

CTCP ĐT THỂ GIỚI DI ĐỘNG (MWG) – CẬP NHẬT

Giá thị trường VND73.900	Giá mục tiêu VND90.100	Tỷ suất cổ tức 0,23%	Khuyến nghị KHẢ QUAN	Ngành Dịch vụ tiêu dùng
------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------	--------------------------------	-----------------------------------

Ngày 17/06/2022

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

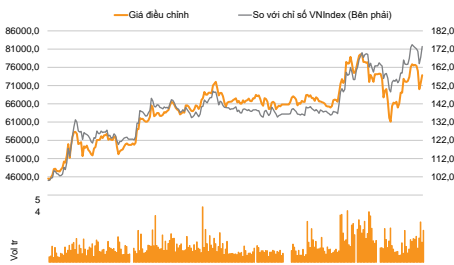
Consensus*: KQ:13 TL:1 KKQ:0

Giá mục tiêu/Consensus: 1,6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm LN ròng năm 2022/23 1,7%/4,7%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	80.100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	45.530
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	262.117
Thị giá vốn (tỷ VND)	105.046
Free float (%)	47
P/E trượt (x)	22,1
P/B hiện tại (x)	5,3

Cơ cấu sở hữu

Công ty TNHH Tư vấn Đầu tư thể giới bán lẻ	10,5%
Arisaig Asia Consumer Fund Limited	7,0%
Nguyễn Đức Tài	2,3%
Khác	80,2%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Phan Như Bách

bach.phannhu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Tiêu điểm hướng đến tăng trưởng của BHX

- Trong 4T22, doanh thu và LN ròng của MWG đạt 47,908 tỷ đồng (+34% svck) và 1,891 tỷ đồng (+8% svck), hoàn thành 28% dự báo cả năm.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu / cửa hàng BHX sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa cuối 2022, tăng 30% so với 6T22 sau khi tất cả các cửa hàng BHX được nâng cấp lên không gian mới.
- Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 90.100 đồng.

Doanh thu mỗi cửa hàng BHX suy giảm trong quá trình nâng cấp

Doanh thu (DT) trong 4T22 của chuỗi Bách Hóa Xanh (BHX) chỉ tăng trưởng 2% svck lên 8.240 tỷ đồng, nhưng doanh thu hàng tháng / cửa hàng (SSS) giảm 15% svck xuống còn 0,97 tỷ đồng. Trong 4T22, mới chỉ 460/2.140 cửa hàng được nâng cấp lên không gian mới, chủ yếu nâng cấp trong T4/22 và diễn ra chậm hơn dự kiến của chúng tôi. Theo ban lãnh đạo, việc chậm thay đổi bày trí là do một số thay đổi cốt lõi trong quy trình vận hành. Chúng tôi ước tính rằng quá trình nâng cấp có thể hoàn thành vào T7/22.

Chờ đợi sự tăng trưởng doanh thu của BHX trong nửa cuối 2022

Theo MWG, cửa hàng BHX với không gian mới có doanh thu cao hơn 10% so với không gian cũ trong T4/22, đánh dấu sự trở lại đà tăng trưởng doanh thu / cửa hàng BHX. Chúng tôi tin tưởng vào nỗ lực của ban lãnh đạo MWG từ cuối 2021 và những chuẩn bị chu đáo trong quá trình vận hành trong Q1/22 để lấy lại niềm tin của khách hàng, doanh thu / cửa hàng BHX sẽ có sự cải thiện rõ rệt kể từ nửa cuối 2022, sau khi tất cả các cửa hàng BHX được nâng cấp vào T7/22. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu / cửa hàng BHX có thể tăng 30% so với 6T22 lên mức 1,39 tỷ đồng / cửa hàng trong nửa cuối 2022. Tuy nhiên, do tiến trình nâng cấp BHX diễn ra chậm hơn dự kiến, chúng tôi hạ dự báo DT 2022/23 lần lượt 14%/12% xuống 33.167 tỷ đồng/44.285 tỷ đồng (~ 22,5%/24,8% tổng DT).

Mục tiêu mở rộng mạng bán lẻ được phẩm

Cuối 2021, MWG đã nâng tỷ lệ sở hữu chuỗi bán lẻ được phẩm - An Khang từ 49% lên 100%. Trong 4T22, 72 cửa hàng An Khang mới đã được khai trương, nâng tổng số cửa hàng trên toàn quốc lên 250 cửa hàng. Theo ước tính, nhà thuốc An Khang ghi nhận doanh thu hàng tháng / cửa hàng là ~0,75 tỷ đồng đối với cửa hàng độc lập và ~0,45 tỷ đồng đối với cửa hàng tích hợp với BHX. Chúng tôi kỳ vọng số cửa hàng An Khang có thể đạt 811/1411 vào cuối 2022/23, để đóng góp 2.618 tỷ đồng/7.178 tỷ đồng, tương đương 1,8%/4,0% vào tổng doanh thu của MWG trong năm 2022/23.

Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 90.100 đồng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 90.100 đồng bằng định giá tổng hợp thành phần với định giá mảng điện tử tiêu dùng (TGDD và DMX) là 47.600 đồng, BHX là 40.900 đồng và An Khang là 1.600 đồng. Rủi ro: Tốc độ mở rộng hoặc doanh thu / cửa hàng thấp hơn dự kiến, đặc biệt là chuỗi BHX. Tiềm năng tăng giá: tốc độ mở rộng/ doanh thu chuỗi cửa hàng cao hơn kỳ vọng, biên LN gộp cao hơn hoặc các chuỗi AVA mới thành công.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	108.546	122.958	147.488	178.912
Tăng trưởng DT thuần	6,2%	13,3%	19,9%	21,3%
Biên lợi nhuận gộp	22,1%	22,5%	22,6%	22,3%
Biên EBITDA	7,6%	8,2%	6,4%	7,1%
LN ròng (tỷ)	3.917	4.898	6.325	7.713
Tăng trưởng LN ròng	2,1%	25,0%	29,1%	21,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	2.673	3.342	4.315	5.149
EPS điều chỉnh	2.673	3.342	4.315	5.149
BVPS	10.558	13.893	22.330	25.716 ¹
ROAE	28,4%	27,3%	23,8%	21,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

TIÊU ĐIỂM HƯỚNG ĐẾN TĂNG TRƯỞNG CỦA BHX

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu **90.100 đồng**

Chúng tôi ưa thích MWG vì:

- Đối với mảng điện tử tiêu dùng (DTTD), MWG đã duy trì vị trí thống lĩnh thị trường với 60% thị phần điện thoại di động và 50% thị trường điện tử. Doanh thu chuỗi TGDD tiếp tục tăng trưởng nhờ các cửa hàng Topzone giúp gia tăng thị phần từ các sản phẩm của Apple, trong khi doanh thu từ chuỗi Điện máy xanh trở lại đà tăng trưởng vào năm 2022 khi nhu cầu đối với các sản phẩm điện tử quay trở lại sau giai đoạn bị ảnh hưởng bởi đại dịch.
- Đối với mảng bách hóa, MWG đã bắt đầu nâng cấp không gian cửa hàng sau khi 1) tái cấu trúc cơ cấu hàng tồn kho để loại bỏ những sản phẩm kém hiệu quả sau giai đoạn tồn kho nhiều để phục vụ trong thời kỳ giãn cách xã hội và cải thiện quy trình kiểm soát chất lượng, và 2) nâng cấp hệ thống kho vận để có thể cung cấp hàng tươi sống hàng hóa trong thời gian ngắn. Tính đến T4/22, 21% cửa hàng đã được chuyển đổi sang không gian mới, mặc dù chậm hơn chúng tôi dự kiến nhưng chúng tôi tin rằng điều này cho thấy sự chuẩn bị chu đáo của BHX để tăng trưởng bền vững trong dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng BHX sẽ đạt điểm hòa vốn và đặt chân ra thị trường miền Bắc kể từ năm 2023.
- Đối với lĩnh vực bán lẻ dược phẩm, với việc thị trường vẫn còn nhiều dư địa cho các chuỗi bán lẻ hiện đại, cũng như Covid-19 đã thúc đẩy nhu cầu sử dụng thuốc cũng như nhu cầu chăm sóc sức khỏe cao của người dân, là điều kiện thuận lợi cho việc phát triển doanh thu của chuỗi An Khang để đóng góp 1,8%/4,0% vào tổng doanh thu của MWG trong năm 2022/23, theo dự phóng của chúng tôi.
- AVAKids đã chứng tỏ được tiềm năng của mình trên thị trường mẹ và bé và MWG bắt đầu mở rộng chuỗi bán lẻ này từ năm 2022. Chúng tôi ước tính AVAKids sẽ là động lực tăng trưởng cho MWG trong giai đoạn từ 2024 trở đi, còn trong ngắn hạn, MWG sẽ tập trung hoàn thiện chuỗi BHX và mở rộng chuỗi An Khang.
- Dòng vốn vào ETF VNDiamond thông qua sản phẩm DR – Depositary Receipt tại Thái Lan, cũng như MWG đang chiếm tỷ trọng lớn nhất trong chỉ số VNDiamond với tỷ trọng khoảng 15% sẽ là động lực hỗ trợ giá MWG trong bối cảnh thị trường biến động tiêu cực.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN với giá mục tiêu **90.100 đồng** (so với giá 89.100 đồng trong báo cáo trước) bằng định giá tổng hợp thành phần với định giá mảng điện tử tiêu dùng (TGDD và DMX) là 47.600 đồng, BHX là 40.900 đồng và An Khang là 1.600 đồng (WACC: 11,6%).**

- Chúng tôi giảm định giá chuỗi BHX 4,1% xuống 40,900 đồng / cổ phiếu do giảm doanh thu trên mỗi cửa hàng BHX 14,4% / 12% so với báo cáo trước đó xuống 1,25/1,38 tỷ đồng trong 2022/23 do tốc độ nâng cấp cửa hàng BHX lên không gian mới chậm hơn kỳ vọng, dẫn đến doanh thu / cửa hàng BHX trong 6T22 vẫn ở mức thấp. Do đó, chúng tôi giảm doanh thu của chuỗi BHX 14%/12% so với báo cáo trước đó xuống 33.167 tỷ đồng/44.286 tỷ đồng trong năm 2022/23.
- Chúng tôi bắt đầu đưa chuỗi An Khang vào dự phóng với số lượng cửa hàng kỳ vọng cuối năm 2022/23 tương ứng là 811/1411 cửa hàng, doanh thu của An Khang dự phóng đạt 2.618/7.178 tỷ đồng, đóng góp 1,8%/4,0% vào tổng doanh thu của MWG trong năm 2022/23. Định giá của chúng tôi đối với chuỗi An Khang là 1.600 đồng.

Rủi ro giảm giá: Tốc độ mở rộng hoặc doanh thu / cửa hàng thấp hơn dự kiến, đặc biệt là chuỗi BHX.

Tiềm năng tăng giá: tốc độ mở rộng/ doanh thu ổn định cao hơn kỳ vọng, biên LNG cao hơn hoặc các chuỗi AVA mới thành công.

Hình 1: Giá mục tiêu

	Phương pháp	Cũ	Mới	Thay đổi
TGDD+DMX	DCF	46.400	47.600	2,59%
BHX	DCF	42.650	40.900	-4,10%
An Khang	DCF		1.600	
MWG		89.100	90.100	1,12%

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 2: Định giá chiết khấu dòng tiền – TGDD and DMX

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	44.907
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng)	30.092
Giá trị doanh nghiệp	74.999
Tổng nợ	17.253
Tiền và tương đương tiền	11.986
Giá trị vốn	69.723
SL cổ phiếu	1.465.670.500
Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	47.600

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 3: Định giá chiết khấu dòng tiền – BHX

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	26.133
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng)	34.725
Giá trị doanh nghiệp	60.858
Tổng nợ	7.394
Tiền và tương đương tiền	6.454
Giá trị vốn	59.918
SL cổ phiếu	1.465.670.500
Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	40.900

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 4: Định giá chiết khấu dòng tiền – An Khang

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1.801
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng)	519
Giá trị doanh nghiệp	2.320
Tổng nợ	0
Tiền và tương đương tiền	0
Giá trị vốn	2.320
SL cổ phiếu	1.465.670.500
Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	1.600

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 5: Các giả định

Chi phí sử dụng vốn	
Beta	0,9
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Chi phí sử dụng vốn	13,3%
Chi phí sử dụng nợ vay	8,00%
WACC	11,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 6: So sánh ngành

Công ty	Mã CK	Khuyến nghị	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Vốn hóa tr USD	P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
			Nội tệ	Nội tệ		2022	2023	(%)	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Công ty bán lẻ điện máy & bách hóa														
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	MWG VN	Khả quan	73.900	90.100	4.659	17,1	14,4	16,2	3,31	2,87	9,90	10,80	27,30	26,30
Các công ty bán lẻ điện máy														
Erajaya Swasembada Tbk PT	ERAA IJ	na	496,00	na	536	6,4	5,6	36,3	1,11	0,97	10,5	10,9	19,0	19,2
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	FRT VN	na	91.400	na	467	19,6	17,3	627,6	na	na	4,7	4,4	29,8	26,0
Challenger Technologies Ltd	CHLG SP	na	na	na	159	na	na	-1,1	na	na	na	na	na	na
Sunfar Computer Co Ltd	6154 TT	na	17,00	na	46	na	na	69,7	na	na	na	na	na	na
Tsann Kuen Enterprise Co Ltd	2430 TT	na	34,00	na	191	na	na	51,0	na	na	na	na	na	na
Trung bình						13,0	11,4	156,7	1,11	0,97	7,6	7,6	24,4	22,6
Công ty bán lẻ bách hóa														
Taiwan FamilyMart Co Ltd/Taiwan	5903 TT	na	188,5	na	1.418	22,7	18,5	-2,4	5,45	4,96	3,3	4,0	26,4	28,4
Sumber Alfaria Trijaya Tbk PT	AMRT IJ	na	1.795	na	5.046	30,1	24,8	50,1	7,15	6,13	na	na	26,2	26,1
Trung bình						26,4	21,7	23,9	6,30	5,54	3,3	4,0	26,3	27,3

Dữ liệu tại ngày 15/6/2022
Nguồn: VND RESEARCH, Bloomberg

KQKD 4T22: Phù hợp với dự phóng

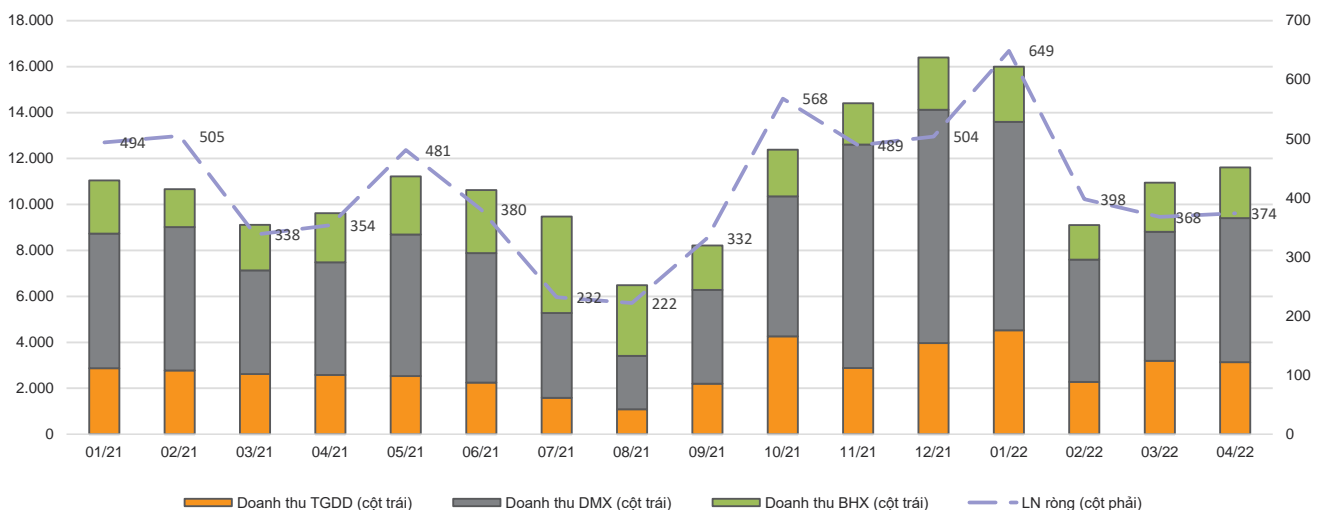
Hình 7: KQKD Q1/22 (đơn vị: tỷ đồng)

(Tỷ đồng)	Q1/2021	Q1/2022	%svck	Dự phóng của VND	% so với dự phóng	Ghi chú
Doanh thu	30.828	36.467	18,3%	150.252	24,3%	Phù hợp với dự phóng
TGDD	8.262	9.769	18,2%	35.807	27,3%	
DMX	15.266	17.958	17,6%	63.427	28,3%	
BHX	5.950	6.040	1,5%	38.549	15,7%	Thấp hơn dự báo của chúng tôi do MWG đang tạm dừng mở rộng và tiến hành nâng cấp các cửa hàng của BHX nhưng kết quả đạt được tính đến T3/22 thấp hơn dự phóng của chúng tôi, chỉ đạt khoảng 1 tỷ đồng / cửa hàng.
DMS	1.350	2.700	100,0%	12.469	21,7%	
GHVB	23.803	28.342	19,1%	116.020	24,4%	
LN góp	7.025	8.124	15,6%	34.232	23,7%	Phù hợp với dự phóng
Biên LN góp	22,79%	22,28%	-0,5 điểm %	22,8%	-0,5 điểm %	
Lợi nhuận tài chính ròng	135	149	10,4%	685	21,8%	Thấp hơn so với dự phóng
Chi phí bán hàng	4.245	5.036	18,6%	21.510	23,4%	
Chi phí QLDN	1.088	1.239	13,9%	5.259	23,6%	
Chi phí BH&QLDN	5.333	6.275	17,7%	26.769	23,4%	
LN hoạt động	1.824	1.997	9,5%	7.463,0	26,8%	
LN trước thuế	1.828	2.003	9,6%	8.148	24,6%	
LN ròng	1.339	1.445	7,9%	6.431	22,5%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi vì chúng tôi kỳ vọng chuỗi BHX sẽ đóng góp nhiều hơn trong 3 quý còn lại

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Trong 4T22, doanh thu và LN ròng của MWG đạt 47,908 tỷ đồng (+34% svck) và 1,891 tỷ đồng (+8% svck), hoàn thành 28% dự báo cả năm. Trong đó, doanh thu chuỗi TGDD&DMX đạt 39.100 tỷ đồng (+21% svck) nhờ vào sự tăng trưởng doanh thu chuỗi Topzone và Điện máy xanh supermini; doanh thu BHX đạt 8.240 tỷ đồng (+2% svck).

Hình 8: Doanh thu kinh doanh và lợi nhuận sau thuế của MWG từ năm 2021 (Đơn vị: tỷ đồng)



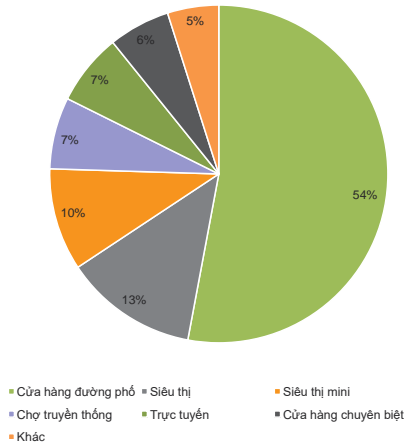
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Triển vọng 2022/23: Tiêu điểm hướng đến tăng trưởng của BHX

Các kênh bán lẻ hiện đại phát triển mạnh mẽ trong Q1/22

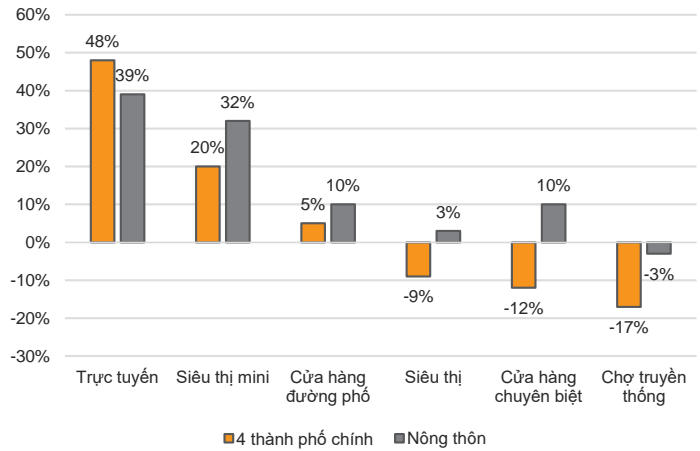
Theo dữ liệu từ Kantar, sau đại dịch, thị phần FMCG kênh siêu thị mini (bao gồm chuỗi Bách Hóa Xanh) đạt 10% trong Q1/22, gấp gần 2,0 lần so với trước đại dịch lần 3-4 (thị phần khoảng khoảng 5-6% trước T5/21). Trong Q1/22, giá trị chi tiêu các sản phẩm FMCG theo kênh siêu thị mini tăng 20% svck ở 4 thành phố trọng điểm và 32% ở khu vực nông thôn, cho thấy sự chuyển dịch sang các kênh hiện đại, đặc biệt là chuyển sang kênh siêu thị mini, đang được thúc đẩy mạnh mẽ sau đại dịch.

Hình 9: Thị phần chi tiêu FMCG theo kênh trong Q1/22 tại 4 thành phố trọng điểm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Kantar

Hình 10: % thay đổi giá trị svck của chi tiêu FMCG theo kênh trong Q1/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Kantar

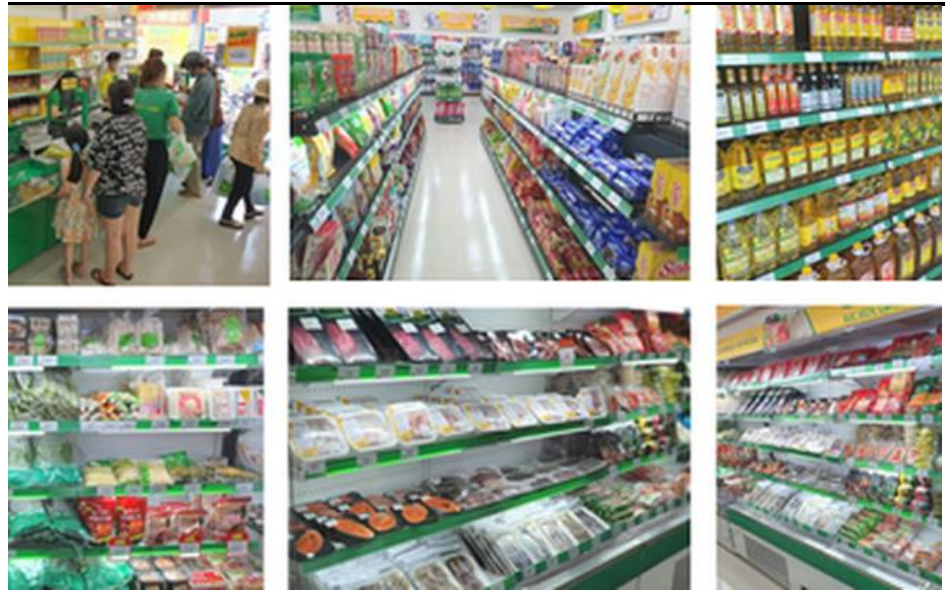
Doanh thu mỗi cửa hàng BHX suy giảm trong quá trình nâng cấp

Doanh thu (DT) trong 4T22 của chuỗi Bách Hóa Xanh (BHX) chỉ tăng trưởng 2% svck lên 8.240 tỷ đồng, nhưng doanh thu hàng tháng / cửa hàng (SSS) giảm 15% svck xuống còn 0,97 tỷ đồng. Trong 4T22, mới chỉ 460/2.140 cửa hàng được nâng cấp lên không gian mới, chủ yếu nâng cấp trong T4/22 và diễn ra chậm hơn dự kiến của chúng tôi sau một số thay đổi cốt lõi trong quy trình hoạt động trong Q1/22, bao gồm:

- Cơ cấu lại kho dự trữ để loại bỏ những sản phẩm kém hiệu quả sau thời gian tồn kho quá nhiều phục vụ cho giai đoạn giãn cách xã hội cũng như cải thiện quy trình kiểm soát chất lượng:** Sau một thời gian liên tục dự trữ hàng hóa phục vụ cho giai đoạn cao điểm giãn cách xã hội do đại dịch, BHX phải cơ cấu lại danh mục sản phẩm để giảm bớt những sản phẩm không phù hợp về chất lượng, cũng như cơ cấu lại số lượng sản phẩm để tối ưu hóa việc quản lý hàng tồn kho. Ngoài ra, MWG đã hợp tác với C.P Việt Nam để đảm bảo nguồn thị chất lượng trong chuỗi BHX.
- Nâng cấp hệ thống hậu cần để có thể giao hàng tươi sống trong thời gian ngắn:** Với sự bùng nổ của mua sắm trực tuyến sau đại dịch cũng như nhu cầu xây dựng hệ thống hậu cần để đáp ứng thời gian giao hàng nhanh chóng, đặc biệt là đối với các sản phẩm tươi sống, MWG cho biết họ đã tập trung nhiều nguồn lực để xây dựng hệ thống kho vận của riêng mình, hướng tới cam kết đưa sản phẩm đến tay khách hàng với thời gian nhanh nhất và chất lượng sản phẩm tốt nhất để hướng đến tăng trưởng dài hạn.
- Tối ưu hóa nền tảng quản lý back-end với hệ thống tự động dự báo sản lượng hàng hóa và xác định danh mục hàng hóa phù hợp với nhu cầu tiêu dùng, hạn chế tối đa tác động của con người nhằm giảm thiểu sai sót trong quá trình phục vụ khách hàng và sẵn sàng đẩy nhanh tiến độ mở rộng BHX ra toàn quốc từ năm 2023.**

Với những thay đổi trong quy trình vận hành như trên, bước cuối cùng là thay đổi không gian các cửa hàng để tăng thêm không gian trưng bày sản phẩm và kệ hàng so với cách bày trí cũ, cũng như sắp xếp sản phẩm theo nhóm phù hợp để tăng trải nghiệm của khách hàng trong thời gian mua sắm. Theo dữ liệu vào T4/22 từ MWG, doanh thu của các cửa hàng với không gian mới của BHX cao hơn 10% so với cách bày trí cũ. Chúng tôi tin rằng sau khi lấy lại niềm tin của người tiêu dùng đối với BHX, các cửa hàng được nâng cấp sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu / cửa hàng cao hơn trong nửa cuối năm 2022.

Hình 11: Không gian mới của cửa hàng BHX sau nâng cấp

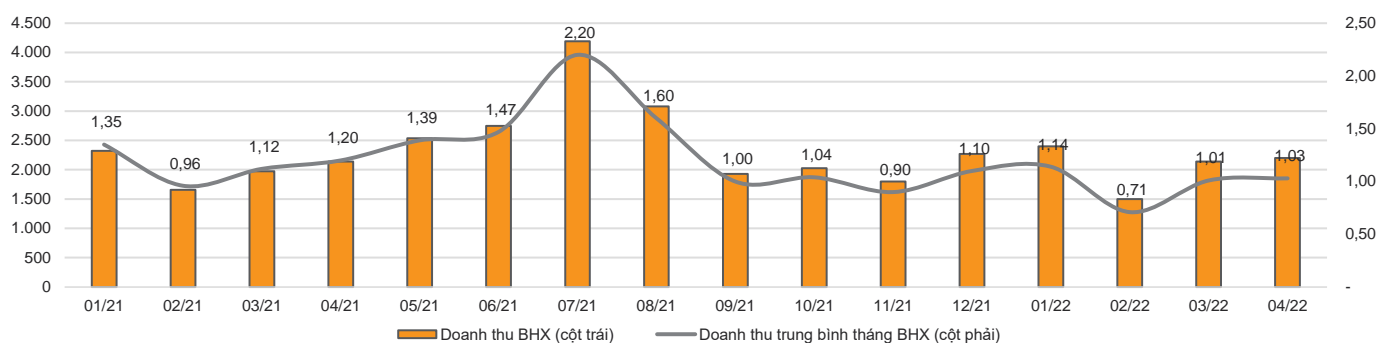


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Chờ đợi sự tăng trưởng doanh thu của BHX trong nửa cuối 2022

Chúng tôi tin tưởng với kết quả tích cực trong T4/22 về doanh thu của các cửa hàng được nâng cấp lên không gian mới, kết hợp với nỗ lực của ban lãnh đạo MWG từ cuối năm 2021 sẽ tạo ra sự cải thiện rõ rệt về doanh thu mỗi cửa hàng BHX từ nửa cuối 2022, sau khi tất cả các cửa hàng BHX được nâng cấp vào T7/22. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu trung bình mỗi cửa hàng BHX có thể tăng 30% so với 6T22 để đạt mức khoảng 1,39 tỷ đồng/cửa hàng trong nửa cuối năm 2022. Tuy nhiên, do quá trình nâng cấp của BHX diễn ra chậm hơn dự kiến của chúng tôi nên chúng tôi hạ dự báo doanh thu năm 2022/23 xuống 14%/12% so với báo cáo trước, còn 33.167/44.285 tỷ đồng (chiếm khoảng 22,5%/24,8% tổng doanh thu năm 2022/23).

Hình 12: Doanh thu và doanh thu trung bình tháng của cửa hàng BHX (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Khi BHX có thể tạo ra sự cải thiện đáng kể về doanh thu kể từ nửa cuối 2022, chúng tôi đang chờ đợi thêm thông tin liên quan đến việc chào bán riêng lẻ lên đến 20% cổ phần BHX trong năm 2022/23. Chúng tôi cho rằng đợt chào bán riêng lẻ của MWG có thể 1) tìm được động lực tăng trưởng kết hợp với đối tác tốt hơn để thực hiện các bước phát triển tiếp theo của BHX như thâm nhập thị trường miền Bắc hoặc 2) giúp giá cổ phiếu MWG trở nên hấp dẫn hơn nhờ BHX được định giá tốt.

Mục tiêu mở rộng mảng bán lẻ dược phẩm

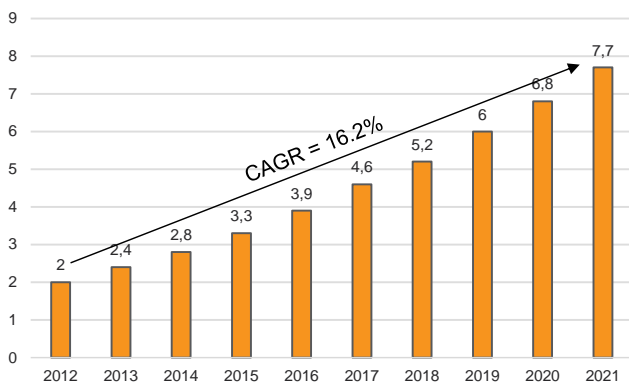
Thị trường dược phẩm đầy tiềm năng tại Việt Nam...

Theo dữ liệu nghiên cứu thị trường của IBM, thị trường dược phẩm Việt Nam ước tính đạt 7,7 tỷ USD vào năm 2021 với tốc độ tăng trưởng kép - CAGR 16,2% (2012 – 2021). Giá trị thị trường ước tính có thể đạt 16,1 tỷ USD vào năm 2026, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép - CAGR là 15,9% trong giai đoạn 2021-2026 cho thấy thị trường dược phẩm Việt Nam còn nhiều tiềm năng để phát triển.

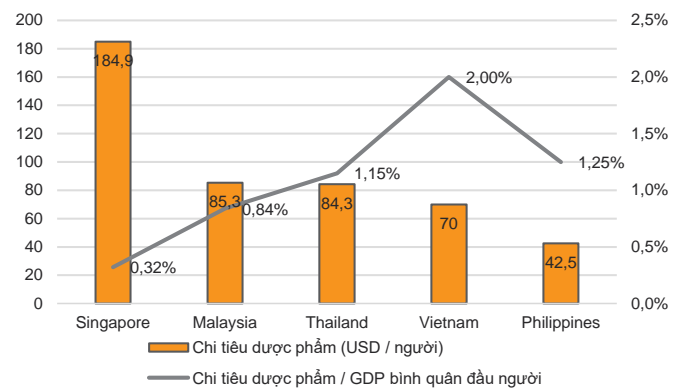
So với các nền kinh tế lân cận, dựa trên số liệu từ Dreamincubator và BMI, chỉ tiêu cho dược phẩm / GDP bình quân đầu người của Việt Nam ở mức 2%, cao hơn Singapore, Malaysia, Thái Lan và Philippines.

Hình 13: Giá trị thị trường dược phẩm Việt Nam giai đoạn 2012-2021 (tỷ USD)

Hình 14: Chi tiêu cho dược phẩm và GDP vào năm 2020



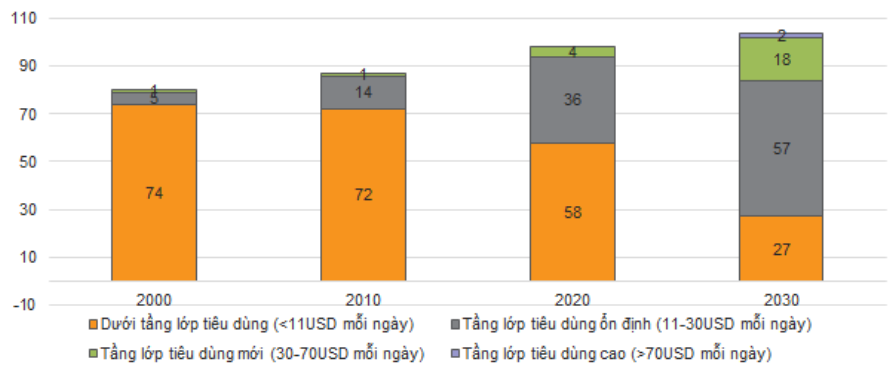
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, IBM market research, DI research and analysis



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BMI, DI research and analysis, Statista

Bên cạnh đó, một yếu tố khác thúc đẩy tiêu dùng đối với các sản phẩm chăm sóc sức khỏe là nhiều người tiêu dùng có thể gia nhập vào tầng lớp tiêu dùng của Việt Nam trong thập kỷ tới. Theo số liệu của Mckinsey, trong giai đoạn 2021-2030, 36 triệu người sẽ gia nhập tầng lớp tiêu dùng của Việt Nam. Đây là một kỳ vọng ấn tượng vì hiện tại, chỉ có khoảng 40% dân số thuộc tầng lớp tiêu dùng và đến năm 2030, con số này có thể lên đến gần 75%.

Hình 15: Dân số theo nhóm thu nhập (chi tiêu hàng ngày, đơn vị: triệu người), theo ngang giá sức mua năm 2011

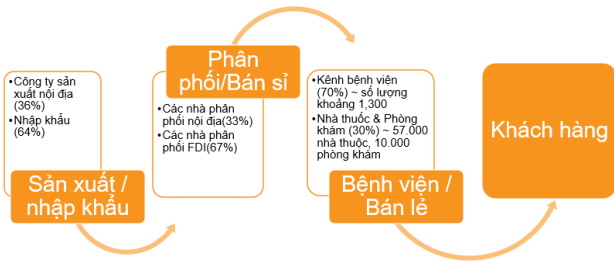


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WorldDatalabs, McKinsey

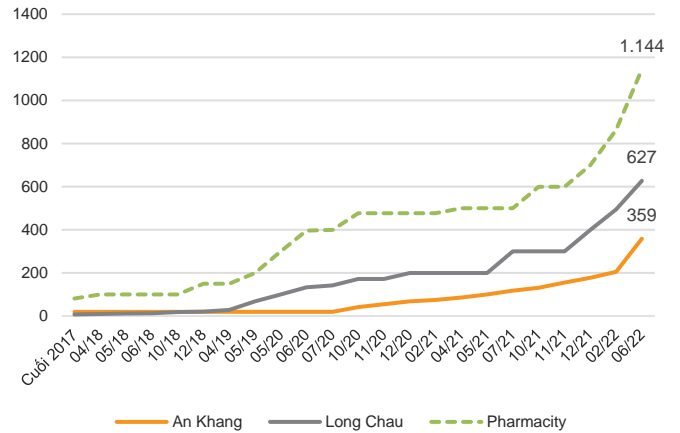
.. với độ phủ thấp của chuỗi cửa hàng bán lẻ hiện đại lớn

Theo số liệu tổng hợp từ Dreamincubator, ở kênh phân phối bán lẻ, số lượng cửa hàng bán lẻ dược phẩm tại Việt Nam là khoảng 57.000 cửa hàng, chiếm 30% tổng doanh thu phân phối dược phẩm (70% còn lại thuộc kênh bệnh viện). Tính đến T6/22, tổng số cửa hàng của các chuỗi bán lẻ dược phẩm hiện đại lớn (với số lượng hơn 50 cửa hàng) là hơn 2.300 cửa hàng, chỉ tương đương gần 4% tổng số cửa hàng bán lẻ dược phẩm tại Việt Nam, cho thấy tiềm năng phát triển các chuỗi bán lẻ dược phẩm hiện đại trong giai đoạn sắp tới.

Hình 16: Cơ cấu phân phối dược phẩm Việt Nam



Hình 17: Số lượng cửa hàng bán lẻ dược phẩm theo chuỗi từ 2017 - 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BMI, DI research and analysis, Statista

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Thời điểm để MWG đưa An Khang vào giai đoạn phát triển

Với tiềm năng tăng trưởng của thị trường dược Việt Nam trong giai đoạn tới, cũng như tỷ lệ bao phủ của các chuỗi cửa hàng bán lẻ lớn hiện đại đang còn thấp đã thúc đẩy sự mở rộng của các chuỗi bán lẻ hiện đại lớn nhằm chiếm thêm thị phần. Vì vậy, sau 3 năm thăm dò thị trường dược, MWG quyết định nâng tỷ lệ sở hữu chuỗi An Khang từ 49% lên 100% vào cuối năm 2021 để mở rộng chuỗi này từ năm 2022. Tính đến hết T4/22, số lượng nhà thuốc An Khang đạt 250 cửa hàng (từ 178 cửa hàng vào cuối năm 2021), với doanh thu hàng tháng khoảng 0,75 tỷ đồng cho các cửa hàng độc lập và 0,45 tỷ đồng cho cửa hàng gắn liền với cửa hàng BHX. Chúng tôi kỳ vọng số lượng cửa hàng An Khang đạt 811/1411 vào cuối năm 2022/23, đóng góp 2.618 tỷ đồng/7.178 tỷ đồng, tương đương 1,8%/4,0% vào tổng doanh thu của MWG năm 2022/23.

Hình 18: Mô hình An Khang độc lập



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 19: Mô hình An Khang đi kèm với cửa hàng BHX

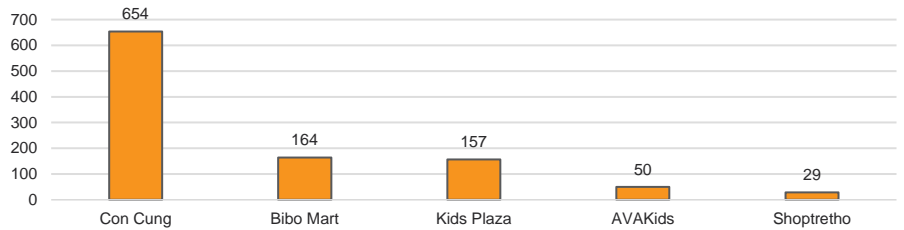


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

AVAKids chuyển sang giai đoạn mở rộng thứ hai

Sau giai đoạn thử nghiệm đầu tiên kể từ T1/22, kết quả của chuỗi AVAKids (bán lẻ Mẹ và Bé) khá khả quan khi doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng AVAKids có thể đạt đến 2,0 tỷ đồng, trong đó doanh thu trực tuyến chiếm 25 - 30%. Vào ngày Quốc tế Thiếu nhi – 1/6/22, số lượng cửa hàng AVAKids đã lên đến con số 50, đánh dấu bước tiến đến giai đoạn 2 thử nghiệm AVAKids trên quy mô lớn hơn. AVAKids sẽ tiếp tục mở rộng tại TP.HCM, trước khi tiến ra các tỉnh miền Đông và miền Tây và có thể sẽ tiến vào thị trường nông thôn.

Hình 20: Số lượng cửa hàng Mẹ và Trẻ theo chuỗi tại Việt Nam tính đến ngày 22/6



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

MWG đặt mục tiêu đạt 200 cửa hàng AVAKids vào cuối năm 2022 và tiếp tục mở rộng chuỗi này trong 2 năm tới cho đến năm 2024 để trở thành nhà bán lẻ lớn nhất Việt Nam về số lượng cửa hàng và doanh thu trên thị trường mẹ và bé. Với kế hoạch trên, chúng tôi cho rằng trước mắt MWG sẽ tập trung nguồn lực cho chuỗi BHX cũng như chuỗi An Khang hơn là mở rộng mạnh mẽ AVAKids. Do đó, đóng góp của AVAKids là khiêm tốn vào tổng doanh thu của MWG giai đoạn 2022/23 và chưa được phản ánh trong dự phóng của chúng tôi.

Hình 21: Hình ảnh sự kiện AVAKids đạt 50 cửa hàng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 22: Hình ảnh sự kiện AVAKids đạt 50 cửa hàng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Thay đổi dự phóng 2022/23

Chúng tôi thay đổi dự phóng năm 2022/23 như sau:

- Chúng tôi giảm doanh thu trên mỗi cửa hàng BHX 14,4% / 12,0% so với báo cáo trước đó xuống còn 1,25 tỷ đồng/1,38 tỷ đồng trong năm 2022/23 do việc nâng cấp các cửa hàng BHX chậm hơn dự kiến, dẫn đến doanh thu trên mỗi cửa hàng BHX trong 6 tháng đầu năm duy trì ở mức thấp. Do đó, chúng tôi giảm doanh thu của chuỗi BHX lần lượt 14%/12% so với báo cáo trước đó xuống 33.167 tỷ đồng/44.286 tỷ đồng trong năm 2022/23.
- Chúng tôi bắt đầu đưa chuỗi An Khang vào dự phóng với ước tính số lượng cửa hàng đến cuối năm 2022/23 là 811/1411 cửa hàng, doanh thu hàng tháng của cửa hàng An Khang là 0,27 tỷ đồng/0,42 tỷ đồng, mang lại doanh thu ở mức 2.618 tỷ đồng/7.178 tỷ đồng, đóng góp 1,8%/4,0% vào tổng doanh thu của MWG trong năm 2022/23.

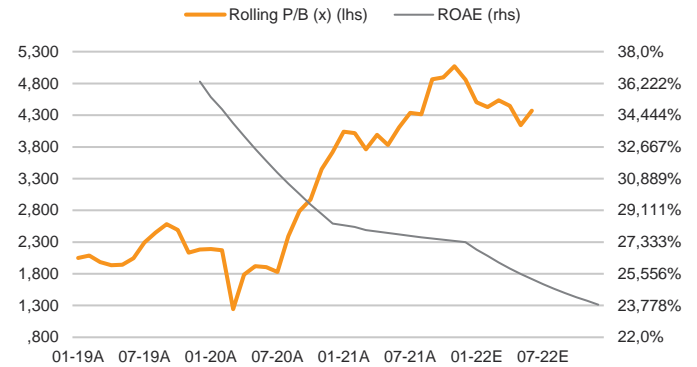
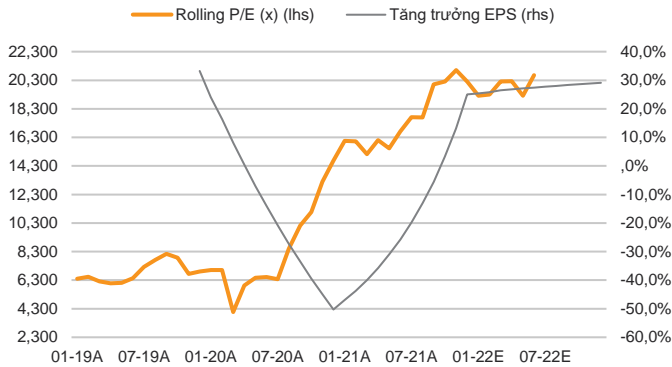
- Do đó, doanh thu của MWG trong năm 2022/23 thay đổi -1,84%/+0,64% so với báo cáo trước đó.
- Với doanh thu hoạt động tài chính trong Q1/22 thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi, cũng như lãi suất huy động tăng nhẹ trong 5T22 và việc MWG tập trung nguồn lực vào chuỗi BHX và An Khang, chúng tôi hạ dự báo thu nhập tài chính ròng xuống 16,2%/28,8% so với báo cáo trước đó đạt mức 574/525 tỷ đồng trong năm 2022/23.
- Chúng tôi thay đổi chi phí BH&QLDN giảm -3,3% / 0,3% so với báo cáo trước do hoạt động của BHX được tối ưu hóa trong giai đoạn này.
- Do đó, chúng tôi giảm dự báo LN ròng năm 2022/23 lần lượt 1,7%/4,7% xuống còn 6.325 tỷ đồng (+29,2% svck)/7.713 tỷ đồng (+22,0% svck).

Hình 23: Thay đổi trong dự phóng năm 2022-23 (Đơn vị: Tỷ đồng)

	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		Thay đổi (%)		2024
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	
Số lượng cửa hàng							
TGDD	1.028	1.028	1.028	1.028	0 cửa hàng	0 cửa hàng	1.028
DMX	1.170	1.170	1.170	1.170	0 cửa hàng	0 cửa hàng	1.170
BHX	2.206	2.666	2.206	2.666	0 cửa hàng	0 cửa hàng	2.766
DMS	1.002	1.402	1.002	1.402	0 cửa hàng	0 cửa hàng	1.502
An Khang	-	-	811	1.411	811 cửa hàng	1411 cửa hàng	1.811
Doanh thu mỗi cửa hàng							
TGDD	2,90	3,26	2,90	3,26	0,00%	0,00%	3,59
DMX	4,52	4,97	4,52	4,97	0,00%	0,00%	5,83
BHX	1,46	1,57	1,25	1,38	-14,38%	-12,10%	1,80
DMS	1,04	1,04	1,04	1,04	0,00%	0,00%	1,08
An Khang	0,00	0,00	0,27	0,42			
Doanh thu	150.252	177.771	147.488	178.912	-1,84%	0,64%	216.359
TGDD	35.807	40.195	35.807	40.195	0,00%	0,00%	44.307
DMX	63.427	69.768	63.427	69.768	0,00%	0,00%	81.793
BHX	38.549	50.323	33.167	44.286	-13,96%	-12,00%	59.656
DMS	12.469	17.485	12.469	17.485	0,00%	0,00%	19.389
An Khang	-	-	2.618	7.178			
GVHB	(116.020)	(137.671)	(114.159)	(138.976)	-1,60%	0,95%	(168.371)
Lợi nhuận gộp	34.232	40.100	33.329	39.936	-2,64%	-0,41%	47.988
Biên LNG	22,8%	22,6%	22,6%	22,3%	-0,20 điểm %	-0,30 điểm %	22,2%
Thu nhập tài chính ròng	685	738	574	525	-16,20%	-28,86%	605
Chi phí bán hàng	(21.510)	(24.495)	(20.579)	(25.443)	-4,33%	3,87%	(30.063)
Chi phí QLDN	(5.259)	(6.222)	(5.310)	(5.367)	0,97%	-13,74%	(6.491)
Chi phí BH&QLDN	(26.769)	(30.717)	(25.889)	(30.810)	-3,29%	0,30%	(36.554)
Chi phí bán hàng /DT	-14,3%	-13,8%	-14,0%	-14,2%	0,30 điểm %	-0,40 điểm %	-13,9%
Chi phí QLDN /DT	-3,5%	-3,5%	-3,6%	-3,0%	-0,10 điểm %	0,50 điểm %	-3,0%
Chi phí BH&QLDN /DT	-17,8%	-17,3%	-17,6%	-17,2%	0,20 điểm %	0,10 điểm %	-16,9%
LN hoạt động	7.463,0	9.383,0	7.440,0	9.126,0	-0,31%	-2,74%	11.434,0
LN trước thuế	8.148	10.121	8.014	9.651	-1,64%	-4,64%	12.039
LN ròng	6.431	8.089	6.325	7.713	-1,65%	-4,65%	9.622

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	122.958	147.488	178.912
Giá vốn hàng bán	(95.326)	(114.159)	(138.976)
Chi phí quản lý DN	(3.830)	(5.310)	(5.367)
Chi phí bán hàng	(17.914)	(20.579)	(25.443)
LN hoạt động thuần	5.888	7.440	9.126
EBITDA thuần	8.809	7.954	11.170
Chi phí khấu hao	(2.921)	(514)	(2.044)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	5.888	7.440	9.126
Thu nhập lãi	1.266	1.504	1.559
Chi phí tài chính	(714)	(930)	(1.034)
Thu nhập ròng khác	27	0	0
TN từ các Cty LK & LD	4	0	0
LN trước thuế	6.471	8.014	9.651
Thuế	(1.570)	(1.683)	(1.930)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(3)	(6)	(8)
LN ròng	4.898	6.325	7.713
Thu nhập trên vốn	4.898	6.325	7.713
Cổ tức phổ thông	(482)	(1.464)	(2.245)
LN giữ lại	4.416	4.861	5.468

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	5.006	10.064	17.392
Đầu tư ngắn hạn	13.435	13.274	13.418
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.200	2.890	3.412
Hàng tồn kho	29.180	27.851	30.510
Các tài sản ngắn hạn khác	2.155	1.494	1.716
Tổng tài sản ngắn hạn	51.976	55.573	66.448
Tài sản cố định	9.714	7.571	8.928
Tổng đầu tư	0	59	54
Tài sản dài hạn khác	1.293	1.572	1.699
Tổng tài sản	62.983	64.775	77.129
Vay & nợ ngắn hạn	21.879	15.462	18.070
Phải trả người bán	12.180	13.945	16.957
Nợ ngắn hạn khác	5.777	1.941	3.001
Tổng nợ ngắn hạn	39.836	31.348	38.028
Vay & nợ dài hạn	2.768	679	554
Các khoản phải trả khác	5	2	1
Vốn điều lệ và	7.131	14.641	14.964
LN giữ lại	12.675	17.535	23.004
Vốn chủ sở hữu	20.362	32.728	38.520
Lợi ích cổ đông thiểu số	12	18	26
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	62.983	64.775	77.129

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	6.471	8.014	9.651
Khấu hao	2.921	514	2.044
Thuế đã nộp	(1.533)	(1.683)	(1.930)
Các khoản điều chỉnh khác	(598)	4.105	(855)
Thay đổi VLB	(7.240)	(226)	1.089
LC tiền thuần HĐKD	21	10.724	9.999
Đầu tư TSCĐ	(4.964)	(2.228)	(3.323)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	4	4
Các khoản khác	(6.259)	(253)	(209)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	920	102	(139)
LC tiền từ HĐĐT	(10.302)	(2.375)	(3.667)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	228	2	3
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(2)	0	0
Tiền vay ròng nhận được	7.891	(1.829)	2.483
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(240)	(1.464)	(2.245)
LC tiền thuần HĐTC	7.877	(3.291)	241
Tiền & tương đương tiền đầu kì	7.410	5.006	10.064
LC tiền thuần trong năm	(2.404)	5.058	6.573
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5.006	10.064	16.637

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	4,0%	4,3%	4,3%
Vòng quay TS	2,25	2,31	2,52
ROAA	9,0%	9,9%	10,9%
Đòn bẩy tài chính	3,05	2,41	1,99
ROAE	27,3%	23,8%	21,7%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	1,1	1,6	1,4
Số ngày nắm giữ HTK	111,7	89,0	80,1
Số ngày phải trả tiền bán	46,6	44,6	44,5
Vòng quay TSCĐ	14,35	17,06	21,69
ROIC	10,9%	12,9%	13,5%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,3	1,8	1,7
Khả năng thanh toán nhanh	0,6	0,9	0,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,7	0,8
Vòng quay tiền	66,2	46,0	37,0
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	13,3%	19,9%	21,3%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	12,9%	26,4%	22,7%
Tăng trưởng LN ròng	25,0%	29,1%	21,9%
Tăng trưởng EPS	25,0%	29,1%	19,3%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Phan Như Bách – Chuyên viên Phân tích

Email: bach.phannhu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>