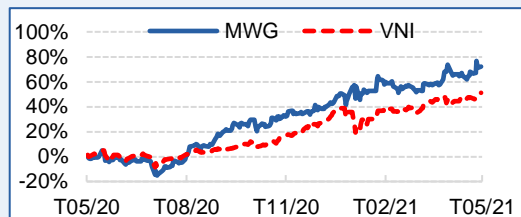


Ngành	Bán lẻ		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	26/05/2021	Tăng trưởng DT	6,2%	16,0%	17,6%	14,6%
Giá hiện tại	146.000VND	Tăng trưởng EPS	0,0%	26,8%	32,5%	24,9%
Giá mục tiêu hiện tại	227.400VND	Biên LN gộp	22,1%	23,2%	24,0%	24,8%
Giá mục tiêu trước đây	214.100VND	Biên LN ròng	3,6%	4,1%	4,8%	5,4%
TL tăng	+55,8%	EV/EBITDA	9,5x	7,7x	6,1x	5,1x
Lợi suất cổ tức	+1,0%	Giá CP/DTHĐ	6,4x	24,7x	7,3x	5,3x
Tổng mức sinh lời	+56,8%	P/E	16,9x	13,3x	10,0x	8,0x



GT vốn hóa	3,0 tỷ USD		<u>MWG</u>	<u>VNI</u>
Room KN	0USD	P/E (trượt)	16,2x	17,8x
GTGD/ngày (30n)	6,7tr USD	P/B (hiện tại)	4,5x	2,6x
Cổ phần Nhà nước	0%	Nợ ròng/CSH	8,7%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	475,4 tr	ROE	28,4%	15,1%
Pha loãng	475,4 tr	ROA	9,4%	2,4%
PEG 3 năm	0,6			

Tổng quan công ty

MWG sở hữu chuỗi bán lẻ ĐTDĐ và điện máy hàng đầu tại Việt Nam với thị phần lần lượt 48% và 44% tính đến năm 2020. Để duy trì tốc độ tăng trưởng mạnh trong tương lai, chuỗi cửa hàng siêu thị mini Bách Hóa Xanh đang được triển khai toàn diện.

Trần Thái Sơn

Chuyên viên cao cấp

Đặng Văn Pháp, CFA

Phó Giám đốc

## Biên LN của BHX tiến triển chậm nhưng triển vọng vẫn duy trì tích cực

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA dành cho CTCP Đầu tư Thế giới di động (MWG) khi chúng tôi tin rằng năng lực triển khai kinh doanh mạnh mẽ của MWG sẽ gia tăng tăng trưởng lợi nhuận sau năm 2020. P/E năm 2021 hiện tại của MWG 13 lần là hấp dẫn với dự báo của chúng tôi cho tăng trưởng EPS ít nhất 25% mỗi năm trong vài năm tới.
- Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 6% khi cập nhật mô hình định giá sang giữa năm 2022 và giảm chi phí vốn CSH 50 điểm cơ bản xuống 12,5%. Những điều chỉnh này một phần được bù đắp bằng việc điều chỉnh giảm 6% tổng LNST giai đoạn 2021-2023 do lỗi dự kiến lớn hơn của BHX do chúng tôi tính đến các chi phí liên quan đến việc tăng tốc nâng cấp cửa hàng và cải thiện biên LN chậm hơn dự kiến.
- Triển vọng năm 2021: Chúng tôi dự báo tổng LNST của TGDD và DMX tăng 21% lên 7,0 nghìn tỷ đồng nhờ gia tăng biên LN gộp do quy mô và kết hợp cũng như triển khai định dạng DMX siêu nhỏ. Trong khi đó, chúng tôi dự báo khoản lỗ của BHX sẽ giảm 4% xuống 1,84 nghìn tỷ đồng.
- Yếu tố hỗ trợ: Tối ưu hóa chi phí tốt hơn mong đợi tại BHX; triển khai thành công BHX Online; thâm nhập vào các mảng bán lẻ mới; mở rộng thành công ra thị trường nước ngoài của DMX.
- Rủi ro cho quan điểm tích cực của chúng tôi: Tiến độ mở mới cửa hàng và khả năng sinh lời thấp hơn dự kiến đối với BHX; chi tiêu của người tiêu dùng cho điện thoại thông minh và thiết bị điện tử thấp hơn kỳ vọng.

**Chúng tôi tăng nhẹ dự báo tổng LNST giai đoạn 2021-2023 cho TGDD và DMX thêm 3% nhờ biên lợi nhuận gộp cao hơn dự kiến – dù dịch COVID-19 tái bùng phát trong thời gian gần đây tại Việt Nam.** Theo MWG, làn sóng dịch COVID-19 thứ tư bắt đầu vào cuối tháng 4/2021 đang làm gián đoạn hoạt động của các cửa hàng TGDD và DMX tại nhiều tỉnh/thành phố miền Bắc do yêu cầu đóng cửa tạm thời hoặc hoạt động hạn chế (cụ thể, hạn chế số lượng người có mặt chung một thời điểm). Do đó, chúng tôi giảm dự báo tổng doanh thu giai đoạn 2021-2023 cho TGDD và DMX thêm 3%. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp của TGDD và DMX dao động quanh mức 22% so với 21,6% vào năm 2020 (theo ước tính của chúng tôi), được hỗ trợ bởi sự đóng góp cao hơn từ các nhóm hàng phụ kiện, thiết bị gia dụng và đồ dùng nhà bếp cũng như các sản phẩm riêng của MWG (cụ thể, các sản phẩm độc quyền và nhãn hiệu riêng). Chúng tôi cho rằng việc triển khai các cửa hàng DMX siêu nhỏ sẽ thúc đẩy biên lợi nhuận gộp tăng trưởng khi mô hình cửa hàng này ghi nhận tỷ trọng đóng góp doanh thu lớn hơn từ thiết bị gia dụng và đồ dùng nhà bếp so với các mô hình khác. Nhìn chung, dự báo điều chỉnh của chúng tôi tương ứng CAGR doanh thu/LNST đạt 9%/15% cho TGDD và DMX trong giai đoạn 2020-2023 với doanh thu chủ yếu được thúc đẩy bởi mô hình DMX siêu nhỏ.

**Chúng tôi nâng dự báo đối với khoản lỗ của BHX khi tiến độ cải thiện lợi nhuận thấp hơn so với kỳ vọng của chúng tôi.** Chúng tôi ước tính khoản lỗ của BHX đạt 638 tỷ đồng trong quý 1/2021, tương ứng lợi nhuận ròng đạt -10,7% so với -9,9% trong quý 4/2020. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận thấp một phần do việc nâng cấp các cửa hàng hoạt động tốt lên mô hình '500 m<sup>2</sup>' (136 cửa hàng như trên đã được nâng cấp trong 4 tháng năm 2021), thường khiến các cửa hàng phải tạm dừng hoạt động từ 2 tuần đến hơn 1 tháng. Trong khi đó, ban lãnh đạo đặt mục tiêu biên lợi nhuận gộp của BHX sẽ cải thiện từ 26% hiện tại lên 27% vào cuối năm 2021, thấp hơn dự báo trước đây của chúng tôi là 28%. Tương ứng, chúng tôi nâng dự báo đối với khoản lỗ của BHX từ 1,36 nghìn tỷ đồng/200 tỷ đồng lên 1,84 nghìn tỷ đồng/858 tỷ đồng trong năm 2021/2022. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận ròng sẽ tăng từ -9,0% vào năm 2020 lên -6,1% vào năm 2021 nhờ doanh thu/cửa hàng cải thiện, biên lợi nhuận gộp tăng và tối ưu hóa chi phí. Dự báo của chúng tôi tương ứng BHX sẽ đạt điểm hòa vốn lợi nhuận vào cuối năm 2022.

## Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F	BẢNG CĐKT (tỷ ND)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Doanh thu</b>	<b>108.546</b>	<b>125.951</b>	<b>148.179</b>	<b>169.779</b>	Tiền và tương đương	7.348	9.034	11.351	16.894
Giá vốn hàng bán	-84.592	-96.695	-112.637	-127.637	Đầu tư TC ngắn hạn	8.057	10.057	12.057	14.057
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>23.954</b>	<b>29.256</b>	<b>35.542</b>	<b>42.142</b>	Các khoản phải thu	196	266	313	359
Chi phí bán hàng	-15.334	-18.483	-22.052	-26.145	Hàng tồn kho	19.422	25.628	27.839	28.838
Chi phí quản lí DN	-3.404	-4.152	-4.847	-5.400	TS ngắn hạn khác	2.402	2.787	3.279	3.757
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>5.216</b>	<b>6.620</b>	<b>8.643</b>	<b>10.597</b>	<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>37.426</b>	<b>47.773</b>	<b>54.840</b>	<b>63.905</b>
Doanh thu tài chính	794	1.176	1.419	1.752	TS dài hạn (gộp)	13.132	16.218	20.516	25.228
Chi phí tài chính	-594	-835	-991	-1.043	- Khấu hao lũy kế	-5.704	-8.310	-	-
Trong đó: chi phí lãi vay	-594	-835	-991	-1.043	TS dài hạn (ròng)	7.428	7.908	9.198	10.504
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-4	-4	-4	-4	Đầu tư TC dài hạn	53	53	53	53
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-3	0	0	0	TS dài hạn khác	1.233	1.233	1.233	1.233
<b>LNTT</b>	<b>5.410</b>	<b>6.957</b>	<b>9.068</b>	<b>11.303</b>	<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>8.714</b>	<b>9.194</b>	<b>10.484</b>	<b>11.790</b>
Thuế TNDN	-1.490	-1.760	-1.985	-2.189	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>46.139</b>	<b>56.967</b>	<b>65.323</b>	<b>75.695</b>
LNST trước CĐTS	<b>3.920</b>	<b>5.196</b>	<b>7.082</b>	<b>9.114</b>	Phải trả ngắn hạn	8.659	10.532	11.746	12.955
Lợi ích CĐ thiểu số	-2	-3	-4	-4	Nợ ngắn hạn	15.625	19.959	20.955	20.745
<b>LN ròng sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>3.918</b>	<b>5.194</b>	<b>7.079</b>	<b>9.110</b>	Nợ ngắn hạn khác	5.247	5.038	5.927	6.791
<b>LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh <sup>(1)</sup></b>	<b>3.918</b>	<b>5.194</b>	<b>7.079</b>	<b>9.110</b>	Tổng nợ ngắn hạn	29.531	35.528	38.629	40.491
EBITDA	7.412	9.225	11.652	14.002	Nợ dài hạn	1.127	1.248	0	0
EPS báo cáo. VND	8.656	10.978	14.541	18.159	Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
EPS điều chỉnh <sup>(1)</sup> . VND	8.656	10.978	14.541	18.159	<b>Tổng nợ</b>	<b>30.658</b>	<b>36.776</b>	<b>38.629</b>	<b>40.491</b>
EPS pha loãng. điều chỉnh, <sup>(1)</sup> VND	8.656	10.978	14.541	18.159	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	1.500	1.500	1.500	1.500	Vốn cổ phần	4.532	4.754	4.906	5.053
DPS/EPS (%)	17%	14%	10%	8%	Thặng dư vốn CP	558	558	558	558
<sup>(1)</sup> Điều chỉnh cho khoản mục bất thường					Lợi nhuận giữ lại	10.389	14.873	21.221	29.578
<b>TỶ LỆ</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	Vốn khác	-6	-6	-6	-6
<b>Tăng trưởng</b>					Lợi ích CĐTS	9	12	16	20
Tăng trưởng doanh thu	6,2%	16,0%	17,6%	14,6%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>15.482</b>	<b>20.191</b>	<b>26.695</b>	<b>35.204</b>
Tăng trưởng LN HĐKD	4,8%	26,9%	30,6%	22,6%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>46.139</b>	<b>56.967</b>	<b>65.323</b>	<b>75.695</b>
Tăng trưởng LNTT	7,1%	28,6%	30,3%	24,7%	CP lưu hành cuối năm (triệu)	452,6	475,4	490,6	505,3
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	0,0%	26,8%	32,5%	24,9%	CP quỹ cuối năm (triệu)	0,6	0,0	0,0	0,0
<b>Khả năng sinh lời</b>					<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ VND)</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Biên LN gộp %	22,1%	23,2%	24,0%	24,8%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>3.115</b>	<b>7.348</b>	<b>9.034</b>	<b>11.351</b>
Biên LN từ HĐ %	4,8%	5,3%	5,8%	6,2%	Lợi nhuận sau thuế	3.918	5.194	7.079	9.110
Biên EBITDA	6,8%	7,3%	7,9%	8,2%	Khấu hao	2.196	2.606	3.009	3.405
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	3,6%	4,1%	4,8%	5,4%	Thay đổi vốn lưu động	5.234	-4.997	-646	550
ROE %	28,4%	29,1%	30,2%	29,5%	Điều chỉnh khác	-555	3	4	4
ROA %	8,9%	10,1%	11,6%	12,9%	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>10.793</b>	<b>2.805</b>	<b>9.445</b>	<b>13.069</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-3.911	-3.086	-4.298	-4.711
Số ngày tồn kho	97,4	85,0	86,6	81,0	Đầu tư, ròng	-4.663	-2.000	-2.000	-2.000
Số ngày phải thu	0,8	0,7	0,7	0,7	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-8.574</b>	<b>-5.086</b>	<b>-6.298</b>	<b>-6.711</b>
Số ngày phải trả	48,3	34,0	35,4	35,0	Cổ tức đã trả	-679	-710	-730	-752
TG luân chuyển tiền	49,9	51,7	51,9	46,7	Tăng (giảm) vốn	105	222	152	147
<b>Thanh khoản</b>					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	2.594	4.333	997	-210
CS thanh toán hiện hành	1,3	1,3	1,4	1,6	Tăng (giảm) nợ dài hạn	5	121	-1.248	0
CS thanh toán nhanh	0,5	0,5	0,6	0,8	Tiền từ các hoạt động TC khác	-11	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,5	0,5	0,6	0,8	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>2.014</b>	<b>3.967</b>	<b>-829</b>	<b>-815</b>
Nợ/Tài sản	36,3%	37,2%	32,1%	27,4%	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>4.233</b>	<b>1.686</b>	<b>2.317</b>	<b>5.543</b>
Nợ/Vốn sử dụng	52,0%	51,2%	44,0%	37,1%	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>7.348</b>	<b>9.034</b>	<b>11.351</b>	<b>16.894</b>
Nợ/Vốn CSH	8,7%	10,5%	-9,2%	-29,0%					
Khả năng thanh toán lãi vay	8,8	7,9	8,7	10,2					

Nguồn: thông tin từ công ty, VCSC

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Trần Thái Sơn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP, HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136  
dung.nguyen@vcsc.com.vn

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vcsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp, HCM  
+84 28 3914 3588

#### Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.