TGDD & ĐMX). Sử dụng EV/EBITDA trung bình 3 năm của MWG, sau đó chiết khấu 17% (tương tự như trường hợp của Best Buy Inc. bị sụt giảm – như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo lần đầu của MWG ngày 27/07/2018), với EBITDA 2019E của mảng bán lẻ điện tử ở mức 5,963 tỷ đồng. Tổng giá trị doanh nghiệp ở mảng này khoảng 40,943 tỷ đồng. Như vậy, chúng tôi định giá cổ phiếu MWG ở mức 104,600 đồng vào cuối năm 2019.

Phương pháp tổng hợp từng phần	EBITDA 2019E (Tỷ đồng)	EV/EBITDA của nhóm DN cùng ngành (x)	Giá trị DN (Tỷ đồng)
Bán lẻ điện tử (TGDD & ĐMX)	5,963	6.9	40,943
Bán lẻ tạp hóa (BHX)			8,676
Nợ ròng			3,226
Tổng giá trị nội tại doanh nghiệp			46,393
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)			443
Giá trị cổ phiếu (VND)			104,600

Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

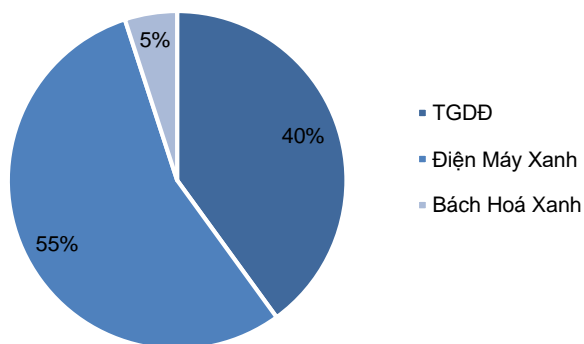
Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)
MWG	27/07/2018	TĂNG TỶ TRỌNG	102,978

Ước tính và dự phóng của công ty



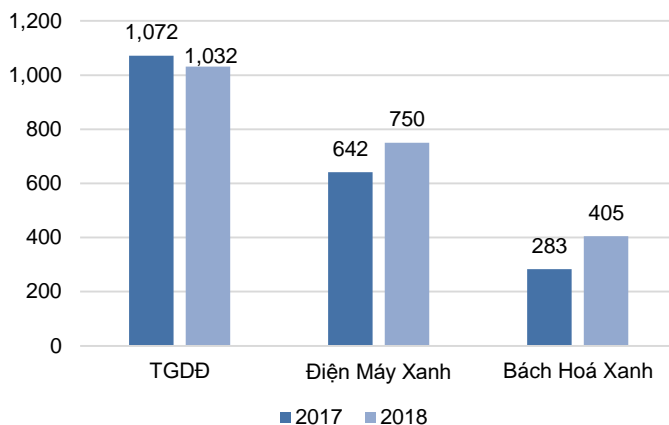
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 01. Cơ cấu doanh thu theo chuỗi cửa hàng, 2018



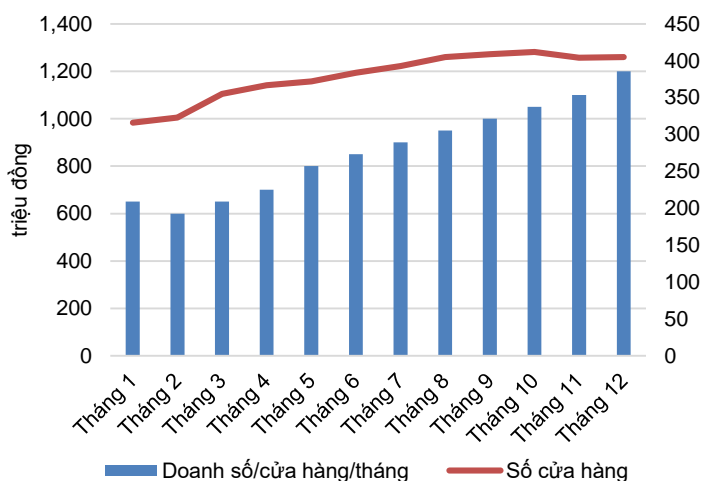
Nguồn: MWG

Hình 02. Số lượng cửa hàng theo chuỗi



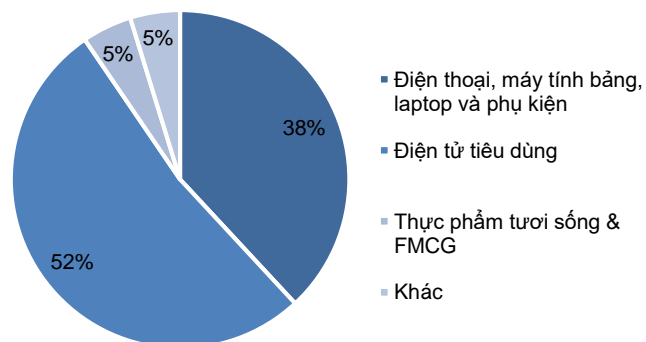
Nguồn: MWG

Hình 03. Doanh số/cửa hàng/tháng



Nguồn: MWG

Hình 04. Cơ cấu doanh thu theo loại sản phẩm, 2018



Nguồn: MWG

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 38,552 tỷ đồng				
	Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019E
Doanh thu thuần	44,613	66,340	86,516	108,000	121,754
Tăng trưởng (%)	76.7%	48.7%	30.4%	24.8%	12.7%
Thế giới di động	30,904	34,708	34,607	34,560	33,300
Điện máy xanh	13,709	30,245	47,584	62,741	72,621
Bách hoá xanh	249	1,387	4,326	10,699	15,833
GVHB	37,399	55,198	71,224	89,171	100,439
Biên LN gộp (%)	16.2%	16.8%	17.7%	17.4%	17.5%
Chi phí BH & QLDN	5,222	8,363	11,421	14,191	16,202
EBITDA	2,378	3,469	5,094	5,963	6,515
Biên lợi nhuận (%)	5.3%	5.2%	5.9%	5.5%	5.4%
Khấu hao	387	690	1,223	1,325	1,402
Lợi nhuận từ HĐKD	1,992	2,779	3,871	4,638	5,113
Biên LN HĐKD (%)	4.5%	4.2%	4.5%	4.3%	4.2%
Chi phí lãi vay ròng	118	198	352	355	383
% so với nợ ròng	4.3%	5.5%	10.6%	11.0%	12.4%
Khả năng trả lãi vay (x)	16.9	14.0	11.0	13.0	13.3
Lãi/lỗ khác	132	228	268	335	377
Thuế	428	602	906	1,026	1,151
Thuế suất hiệu dụng (%)	21.3%	21.4%	23.9%	22.2%	22.5%
Lợi nhuận ròng	1,578	2,207	2,880	3,591	3,957
Biên lợi nhuận (%)	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%	3.2%
Lợi ích CĐ thiểu số	1	1	2	2	2
LN cho công ty mẹ	1,577	2,206	2,879	3,589	3,954
Số lượng CP (triệu)	154	317	443	457	471
EPS hiệu chỉnh (VND)	3,557	4,973	6,491	7,856	8,404
Tăng EPS (%)	47.2%	39.8%	30.5%	21.0%	7.0%
Cổ tức (VND)	1,430	731	1,500	1,500	1,500
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	14.0%	10.5%	23.1%	19.1%	17.8%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Vòng quay phải thu (x)	43.6	31.8	31.8	31.8	31.8
Vòng quay HTK (x)	5.2	5.1	5.1	5.1	5.1
Vòng quay phải trả (x)	8.4	6.8	6.8	6.8	6.8
Thay đổi vốn lưu động	2,031	336	2,207	2,681	3,205
Capex	1,279	2,065	1,484	1,532	1,150
Dòng tiền khác	517	-136	-221	0	0
Dòng tiền tự do	-1,863	631	634	703	1,003
Phát hành cổ phiếu	0	0	0	0	0
Cổ tức	220	232	486	685	706
Thay đổi nợ ròng	2,083	-400	-148	-18	-297
Nợ ròng cuối năm	3,792	3,392	3,244	3,226	2,929
Giá trị doanh nghiệp	23,471	23,871	24,021	24,041	24,340
Tổng VCSH	3,841	5,909	8,303	11,209	14,460
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	3	4	6	9
VCSH	3,839	5,906	8,299	11,202	14,451
Giá trị sổ sách/cp (VND)	24,937	18,632	18,713	24,524	30,714
Nợ ròng / VCSH (%)	99%	57%	39%	29%	20%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.6	1.0	0.6	0.5	0.4
Tổng tài sản	14,854	22,823	28,140	31,028	33,981

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019E	2020E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	50%	45%	41%	37%	31%
ROA (%)	11%	10%	10%	12%	12%
ROIC (%)	28%	28%	30%	30%	27%
WACC (%)	9%	11%	13%	14%	14%
PER (x)	24.2	17.3	13.2	10.9	10.2
PBR (x)	3.4	4.6	4.6	3.5	2.8
PSR (x)	0.9	0.6	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA (x)	9.9	6.9	4.7	4.0	3.7
EV/Sales (x)	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	1.7%	0.9%	1.7%	1.7%	1.7%

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi giới Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.