CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HSX: MWG)

Tập trung cải thiện biên lợi nhuận trong bối cảnh thách thức gia tăng

Chỉ tiêu (tỉ đồng)	Q4-FY20	Q3-FY20	*+/- qoq*	Q4-FY19	*+/- yoy*
Doanh thu thuần	27.194	25.714	*5,8%*	25.411	*7,0%*
Lợi nhuận sau thuế	942	951	*-0,9%*	860	*9,6%*
EBIT	1.232	1.156	*6,6%*	1.151	*7,0%*
Tỷ suất EBIT	4,5%	4,5%	*0,0pps*	4,5%	*0,0pps*

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Q4-2020 - Nỗ lực duy trì tỷ suất lợi nhuận

- Doanh thu thuần Q4-2020 và NPAT-MI lần lượt đạt 27,2 ngàn tỷ đồng (+7,0% YoY) và 942 tỷ đồng (+9,6% YoY). Tỷ suất lợi nhuận ròng duy trì ở mức 3,5%.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 2pps YoY lên 23,1% nhờ cơ cấu sản phẩm bán thay đổi và các điều khoản thương mại tốt hơn với nhà cung cấp. Trong đó, tỷ suất lợi nhuận gộp ước tính của BHX và TGDĐ/ĐMX lần lượt ở mức 24,8% (+5 pps) và 22,6% (+ 1 pps YoY).
- Hoạt động kinh doanh bị gián đoạn do quá trình chuyển đổi nâng cấp mô hình "BHX 5 tỷ" tăng nhanh khiến lỗ ròng ước tính của BHX tăng lên -612 tỷ đồng từ -415 tỷ đồng trong Q3-2020.
- Việc tối ưu hóa chi phí nhân công đã giúp TGDĐ/ĐMX cắt giảm chi phí quản lý 6% YoY, tiếp tục thúc đẩy lợi nhuận ròng ước tính của chuỗi tăng 18% YoY lên khoảng 1,5 nghìn tỷ đồng.

Triển vọng năm 2021 - Khoản lỗ từ BHX sẽ được kiểm soát; cửa hàng ĐMX Supermini (DMS) sẽ giải quyết bài toán tăng trưởng trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng sản phẩm không thiết yếu còn bất ổn

- Tổng doanh thu và lợi nhuận ròng dự kiến sẽ tăng lần lượt 16,9% YoY và 25,9% YoY, bao gồm tỷ suất lợi nhuận ròng tổng thể cải thiện 30 bps lên 3,9%.
- Chúng tôi dự báo doanh thu BHX sẽ tăng 56,7% YoY lên 33,3 nghìn tỉ đồng (26% doanh thu MWG), chủ yếu thúc đẩy bởi nhóm cửa hàng "BHX 5 tỷ đồng". Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 3,5 pps cùng với tỷ lệ chi phí quản lý/doanh thu giảm 1,9 pps sẽ giúp LNST dự kiến của chuỗi đạt -1,2 nghìn tỷ đồng (so với mức ước tính -1,9 nghìn tỷ đồng vào năm 2020).
- Chúng tôi kỳ vọng chuỗi TGDĐ/ĐMX sẽ tăng trưởng doanh thu năm 2021 là 7,2% YoY chủ yếu nhờ vào các cửa hàng DMS, trong khi tỷ suất lợi nhuận ròng kết hợp của chuỗi này sẽ được duy trì ở mức 6,6%, tương ứng với 6,2 nghìn tỷ đồng lợi nhuận ròng.

Quan điểm và Định giá

*Chúng tôi nhắc lại khuyến nghị **MUA** đối với MWG với **tổng mức sinh lời 38%,** so với giá đóng cửa ngày 02/04/2021. Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu của MWG lên 20% lên **186,000 đồng/cổ phiếu.** Chúng tôi tin rằng triển vọng lợi nhuận của BHX sẽ được cải thiện đáng kể trong giai đoạn 2021-22F. Điều này, một mặt, là do ảnh hưởng từ sự gián đoạn hoạt động từ việc chuyển đổi cửa hàng sẽ giảm dần. Mặt khác, bản thân quá trình này cũng sẽ mang lại sự cải thiện về doanh thu trung bình mỗi cửa hàng trong tương lai do các cửa hàng được nâng cấp thường là những cửa hàng có hiệu quả hoạt động cao. Bên cạnh đó, mức lỗ của BHX thậm chí có thể giảm nhanh hơn kỳ vọng của chúng tôi nếu các thử nghiệm nâng cao hiệu suất lao động, vốn đang cho kết quả tích cực, được nhân rộng. Trong khi đó, dồn lực cho mô hình DMX Supermini sẽ hỗ trợ mạnh mẽ tỷ suất lợi nhuận cho hai chuỗi còn lại cũng như cho phép MWG mở rộng thị phần trong thị trường điện máy đang phải đối mặt nhiều yếu tố bất ổn từ nhu cầu tiêu dùng không thiết yếu.*

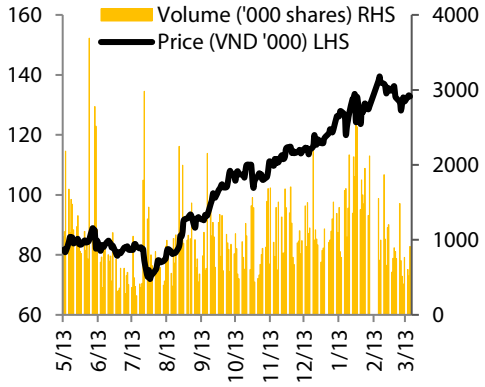
MUA	**+38%**
Giá mục tiêu (VND)	184.000
Giá thị trường (VND)	134.800
Cổ tức tiền mặt (VND)	*1.500*

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	60.596
SLCPDLH	466,1
KLGD TB 20 phiên	697.965
Free Float (%)	39
Giá cao nhất 52 tuần	139.500
Giá thấp nhất 52 tuần	58.085
Beta	1,1

	FY2020	Hiện tại
EPS	8.654	8.654
Tăng trưởng EPS (%)	0	0
EPS điều chỉnh	8.644	8.644
P/E	13,8	13,8
P/B	3,5	3,5
EV/EBITDA	7,4	7,4
Tỷ suất cổ tức (%)	1,3	1,3
ROE (%)	25,3	25,3

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Retail World Inv Consultant Co Ltd.	11,3
DC	10,0
Arisaig Asia Consumer Fund Limited	5,1
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0

Tung Do
(084) 028- 6299 2006 – Ext 1521
tung.dt@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3/2018

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY20	Q3-FY20	+/- (qoq)	Q4-FY19	+/- (yoy)
Doanh thu	27.194	25.714	5,8%	25.411	7,0%
Lợi nhuận gộp	6.275	5.750	9,1%	5.365	17,0%
Chi phí bán hàng và quản lý	5.043	4.594	9,8%	4.214	19,7%
Thu nhập HĐKD	1.232	1.156	6,6%	1.151	7,0%
EBITDA	1.841	1.758	4,7%	1.586	16,1%
EBIT	1.232	1.156	6,6%	1.151	7,0%
Chi phí tài chính	147	132	11,0%	156	-6,3%
- Chi phí lãi vay	*144*	*132*	*8,7%*	*156*	*-8,1%*
Khấu hao	609	602	1,1%	435	39,9%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	1.334	1.278	4,3%	1.180	13,1%
Lợi nhuận sau thuế	942	951	-0,9%	860	9,6%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	942	951	-0,9%	860	9,6%

Nguồn: VGC, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3/2018

Chỉ tiêu	Q4-FY20	Q3-FY20	+/- (qoq)	Q4-FY19	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	23,1%	22,4%	0,7 pps	21,1%	2,0 pps
EBITDA/Doanh thu	6,8%	6,8%	-0,1 pps	6,2%	0,5 pps
EBIT/Doanh thu	4,5%	4,5%	0,0 pps	4,5%	0,0 pps
TS lợi nhuận ròng	3,5%	3,7%	-0,2 pps	3,4%	0,1 pps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	3,5%	3,7%	-0,2 pps	3,4%	0,1 pps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	5	4	0	4	1
-Khoản phải thu	69	75	-6	66	2
-Khoản phải trả	6	6	0	6	0
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	190,7%	160,2%	30,6 pps	234,2%	-43,5 pps

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Exhibit 3: Dự phóng KQKD Q1-2021

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY21	+/- qoq	+/- yoy	Giả định
Doanh thu	32.460	19%	11%	Chúng tôi kỳ vọng BHX sẽ đạt doanh thu 2,3 ngàn tỷ đồng (+ 22% YoY) trong tháng 3, nhờ đóng góp từ 1.760 cửa hàng với doanh thu TB ước tính/cửa hàng khoảng 1,3 tỷ đồng, trong khi doanh thu tháng 3 của TGDD/DMX dự báo khoảng 8,5 ngàn tỷ đồng (+22% YoY). Kết hợp với doanh thu 2 tháng đầu năm 2021 là 21,5 nghìn tỷ đồng, chúng tôi kỳ vọng doanh thu Q1-2021 sẽ đạt khoảng 32,5 nghìn tỷ đồng.
LN gộp	7.244	15%	18%	Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tăng 1,3 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm trước trong Q1-2021 nhờ tiến triển trong cơ cấu hàng bán.
EBIT	1.817	48%	14%	Biên lợi nhuận EBIT tăng nhẹ 0.2 điểm phần trăm trong Q1-2020 nhờ chi phí hoạt động của BHX thấp hơn khi Công ty chủ động điều chỉnh giảm mở mới cửa hàng mỗi tháng.
LNST	1.409	50%	25%	Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận ròng trong Q1-2021 cải thiện lên mức 4,3% (+0,5 điểm phần trăm YoY) khi BHX giảm lỗ.

Nguồn: CTCK Rồng Việt

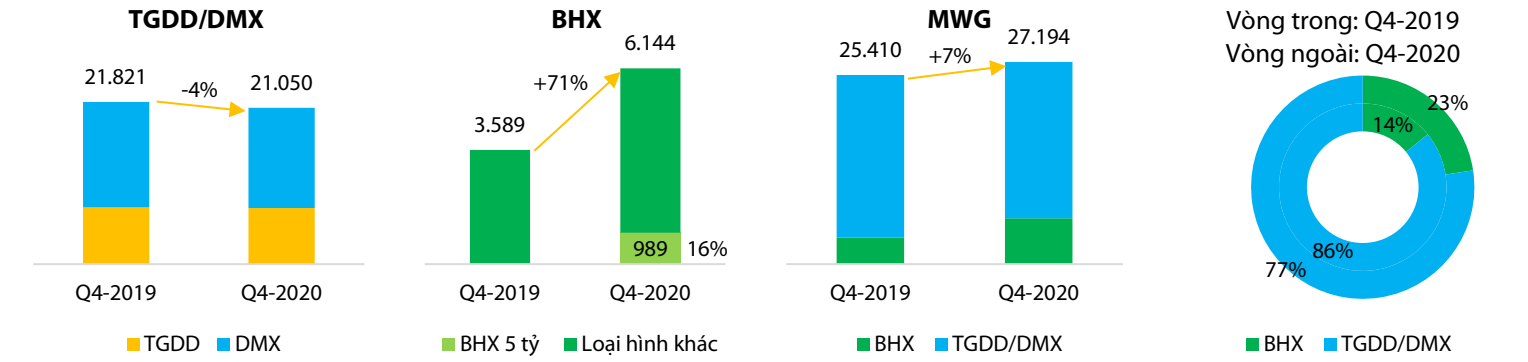
Cập nhật

Q4-2020: Nỗ lực tăng tỷ suất lợi nhuận gộp và tối ưu hóa chi phí đã giúp tỷ suất lợi nhuận ròng tăng nhẹ.

Doanh thu thuần kết hợp của TGDĐ/ĐMX giảm 4% YoY, chủ yếu do chuỗi ĐMX giảm 5% YoY mặc dù số lượng cửa hàng tăng (YE2020: 1,427 so với YE2019: 1,018) từ việc chuyển đổi cửa hàng TGDD và DMX Supermini. Việc đóng cửa cửa hàng trong tháng 10, do tình hình lũ lụt ở một số tỉnh và nhu cầu mua sắm các sản phẩm điện máy thấp đã ảnh hưởng đến doanh thu ĐMX. Mặt khác, các danh mục sản phẩm khác lại có doanh thu tăng mạnh, bao gồm điện thoại di động (chủ yếu nhờ ra mắt thành công các mẫu điện thoại lớn bao gồm iPhone 12), máy tính xách tay (+30% YoY theo ước tính của chúng tôi) và phụ kiện (doanh thu bán đồng hồ tăng lên 29% YoY). Kết quả là, số ngày tồn kho (DOH) cho các danh mục sản phẩm tương ứng cho thấy sự cải thiện rõ ràng (hình 4). Bên cạnh đó, điều này tạo ra cơ cấu sản phẩm có lợi hơn cho các chuỗi này với BLNG tăng 1 pps (hình 2). Trong khi đó, chi phí quản lý giảm 6% YoY nhờ sáng kiến tối ưu hóa chi phí lao động được thực hiện kể từ Q2-2020, tiếp tục củng cố biên lợi nhuận ròng của chuỗi (hình 3). Do đó, lợi nhuận ròng tại TGDĐ/ĐMX tăng 18% YoY lên khoảng 1,5 nghìn tỷ đồng, theo ước tính của chúng tôi.

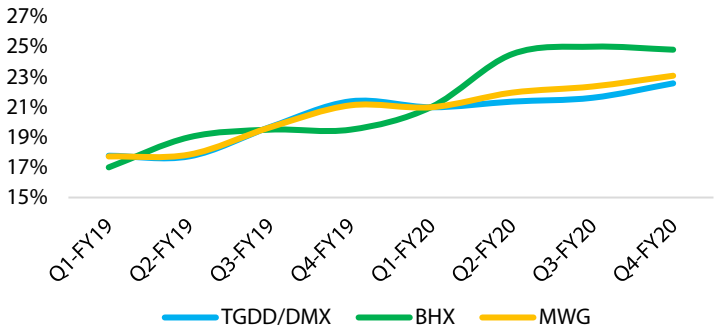
Việc tích cực mở rộng cửa hàng BHX đã đóng góp nhiều nhất vào doanh thu của chuỗi tăng lên (YE2020:1,719 so với YE 2019:1,008). Kể từ Q2-2020, BHX bắt đầu khai thác các địa điểm mới bao gồm các tỉnh Tây Nguyên, Nam Trung Bộ cùng với việc tăng cường phân bổ cửa hàng tại các tỉnh Tây Nam Bộ, đồng thời cũng cần thêm các trung tâm phân phối (DCs) mới. Tuy nhiên, kể từ tháng 8, tốc độ mở rộng chậm lại và chuỗi tập trung vào việc nâng cấp các cửa hàng "3 tỷ đồng" hiệu suất cao lên hình thức "5 tỷ đồng" nhằm cải thiện lợi nhuận. Quá trình chuyển đổi đã gây ra một số gián đoạn trong hoạt động kinh doanh, dẫn đến DOH cho các sản phẩm hàng bách hóa lâu hơn đáng kể trong Q4-2020. Bên cạnh đó, chi phí bổ sung từ các cửa hàng và trung tâm mua sắm mới đã khiến tỷ lệ chi phí hoạt động/Doanh thu tăng vọt (35% trong Q4-2020 so với 31% trong Q4-2019 và 33% trong Q3-2020). Do đó, tỷ suất lợi nhuận ròng giảm xuống -10% mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn gần 5% (tỷ suất lợi nhuận gộp ước tính là 25%), dẫn đến khoản lỗ ước tính khoảng 612 tỷ đồng. Điều này tệ hơn so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi với ước tính lỗ ròng có thể giảm so với Q3-2020 khi số cửa hàng mở mới giảm đáng kể so với các quý trước.

Hình 1: Tổng quan doanh thu Q4-2020 (tỷ đồng)



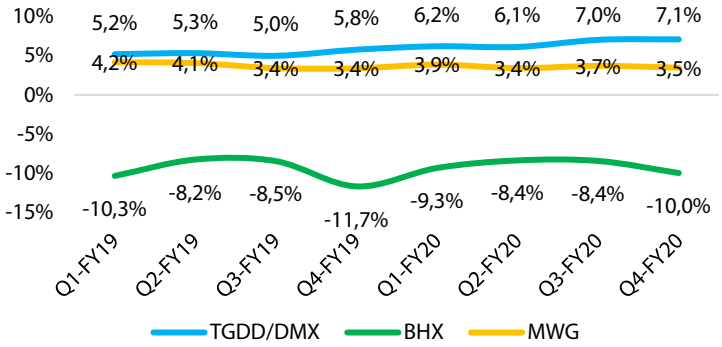
Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Biên lợi nhuận gộp ước tính



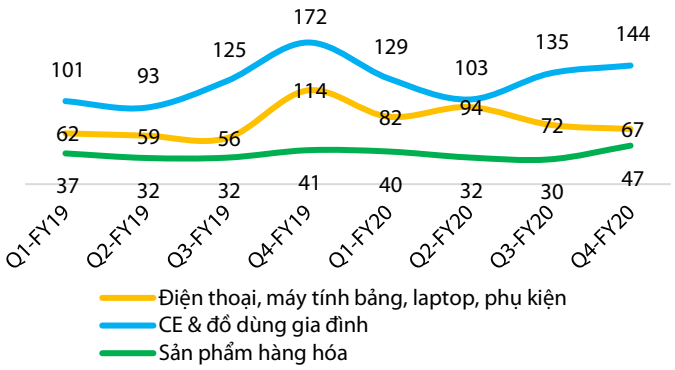
Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Biên lợi nhuận ròng ước tính

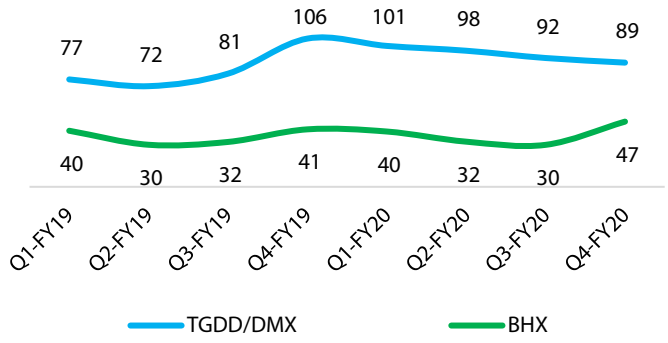


Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Hình 4: DOH ước tính theo danh mục sản phẩm



Hình 5: DOH ước tính theo chuỗi

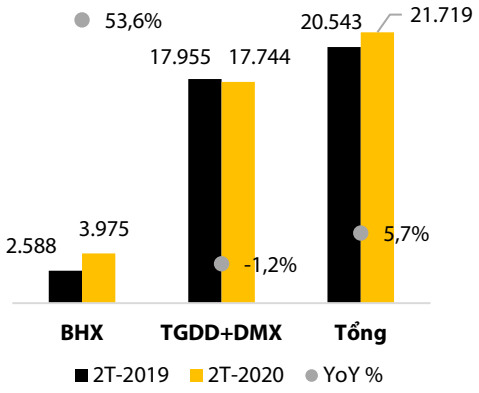


Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

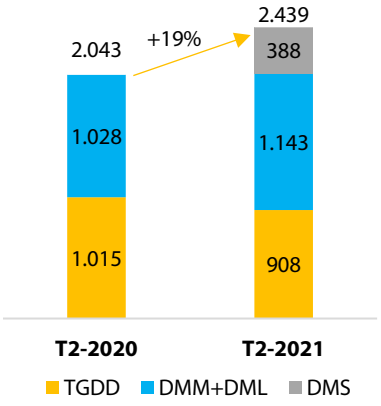
Kết quả kinh doanh 2T-2021

Tổng doanh thu tăng 6% YoY lên 21,7 nghìn tỷ đồng. Trong đó, doanh thu hợp nhất của TGDĐ/ĐMX giảm nhẹ 1% YoY xuống còn 17,7 nghìn tỷ đồng kể từ khi COVID-19 bùng phát vào cuối tháng 1 – thời kì cao điểm cho nhu cầu mua sắm trước Tết năm 2021 - đã ảnh hưởng đến hoạt động của gần 100 cửa hàng TGDĐ & ĐMX đặt tại các tỉnh thực hiện giãn cách xã hội. Đồng thời, BHX ghi nhận doanh thu xấp xỉ 4,0 nghìn tỷ đồng (+54% YoY), chủ yếu nhờ mạng lưới cửa hàng được mở rộng nhanh chóng từ giữa năm 2020.

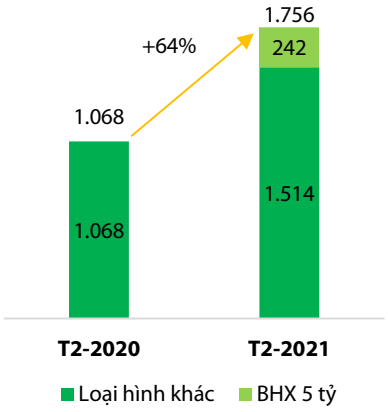
Hình 6: Doanh thu 2T-2021 (tỷ đồng)



Hình 7: Số lượng cửa hàng TGDD / DMX



Hình 8: Số lượng cửa hàng BHX



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Triển vọng 2021

Cải thiện lợi nhuận trở thành ưu tiên hàng đầu của BHX.

Đẩy mạnh mô hình "5 tỷ đồng" nhằm tăng doanh thu trên mỗi cửa hàng và tỷ suất lợi nhuận.

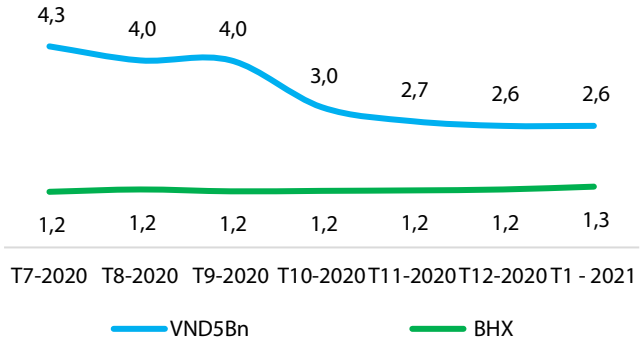
Sau 7 tháng ra mắt, số lượng cửa hàng có quy mô lớn nhất đã tăng lên 242 vào cuối tháng 1 năm 2021 (~ 14% tổng số cửa hàng) tại 19 thành phố ở miền Nam Việt Nam. Mặc dù doanh thu trên mỗi cửa hàng của nhóm này giảm dần theo thời gian kể từ khi triển khai, do BHX nhanh chóng mở rộng mô hình này ra thị trường tỉnh và những cửa hàng này thường tạo ra doanh thu hàng tháng thấp hơn so với các cửa hàng ở thành phố, dữ liệu gần nhất của nhóm cưa hàng này vẫn cao hơn nhiều so với doanh thu trên mỗi cửa hàng của toàn hệ thống (Hình 9).

Trên thực tế, từ tháng 7 năm 2018, BHX cũng đã thử nghiệm quy trình tăng kích thước cho các cửa hàng tiêu chuẩn đang hoạt động hiệu quả, có diện tích khoảng 150m2 và doanh thu trung bình ước tính là khoảng 1,8 tỷ đồng, lên mô hình hình "300m2" hoặc "BHX 3 tỷ đồng", giúp doanh thu trung bình mỗi cửa hàng cải thiện khoảng 10-15% lên hơn 2 tỷ đồng cho nhóm này vào giữa năm 2019. Dựa trên dữ liệu gần đây về doanh thu trung bình của toàn bộ nhóm "BHX 5 tỷ đồng", chúng tôi ước tính rằng doanh thu trung bình trên mỗi cửa hàng đã cải thiện thêm 20-30% sau chuyển đổi. Mặc dù chúng tôi cho rằng quá trình nâng cấp vẫn cần thêm thời gian và dữ liệu để đánh giá hiệu quả của hoạt động cửa hàng một cách chính xác hơn, ban lãnh đạo tự tin rằng các cửa hàng quy mô lớn này có thể tiếp tục cải thiện doanh thu/cửa hàng hàng năm trong thời gian tới.

Ngoài ra, các cửa hàng lớn này có xu hướng mang lại tỷ suất lợi nhuận cao hơn khi chúng tôi ước tính mức tăng của doanh thu có thể bù đắp mức tăng chi phí thuê mặt bằng, trong khi các điều khoản thương mại với các nhà cung cấp FMCG trở nên tích cực hơn, việc tối ưu hóa khâu mua hàng, tìm nguồn cung ứng trực tiếp sẽ tiếp tục củng cố tỷ suất lợi nhuận gộp cho toàn chuỗi.

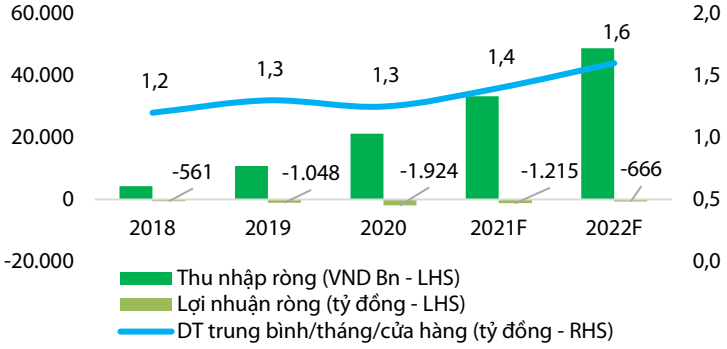
BHX đặt mục tiêu sẽ có hơn 500 cửa hàng loại này vào cuối năm 2021 (~ 25% tổng số cửa hàng theo kế hoạch năm 2021) từ việc nâng cấp các cửa hàng hiện hữu kết hợp với mở mới. Chúng tôi kỳ vọng loại hình cửa hàng mới này sẽ thúc đẩy doanh thu trung bình/cửa hàng mỗi tháng của BHX lên hơn 1,4 tỷ đồng/1,6 tỷ đồng vào năm 2021/22F (hình 10).

Hình 9: Doanh thu bình quân ước tính trên mỗi cửa hàng "5 tỷ đồng" so với mức của toàn hệ thống (tỷ đồng)



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Dự phóng BHX



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Thử nghiệm quy trình hoạt động mới nhằm tối ưu hóa hiệu suất hoạt động.

Bên cạnh cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp, MWG còn đặt mục tiêu nâng cao năng suất lao động. Nói cách khác, họ đang cố gắng cắt giảm chi phí lao động, vốn chiếm tỷ trọng cao nhất trong các chi phí vận hành, bằng cách giảm số lượng nhân viên tại cửa hàng thí điểm thông qua việc sắp xếp lại các ca làm việc kết hợp với cải tiến quy trình bán hàng. Việc thử nghiệm đã mang lại những kết quả đáng khích lệ, trong đó năng suất lao động (doanh thu trên một đơn vị giờ làm việc) được nâng cao gấp đôi so với trước đây, cho thấy tín hiệu đáng mừng là có thể áp dụng trên quy mô toàn hệ thống trong thời gian tới từ tháng 7 năm 2021. Nếu quy trình mới này được thực hiện, đây sẽ là nhân tố tiềm năng cải thiện đàng kể lợi nhuận của BHX so với dự báo hiện tại của chúng tôi.

Thí điểm mô hình "BHX Mini" mới: cắt giảm thực phẩm tươi sống, đẩy mạnh nhóm hàng thương hiệu riêng, sản phẩm OEM.

MWG đang thử nghiệm hình thức cửa hàng "BHX Mini" chuyển đổi từ các cửa hàng tiêu chuẩn ban đầu nằm trong các ngõ nhỏ của khu dân cư và không bán thực phẩm tươi sống. Chúng tôi cho rằng các yếu tố thúc đẩy lợi nhuận cho hình thức này có thể đến từ chi phí thuê mặt bằng và chi phí nhân công thấp cũng như trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp có thể được hưởng lợi từ cơ cấu sản phẩm tốt hơn: tránh tỷ lệ hủy thực phẩm tươi sống, nhiều sản phẩm FMCG thương hiệu riêng kết hợp với các sản phẩm nhập khẩu trực tiếp. Mặc dù kết quả thử nghiệm ban đầu của các cửa hàng này tương đối khả quan nhưng do giai đoạn thử nghiệm trùng với dịp cao điểm Tết, ban lãnh đạo sẽ tiếp tục theo dõi dự án này để có kết quả đáng tin cậy hơn.

Hình 11: Hàng tiêu dùng nhanh thương hiệu riêng của MWG được trưng bày phía trước tại một cửa hàng BHX mini

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 12: Các sản phẩm thương hiệu riêng và các sản phẩm nhập khẩu trực tiếp thường được đặt trên kệ ngang tầm mắt

Nguồn: CTCK Rồng Việt

TGDĐ/ĐMX: Tiếp tục tối ưu hóa hỗn hợp sản phẩm và mở rộng các cửa hàng DMS trong bối cảnh tiêu dùng sản phẩm không thiết yếu suy giảm

Với việc cải thiện các điều khoản thương mại với các nhà cung cấp ICT bị hạn chế, MWG sẽ phải tăng tỷ suất lợi nhuận gộp thông qua việc đa dạng hóa chủng loại sản phẩm và SKU đến từ các sản phẩm độc quyền, hàng OEM và thương hiệu riêng. Ban lãnh đạo đặt mục tiêu đóng góp doanh thu từ nhóm sản phẩm này chiếm khoảng 30% tổng doanh thu vào cuối năm 2021, tăng gấp đôi so với năm 2020. Ngoài ra, MWG sẽ tăng cường các điểm bán hàng cho các danh mục sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao bao gồm đồ gia dụng, phụ kiện, đồng hồ thời trang. Chúng tôi cho rằng các mục tiêu tương đối khả thi với việc nhân rộng mô hình DMS. Công ty đặt mục tiêu mở mới 1,000 cửa hàng DMS vào cuối năm 2021 so với con số 388 vào cuối tháng 2 năm 2021. Với tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng cho TGDĐ/ĐMX sẽ tăng 5% YoY vào năm 2021, và doanh thu tăng 7% YoY chủ yếu do đóng góp thêm từ các cửa hàng DMS.

Bảng 1: Dự phóng 2021

Đơn vị: tỷ đồng	2020	2021F	YoY %	Giả định
Doanh thu	**108.546**	**126.925**	**17%**	
TGDD/DMX	87.271	93.591	7%	Chúng tôi dự báo số lượng cửa hàng của TGDD sẽ giảm xuống còn 863 vào cuối năm 2021 từ 913 kể từ YE2020 do quá trình chuyển đổi sang hình thức DMX. 50 cửa hàng DMX đã được chuyển đổi này cùng với sự mở rộng tích cực của các cửa hàng DMX Supermini gồm hơn 700 cửa hàng (tổng số cửa hàng DMX Supermini là 1,002 vào cuối năm 2021) cuối cùng sẽ nâng tổng số cửa hàng của DMX lên 2,236 vào cuối năm 2021 (bao gồm khoảng 52 cửa hàng Bluetronics ở Campuchia) từ 1,464 vào cuối năm 2020. Cùng với việc mở rộng mạng lưới cửa hàng, SSSG chung dự phóng là 4% cho TGDĐ/ĐMX (so với năm 2020: -10%) sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng doanh thu vào năm 2021.
BHX	21.275	33.335	57%	Chúng tôi dự báo BHX sẽ bổ sung thêm 350 cửa hàng mới vào năm 2021, nâng tổng số cửa hàng lên 2,069 cửa hàng vào cuối năm 2021, cùng với quá trình nâng cấp hơn 300 cửa hàng có hiệu suất cao lên hình thức 500m2. Chúng tôi kỳ vọng SSSG của BHX sẽ duy trì ở mức khoảng 8% vào năm 2021.
BLN	**23.954**	**29.570**	**23%**	
BLNG	*22,1%*	*23.3%*	1,2 pps	Chúng tôi dự đoán BHX sẽ mở rộng thêm 3,5 pps YoY lên 27,5% vào năm 2021 nhờ các điều khoản thương mại với FMCG tích cực hơn do quy mô mua hàng càng lớn và cơ cấu sản phẩm được cải thiện (đóng góp lớn hơn từ các nhãn hiệu tư nhân/các sản phẩm nhập khẩu trực tiếp). Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của TGDĐ/ĐMX sẽ tăng 0,2 pps YoY lên 21,8%, chủ yếu do thay đổi hỗn hợp sản phẩm bán (đóng góp cao hơn từ thiết bị gia dụng, phụ kiện).
Chi phí bán hàng	15,334	19.206	25%	
Chi phí bán hàng/DT	*14,1%*	*15,1%*	1,0 pps	Sự gián đoạn hoạt động của cửa hàng do quá trình chuyển đổi và triển khai hàng loạt DMX Supermini sẽ làm tăng OPEX.
Chi phí quản lý	3.404	4.350	28%	
Chi phí quản lý/DT	*3.1%*	*3,4%*	0,3 pps	
EBIT	**5.216**	**6.015**	**15%**	
Tỷ suất EBIT	*4,8%*	*4,7%*	-0,1 pps	
LNTT	**5.410**	**6.471**	**20%**	
BLNTT	*5,0%*	*5,1%*	0,1 pps	
Thuế xuất hiệu quả	*27,5%*	*23,8%*	-3,8 pps	
NPAT-MI	**3.918**	**4.932**	**26%**	Chúng tôi dự báo mức lỗ ròng 1,2 nghìn tỷ đồng cho BHX vào năm 2021 (so với mưc ước tính năm 2020: 1,9 nghìn tỷ đồng), cho thấy tỷ suất lợi nhuận ròng cải thiện đáng kể lên -3,6% so với mức ước tính năm 2020 là -9%. Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng hợp nhất của TGDĐ/ĐMX sẽ tăng 5% YoY lên 6,2 nghìn tỷ đồng.
BLNR	*3,6%*	*3,9%*	0,3 pps	
EPS (VND)	**8.654**	**10.372**	**20%**	Năm 2021, MWG sẽ phát hành cổ phiếu ESOP tương đương 5% tổng số cổ phiếu đang lưu hành hiện tại. 3% trong số đó dựa trên kết quả năm 2019 đã được phát hành vào tháng 1 năm 2021 và 2% còn lại dựa trên kết quả năm 2020 sẽ dự kiến được phát hành vào tháng 4 năm 2021.

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp tổng các thành phần để định giá cổ phiếu. Chúng tôi áp dụng mô hình DCF để định giá BHX (FCFE 10 năm với Ke là 15%, tăng trưởng cuối kỳ là 2%) và đi đến mức định giá khoảng 28 nghìn tỷ đồng (~1,2 tỷ USD) cho chuỗi này. Đối với TGDD / DMX, chúng tôi kết hợp mô hình DCF (FCFE 5 năm với Ke là 14%, tăng trưởng cuối kỳ là 1%) kết hợp với phương pháp P/E (tỷ lệ mục tiêu là 9x) với cùng tỷ trọng, và đưa ra mức định giá 59 nghìn tỷ đồng (~2,5 tỷ USD). Ước tính giá trị hợp lý của chúng tôi cho MWG là **184,000 đồng/cổ phiếu**, tương ứng P/E FY2021F/22F là 17,7x/14,3x và tổng mức sinh lời dự kiến là **38%** tính trên giá đóng cửa ngày 02/04/2021.

Bảng 2: Tóm tắt định giá tổng các thành phần

Đơn vị: tỷ đồng	Phương pháp định giá	Giá trị vốn chủ sở hữu	% đóng góp	Giá trị/CP
BHX	10Y FCFE (Ke: 15%, g: 2%)	27.900	50%	60.000
TGDĐ+ĐMX	5Y FCFE (Ke: 14%, g: 1%)	62.500	25%	131.300
	P/E @ 9x 2021F EPS	55.300	25%	116.300
GMT (VND)		**86.800**	**100%**	**184.000**
Giá hiện tại (VND) @ 02/04/2021				134.800
Tỷ suất sinh lời				**38%**
TP / 2021F EPS				17,7x
TP / 2022F EPS				14,3x

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Dự phóng FCFE 10 năm của BHX

Đơn vị: Tỷ đồng	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LNTT	**-1.215**	**-666**	**53**	**260**	**2.947**	**4.912**	**5.894**	**7.073**	**9.549**	**11.459**
+ Khấu hao	905	1.238	1.571	1.904	1.769	1.943	1.999	2.000	2.000	2.000
- Thay đổi vốn lưu động	-779	516	540	535	718	697	836	1.003	1.204	1.445
- CAPEX	1.659	1.999	1.999	1.999	1.999	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
+ Vay ròng	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FCFE	**-1.190**	**-1.943**	**-915**	**-370**	**1.999**	**4.158**	**5.058**	**6.070**	**8.345**	**10.014**

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Dự phóng FCFE 5 năm của TGDD/DMX

Đơn vị: Tỷ đồng	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
LNTT	**7.686**	**8.714**	**10.466**	**13.162**	**15.977**
+ Khấu hao	1.707	2.039	2.283	1.867	1.456
- Thay đổi vốn lưu động	1.310	-45	370	1.005	1.047
- CAPEX	**2.336**	**2.321**	**1.706**	**1.706**	**1.706**
+ Vay ròng	-1.742	429	-2.280	-1.602	-3.757
FCFE	**3.264**	**7.992**	**7.204**	**9.206**	**9.058**

Nguồn: CTCK Rồng Việt

tỷ đồng

KQ HĐKD	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
Doanh thu thuần	102.174	108.546	126.925	154.076
Giá vốn	82.686	84.592	97.356	116.973
Lãi gộp	**19.488**	**23.954**	**29.570**	**37.103**
Chi phí bán hàng	12.437	15.334	19.206	24.425
Chi phí quản lý	2.074	3.404	4.350	5.292
Thu nhập từ HĐTC	631	794	1.023	1.230
Chi phí tài chính	570	594	564	568
Lợi nhuận khác	19	-3	0	0
Lợi nhuận trước thuế	**5.053**	**5.410**	**6.471**	**8.046**
Thuế TNDN	1.217	1.490	1.537	1.743
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	2	2	2
Lợi nhuận sau thuế	**3.834**	**3.918**	**4.932**	**6.301**
EBIT	4.977	5.216	6.015	7.386
EBITDA	6.420	7.412	8.901	10.992

%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
Tăng trưởng				
Doanh thu	18,1	6,2	16,9	21,4
Lợi nhuận HĐKD	26,0	15,5	20,1	23,5
EBIT	28,6	4,8	15,3	22,8
Lợi nhuận sau thuế	33,2	2,2	25,9	27,8
Tổng tài sản	48,2	10,4	11,3	17,3
Vốn chủ sở hữu	35,2	27,5	28,2	28,6
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	19,1	22,1	23,3	24,1
EBITDA/ Doanh thu	6,3	6,8	7,0	7,1
EBIT/ Doanh thu	4,9	4,8	4,7	4,8
LNST/ Doanh thu	3,8	3,6	3,9	4,1
ROA	9,2	8,5	9,6	10,5
ROE	31,6	25,3	24,9	24,7
Hiệu quả hoạt động				(lần)
Vòng quay kh. phải thu	56,3	68,0	46,2	67,4
Vòng quay HTK	3,2	4,4	4,6	4,7
Vòng quay kh. phải trả	5,4	6,1	6,0	6,1
Khả năng thanh toán				(lần)
Hiện hành	1,2	1,3	1,4	1,5
Nhanh	0,3	0,6	0,7	0,7
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	116,6	108,3	75,6	60,5
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	107,4	101,0	70,0	56,1
Vay dài hạn/ Vốn CSH	9,2	7,3	5,7	4,4

tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
Tiền	3.177	7.348	5.681	9.657
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3.075	8.057	10.475	10.998
Các khoản phải thu	1.815	1.595	2.747	2.286
Tồn kho	25.745	19.422	21.357	25.045
Tài sản ngắn hạn khác	1.199	895	939	986
Tài sản cố định hữu hình	5.463	7.400	8.754	9.857
Tài sản cố định vô hình	520	457	370	310
Đầu tư tài chính dài hạn	56	53	51	53
Tài sản dài hạn khác	657	804	844	886
TỔNG TÀI SẢN	**41.708**	**46.031**	**51.216**	**60.079**
Khoản phải trả ngắn hạn	15.411	13.797	16.353	19.110
Vay và nợ ngắn hạn	13.031	15.625	13.884	14.312
Vay và nợ dài hạn	1.122	1.127	1.127	1.127
Khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0
Quỹ khen thưởng. phúc lợi	0	0	0	0
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	**29.565**	**30.549**	**31.364**	**34.549**
Vốn đầu tư của CSH	4.991	5.090	5.318	5.461
Cổ phiếu quỹ	-6	-6	-6	-6
Lợi nhuận giữ lại	7.150	10.390	14.532	20.061
Khoản thu nhập khác	1	-1	-1	-1
Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
TỔNG VỐN	**12.136**	**15.472**	**19.843**	**25.514**
Lợi ích cổ đông thiểu số	**8**	**9**	**9**	**9**

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ (*)	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
EPS (đồng/cp)	8.656	8.654	10.372	12.864
P/E (x)	13,0	13,8	12,5	10,1
BV (đồng/cp)	27.361	34.177	41.730	52.092
P/B (x)	4,1	3,5	3,1	2,5
DPS (đồng/cp)	1.500	1.500	1.500	1.500
Tỷ suất cổ tức (%)	1,3	1,3	1,1	1,1

Mô hình định giá	*Giá*	*Tỷ trọng*	*Bình quân*
Tổng các thành phần (SoTP)	186,000	100%	186,000
Giá mục tiêu (đồng/cp)			**186.000**

Lịch sử định giá	*Giá mục tiêu*	*Khuyến nghị*	*Thời gian*
2021/03/26	186.000	Mua	Dài hạn
2020/12/28	155.000	Mua	Dài hạn

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Nguyễn Hà Trinh
Senior manager
trinh.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1551)
- Xây dựng
- Năng lượng

Đỗ Thanh Tùng
Manager
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
- Bán lẻ
- Thực phẩm & Đồ uống
- Hàng không
- Logistics

Phạm Thị Tố Tâm
Manager
tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
- Dệt may
- Thủy sản
- Phân bón

Bùi Huy Hoàng
Analyst
hoang.bh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1514)
- Ô tô & Phụ tùng
- Nông dược
- BĐS Khu công nghiệp

Phạm Minh Tú
Analyst
tu.pm@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1536)
- Thép
- Dược

Nguyễn Ngọc Thảo
Analyst
thao.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
- Tiện ích công cộng

Trần Hoàng Thế Kiệt
Analyst
kiet.tht@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1528)
- Bất động sản dân dụng
- Thị trường

Nguyễn Ngọc Thành
Analyst
thanh.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1535)
- Ngân hàng

Trần Thị Hà My
Senior Consultant
my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
- Kinh tế vĩ mô

Bernard Lapointe
Senior Consultant
bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Trương Thị Thảo Vi
Assistant
vi.ttt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1517)

HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH
Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh
T +84 28 6299 2006
F +84 28 6299 7986
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI
Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
T +84 24 6288 2006
F +84 24 6288 2008
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH NHA TRANG
50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa
T +84 258 3820 006
F +84 258 3820 008
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH CẦN THƠ
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An,
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ
T +84 292 381 7578
F +84 292 381 8387
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản cáo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2021.**