



# Phân tích MWG – GIỮ

Ngày 01/06/2018



## Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 327  
[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

## Báo cáo phân tích

Khuyến nghị

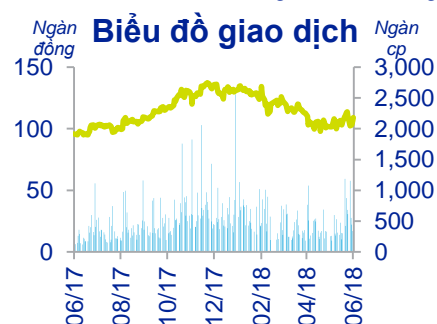
**GIỮ**  
**HSX: MWG**  
**Bán lẻ**

<b>Giá mục tiêu (VND)</b>	<b>120.071</b>
<b>Giá hiện tại (VND)</b>	<b>109.000</b>
Tỷ lệ tăng giá	10,1%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	1,4%
<b>Tổng tỷ suất lợi nhuận</b>	<b>11,5%</b>

## Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-15,6	4,1	-13,1	15,2
Tương đối	-17,1	11,5	0,0	-19,5

Nguồn: Bloomberg



## Cơ cấu sở hữu

CT TNHH Tri Tâm	9,0%
PYN Elite	4,4%
NTAsian Discovery Master F.	4,3%
Dragon Capital Group	3,6%
Ô. Nguyễn Đức Tài	3,0%

## Thông kê

<b>Mã Bloomberg</b>	<b>1/6/18</b>	<b>MWG VN</b>
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	92,800-	138,600
SL lưu hành (triệu cp)	323	
Vốn hóa (tỷ đồng)	35.195	
Vốn hóa (triệu USD)	1.543	
Room khối ngoại còn lại (%)	0,0	
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	76,7	
KLGD TB 3 tháng (cp)	432.451	
VND/USD	22.805	
Index: VNIIndex / HNX	992,8/115,7	

## CTCP ĐẦU TƯ THẾ GIỚI DI ĐỘNG (MWG VN)

**MWG đã điều chỉnh giảm kế hoạch mở cửa hàng Bách Hóa Xanh để tập trung tăng chất lượng doanh thu và lợi nhuận. Trong khi quan sát kết quả hoạt động của mảng kinh doanh này, chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị đối với cổ phiếu từ Mua sang GIỮ.**

MWG nổi lên là nhà bán lẻ điện thoại, điện tử - điện máy tăng trưởng nhanh tại Việt Nam với 2 chuỗi cửa hàng là thegioididong.com (TGDD) và DienmayXanh.com (ĐMX). Chuỗi cửa hàng tạp hóa Bách Hóa Xanh (BHX) là mảng kinh doanh mới của MWG và đang là tâm điểm quan sát của các nhà đầu tư. Điện thoại di động và các sản phẩm điện tử-điện máy chiếm khoảng 2/3 doanh thu thuần hợp nhất của công ty, trong khi mảng tạp hóa vẫn đóng góp rất khiêm tốn ở mức 2% trong năm 2017.

Doanh thu thuần và LNST giai đoạn 2012-2017 tăng trưởng ấn tượng với tốc độ tăng trưởng kép bình quân (CAGR) lần lượt là 55,2% và 77,2% nhờ mạng lưới cửa hàng mở rộng nhanh và biên lợi nhuận gộp cải thiện. Trong năm 2017, TGDD ghi nhận doanh thu thuần 34.708 tỷ đồng, ĐMX 30.245 tỷ đồng và BHX 1.387 tỷ đồng. Số lượng cửa hàng của 3 chuỗi cuối năm 2017 tương ứng là 1.072, 642 và 283.

Tuy nhiên, đà tăng trưởng vượt trội này bắt đầu có dấu hiệu hạ nhiệt từ 2017 theo xu hướng thị trường di động tại Việt Nam. Doanh thu thuần của TGDD chỉ tăng 13,2% trong 2017 và 6% trong Q1/2018, so với mức tăng 30%+/năm của những năm trước, do thị trường điện thoại giảm tốc. Việc mở rộng TGDD và ĐMX gần như đã hoàn tất trong năm 2017 và MWG sẽ tập trung cho BHX từ 2018. Chúng tôi giả định chuỗi TGDD sẽ dừng lại ở 1.082 cửa hàng và 727 cửa hàng cho ĐMX trong 2018.

Công ty vẫn đang chỉnh sửa và hoàn thiện mô hình kinh doanh cho BHX trong giai đoạn mở rộng. Trong Q1/2018, BHX ghi nhận doanh thu thuần 606 tỷ đồng (+331% n/n), đóng góp 3% vào tổng doanh thu mặc dù EBITDA vẫn âm ~60 tỷ đồng. MWG dự kiến sẽ đạt con số 500 cửa hàng BHX vào cuối 2018, thấp hơn kế hoạch ban đầu là 1.000 cửa hàng, nhằm cải thiện doanh thu trên mỗi cửa hàng và biên lợi nhuận.

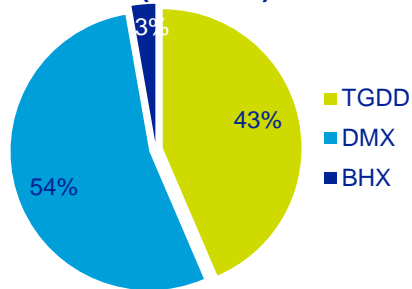
Trong 2018, chuỗi TGDD và ĐMX sẽ tiếp tục là trụ cột chính của MWG. Chúng tôi ước tính tỷ trọng đóng góp doanh thu của BHX có thể đạt trên 5% dù chưa thể ghi nhận lợi nhuận cho đến hết năm sau. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST 2018 của MWG là 86.154 tỷ đồng (+30% n/n) và 2.670 tỷ đồng (+21% n/n). Các chỉ số tài chính trong 2017 vẫn khá tốt với tỷ lệ nợ ròng/EBITDA 0,9x, ROE 45,3% và dòng tiền dương từ hoạt động kinh doanh. Kết hợp phương pháp DCF và phương pháp so sánh, chúng tôi định giá cổ phiếu ở mức 120.071đ/cp.

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
DT thuần (tỷ đồng)	44.613	66.340	86.154	101.120	120.385
Tăng trưởng (%)	76,7%	48,7%	29,9%	17,4%	19,1%
EBITDA (tỷ đồng)	2.511	3.683	4.498	5.154	6.015
Tăng trưởng (%)	57,2%	46,7%	22,1%	14,6%	16,7%
LN ròng (tỷ đồng)	1.577	2.206	2.669	3.169	3.846
Tăng trưởng LN (%)	47,2%	39,8%	21,0%	18,7%	21,4%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	5.127	7.155	8.264	9.812	11.911
Tăng trưởng (%)	40,9%	39,6%	15,5%	18,7%	21,4%
ROE (%)	49,9%	45,3%	36,6%	31,9%	30,1%
ROA (%)	14,3%	11,7%	11,4%	13,0%	15,3%
Nợ ròng /EBITDA (x)	1,5	0,9	0,4	(0,0)	(0,4)
EV/EBITDA (x)	14,7	10,0	8,2	7,2	6,2
P/E (x)	21,3	15,2	13,2	11,1	9,2
P/B (x)	4,4	5,7	4,1	3,1	2,4
Cổ tức (đồng)	1.500	1.500	1.500	2.000	2.000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1,4%	1,4%	1,4%	1,8%	1,8%

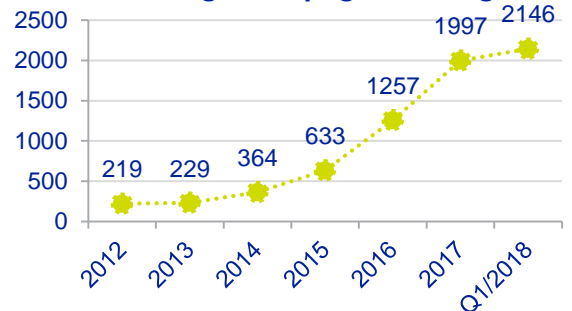
## Nhà bán lẻ điện thoại, điện máy uy tín tại VN

MWG là doanh nghiệp tiên phong thành công với mô hình chuỗi cửa hàng điện thoại di động và các sản phẩm CNTT (TGDD) tại Việt Nam, mở đường cho sự xuất hiện của những chuỗi tương tự sau đó (FPT Retail, Viễn thông A, Viettel v.v...) và đánh dấu thời kỳ thu hẹp thị phần của các cửa hàng nhỏ lẻ. Chuỗi bán lẻ thứ hai của MWG là Điện máy Xanh (ĐMX), chuyên kinh doanh các sản phẩm điện tử-điện máy và đồ gia dụng, cũng nhanh chóng dẫn đầu thị trường, trong khi chuỗi cửa hàng tạp hóa Bách Hóa Xanh (BHX) vẫn đang trong giai đoạn đầu hình thành. Tính đến Q1/2018, tổng số cửa hàng của MWG đang hoạt động là 2.146 (bao gồm 1.080 TGDD, 711 ĐMX và 355 BHX).

**Cơ cấu doanh thu theo chuỗi (Q1/2018)**



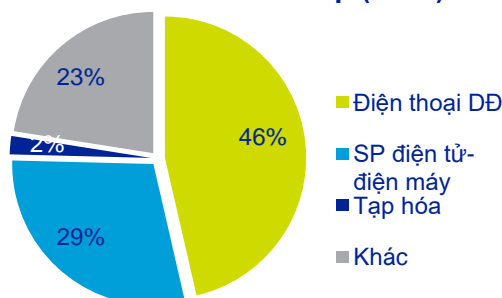
**Tổng số lượng cửa hàng**



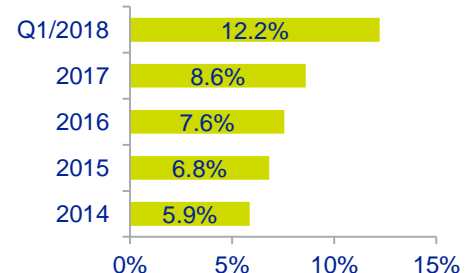
Điện thoại di động và các sản phẩm điện tử-điện máy đóng góp 75% doanh thu thuần và 77% lợi nhuận gộp của công ty trong năm 2017 (theo số liệu của MWG và ước tính của ACBS). Mạng tạp hóa đóng góp 2% doanh thu và có thể sẽ tăng lên 5%+ trong năm nay theo dự phóng của chúng tôi. Chúng tôi ước tính MWG đang nắm giữ 31% thị phần bán lẻ điện thoại và 24% thị phần bán lẻ điện tử-điện máy (dựa trên cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của công ty năm 2017 và thống kê của GFK). Với quy mô tiêu thụ lớn, MWG có thể mua hàng trực tiếp từ hầu hết các nhà sản xuất. Công ty cũng là một điển hình tích cực ứng dụng công nghệ thông tin và chú trọng xây dựng hệ thống ERP trong quản lý doanh nghiệp.

Doanh thu bán hàng trực tuyến được thực hiện thông qua trang web thegioididong.com và DienmayXanh.com (bán điện thoại di động, hàng điện máy-điện tử, đồ gia dụng) và vui.vui.com (bán nhiều sản phẩm khác nhau) hiện chỉ mới chiếm tỷ lệ khiêm tốn trong tổng doanh thu công ty nhưng có xu hướng tăng trưởng phần khởi. Trang web vui.vui.com ra mắt vào năm 2016 sẽ tiếp tục mở rộng danh mục sản phẩm và hướng đến mục tiêu là một trong những trang web thương mại điện tử hàng đầu VN về dịch vụ khách hàng. Mặc dù chưa rõ khi nào mục tiêu này sẽ đạt được nhưng việc tận dụng thương mại điện tử và thương mại đa kênh đang mở ra nhiều tiềm năng tăng trưởng cho các nhà bán lẻ hiện nay.

**Cơ cấu DT theo sp (2017)**

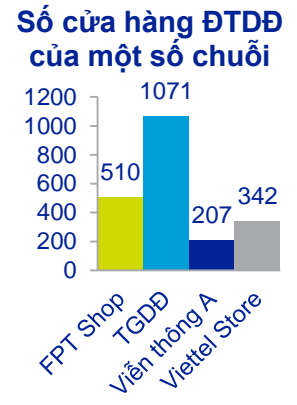
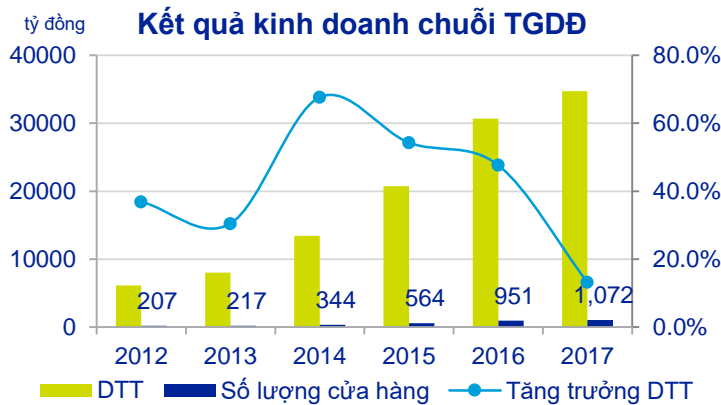


**Tỷ trọng đóng góp của doanh thu online**



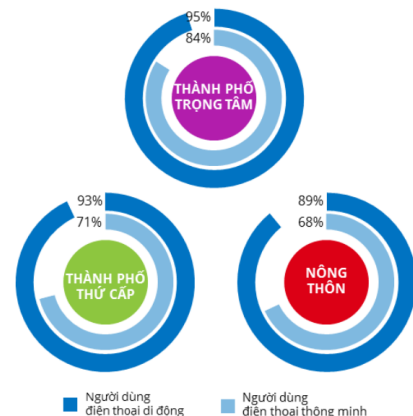
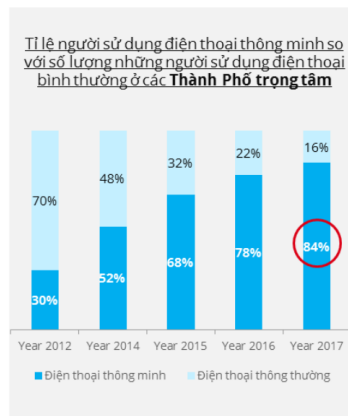
## TGDD – Bước vào giai đoạn trưởng thành

Chuỗi TGDD kinh doanh các sản phẩm điện thoại di động, máy tính bảng, máy tính xách tay và phụ kiện, với diện tích trung bình 100-200m<sup>2</sup> mỗi cửa hàng. Tính đến Q1/2018, TGDD có 1.071 cửa hàng trên toàn quốc và 9 cửa hàng ở Campuchia (việc mở cửa hàng tại Campuchia hiện chỉ nhằm thử nghiệm thị trường, chưa xác định kế hoạch mở rộng quy mô lớn). Nhờ nắm bắt thị trường đúng thời điểm cùng với chiến lược mở rộng nhanh và hệ thống vận hành, dịch vụ tốt (tập trung vào dịch vụ bán hàng và sau bán hàng, trải nghiệm khách hàng, hệ thống ERP và nguồn nhân lực, v.v...), TGDD đã có giai đoạn tăng trưởng rực rỡ trong 2012-2016, với tăng trưởng doanh thu thuần trên 30%/năm. CAGR doanh thu thuần 2012-2017 là 41,4%, bao gồm mức tăng chậm lại 13,2% của 2017.



Tuy nhiên, việc sở hữu điện thoại di động hiện đã phổ biến và không còn là một hiện tượng. Điện thoại di động, đặc biệt là điện thoại thông minh, với giá cả phải chăng hơn và nhiều tính năng tiện lợi (vd: có thể tiếp cận mạng xã hội, thương mại điện tử và nhiều ứng dụng khác), gần như đã trở thành một trong những vật dụng phải có của mỗi người trong cuộc sống ngày nay. Chúng tôi không tìm thấy thống kê chính thức về số lượng điện thoại di động bán ra qua các năm tại Việt Nam, tuy nhiên theo số liệu của Cục Viễn thông, số thuê bao điện thoại di động tính đến tháng 2/2018 là 119,5 triệu (tương đương số thuê bao điện thoại di động trên 100 dân là khoảng 128). Ngoài ra, báo cáo của Nielsen cũng cho thấy tỷ lệ sử dụng điện thoại di động/điện thoại thông minh ở Việt Nam đã đạt mức cao.

## TỈ LỆ SỬ DỤNG ĐIỆN THOẠI THÔNG MINH Ở VIỆT NAM



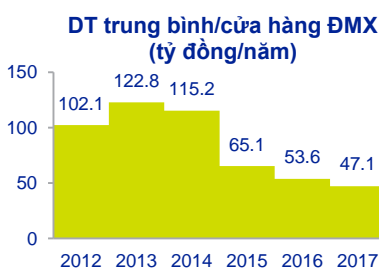
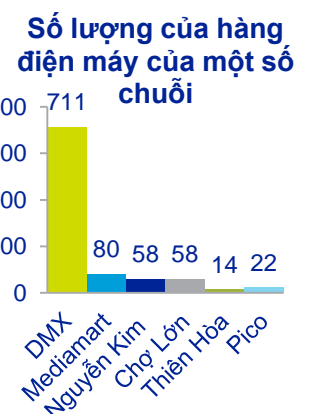
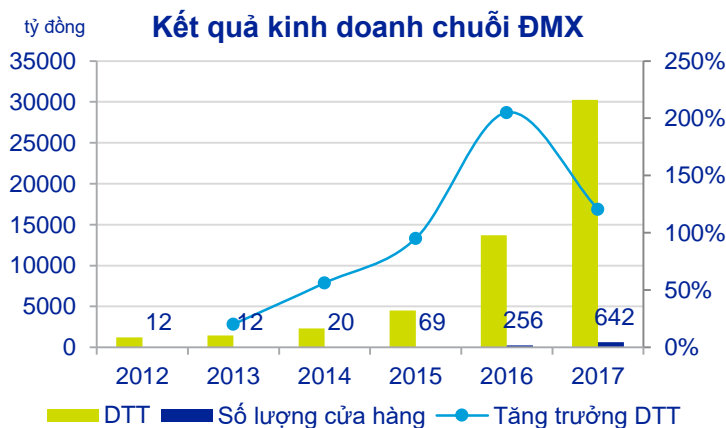
Nguồn: Nielsen Vietnam Smartphone Insight Report, Q4 2017; Key cities: (n=1.882); Secondary cities (n=1.930); Rural (n=2.027)  
Copyright © 2017 The Nielsen Company

Theo đó, đà tăng trưởng mạnh mẽ như những năm trước có thể sẽ khó lặp lại trong tương lai. Chúng tôi cho rằng thị trường điện thoại sẽ vẫn duy trì tăng trưởng nhưng với tốc độ chậm hơn và yếu tố hỗ trợ là xu hướng thay thế (điện thoại cũ sang mới, điện thoại cơ bản sang điện thoại thông minh, điện thoại cấp thấp sang điện thoại cấp trung hoặc cao cấp, v.v...). Dữ liệu GFK cho thấy tăng trưởng thị trường điện thoại di động của Việt Nam năm 2017 chỉ ở mức 9,3% n/n và Q1/2018 là 5,9% n/n, chậm hơn nhiều so với mức tăng trưởng con số hai con số đầy ấn tượng trong những năm trước. Tương tự, doanh thu chuỗi TGDĐ chỉ tăng 6% trong quý 1/2018 và 5% trong 4T2018.

## ĐMX – hoàn tất mở rộng, củng cố hiệu quả

Chuỗi ĐMX chuyên kinh doanh hàng điện tử-điện máy, đồ gia dụng và các sản phẩm công nghệ (điện thoại di động, máy tính bảng, máy tính xách tay và phụ kiện; điện thoại di động đóng góp ~20% doanh thu). Với diện tích 500-1.000m<sup>2</sup> cho mỗi cửa hàng (và 300-400m<sup>2</sup> cho dạng ĐMX mini), ĐMX chủ yếu chỉ bán các mặt hàng cơ bản và cũng dễ tìm kiếm mặt bằng hơn so với các cửa hàng có kích thước từ 3.000 đến 5.000m<sup>2</sup> của các nhà bán lẻ điện máy khác. Cuối năm 2017, MWG công bố mua lại chuỗi điện máy Trần Anh với hệ thống gồm 35 cửa hàng chủ yếu ở miền Bắc. 35 cửa hàng này đã được thay đổi bài trí và hiện hoạt động như các cửa hàng ĐMX.

Tính đến quý 1/2018, ĐMX đã có 711 cửa hàng trên toàn quốc (bao gồm các cửa hàng của Trần Anh và 4 cửa hàng chuyển từ TGDĐ sang ĐMX. Việc chuyển đổi cửa hàng TGDĐ sang ĐMX có thể sẽ còn tiếp tục trong 2018). Vẫn với chiến lược mở rộng nhanh kết hợp với nhiều chiến dịch quảng cáo và kinh nghiệm, kiến thức từ chuỗi TGDĐ đã giúp ĐMX xây dựng thương hiệu chỉ trong vài năm và nhanh chóng đạt tốc độ tăng trưởng cao, dù không có lợi thế người dẫn đầu, bất chấp cạnh tranh từ những đối thủ đã có (như Nguyễn Kim, Chợ Lớn, Mediamart, v.v...) và cả nguy cơ đóng cửa như đã xảy ra với TopCare, HomeOne, Best Carings, WonderBuy, v.v... ĐMX ghi nhận CAGR doanh thu thuần 89,9% trong giai đoạn 2012-2017.



Theo số liệu của GFK, thị trường điện máy Việt Nam vẫn tăng trưởng khá 15,1% trong năm 2017 (mặc dù đây là mức thấp nhất kể từ 2014) và 32,7% trong quý 1/2018. Doanh thu của ĐMX cũng tăng 84% n/n trong Q1/2018 (quý 1 thường là mùa cao điểm) và 77% trong 4T2018, chưa bao gồm phần đóng góp của Trần Anh (814 tỷ đồng trong Q1/2018). Doanh thu trên mỗi cửa hàng giảm xuống còn 47,1 tỷ đồng trong năm 2017 (tương đương ~4 tỷ đồng/tháng) do số lượng cửa hàng mới trong năm 2017 tăng mạnh, chiếm đến 60% tổng số cửa hàng của chuỗi tại cuối năm 2017. Do đó, tác động đóng góp tròn năm của các cửa hàng này cũng là yếu tố hỗ trợ tăng trưởng cho năm nay.

Chúng tôi cho rằng thị trường điện máy vẫn được hỗ trợ đáng kể bởi các yếu tố như thu nhập tăng, mô hình tài chính tiêu dùng phát triển, công nghệ sản phẩm liên tục đổi mới và mức sống cao hơn. Tuy nhiên, với mạng lưới cửa hàng trải rộng như hiện nay, chúng tôi đồng tình với chiến lược sẽ tập trung vào việc củng cố doanh thu trên mỗi cửa hàng thay vì tiếp tục mở rộng ồ ạt của ĐMX. Tăng trưởng hai chữ số vẫn được kỳ vọng cho vài năm tới, nhưng sẽ không nhảy vọt như trong những năm trước.

## Tìm kiếm công thức chiến thắng cho hoạt động mới

Hình thành từ 2015, BHX dự kiến sẽ là thể hệ tăng trưởng tiếp theo của MWG một khi thị trường điện thoại di động và điện máy bước vào giai đoạn tăng trưởng khiêm tốn. TP.HCM là thị trường mục tiêu đầu tiên. Tương tự như một hình thức chợ nhỏ (mini market), BHX kinh doanh các mặt hàng thực phẩm (thực phẩm tươi sống/sơ chế sẵn, thực phẩm đóng gói) và phi thực phẩm, được cung cấp từ nhiều nguồn khác nhau kể cả các bên trung gian. Như đã đề cập trong báo cáo "Chuỗi bán lẻ tại Việt Nam" của chúng tôi hồi tháng 3/2018, mặc dù người tiêu dùng Việt Nam rất quen thuộc với sự thống trị của các kênh thương mại truyền thống nhưng kênh thương mại hiện đại đang tạo nên phần sôi động nhất của bức tranh bán lẻ, đặc biệt là tại khu vực đô thị, với nhiều trải nghiệm mới mẻ và tiện lợi (*chi tiết vui lòng xem báo cáo*).

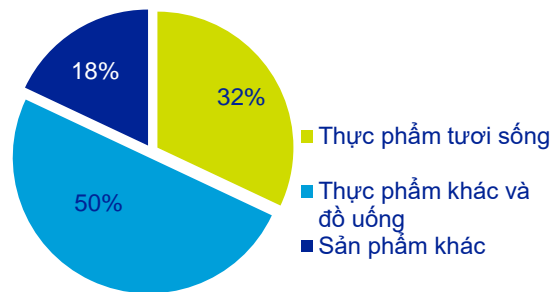
Trong đó, mô hình cửa hàng tạp hóa/cửa hàng tiện lợi, đại siêu thị/siêu thị nằm trong số những phân khúc cạnh tranh nhất. Hàng loạt các nhà bán lẻ nước ngoài như 7-Eleven, Family Mart, B's Mart, Circle K, Big C, Mega Market, Lotte Mart, vv... cùng với những tên tuổi trong nước như Coop Food, VinMart+, VinMart, Coopmart, vv... đã tham gia vào thị trường này. Chúng tôi chia các nhà bán lẻ này thành 3 nhóm: 1) siêu thị (vd: VinMart, Coopmart, Mega Market, Big C), 2) cửa hàng tiện lợi với diện tích dưới 300m<sup>2</sup> không có/có ít thực phẩm tươi sống/sơ chế sẵn (vd: 7-Eleven, Family Mart, B's Mart, Circle K) - khách hàng chính thường là người tiêu dùng trẻ và nhân viên văn phòng; 3) cửa hàng tạp hóa với diện tích dưới 300m<sup>2</sup> và có nhiều thực phẩm tươi sống/sơ chế sẵn (vd: Coop Food, VinMart+, BHX) - khách hàng chính thường là người nội trợ.

BHX chủ động sử dụng công nghệ để sắp xếp, quản lý hàng hóa, xây dựng tồn kho và logistic. Tuy nhiên, nhà đầu tư vẫn đang quan sát khả năng giải quyết của MWG đối với những khác biệt giữa việc điều hành chuỗi bán lẻ hàng công nghệ - điện máy và điều hành chuỗi bán lẻ tạp hóa cũng như cạnh tranh với mô hình chợ truyền thống. Trong Q1/2018, BHX đạt doanh thu thuần 606 tỷ đồng, tăng 331% n/n, đóng góp 3% vào kết quả chung của MWG so với tỷ trọng chỉ 1% trong Q1/2017. Tuy nhiên, EBITDA trong Q1/2018 vẫn còn âm ~ 60 tỷ đồng.

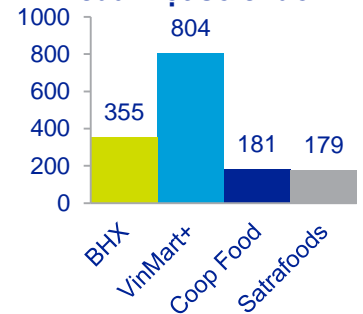
Thực phẩm tươi sống chiếm 32% doanh thu BHX trong quý 1/2018, tiếp theo là các thực phẩm khác, đồ uống và các mặt hàng khác. Là nhóm sản phẩm quan trọng để cạnh tranh với chợ truyền thống và thu hút khách hàng, việc kinh doanh thực phẩm tươi sống cần đáp ứng nhiều yêu cầu về chất lượng, tính đa dạng, nguồn cung và giá cả, v.v... Mặc dù còn nhiều thách thức, ban lãnh đạo MWG đặt mục tiêu tiếp tục nâng cao tỷ trọng đóng góp của nhóm sản phẩm này.

Tóm tắt về chuỗi BHX	2016	2017	Q1/2018	Q1/2018 vs Q1/2017
<b>Doanh thu thuần (tỷ đồng)</b>	249	1,387	606	+331%
<b>Tỷ lệ đóng góp doanh thu</b>	0,6%	2,1%	3%	
<b>Số lượng cửa hàng</b>	50	283	355	+430%
<b>Doanh thu/cửa hàng (tỷ đồng/tháng)</b>	0,42	0,40	0,57	-19%
<b>Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)</b>	-56	-161	n/a	
<b>Khu vực hoạt động</b>	Trước hết tại TP.HCM			
<b>Diện tích cửa hàng</b>	150-160 m <sup>2</sup>			
<b>Sản phẩm</b>	Thực phẩm tươi sống, các thực phẩm khác, đồ uống và các mặt hàng khác.			
<b>Giá cả</b>	Cạnh tranh hoặc rẻ hơn giá chợ, siêu thị.			

### Cơ cấu doanh thu của BHX trong Q1/2018



### Số cửa hàng tạp hóa của một số chuỗi



Ghi chú: số cửa hàng BHX tính đến Q1/2018; Vinmart+ tính đến tháng 5/2018; Coop Food tính đến tháng 11/2017; Satrafoods tính đến tháng 5/2018.

Ngoài 2 quận thử nghiệm là Bình Tân và Tân Phú, hệ thống cửa hàng BHX hiện đã có mặt ở các quận huyện khác. Kế hoạch ban đầu của MWG là sẽ đạt 1.000 cửa hàng BHX tại TP HCM vào cuối năm 2018, tuy nhiên, kế hoạch này đã được thay đổi giảm còn 500 cửa hàng và vị trí các cửa hàng sẽ nằm trên các tuyến đường tương đối lớn dẫn vào khu dân cư thay vì nằm sâu trong khu dân cư như định hướng ban đầu. Chúng tôi cho rằng sự điều chỉnh này là nhằm đảm bảo doanh thu giữa các cửa hàng tương đối đồng đều thay vì mở rộng quá nhanh trong khi một số cửa hàng chỉ đạt doanh thu 400-500 triệu đồng/tháng (so với kỳ vọng 1 tỷ đồng/tháng/cửa hàng). Ngoài ra, công ty vẫn đang nỗ lực cho một công thức hoàn chỉnh cho quá trình mở rộng. Số lượng cửa hàng BHX tính đến cuối năm 2017 là 283 cửa hàng, cuối quý 1/2018 là 355 cửa hàng (bao gồm 3 cửa hàng đóng cửa) và 4T2018 là 367 cửa hàng có mặt tại 19/24 quận huyện của TP.HCM. Việc điều chỉnh này dường như là quyết định phù hợp bởi các cửa hàng mở cửa từ tháng 4/2018 đã ghi nhận doanh thu trên mỗi cửa hàng ~1 tỷ đồng/tháng.

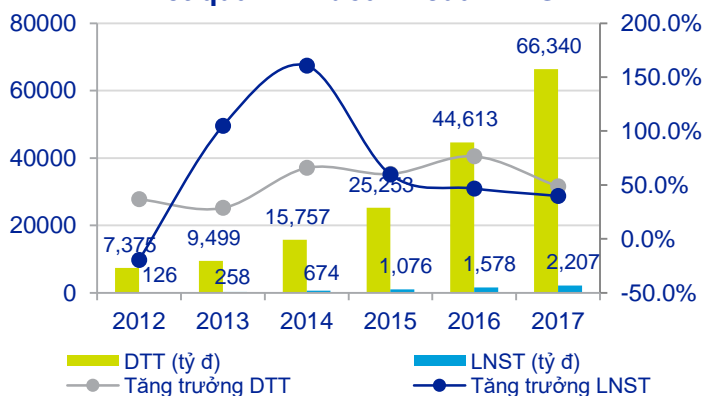
Biên lợi nhuận gộp của BHX có sự cải thiện trong các quý vừa qua, đạt 14% trong Q4/2017 và Q1/2018. Công ty kỳ vọng tỷ lệ này sẽ tăng lên 18% để đạt biên lợi nhuận ròng khoảng 2%, khả thi so với một số công ty cùng ngành trong khu vực. Tuy nhiên, kịch bản này có thể không xảy ra ngay trong năm 2018 và 6T2019. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của BHX ở mức 15% và biên lợi nhuận ròng là -4,4% cho cả năm 2018, tăng so với biên lợi nhuận ròng -11,6% trong năm 2017. Ban lãnh đạo công ty cho rằng thành công của BHX có thể đến chậm nhưng không bày tỏ ý định từ bỏ.

## Triển vọng và định giá

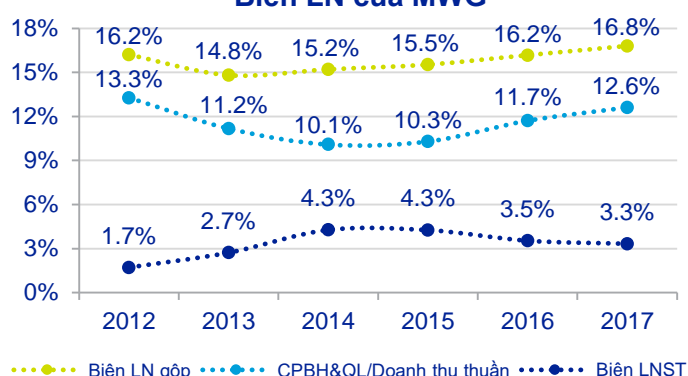
Nhờ tăng trưởng mạnh mẽ của TGDĐ và ĐMX, MWG ghi nhận CAGR giai đoạn 2012-2017 cho doanh thu thuần là 55,2% và LNST là 77,2%, lần lượt đạt 66.340 tỷ đồng và 2.207 tỷ đồng trong năm 2017. Tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu thuần tăng lên 12,6% trong năm 2017, so với mức 11,7% của năm 2016, khiến LNST tăng thấp hơn tăng trưởng doanh thu mặc dù biên lợi nhuận gộp tăng từ 16,2% lên 16,8% trong cùng kỳ. Biên lợi nhuận sau thuế 2017 đạt 3,3%.

Kết thúc quý 1/2018, MWG đạt 22.764 tỷ đồng doanh thu thuần (+46% n/n) và 807 tỷ đồng LNST (+45% n/n) với biên lợi nhuận gộp là 17,5% (so với 17% trong Q1/2017) và biên lợi nhuận sau thuế là 3,5%. Biên lợi nhuận mỏng thường là một đặc điểm của các nhà bán lẻ, mặc dù MWG vượt trội hơn so với đơn vị đứng thứ hai là FPT Retail (HSX: FRT).

**Kết quả kinh doanh của MWG**



**Biên LN của MWG**



Trong ba năm tới, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận này sẽ tăng nhẹ nhờ chuỗi BHX cải thiện khả năng sinh lợi, trong khi biên lợi nhuận của mảng điện thoại di động và điện tử-điện máy khá ổn định với quy mô hiện tại. Việc mở rộng chuỗi TGDĐ và ĐMX gần như đã hoàn tất trong năm 2017 và công ty sẽ tập trung cho chuỗi BHX từ năm 2018. Chúng tôi giả định chuỗi TGDĐ sẽ dừng lại ở 1.082 cửa hàng (bao gồm các cửa hàng ở Campuchia) và 727 cửa hàng cho ĐMX trong 2018. Đối với BHX, chúng tôi cho rằng mục tiêu đạt 500 cửa hàng tại TPHCM vào cuối năm 2018 là có thể đạt được.

Trong 2018, chuỗi TGDĐ và ĐMX sẽ tiếp tục là trụ cột chính của MWG. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu thuần cho chuỗi TGDĐ là 7,7% n/n và ĐMX là 45,2% n/n trong 2018. BHX có thể sẽ mang về 4.856 tỷ đồng doanh thu thuần, đóng góp 5,6% vào tổng doanh thu trong năm nay. Nhìn chung, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và LNST của MWG đạt 86.154 tỷ đồng và 2.670 tỷ đồng, tương ứng tăng 30% và 21% n/n trong 2018.

Tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu và nợ ròng/EBITDA tăng khá nhiều trong giai đoạn 2015-2017 so với giai đoạn trước trong khi các chỉ số khả năng thanh toán và hoạt động giảm, tương ứng với chiến lược mở rộng mạng lưới nhanh, đầu tư cho M&A và các hoạt động kinh doanh mới. Bảng cân đối kế toán của MWG ghi nhận 1.200 tỷ đồng nợ dài hạn vào cuối năm 2017 (gồm 1.113 tỷ đồng từ phát hành trái phiếu và 87 tỷ đồng từ các khoản vay ngân hàng) và phát hành riêng lẻ 6,18 triệu cổ phiếu vào đầu năm 2018 để tài trợ cho thương vụ M&A với Trần Anh và chuỗi cửa hàng dược phẩm An Khang. Về An Khang, MWG không có ý định hợp nhất thành công ty con trong thời gian tới và chưa phải là trọng tâm của công ty trong vài năm tới.



	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Vòng quay tồn kho (vòng)	6,8	7,2	7,7	6,0	5,2	5,2
Vòng quay khoản phải thu (vòng)	40,8	46,7	57,9	54,1	43,6	31,8
Vòng quay khoản phải trả (vòng)	9,5	13,1	17,1	16,3	12,6	9,6
Hệ số thanh toán hiện hành (lần)	1,1	1,4	1,5	1,3	1,1	1,2
Hệ số thanh toán nhanh (đã loại hàng tồn kho và khoản phải thu ngắn hạn) (lần)	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,3
Nợ ròng / Vốn CSH	62,8%	26,0%	27,5%	68,9%	98,8%	57,4%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1,2	0,5	0,4	1,1	1,5	0,9

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh và Chiết khấu dòng tiền (CKDT) để định giá cổ phiếu MWG. Đối với phương pháp P/E, chúng tôi sử dụng các công ty so sánh gồm các nhà bán lẻ hàng tiêu dùng công nghệ, điện tử, điện máy và các nhà bán lẻ sở hữu chuỗi cửa hàng tiện lợi/tạp hóa/siêu thị tại các thị trường mới nổi khu vực châu Á Thái Bình Dương. Theo đó, chúng tôi thấy rằng P/E trung bình (có tỷ trọng theo vốn hóa thị trường) của các công ty tương tự ở mức 20,3x. Tuy nhiên, do BHX chưa có đóng góp đáng kể vào kết quả của MWG, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 25% để tính P/E cho MWG, tương đương với P/E mục tiêu là 15,2x. Kết hợp cả 2 phương pháp, giá mục tiêu của chúng tôi cho cổ phiếu MWG là 120.071 đồng/cp.

Phương pháp định giá	Giá	Tỷ trọng
CKDT	114.531	50%
P/E	125.610	50%
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>120.071</b>	

## So sánh P/E

Mã cổ phiếu	Tên công ty	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E
900923 CH Equity	SHANGHAI BAILIAN GROUP CO-B	73.310	17,6
007070 KS Equity	GS RETAIL CO LTD	61.446	26,1
PGOLD PM Equity	PUREGOLD PRICE CLUB INC	56.011	21,7
RRHI PM Equity	ROBINSONS RETAIL HOLDINGS IN	52.861	23,5
603708 CH Equity	JIAJIAYUE GROUP CO LTD-A	42.088	38,3
071840 KS Equity	LOTTE HIMART CO LTD	39.275	12,2
5903 TT Equity	TAIWAN FAMILYMART CO LTD	30.921	26,8
COM7 TB Equity	COM7 PCL	15.478	31,9
1700 HK Equity	SPRINGLAND INTERNATIONAL HOL	13.099	11,1
600361 CH Equity	BEIJING HUALIAN HYPERMARKE-A	12.037	32,1
TELE IJ Equity	TIPHONE MOBILE INDONESIA TBK	10.174	14,6
2450 TT Equity	SENAO INTERNATIONAL CO LTD	10.103	15,1
SEM MK Equity	7-ELEVEN MALAYSIA HOLDINGS B	9.895	33,9
CARG SL Equity	CARGILLS (CEYLON) PLC	7.375	15,4
FRT VN Equity	FPT DIGITAL RETAIL JSC	6.147	21,9
6281 TT Equity	E-LIFE MALL CORPORATION	4.967	13,7
MIDI IJ Equity	MIDI UTAMA INDONESIA TBK PT	4.725	27,4
MRSGI PM Equity	METRO RETAIL STORES GROUP	4.447	10,5
2430 TT Equity	TSANN KUEN ENTERPRISE CO LTD	3.123	12,2
<b>Trung bình P/E (theo tỷ trọng vốn hóa)</b>			<b>20,3</b>
MWG VN Equity	MOBILE WORLD INVESTMENT CORP	34.291	13,5

<b>MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ MWG</b>	Giá hiện tại (đồng):	109.000	Giá mục tiêu (đồng):	120.071	Vốn hóa (tỷ đồng):	35.195
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>44.613</b>	<b>66.340</b>	<b>86.154</b>	<b>101.120</b>	<b>120.385</b>	
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>76,7%</i>	<i>48,7%</i>	<i>29,9%</i>	<i>17,4%</i>	<i>19,1%</i>	
Chuỗi TGDD	30.655	34.708	37.397	40.014	42.815	
Chuỗi ĐMX	13.709	30.245	43.902	52.683	61.639	
Chuỗi BHX	249	1.387	4.856	8.423	15.931	
GVHB trừ khấu hao	37.013	54.508	70.751	83.028	98.806	
Chi phí bán hàng	4.288	7.017	9.285	10.999	13.215	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	935	1.345	1.834	2.152	2.562	
Doanh thu tài chính	134	215	215	215	215	
Chi phí tài chính	0	1	1	2	2	
<b>EBITDA</b>	<b>2.511</b>	<b>3.683</b>	<b>4.498</b>	<b>5.154</b>	<b>6.015</b>	
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,0%</i>	
Khấu hao	387	690	931	1.033	1.138	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>2.125</b>	<b>2.993</b>	<b>3.568</b>	<b>4.121</b>	<b>4.877</b>	
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,1%</i>	
Lợi nhuận/Lỗ khác	(1)	14	-	-	-	
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	-	-	-	-	-	
Chi phí lãi vay ròng	118	198	230	158	67	
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>4,3%</i>	<i>5,5%</i>	<i>8,1%</i>	<i>11,1%</i>	<i>-11,7%</i>	
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>18,0</i>	<i>15,1</i>	<i>15,5</i>	<i>26,2</i>	<i>73,2</i>	
Thuế	428	602	668	793	962	
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>21,3%</i>	<i>21,5%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	
Lợi ích CĐTS	1	1	1	2	2	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.577</b>	<b>2.206</b>	<b>2.669</b>	<b>3.169</b>	<b>3.846</b>	
Tiền mặt đạt được	1.964	2.895	3.599	4.202	4.984	
Tổng số lượng cổ phiếu	153.951.000	316.990.000	323.170.000	323.170.000	323.170.000	
<b>EPS (VND) (sau khi trừ cp quỹ)</b>	<b>10.249</b>	<b>7.155</b>	<b>8.264</b>	<b>9.812</b>	<b>11.911</b>	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>5.127</b>	<b>7.155</b>	<b>8.264</b>	<b>9.812</b>	<b>11.911</b>	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>40,9%</i>	<i>39,6%</i>	<i>15,5%</i>	<i>18,7%</i>	<i>21,4%</i>	

<b>CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
Thay đổi vốn lưu động	1.718	148	832	960	944
Capex	1.278	2.065	723	434	781
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	0	0	0	0	0
Các khoản mục dòng tiền khác	-831	-143	-434	-469	-349
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>-1.862</b>	<b>539</b>	<b>1.610</b>	<b>2.339</b>	<b>2.911</b>
Phát hành cp	0	92	576	0	0
Cổ tức đã trả	220	232	485	646	646
Thay đổi nợ rỗng	2.083	-400	-1.702	-1.693	-2.265
<b>Nợ rỗng cuối năm</b>	<b>3.792</b>	<b>3.393</b>	<b>1.691</b>	<b>-2</b>	<b>-2.267</b>
<b>Vốn CSH</b>	<b>3.839</b>	<b>5.906</b>	<b>8.667</b>	<b>11.189</b>	<b>14.389</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	24.945	19.157	26.837	34.647	44.556
Nợ rỗng / VCSH (%)	98,8%	57,4%	19,5%	0,0%	-15,8%
Nợ rỗng / EBITDA (x)	1,5	0,9	0,4	0,0	-0,4
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14.854</b>	<b>22.823</b>	<b>23.881</b>	<b>24.711</b>	<b>25.646</b>

<b>CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
ROE (%)	49,9%	45,3%	36,6%	31,9%	30,1%
ROA (%)	14,3%	11,7%	11,4%	13,0%	15,3%
ROIC (%)	28,3%	27,9%	29,0%	30,6%	33,5%
WACC (%)	9,2%	11,1%	13,7%	15,0%	15,0%
EVA (%)	19,0%	16,8%	15,3%	15,6%	18,5%
P/E (x)	21,3	15,2	13,2	11,1	9,2
EV/EBITDA (x)	14,7	10,0	8,2	7,2	6,2
EV/FCF (x)	-19,9	68,6	23,0	15,8	12,7
P/B (x)	4,4	5,7	4,1	3,1	2,4
P/S (x)	0,8	0,5	0,4	0,3	0,3
EV/sales (x)	0,8	0,6	0,4	0,4	0,3
PEG	0,7	0,6	0,7	0,6	0,5
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1,4%	1,4%	1,4%	1,8%	1,8%

## LIÊN HỆ

### Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM  
Tel: (+84 28) 3823 4159  
Fax: (+84 28) 3823 5060

### Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: (+84 4) 3942 9395  
Fax: (+84 4) 3942 9407

## PHÒNG PHÂN TÍCH

### Trưởng bộ phận – Phân tích Cơ bản

**Nguyễn Bình Thanh Giao**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

[giaonbt@acbs.com.vn](mailto:giaonbt@acbs.com.vn)

### CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

**Lương Thị Kim Chi**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)

[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

### CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện,

**Trần Thị Hải Yến**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)

[yentran@acbs.com.vn](mailto:yentran@acbs.com.vn)

### CVPT – Bất động sản

**Phạm Thái Thanh Trúc**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)

[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

### NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

**Trần Nhật Trung**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)

[trungtn@acbs.com.vn](mailto:trungtn@acbs.com.vn)

### NVPT – Thép, Điện

**Nguyễn Trí Cường**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

[cuongnt@acbs.com.vn](mailto:cuongnt@acbs.com.vn)

### NVPT – Dầu khí

**Phan Việt Hưng**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)

[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

### NVPT – Kinh tế Vĩ mô, Thị trường Trái phiếu

**Trần Vi Phúc**

(+84 28) 3823 4159 (ext:  
250)

[phuctv@acbs.com.vn](mailto:phuctv@acbs.com.vn)

### NVPT – Logistics, Nhựa

**Trịnh Viết Hoàng Minh**

(+84 28) 3823 4159 (ext:  
352)

[minhtvh@acbs.com.vn](mailto:minhtvh@acbs.com.vn)

### NVPT – Kỹ thuật

**Lương Duy Phước**

(+84 28) 3823 4159 (x250)

[phuocld@acbs.com.vn](mailto:phuocld@acbs.com.vn)

## KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

### Giám đốc Khách hàng Định chế

**Tyler Cheung**

(+84 28) 54 043 070

[tyler@acbs.com.vn](mailto:tyler@acbs.com.vn)

### Trưởng bộ phận

**GDKHĐC**

**Huỳnh Thị Mỹ Hạnh**

(+84 28) 5404 6632

[hanhhtm@acbs.com.vn](mailto:hanhhtm@acbs.com.vn)

### Chuyên viên cao cấp PTKH

**Phan Hồng Diệp**

(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)

[diepph@acbs.com.vn](mailto:diepph@acbs.com.vn)

### Nhân viên GDKHĐC

**Nguyễn Xuân Hằng**

(+84 28) 38234160

[hangnx@acbs.com.vn](mailto:hangnx@acbs.com.vn)

### Nhân viên GDKHĐC

**Trần Thị Thanh**

(+84 28) 54046626

[thanhtt@acbs.com.vn](mailto:thanhtt@acbs.com.vn)

### Nhân viên GDKHĐC

**Lý Ngọc Dung**

(+84 28) 54046630

[dungln.hso@acbs.com.vn](mailto:dungln.hso@acbs.com.vn)

## KHUYẾN CÁO

### Nguyên Tắc Khuyến Nghị

**GIỮ:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn 0-15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

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

**BÁN:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

### Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

### Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

### Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

**Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

**Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.**

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2018). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.