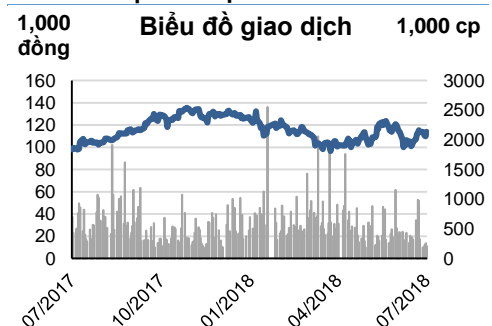


MWG (HOSE) CTCP Đầu tư Thế giới Di Động (HOSE: MWG) – Định giá mảng bán lẻ điện tử hấp dẫn bất chấp rủi ro dài hạn

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG

Giá niêm yết (VND):	113,800
Giá mục tiêu (VND):	137,300
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:	20.6%
Suất sinh lợi cổ tức:	1.3%
Suất sinh lợi bình quân năm:	21.9%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-12%	0%	12%	14%
Tương đối	-8%	2%	22%	-9%

Thông kê

27/07/18

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	96.6k-135.6k
SL lưu hành (triệu cp)	323
Vốn hóa (tỷ đồng)	36,745
Vốn hóa (triệu USD)	1,581
% khối ngoại sở hữu	49%
SL cp tự do (triệu cp)	277
KLGD TB 3 tháng (cp)	617,745
VND/USD	23,208
Index: VNIndex / HNX	936/106

Cơ cấu sở hữu

27/07/18

Ông Nguyễn Đức Tài	14.5%
Ông Trần Lê Quân	9.0%
VEIL – Dragon Capital Group	7.5%
PYN Elite Fund	4.3%
CBCNV và các cổ đông khác	61.0%

Nguồn: KISV research

Nguyễn Hoàng Hà

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1463

ha.nh@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- Nhà bán lẻ điện thoại (thegioididong.com) và điện máy (dienmayxanh) số 1 VN với lần lượt 43% và 30% thị phần.
- Mảng điện máy còn 2-3 năm dư địa tăng trưởng nhờ thâm sát thị phần của cửa hàng nhỏ lẻ khác ở khu vực phía Bắc, các thành phố cấp 2 và việc chuyển đổi các cửa hàng Thegioididong.com.
- Thị trường bán lẻ bách hóa 65 tỷ USD của Việt Nam vô cùng tiềm năng nếu chuỗi Bachhoaxanh trụ vững được trong dài hạn và xây dựng được uy tín với người tiêu dùng.
- Triển vọng kinh doanh thương mại điện tử (vuiui.com) mà MWG đang làm tốt dù chưa được thực sự tập trung để đẩy mạnh.
- Tình hình tài chính lành mạnh so với các công ty bán lẻ khác. ROE cao hơn 40%.
- Đội ngũ điều hành với năng lực hàng đầu, hỗ trợ bởi công nghệ quản lý ERP hiện đại.
- P/E ~ 15x, thấp hơn trung bình thị trường và các công ty cùng ngành trong khu vực.

Rủi ro:

- Rủi ro lớn nhất của MWG chính là ngành bán lẻ di động (mobile) có tỷ lệ thâm nhập đã gần mức tối đa, tăng trưởng SSSG có nguy cơ đi ngang hoặc sụt giảm trong tương lai.
- Mối đe dọa dài hạn từ kênh E-commerce thay thế các nhà bán lẻ điện tử truyền thống, vốn đang là xu hướng tất yếu ở Mỹ, Trung Quốc và các nước Đông Nam Á khác.
- Chuỗi BHX đang trong giai đoạn thử và sai với khó khăn về mặt bằng, giá cả và quản lý hàng tồn kho. Những cản trở này tương đối lớn và đòi hỏi thời gian trước khi có thể nhân rộng mô hình ra hàng nghìn cửa hàng khắp toàn quốc.
- Rủi ro tỷ giá USD tăng mạnh (+2.3% so với đầu năm) khi phần lớn lợi nhuận của MWG phụ thuộc vào hàng điện tử nhập khẩu.
- Room ngoại đã full 49%, khó thu hút các tổ chức tài chính và quỹ ETF mới.
- Một số thành viên ban quản trị bán ra một phần cổ phiếu MWG đang nắm giữ.

Định giá:

- Sử dụng phương pháp định giá tổng hợp thành phần (sum-of-the-parts), chúng tôi ước tính một cách cẩn trọng giá trị hợp lý của MWG ở mức 137,300đ/cp, tổng mức sinh lợi là 21.9% so với mức giá đóng cửa ngày 27.07.2018. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

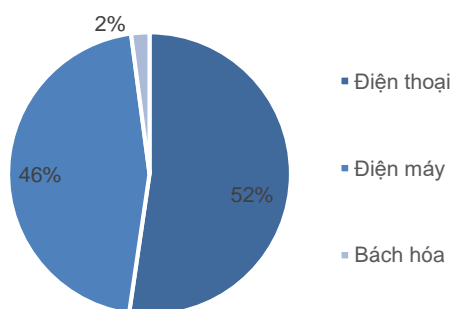
Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2018E	2020E
DT Thuần (tỷ đồng)	44,613	66,340	89,117	94,184	98,676
Tăng trưởng (%)	76.7%	48.7%	34.3%	5.7%	4.8%
LN hoạt động (tỷ đồng)	1,992	2,779	3,564	3,547	3,778
Biên lợi nhuận (%)	4.5%	4.2%	4.0%	3.8%	3.8%
LN khác	132	228	278	294	308
LNST (tỷ đồng)	1,577	2,206	2,844	2,880	3,111
Biên lợi nhuận (%)	3.5%	3.3%	3.2%	3.1%	3.2%
SLCP lưu hành (triệu cp)	154	317	326	336	346
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4,831	6,756	8,711	8,564	8,980
Tăng trưởng (%)	47.2%	39.8%	28.9%	-1.7%	4.9%
ROE (%)	49.9%	45.3%	40.2%	30.5%	26.1%
Nợ ròng/VCSH (%)	98.7%	57.4%	18.0%	-5.5%	-23.2%
PE (x)	23.6	16.8	13.1	13.3	12.7
Cổ tức (VND)	1,430	731	1,500	1,500	1,500

1. Về CTCP Đầu tư Thế giới Di Động (HOSE: MWG)

Năm	Sự kiện
2004	- Công ty TNHH Thế giới Di Động được thành lập - Khai trương cửa hàng bán lẻ di động đầu tiên tại TPHCM và website www.thegioididong.com
2007	- Tiếp nhận vốn đầu tư từ Mekong Capital, chuyển đổi sang công ty cổ phần
2010	- Phát triển vượt bậc, chuỗi bán lẻ di động có mặt ở khắp 63 tỉnh thành với hơn 200 cửa hàng - Tiền thân của Điện Máy Xanh: chuỗi Dienmay.com ra đời
2014	- Trở thành công ty đại chúng, niêm yết cổ phiếu trên SGDCK TPHCM (HOSE) - Chuỗi Thegioididong.com nâng cao thị phần với gần 1,000 siêu thị
2016	- Điện Máy Xanh trở thành chuỗi bán lẻ điện Máy đầu tiên phủ khắp 63 tỉnh thành với 250 siêu thị - Bắt đầu thử nghiệm chuỗi siêu thị mini Bách Hóa Xanh
2017	- Sáp nhập chuỗi bán lẻ điện Máy Trần Anh vào Điện Máy Xanh, dự định đẩy mạnh thị trường phía Bắc
2018	- Mở rộng Bách Hóa Xanh ra các tỉnh lân cận TPHCM như Long An, Bình Dương – gần 400 cửa hàng

Nguồn: MWG, KISV research

Cơ cấu doanh thu MWG FY2017



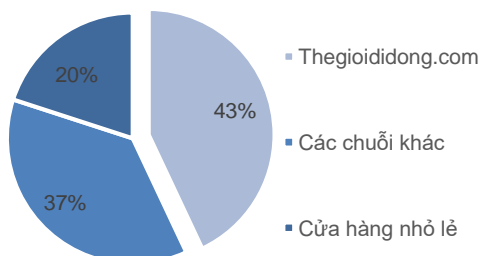
Sau 14 năm thành lập, **CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động (HOSE: MWG)** hiện là nhà bán lẻ thiết bị điện máy và điện thoại số 1 tại Việt Nam. Đến thời điểm cuối tháng 5/2018, công ty đang vận hành 3 chuỗi bán lẻ lớn: điện thoại Thegioididong.com – 1,061 cửa hàng, điện máy Điện Máy Xanh - 720 cửa hàng và bách hóa Bách Hóa Xanh – 372 cửa hàng.

Với thương hiệu mạnh, độ phủ rộng toàn quốc và việc chú tâm vào chất lượng dịch vụ, các chuỗi của MWG đã chiếm được vị thế cạnh tranh hàng đầu ở các phân khúc thị trường: chuỗi Thegioididong.com đã đạt 43% thị phần của thị trường điện thoại 3.6 tỷ USD; chuỗi Điện Máy Xanh chiếm 30% thị phần của thị trường điện Máy 4.5 tỷ USD; trong khi đó, chuỗi Bách Hóa Xanh đang thâm nhập dần vào thị trường bán lẻ bách hóa 65 tỷ USD với tham vọng mở gần 10,000 cửa hàng, thay đổi toàn bộ thói quen của người tiêu dùng.

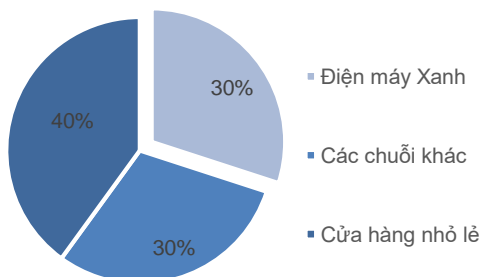
Ngoài ra, MWG còn đầu tư vào các mảng kinh doanh khác như thương mại điện tử (Vuivui.com), dược phẩm (Phúc An Khang) và chuỗi bán lẻ di động ở Cambodia (Bigphone). Song các mảng này còn đang trong quá trình thử nghiệm với quy mô rất nhỏ, chưa thực sự được ban lãnh đạo chú trọng để tăng trưởng nhanh.



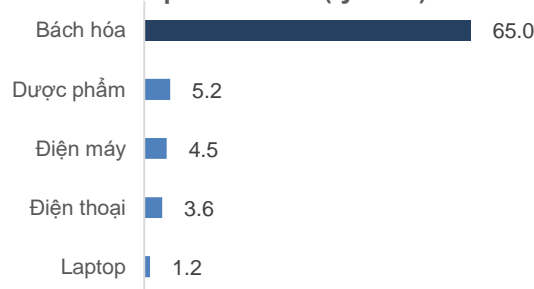
Thị phần bán lẻ điện thoại 2017



Thị phần bán lẻ điện Máy 2017



Quy mô các thị trường bán lẻ tại Việt Nam 2017 (tỷ USD)



2. Kết quả kinh doanh 5T2018 và tình hình tài chính của MWG

Đơn vị: tỷ đồng	5T-2017	5T-2018	yoy
DT Thuần	25,933	37,080	+43%
Thegioididong.com	14,692	15,273	+4%
Điện Máy Xanh	10,943	20,581	+88%
Bách Hóa Xanh	299	1,201	+302%
Tổng số lượng cửa hàng	1,527	2,153	+41%
Thegioididong.com	1,013	1,061	+5%
Điện Máy Xanh	404	720	+78%
Bách Hóa Xanh	110	372	+238%
Tổng LNST	896	1,289	+44%
% hoàn thành kế hoạch 2018		50%	
EPS trailing hiệu chỉnh		8,050 đ	

Nguồn: MWG, KISV research. Số liệu cửa hàng so sánh năm 2017 là số liệu của 6T-2017

▪ Cập nhật kết quả kinh doanh MWG 5T-2018

5T-2018, cả doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của MWG đều tăng mạnh lần lượt 43% và 44% so với cùng kỳ, đạt 37 nghìn tỷ đồng doanh số và gần 1.3 nghìn tỷ LNST.

Trong đó, đóng góp lớn nhất cho MWG đến từ chuỗi Điện Máy Xanh, tăng 88% YoY từ 10,900 tỷ lên 20,600 tỷ đồng doanh số nhờ việc mở thêm trên 300 cửa hàng và chiến dịch marketing vô cùng thành công.

Ngược lại, chuỗi Thegioididong.com sau 5 năm tăng trưởng mạnh đã bắt đầu tăng trưởng chậm lại, chỉ tăng +4% yoy, chủ yếu do việc dừng mở mới cửa hàng và độ thâm nhập của smartphone trong dân số Việt Nam đã gần đạt ngưỡng bão hòa: 84% ở các thành phố trọng điểm và 71% ở các tỉnh thành thứ cấp.

Chuỗi Bách Hóa Xanh có mức tăng trưởng doanh số mạnh nhất (+302%) nhờ vào việc mở mới thêm gần 300 cửa hàng trong vòng 12 tháng qua. Tuy nhiên, mức mở rộng đáng kinh ngạc này vẫn chỉ đang ở giai đoạn thử nghiệm, khi mà ban lãnh đạo MWG đang tập trung tìm ra “công thức chiến thắng” trước khi nhân rộng toàn quốc.

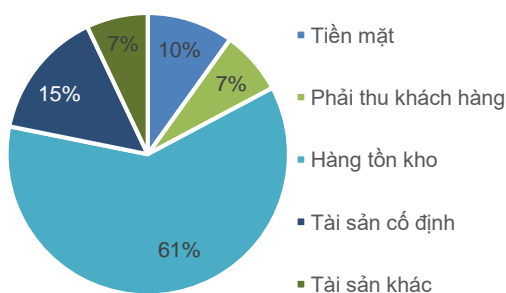
Như vậy, sau 5 tháng đầu năm 2018, MWG đã hoàn thành gần 50% kế hoạch năm 2018; EPS trailing đạt 8,050 đồng.

▪ Phân tích cơ cấu tài chính MWG Q1-2018

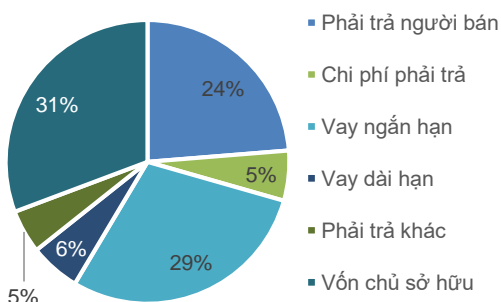
Theo báo cáo tài chính Q1-2018 của MWG, về cơ cấu tài sản, tương tự các công ty bán lẻ khác, khoản mục hàng tồn kho chiếm tỷ trọng lớn nhất, tương ứng 61% tổng tài sản. Tuy nhiên, hiệu quả hoạt động của MWG được duy trì tốt với vòng quay hai khoản mục này được giữ ở mức 5.2 lần, cao hơn so với trung bình ngành ở mức từ 2-3 lần. Ngoài ra, MWG đang sở hữu 2,300 tỷ đồng tiền mặt, chiếm 10% tài sản. Khoản lợi thế thương mại sau khi M&A Trần Anh chiếm 620 tỷ đồng, xấp xỉ 3% tổng tài sản của MWG.

Về cơ cấu nguồn vốn, MWG gia tăng vay nợ từ 6,800 tỷ lên mức 8,250 tỷ đồng (+21%) trong Q1-2018 để đầu tư vào vốn lưu động và các cửa hàng Bách Hóa Xanh. Nợ vay ròng trên vốn chủ sở hữu hiện đã đạt mức 114%, tương đối rủi ro ở thời điểm hiện tại. Cuối năm 2017, công ty đã phát hành thành công hơn 1,000 tỷ trái phiếu thường, lãi suất 6.5% với các tổ chức đầu tư trong nước, để huy động vốn cho các dự án mở rộng trong tương lai.

Cơ cấu tài sản MWG Q1-2018



Cơ cấu nguồn vốn MWG Q1-2018



3. Triển vọng các mảng kinh doanh chính và dự phóng của KIS

3.1 Thegioididong.com & Điện Máy Xanh: Triển vọng dài hạn không thực sự tích cực

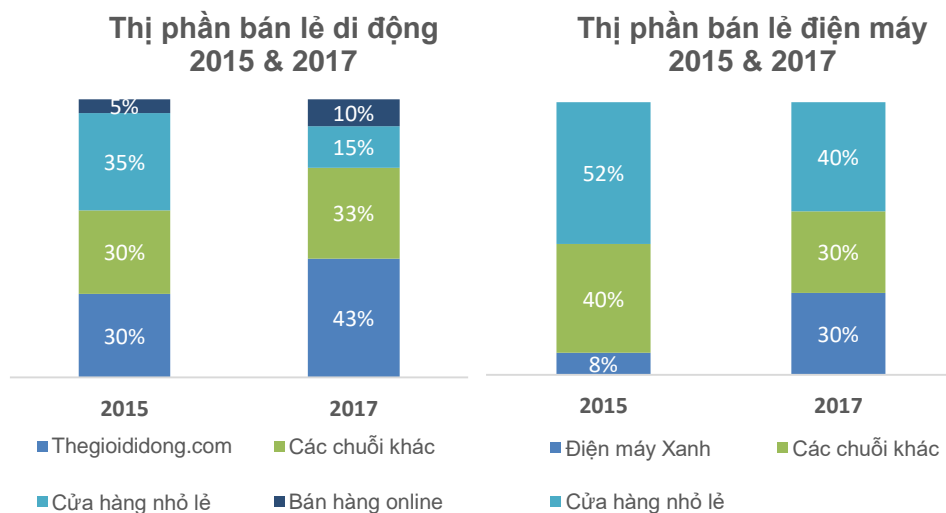
Trên thị trường bán lẻ hàng điện tử, chuỗi Thegioididong.com (TGDD) và Điện Máy Xanh (DMX) của MWG được đánh giá là một thế lực độc chiếm thị trường bán lẻ hàng điện tử tiêu dùng Việt Nam, với lần lượt 43% và 30% thị phần. Từ năm 2015 đến 2017, thị phần chuỗi Thegioididong.com đã tăng trưởng vượt bậc từ 30% lên 43% trong xu hướng các cửa hàng nhỏ lẻ và các chuỗi bán lẻ khác bị thu hẹp thị phần đáng kể từ 65% xuống còn xấp xỉ 48% thị phần.

Trong khi đó, chuỗi Điện Máy Xanh còn tăng trưởng với tốc độ đáng kinh ngạc hơn, 108% CAGR doanh số từ 2013 đến 2017, tăng thị phần từ 8% năm 2015 lên 30% năm 2017 nhờ vào việc phủ nhanh cửa hàng vào các thành phố cấp 2 và chiến dịch quảng cáo bằng video clip âm nhạc trên các phương tiện vô cùng thành công.

Chúng tôi cho rằng lợi thế cạnh tranh của TGDD & DMX nằm ở thương hiệu lớn, độ phủ rộng (hơn 1,700 cửa hàng khắp 63 tỉnh thành cuối 2017) và việc chú trọng vào trải nghiệm của khách hàng. Điểm khác biệt lớn nhất của MWG so với các đối thủ cạnh tranh khác nằm ở việc đi đầu trong chất lượng dịch vụ: từ thái độ tận tâm, trung thực, integrity của nhân viên bán hàng, dịch vụ hậu mãi an toàn đến việc phát triển website thân thiện người dùng. Nhờ vậy, MWG đã giành được thị phần một cách khá thuyết phục trong giai đoạn 3 năm vừa qua (2015 – 2017).

6 GIÁ TRỊ CỐT LÕI
CỦA NHÂN VIÊN TẠI THẾ GIỚI DI ĐỘNG

1. TẬN TÂM VỚI KHÁCH HÀNG
2. TRUNG THỰC
3. INTEGRITY
4. NHẬN TRÁCH NHIỆM
5. YẾU THƯƠNG VÀ HỖ TRỢ ĐỒNG ĐỘI
6. MÁU LỬA TRONG CÔNG VIỆC

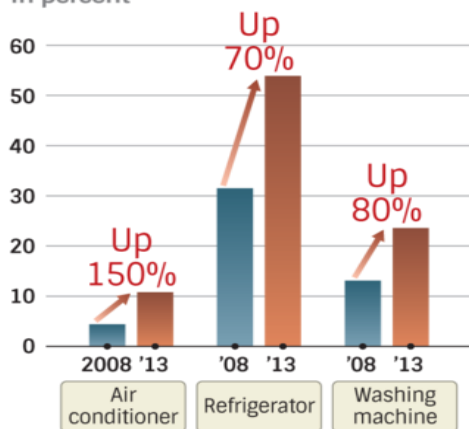


Song, sau một giai đoạn tăng trưởng thần kỳ của ngành này kể từ 2010, chúng tôi đánh giá triển vọng dài hạn của không chỉ hai chuỗi Thegioididong.com và Điện Máy Xanh của MWG, mà còn của toàn ngành bán lẻ hàng điện tử tiêu dùng Việt Nam, trong tương lai dài hạn không thực sự tích cực vì các lí do sau:

(1) Tỷ lệ thâm nhập (penetration) của mặt hàng điện tử sắp đạt ngưỡng tối đa

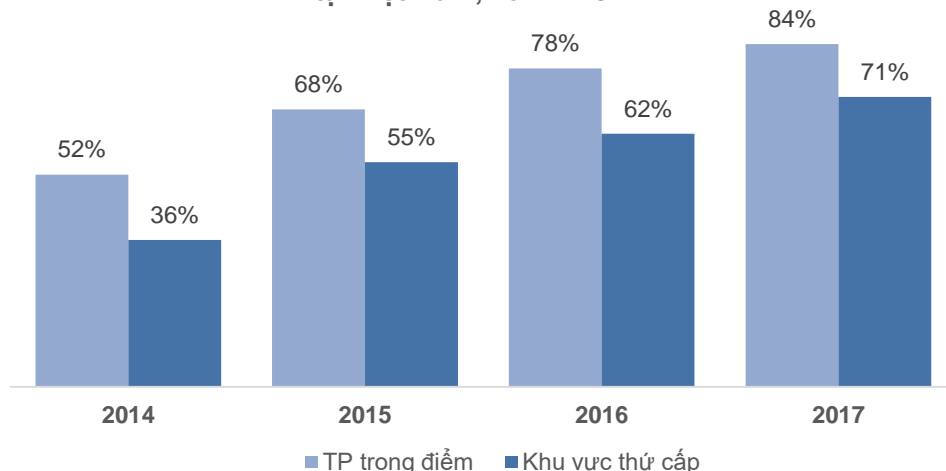
Được đánh giá là một trong những nền kinh tế và xã hội có tốc độ “số hóa” nhanh nhất thế giới, chỉ trong vòng vùn vẹn 5 năm, lượng người Việt Nam tiếp cận với smartphones ở các đô thị lớn đã tăng gần gấp đôi theo thống kê của Nielsen. Cụ thể, ở các thành phố trọng điểm như TPHCM, Hà Nội, Đà Nẵng, Cần Thơ, Hải Phòng, ..., lượng người sử dụng đã chiếm tới 84% dân số, trong khi ở các thành phố cấp 2 thì lượng người sử dụng smartphone đã đạt 71%.

Home appliance ownership in Vietnam;
in percent



Ownership per household
Sources: Euromonitor International, Japan External Trade Organization

Tỷ lệ thâm nhập điện thoại thông minh (smartphone) tại Việt Nam, 2014 - 2017



Nguồn: Nielsen Vietnam

Dù vậy, khách quan mà nói, dư địa cho ngành bán lẻ di động vẫn còn một chút dư địa cho tỷ lệ thâm nhập (ở Mỹ tỷ lệ là thâm nhập là 87% số hộ gia đình), cộng với việc nhu cầu nâng cấp điện thoại của người dùng khá thường xuyên sau 2-3 năm sử dụng. Song sau giai đoạn vài năm tới, chuỗi TGDD tất yếu sẽ phải chịu ảnh hưởng mạnh bởi những xu hướng lớn như: chu kỳ kinh tế có nguy cơ đảo chiều, sự gia nhập của các cửa hàng chính hãng trong tương lai (vd: Apple Store, Xiaomi), và hành vi tiêu dùng của người trẻ ngày càng chú trọng đến trải nghiệm thay vì sở hữu hàng hóa. Theo thống kê về hành vi tiêu dùng năm 2017 của Nielsen, 72% người tiêu dùng chọn việc tiết kiệm, 44% đi du lịch, 49% mua quần áo, trong khi chỉ 40% chọn việc mua thiết bị công nghệ mới – giảm nhanh so với những năm trước. Những xu hướng này có thể sẽ làm tốc độ tăng trưởng doanh số trên mỗi cửa hàng hiện hữu (same-store-sales-growth, “SSSG”) của chuỗi Thegiooidong.com chững lại, thậm chí sụt giảm.

Tương tự, ngành bán lẻ điện máy cũng đã gần chạm ngưỡng bão hòa sau nhiều năm tăng trưởng mạnh. Theo thống kê của Euromonitor, trên 70% hộ gia đình Việt Nam đã sở hữu những mặt hàng cơ bản như tủ lạnh, máy giặt, tivi, máy tính cá nhân, nồi cơm điện, và khoảng 30% số hộ sở hữu các mặt hàng cao cấp hơn như điều hòa, lò vi sóng, máy hút bụi, ... Mặc cho dư địa tăng trưởng vẫn còn, song việc trên 700 cửa hàng của chuỗi Điện Máy Xanh đã phủ toàn bộ tổng số gần 700 đơn vị hành chính cấp huyện trở lên, sẽ khiến việc mở cửa hàng mới của MWG sẽ khó khăn hơn.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc chuyển đổi các cửa hàng di động thiếu hiệu quả ở những thành phố cấp 2 sang cửa hàng Điện Máy Xanh mini sẽ tối ưu chi phí cho MWG, đồng thời lấy thêm được thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ địa phương – hiện đang chiếm 40% thị trường. Ngoài ra, thị trường miền Bắc cũng là đối tượng tiềm năng khi Điện Máy Xanh chỉ mới chiếm 15% thị phần tại khu vực này. Chúng tôi tin rằng việc thu tóm chuỗi Trần Anh sau giai đoạn khó khăn sẽ dần cho ra kết quả.

Với mối đe dọa từ kênh online mà chúng tôi đề cập ở phần tiếp theo và các đối thủ tiềm lực tài chính lớn như Nguyễn Kim, chúng tôi nghĩ rằng mức giới hạn cho thị phần của MWG trong lĩnh vực điện máy nằm đâu đó ở mức 40%-50%, khó có thể cao hơn đáng kể được.

(2) Cạnh tranh không thể tránh từ kênh thương mại điện tử (E-commerce)

Theo thông kê của Statista về lĩnh vực thương mại điện tử (TMĐT), mới chỉ có 6% người tiêu dùng Việt Nam sử dụng điện thoại thông minh/máy tính để tìm kiếm mua hàng online. Tổng giá trị mua hàng online của Việt Nam năm 2017 xấp xỉ 3 tỷ USD, mới chỉ chiếm 2.3% trên tổng số 129 tỷ USD doanh thu bán lẻ hàng hóa tiêu dùng toàn quốc (số liệu của Tổng cục thống kê). Trong đó, mặt hàng điện tử/thiết bị cầm tay đạt 841tr USD, tăng trưởng 16% YoY và sẽ sớm vượt mốc 1 tỷ USD. Tổ chức này cũng dự phóng giá trị ngành E-commerce của Việt Nam sẽ tăng trưởng trên 30% CAGR trong 5 năm tới, và sớm chiếm tỷ trọng chủ đạo trong các kênh bán hàng tương tự như các nước phát triển.

Quan niệm chung trên thị trường bán lẻ, trên quan sát của chúng tôi, vẫn còn xem nhẹ sự đe dọa từ kênh này. Dù MWG sở hữu các website bán hàng online có lượt traffic và giao dịch top đầu của Việt Nam như thegioididong.com, dienmayxanh.com, và vuivui.com, song cuộc chiến về giá từ các đối thủ online đang muốn tranh giành thị phần rất có thể sẽ làm giảm biên lợi nhuận hoạt động của MWG, phần lớn bởi vì MWG đang chào mức giá bán các mặt hàng điện tử với thặng dư từ 5%-10% so với đối thủ nhờ uy tín thương hiệu, đồng thời phải chịu chi phí thuê mặt bằng cao hơn.

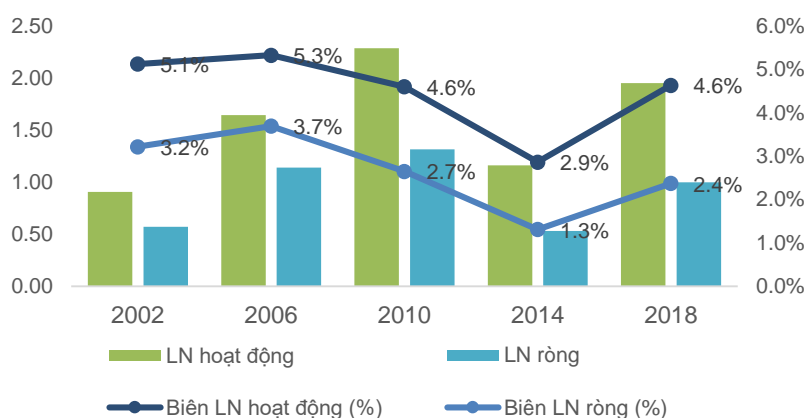
Ngoài việc các ông lớn ngành E-commerce có nguồn gốc từ Trung Quốc đang cạnh tranh khốc liệt với chiến lược chi phí thấp như Lazada (Alibaba), Shopee (SEA group) và Tiki (JD.com), chúng tôi tin rằng những tay chơi TMĐT có uy tín từ các thị trường phát triển như Rakuten (Nhật), AeonEshop (Nhật), Lotte (Hàn Quốc) và thậm chí là Amazon (Hoa Kỳ) cũng sẽ tham gia trong dài hạn, góp phần đưa các sản phẩm có nguồn gốc chất lượng hơn vào thị trường – tạo ra sức ép cạnh tranh khá đáng kể cho miếng bánh E-commerce Việt Nam trong 10-20 năm tới.



Theo số liệu và nghiên cứu chúng tôi từ Bloomberg, trường hợp của Best Buy Co., Inc là một ví dụ cụ thể. Từ khi Amazon tham gia ngành bán lẻ điện tử online, và sự bùng nổ của E-commerce tại Mỹ từ 2006-2010, biên lợi nhuận hoạt động, doanh thu và lợi nhuận ròng của Best Buy bị chững lại, thậm chí sụt giảm. Dù Best Buy đã đẩy mạnh hơn việc bán lẻ đa kênh và website online của mình, định giá của công ty (P/E, EV/EBITDA) trong 5 năm qua đã giảm trung bình 20% so với giai đoạn 5 năm trước,

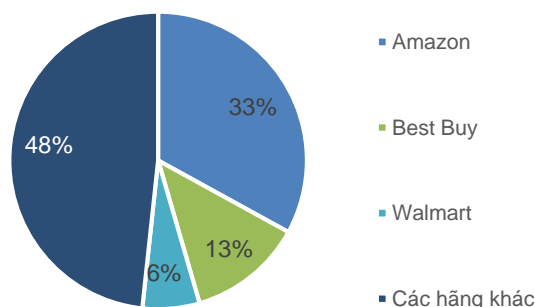
Lợi nhuận của Best Buy Inc. (tỷ USD)

Nguồn: Bloomberg

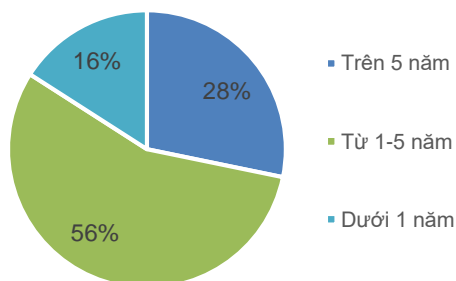


Thị phần bán lẻ hàng điện tử online tại Hoa Kỳ Kỳ 2016

Nguồn: Bloomberg



Cam kết thuê hoạt động của MWG Q1-2018



thể hiện sự nghi ngờ của giới đầu tư cho triển vọng của nhà bán lẻ điện tử số 1 thế giới một thời này. Hiện Amazon đã chiếm gần 33% thị phần bán lẻ hàng điện tử tại Hoa Kỳ, trong khi Best Buy & Walmart chỉ còn lần lượt chiếm 12.5% và 6.2% thị phần.

(3) Chi phí thuê mặt bằng ở các đô thị lớn sẽ ngày càng đắt đỏ

Đến cuối Q1-2018, tổng cam kết thuê hoạt động của MWG là 8,900 tỷ đồng, trong đó gần 5,000 tỷ đồng là các cam kết thuê mặt bằng cửa hàng từ 2-5 năm (chiếm 56%), cam kết thuê dưới 1 năm đạt 1,400 tỷ (chiếm 16%). Trong khi đó, con số cam kết thuê trên 5 năm chỉ chiếm 28%.

Với xu hướng đô thị hóa, tập trung dân cư cộng với phong trào mở chuỗi hàng loạt của các cửa hàng tiện lợi như Circle K, Vinmart, Family mart, Shop & Go và mới đây là 7-Eleven và GS25, giá thuê mặt bằng ở đô thị lớn như TPHCM & Hà Nội (hiện ở mức trung bình từ 60USD-150USD/m² tùy khu vực) đang tăng ở tốc độ chóng mặt, xấp xỉ 10% mỗi năm theo thống kê của CBRE Việt Nam. Điều này gây lực cản lớn về chi phí SG&A cho MWG, đồng thời càng hỗ trợ hơn cho xu thế thương mại điện tử dần thay thế kênh bán lẻ truyền thống.

Kế hoạch của ban lãnh đạo MWG

Trước bối cảnh vô cùng thách thức như trên, ban lãnh đạo MWG đặt ra 3 kế hoạch để giải quyết các mối đe dọa hiện hữu:

- Cắt giảm lượng cửa hàng Thegioididong, chuyển đổi sang cửa hàng Điện Máy Xanh mini để thu tóm thị phần bên mảng điện máy còn lại từ các cửa hàng nhỏ lẻ và chuỗi khác trong vòng 2-3 năm tới. Chúng tôi dự phóng ban lãnh đạo sẽ cắt giảm 100 cửa hàng TGDD mỗi năm, ½ trong số đó sẽ được chuyển đổi thành các cửa hàng điện máy mini để tối đa hóa lợi nhuận.

- Đẩy mạnh bán hàng đa kênh (omnichannel) – đặc biệt chú trọng đến mảng online và website Vuivui.com. Ban lãnh đạo luôn đặt kế hoạch doanh thu từ online tăng mạnh ít nhất 100% mỗi năm, thể hiện tầm quan trọng và quyết tâm thay thế dần các cửa hàng truyền thống của MWG. Tuy nhiên trong tương lai, chúng tôi nghĩ rằng việc hạ giá bán, cải thiện tốc độ giao hàng và phân tích data khách hàng là những yếu tố mà MWG cần đi sâu hơn để có thể cạnh tranh với các ông lớn.

- Ngoài ra, MWG cũng đang thử nghiệm mô hình chuỗi Bigphone ở thị trường Cambodia, một thị trường còn sơ khai và có nhiều dư địa tăng trưởng - tương tự Việt Nam 10 năm về trước. Nhưng vì kế hoạch này đang mới ở bước rất sơ khai với quy mô nhỏ, chúng tôi không thể dự phóng tương đối chính xác doanh số và lợi nhuận.

Vì vậy, việc định giá mảng bán lẻ điện tử tiêu dùng của MWG được chúng tôi thực hiện trên các mô hình chuỗi hiện tại là Thegioididong.com & Điện Máy Xanh. Trong tương lai, nếu ban lãnh đạo chú trọng đẩy mạnh hơn kênh TMĐT và thị trường Cambodia, chúng tôi sẽ cập nhật lại các dự phóng và định giá của mảng này.

Rủi ro tỷ giá trong ngắn hạn

Một rủi ro trong ngắn hạn của MWG mà ít người đề cập chính là rủi ro tỷ giá USD/VND gần đây tăng mạnh 2.3% so với đầu năm từ 22,665 lên 23,200 (Tỷ giá mua USD của Vietcombank). Do chúng tôi không có dữ liệu về cơ cấu sản phẩm nhập khẩu/sản phẩm sản xuất trong nước của MWG và định lượng được xu hướng tỷ giá, nên rủi ro này không được đưa vào mô hình dự phóng của chúng tôi.

Dù vậy, với phần lớn lợi nhuận của MWG dựa trên việc bán lại các sản phẩm điện thoại/điện máy nhập khẩu, đây sẽ là một rủi ro lớn và ảnh hưởng nghiêm trọng đến biên lợi nhuận gộp nếu tình hình tỷ giá diễn ra tiêu cực hơn dự kiến.

Vì vậy, với những quan điểm trên, chúng tôi dự phóng doanh thu chuỗi bán lẻ TGDD giảm nhẹ 6% CAGR cho đến 2020 trong khi doanh thu/cửa hàng đi ngang vì chiến lược cắt giảm bớt lượng cửa hàng. Ngược lại, chúng tôi dự phóng doanh thu chuỗi Điện Máy Xanh tăng trưởng 22% CAGR trong giai đoạn 2017 – 2020, doanh thu/cửa hàng và biên lợi nhuận gộp đi ngang. Chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng của mảng điện máy trong 2-3 năm tới được đóng góp chủ yếu từ việc chuyển đổi cửa hàng TGDD thành cửa hàng Điện Máy Xanh mini, góp phần thu hẹp thị phần của các đối thủ còn lại.

Thegioididong.com (tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Doanh thu bán lẻ di động	30,904	34,708	34,577	31,876	28,521
<i>Tăng trưởng (%)</i>	48.9%	12.3%	-0.4%	-7.8%	-10.5%
Cửa hàng đầu kỳ	564	950	1,072	1,000	900
Cửa hàng mới	386	122	(72)	(100)	(100)
Cửa hàng cuối kỳ	950	1,072	1,000	900	800
Doanh thu/cửa hàng/tháng trung bình	2.81	2.86	2.80	2.80	2.80
Lợi nhuận gộp chuỗi TGDD	4,974	6,053	6,030	5,559	4,974

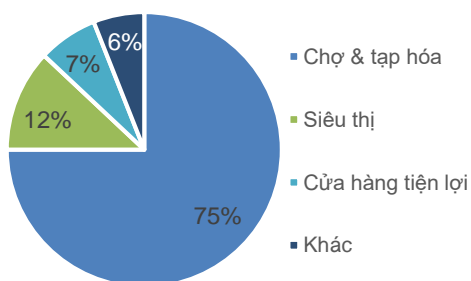
DienmayXANH.com	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Doanh thu bán lẻ điện máy	13,709	30,245	49,782	52,683	56,055
<i>Tăng trưởng (%)</i>	205.0%	120.6%	64.6%	5.8%	6.4%
Cửa hàng đầu kỳ	70	250	642	756	806
Cửa hàng mới	180	392	114	50	50
Cửa hàng cuối kỳ	250	642	756	806	856
Doanh thu/cửa hàng/tháng trung bình	4.86	5.65	5.62	5.62	5.62
Lợi nhuận gộp chuỗi DMX	2,240	5,089	8,376	8,865	9,432

3.2 Bách Hóa Xanh: Cần thêm khá nhiều thời gian để xây dựng lại thói quen người tiêu dùng

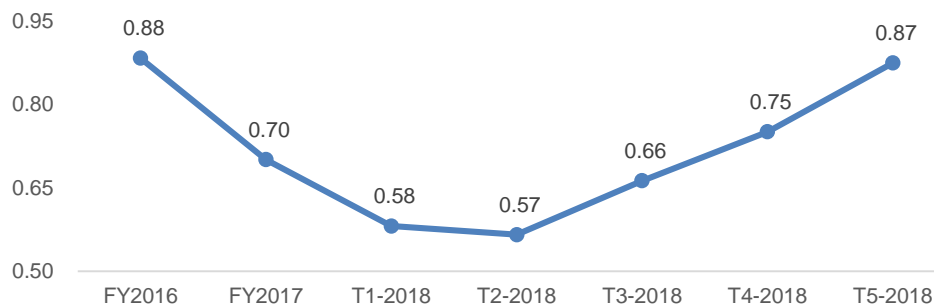
Euromonitor thống kê rằng quy mô của thị trường bán lẻ bách hóa của Việt Nam hiện đạt gần mức 65 tỷ USD, gấp 8 lần cả ngành bán lẻ điện thoại và điện máy cộng lại. Hiện gần 80% thị phần của mảng này đang được chiếm lĩnh bởi chợ truyền thống và các tiệm tạp hóa nhỏ lẻ, nơi “hàng triệu người nhìn mặt khách hàng và phán giá” theo lời của ban lãnh đạo MWG. Chúng tôi cũng tin rằng đây là thị trường có cơ hội rất lớn, nếu MWG giải quyết được bài toán mở rộng.

Thử nghiệm mô hình chuỗi Bách Hóa Xanh (BHX) kể từ đầu năm 2016, doanh thu/cửa hàng trung bình hiện đạt 800 triệu đồng - 900 triệu đồng/tháng, dù chưa đạt kỳ vọng của ban lãnh đạo là 1.5 tỷ đồng/tháng song đã cải thiện đáng kể so với con số 500tr-600tr/tháng của giai đoạn khó khăn cuối 2017 và đầu 2018 khi chuỗi BHX được mở rộng ra các quận huyện xa trung tâm TPHCM như Hóc Môn, Bình Chánh và Bình Thạnh. Theo ban lãnh đạo MWG, để đạt được điểm hòa vốn EBITDA (tức chưa tính lãi vay, thuế và khấu hao), doanh thu trung bình mỗi cửa hàng cần đạt mốc 1 tỷ/tháng trên toàn chuỗi, một nhiệm vụ không hẳn là bất khả thi trong 1-2 năm tới.

Thị phần bán lẻ bách hóa



Doanh thu/cửa hàng/tháng trung bình của Bách Hóa Xanh giai đoạn 2016 - 5 tháng 2018 (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo MWG & ước tính của KISV research

Nhờ việc đi thực tế ở nhiều địa điểm của BHX thường xuyên trong năm 2017 – 2018 vừa qua, chúng tôi nhận thấy có 3 vấn đề khó khăn mà ban lãnh đạo cần giải quyết trước khi tìm ra một phương hướng hợp lý để nhân rộng mô hình này ra toàn quốc:

(1) Vị trí cửa hàng:

Từng sử dụng chiến lược đo lường mật độ dân cư và chọn các mặt bằng giá rẻ tại các quận ven trung tâm TPHCM như Bình Tân, Tân Phú và Gò Vấp để mở cửa hàng, Chủ tịch MWG, ông Nguyễn Đức Tài, đã thừa nhận sai lầm khi kết quả doanh thu chưa đạt kỳ vọng và đã đổi sang chiến lược mở ở các trục đường lớn, gần chợ truyền thống, với diện tích rộng rãi. Chiến lược này giúp MWG quảng bá được thương hiệu Bách Hóa Xanh, qua đó đưa người tiêu dùng tiếp cận với thói quen mua sắm mới nhanh hơn, đồng thời cho họ một trải nghiệm mua sắm tốt hơn với không gian rộng rãi, sạch sẽ.

Tuy nhiên, với việc mặt bằng trong các đô thị lớn ngày càng hạn hẹp, chi phí thuê mặt bằng đất đỏ (diện tích của cửa hàng BHX trung bình từ 200-300m², gấp đôi so với cửa hàng TGDD) và việc cạnh tranh mở rộng từ không chỉ các đối thủ như Coop-Food, Satrafood và Vinmart+ mà còn cả các cửa hàng tiện lợi, việc lựa chọn mặt bằng để mở hàng nghìn cửa hàng như kế hoạch trong một vài năm tới là bài toán không hề dễ dàng.

(2) Độ nhạy với giá cả:

Khái niệm độ nhạy với giá cả (price elasticity) của người tiêu dùng rất quan trọng trong lĩnh vực thực phẩm, đồ uống. Người tiêu dùng có xu hướng chọn lựa sản phẩm rẻ, quen thuộc hàng ngày hơn là giá đắt đỏ, sạch sẽ, chất lượng cao. Độ nhạy giá cả của các sản phẩm thiết yếu này rất lớn - trái với ngành điện thoại/điện máy MWG từng rất thành công, khi mà nhu cầu của khách hàng chỉ tăng khi thu nhập họ tăng, hoặc có nhiều sản phẩm mới với tính năng vượt trội hơn được các nhà sản xuất tung ra thị trường.

Các sản phẩm ở chợ, dù không đảm bảo nguồn gốc, song luôn được bày bán với giá rẻ hơn từ 10%-30% với nhiều mặt hàng đa dạng khác nhau. Với giá cả hấp dẫn hơn như vậy, có lẽ người tiêu dùng sẽ vẫn lựa chọn người bán hàng mà họ đã quen thuộc ở các chợ, tiệm tạp hóa truyền thống như một thói quen. Nhưng trong tương lai, khi BHX đạt mức quy mô đủ lớn với mức chiết khấu thu mua hàng hóa cao, chúng tôi tin rằng người tiêu dùng sẽ chú tâm đến sức khỏe của họ hơn và sẵn sàng rút thêm hầu bao cho các mặt hàng thực phẩm/đồ uống mà BHX đang kinh doanh.

(3) Hàng tồn kho hết hạn:

Không đơn giản như mặt hàng điện thoại/điện máy, các sản phẩm tươi sống - sạch sẽ, có nguồn gốc mà tạo nên sự khác biệt cho BHX - gặp rủi ro hết hạn chỉ sau 24 tiếng bày bán. Điều này tạo chi phí trích lập dự phòng tồn thất hàng tồn kho lớn cho MWG nếu mở rộng nhanh trong khi người tiêu dùng chưa kịp thay đổi thói quen.

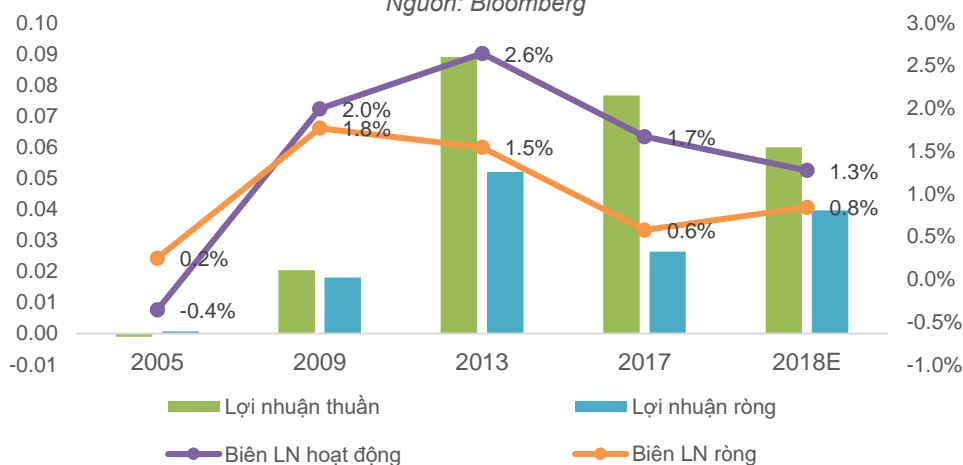


Trái với sự kỳ vọng thịnh hành về việc tăng trưởng nhanh chóng của chuỗi BHX, chúng tôi nghĩ rằng mô hình này cần một thời gian tương đối, ít nhất 5 năm, để giải quyết ba vấn đề lớn kể trên. Điện Máy Xanh, một chuỗi có mô hình kinh doanh khá tương đồng với Thegioididong.com, cũng mất ít nhất 5 năm kể từ 2010 để thực sự nhân rộng ra toàn quốc.

Trích nguồn Bloomberg, nhìn lại câu chuyện thành công của chuỗi Alfamart – mô hình mà BHX học tập - tại Indonesia: chuỗi này đã thành lập từ năm 1989, thử nghiệm mô hình mới vào năm 1998 và phát triển gần 20 năm để cán mốc 10,000 cửa hàng rộng khắp Indonesia, 4.5 tỷ USD doanh số và biên lợi nhuận gộp xấp xỉ 19.5%, cao hơn một chút so với mục tiêu 18% của ban lãnh đạo MWG. Đây có thể nói là một quá trình không hề nhanh chóng; nhưng ngay cả như thế, hiện nay công ty mẹ Sumber Alfaria Trijaya (AMRT IJ Equity) sở hữu chuỗi Alfamart này cũng chỉ được thị trường định giá ở mức 2.3 tỷ USD, tương đối thấp so với các nhà bán lẻ khác trong khu vực.

Lợi nhuận Sumber Alfaria Trijaya 2005-2018E (tỷ USD)

Nguồn: Bloomberg



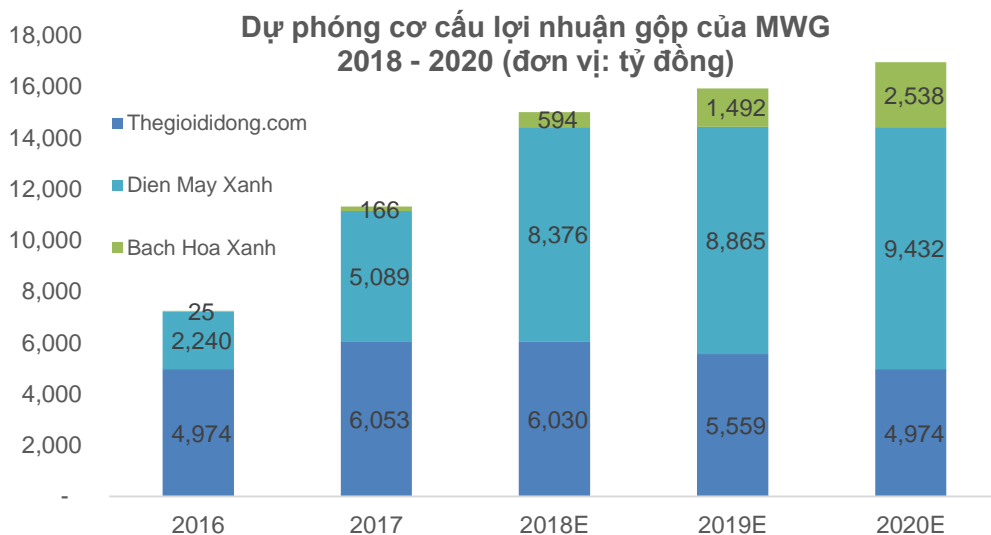
Vì những khó khăn như trên và bài học từ quá trình phát triển của Alfamart, một cách cẩn trọng, chúng tôi dự phóng kế hoạch mở rộng chuỗi thấp hơn kỳ vọng lạc quan rất nhiều (trung bình 500 cửa hàng mỗi năm sau 2020 và trung bình 750 cửa hàng mỗi năm sau 2025), doanh số trung bình/cửa hàng/tháng mất 5 năm để đạt mốc 1.5 tỷ/tháng và biên lợi nhuận gộp của Bách Hóa Xanh mất 5 năm để đạt mốc 19.5%, tương tự như Alfamart:

Bach Hoa Xanh (tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Doanh thu bán lẻ bách hóa	249	1,387	4,573	9,625	14,100	22,750	32,900	44,250	53,250	62,250	75,375	88,875
Tăng trưởng (%)	-	457.0%	229.7%	701.4%	208.3%	136.4%	133.3%	94.5%	61.9%	40.7%	41.5%	42.8%
Cửa hàng đầu kỳ	-	47	283	500	750	1,000	1,500	2,000	2,500	3,000	3,500	4,250
Cửa hàng mới	47	236	217	250	250	500	500	500	500	500	750	750
Cửa hàng cuối kỳ	47	283	500	750	1,000	1,500	2,000	2,500	3,000	3,500	4,250	5,000
Doanh thu/cửa hàng/tháng trung bình	0.48	0.44	1.00	1.10	1.20	1.30	1.40	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
Lợi nhuận gộp chuỗi BHX	25	166	594	1,492	2,538	4,209	6,251	8,629	10,384	12,139	14,698	17,331
Chi phí SG&A			812	1,709	2,504	4,041	5,843	7,859	9,458	11,056	13,387	15,785
EBITDA			(38)	87	464	848	1,338	1,949	2,356	2,762	3,366	3,975
EBIT(1-t)			(174)	(174)	27	134	326	616	741	866	1,049	1,236
Khấu hao			180	305	430	680	930	1,180	1,430	1,680	2,055	2,430
Chi phí vốn lưu động			128	250	250	500	500	500	500	500	750	750
Chi phí capex (đầu tư TSCĐ)			320	625	625	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	1,875	1,875
Dòng tiền FCFF chuỗi BHX			(442)	(744)	(418)	(936)	(494)	46	421	796	479	1,041

3.3 Dự.3 ng tự như Alfamart của Bách Hóa Xanh20

Trái với các quan điểm thịnh hành, chúng tôi cho rằng chuỗi Bách Hóa Xanh chưa thể đóng góp phần lớn vào tỷ trọng doanh thu, lợi nhuận, hay định giá của toàn bộ giá trị doanh nghiệp của MWG trong ít nhất 5 năm tới được.

Trên quan điểm của chúng tôi, trong giai đoạn 2018 – 2020, phần lớn lợi nhuận và tăng trưởng của MWG vẫn sẽ được đóng góp chủ yếu bởi chuỗi Điện Máy Xanh nhờ chiến lược thâm sát thị phần còn lại của các cửa hàng nhỏ lẻ và chuỗi khác trong các thành phố cấp 2. Trong khi đó, chuỗi Thegioididong.com sẽ dần giảm tốc và chuỗi Bách Hóa Xanh sẽ tiếp tục “thử và sai” trước khi trở thành động lực tăng trưởng chủ yếu kể từ năm 2023 trở đi.



Vì vậy, đến 2020, chúng tôi dự phóng phần đóng góp vào lợi nhuận gộp của ba chuỗi Thegioididong.com, Điện Máy Xanh, Bách Hóa Xanh lần lượt là 29%, 56% và 15%.

4. Định giá

Để định giá MWG, chúng tôi sử dụng phương pháp tổng hợp thành phần (sum-of-the-parts) bằng cách định giá 2 mảng kinh doanh chính của MWG: bán lẻ hàng điện tử và bán lẻ bách hóa.

(1) Đối với mảng bán lẻ bách hóa:

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF với thời gian 10 năm, sau đó tính giá trị vĩnh cửu (terminal value) bằng số nhân EV/EBITDA thoái vốn (exit multiple) trung bình của Alfamart là 9.3x nhân với EBITDA cuối 2027E là 3,975 tỷ đồng. Giá trị doanh nghiệp mảng bán lẻ bách hóa mà chúng tôi tính toán đạt mức 8,200 tỷ đồng vào cuối 2018.

Bach Hoa Xanh (tỷ đồng)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBITDA	(38)	87	464	848	1,338	1,949	2,356	2,762	3,366	3,975
Dòng tiền FCFF của chuỗi BHX	(442)	(744)	(418)	(936)	(494)	46	421	796	479	1,041
WACC - chi phí vốn chiết khấu	1.00	1.15	1.32	1.52	1.75	2.01	2.31	2.66	3.06	3.52
Giá trị hiện tại của dòng FCFF	(442)	(647)	(316)	(615)	(282)	23	182	299	156	296
Số nhân EV/EBITDA thoái vốn (giá định 2027)	9.3									
Giá trị vĩnh cửu (terminal value)	10,498									
Giá trị doanh nghiệp	8,218									

(2) Đối với mảng bán lẻ hàng điện tử:

Chúng tôi cũng áp dụng phương pháp định giá EV/EBITDA cho mảng bán lẻ hàng điện tử tiêu dung của MWG, bao gồm chuỗi Thegioididong.com và Điện Máy Xanh. Sử dụng tỷ suất EV/EBITDA trung bình 5 năm vừa qua của MWG, điều chỉnh giảm 17% (tương tự như định giá của Best Buy Co. bị sụt giảm), với EBITDA 2018E của mảng bán lẻ điện tử ở mức 4,330 tỷ đồng, giá trị doanh nghiệp của mảng này theo tính toán của chúng tôi là 38,100 tỷ đồng vào cuối 2018.

Định giá tổng hợp thành phần	EBITDA 2018E	EV/EBITDA (x)	Giá trị doanh nghiệp
Bán lẻ điện tử (TGDD & DMX)	4,335	8.8	38,084
Bán lẻ bách hóa (BHX)			8,218
Nợ vay ròng			1,487
Giá trị vốn cổ phần của MWG			44,815
SLCP đang lưu hành (triệu)			326
Giá trị hợp lý/cp			137.3

Như vậy, chúng tôi ước tính mức định giá hợp lý của MWG là 137,300đ/cp, tổng mức sinh lời (upside) 21.9% so với giá đóng cửa cuối phiên ngày 27.07.2018 là 113,800đ/cp, đã bao gồm cổ tức tiền mặt 1,500đ/cp.

Dù rằng mảng bán lẻ điện tử mang tính chu kỳ cộng với mối đe dọa từ e-commerce và mảng bán lẻ bách hóa còn nhiều khó khăn trong giai đoạn thử và sai, mức giá trị hợp lý của MWG được chúng tôi tính toán cẩn trọng như trên tương đối hấp dẫn khi mà trong tương lai MWG còn có thêm các dự án triển vọng khác như website thương mại điện tử Vuivui.com, chuỗi Bigphone ở thị trường Cambodia và chuỗi dược phẩm An Khang còn chưa được tập trung đẩy mạnh. **Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG.**

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH				
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E
Doanh thu thuần	44,613	66,340	89,117	94,184
Tăng trưởng (%)	76.7%	48.7%	34.3%	5.7%
GVHB	37,399	55,198	74,084	78,268
Biên LN gộp (%)	16.2%	16.8%	16.9%	16.9%
Chi phí BH & QLDN	5,222	8,363	11,469	12,369
EBITDA	2,378	3,469	4,335	4,468
Biên lợi nhuận (%)	5.3%	5.2%	4.9%	4.7%
Khấu hao	387	690	772	922
Lợi nhuận từ HĐKD	1,992	2,779	3,564	3,547
Biên LN HĐKD (%)	4.5%	4.2%	4.0%	3.8%
Chi phí lãi vay ròng	118	198	219	172
% so với nợ ròng (gồm lãi vay vốn hóa)	4.3%	5.5%	9.0%	38.0%
Khả năng trả lãi vay(x)	17	14	16	21
Lãi/lỗ khác	132	228	278	294
Thuế	428	602	777	787
Thuế suất hiệu dụng (%)	21.3%	21.4%	21.4%	21.4%
Lợi nhuận ròng	1,578	2,207	2,846	2,882
Biên lợi nhuận (%)	3.5%	3.3%	3.2%	3.1%
LN cho công ty mẹ	1,577	2,206	2,844	2,880
Số lượng CP (triệu)	154	317	326	336
EPS hiệu chỉnh (VND)	4,831	6,756	8,711	8,564
Tăng EPS (%)	47.2%	39.8%	28.9%	-1.7%
Cổ tức (VND)	1,430	731	1,500	1,500

$EBITDA = DT\ thuần - (GVHB - Khấu\ hao) - Chi\ phí\ BH\ \&\ QLDN$

$EBIT = EBITDA - Khấu\ hao$

$Chi\ phí\ lãi\ vay\ ròng = Chi\ phí\ lãi\ vay - lãi\ tiền\ gửi$

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

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

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019E
Vòng quay phải thu (x)	43.6	31.8	31.8	31.8
Vòng quay HTK (x)	5.2	5.1	5.1	5.1
Vòng quay phải trả (x)	8.4	6.8	6.8	6.8
Thay đổi vốn lưu động	2,031	336	949	618
Capex	1,279	2,065	410	750
Dòng tiền khác	517	(136)	(136)	(136)
Dòng tiền tự do	(1,863)	631	2,395	2,572
Phát hành cp	-	-	-	-
Cổ tức	220	232	490	504
Thay đổi nợ ròng	2,083	(400)	(1,905)	(2,067)
Nợ ròng cuối năm	3,792	3,392	1,487	(580)
Giá trị doanh nghiệp (EV)	32,284	32,684	34,590	36,659
Tổng VCSH	3,841	5,909	8,265	10,642
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	3	4	6
Vốn chủ sở hữu	3,839	5,906	8,261	10,636
Giá trị sổ sách/cp (VND)	24,937	18,632	25,300	31,628
Nợ ròng / VCSH (%)	98.7%	57.4%	18.0%	-5.5%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.6	1.0	0.3	(0.1)
Tổng tài sản	14,854	22,823	24,498	24,808
$Nợ\ ròng = Nợ - Tiền\ \&\ tương\ đương\ tiền$				

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018E	2019E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	49.9%	45.3%	40.2%	30.5%
ROA (%)	10.6%	9.7%	11.6%	11.6%
ROIC (%)	28.2%	27.9%	31.7%	30.5%
WACC (%)	9.2%	11.1%	13.8%	15.0%
PER (x)	23.6	16.8	13.1	13.3
PBR (x)	4.4	5.9	4.4	3.4
PSR (x)	0.8	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	13.6	9.4	8.0	8.2

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý 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.