

CTCP ĐẦU TƯ THẾ GIỚI DI ĐỘNG (MWG – HSX)

Lạc quan với triển vọng kinh doanh năm 2015

Cùng với sự tăng trưởng của thị trường bán lẻ thiết bị điện tử, đặc biệt là thị trường điện thoại, MWG đã đạt mức tăng trưởng cao và ổn định qua các năm, với tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2010-2014 hơn 54%, cao gấp đôi tăng trưởng trung bình ngành. Thương hiệu **thegioiiddong.com** của MWG đã khẳng định được vị thế số một trên thị trường bán lẻ thiết bị điện thoại. Ngoài ra, Công ty cũng đang xây dựng thương hiệu **Điện máy Xanh** (trước đây là **dienmay.com**) cho lĩnh vực bán lẻ điện máy nhằm đảm bảo tăng trưởng của MWG trong dài hạn khi thị trường điện thoại Việt Nam bão hòa. Với hai chuỗi cửa hàng **thegioiiddong.com** và **Điện máy Xanh**, MWG hiện đang sở hữu hơn 420 siêu thị trên toàn quốc, với gần 128 siêu thị mở mới trong năm 2014. Các siêu thị mở mới đúng vào thời điểm thị trường phát triển “bùng nổ” giúp MWG thu hồi vốn nhanh và đóng góp tích cực vào tăng trưởng chung của toàn hệ thống trong các năm tiếp theo. Ngoài ra, MWG đang trong giai đoạn hưởng lợi thể kinh tế theo quy mô nhờ quản lý tốt vốn lưu động, các chi phí quản lý và bán hàng. Do đó, biên lợi nhuận và hiệu quả sử dụng vốn cải thiện dần theo quy mô tăng trưởng của doanh nghiệp.

MWG được đánh giá sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng tích cực trong hai năm tiếp theo. Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng cần có cái nhìn thận trọng với các hoạt động đầu tư mở rộng, đặc biệt là mảng kinh doanh điện máy của doanh nghiệp.

Theo ước tính của chúng tôi, mức tăng trưởng EPS năm 2015 và 2016 sẽ khoảng 46% và 30%. Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) và phương pháp so sánh (P/E), chúng tôi xác định mức giá hợp lý của MWG là 101.000 đồng/cp, cao hơn giá đóng cửa ngày 25/05/2015 khoảng 30%. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** trong **TRUNG HẠN**.

Tiêu điểm đầu tư

- Nhu cầu thị trường cao nhờ xu hướng chuyển đổi sang sản phẩm thông minh và sự gia tăng dân số thuộc tầng lớp trung lưu
- Hệ thống siêu thị vừa mở mới duy trì đà tăng trưởng của Công ty
- Nhận dạng thương hiệu online **thegioiiddong.com** tạo lợi thế tiếp cận khách hàng
- Tình hình tài chính ổn định tạo nền tảng giúp MWG mở rộng kinh doanh

Rủi ro

- Doanh thu Công ty đang phụ thuộc vào doanh số các sản phẩm điện thoại
- Mảng kinh doanh **Điện máy Xanh** gặp nhiều thách thức hơn kinh doanh điện thoại
- Thị trường điện thoại thông minh 3G tiến dần về ngưỡng bão hòa

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	9.498,8	15.756,7	23.724,4	29.664,8
% tăng trưởng	28,8%	65,9%	50,6%	25,0%
Lợi nhuận sau thuế	255,6	668,1	908,7	1.187,2
% tăng trưởng	104,4%	161,4%	36,0%	30,6%
Tỷ suất LNST (%)	2,7%	4,2%	3,8%	4,0%
ROA (%)	13,4%	23,7%	21,0%	19,7%
ROE (%)	40,7%	58,7%	47,0%	41,7%
EPS (VND)	24.294	5.975	6.467	9.115
EPS đ/chính (VND)	1.832	4.779	6.991	9.115
Giá trị sổ sách (VND)	73.041	13.174	17.006	23.438
P/E (x)		18,2	14,6	
P/BV (x)		8,3		

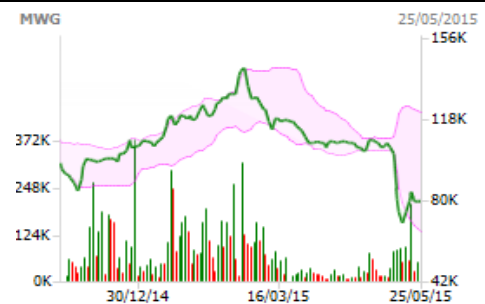
Nguồn: MWG, RongViet Research

MUA

Giá thị trường (VND)	77.500
Giá mục tiêu (VND)	101.000
Thời gian đầu tư	Trung hạn

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	11.185
SLCPLH	139.812.672
Beta	0,83
Free Float (%)	26,32%
Giá cao nhất 52 tuần	142.000
Giá thấp nhất 52 tuần	48.000
KLGD bình quân 20 phiên	59.890



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
MWG	-32	N/A	N/A
Bán lẻ	-7	N/A	N/A
VN 30 Index	-6	-2	N/A
VN Index	-5	4	19

Cổ đông lớn (%)

Công ty TNHH Tư vấn Đầu tư Thế giới Bán lẻ	13,8
Mekong Enterprise Fund II	11,4
Công ty TNHH Tri Tâm	10,3
CDH Electric Bee Limited	9,4
Mutual Fund Elite	6,8
Ntasian Discovery Master Fund	5,5
Sở hữu của NĐTNN	49,0

Huỳnh Minh Tuấn

(084) 08- 6299 2006 – Ext 326

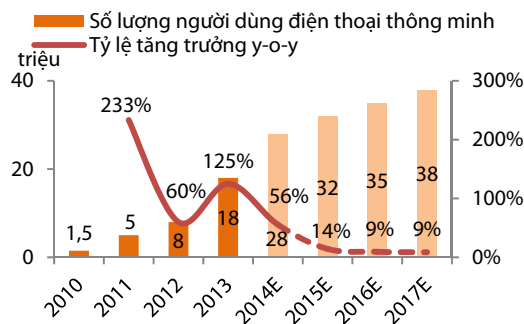
tuan.hm@vdsc.com.vn

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nhu cầu thị trường duy trì tại mức cao nhờ xu hướng chuyển dịch sang dòng sản phẩm thông minh và sự gia tăng dân số thuộc tầng lớp trung lưu

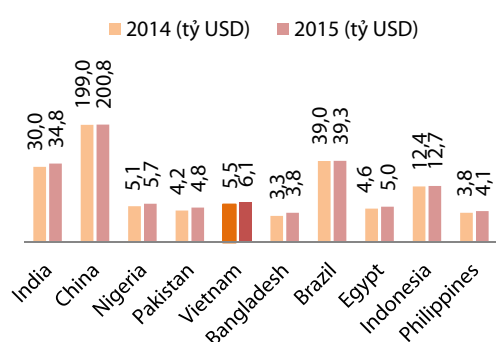
Nhu cầu thị trường đối với dòng sản phẩm điện thoại được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong năm 2015 nhờ vào xu hướng chuyển dịch của người dùng sang sản phẩm điện thoại thông minh. Theo dự báo của Emarketer, cuối năm 2015, Việt Nam sẽ đạt được tỷ lệ thâm nhập điện thoại thông minh tương đương với các nước trong khu vực và toàn cầu.

Hình 1. Số lượng người dùng và tốc độ tăng trưởng điện thoại thông minh tại Việt Nam



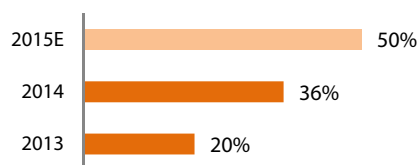
Nguồn: Emarketer

Hình 2. 10 thị trường thiết bị công nghệ tăng trưởng giá trị lớn nhất thế giới năm 2015

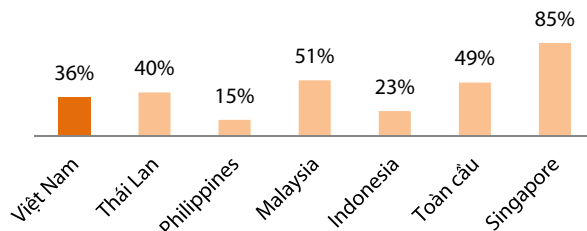


Nguồn: Gfk

Hình 3. Tỷ lệ thâm nhập của điện thoại thông minh tại Việt Nam



Hình 4. Tỷ lệ thâm nhập điện thoại thông minh tại một số quốc gia trên thế giới năm 2014



Nguồn: Công ty nghiên cứu thị trường TNS

Đồng thời, tốc độ gia tăng dân số Việt thuộc tầng lớp trung lưu tăng cao, với ước tính mỗi năm có thêm 2 triệu dân gia nhập tầng lớp trung lưu. Khi thu nhập người tiêu dùng Việt cao hơn thì hành vi tiêu dùng cũng thay đổi. Người mua thường dễ dàng đưa ra quyết định mua sắm và có nhu cầu cao hơn đối với các sản phẩm đang dùng như điện thoại hoặc điện máy. Tức số lượng khách hàng có nhu cầu chuyển đổi sản phẩm mới sẽ gia tăng. Điều này rất có lợi cho doanh nghiệp bán lẻ chiếm được thị phần cao như MWG nhờ sở hữu một lượng lớn khách hàng cũ tiềm năng. Những khách hàng này thường có khuynh hướng quay trở lại hệ thống của MWG mua hàng khi có nhu cầu và cũng có thể giới thiệu người quen đến mua hàng. Do đó, doanh số từ lượng khách hàng này sẽ giúp duy trì doanh thu của MWG cũng như tạo ra lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ.

Tăng trưởng năm 2015 nhờ hệ thống siêu thị mở mới

Gần 120 siêu thị mở mới trong năm 2014 sẽ là một trong hai nguồn tăng trưởng doanh thu lớn trong năm 2015. Do đa phần các siêu thị này đều được mở vào giai đoạn nửa cuối năm 2014 (số tháng hoạt động bình quân của các siêu thị mở mới trong năm 2014 chỉ khoảng 4,32 tháng) nên doanh thu vẫn chưa được ghi nhận đủ 12 tháng. Theo ước tính của người phân tích, doanh thu đóng góp của các siêu

thị này trong năm 2015 sẽ vào khoảng 6.137 tỷ đồng, tương đương 31,5% tổng doanh thu hệ thống **thegioididong.com**.

Nguồn tăng trưởng doanh thu chính thứ hai là các siêu thị sẽ mở mới trong năm 2015 để chiếm thị phần của các cửa hàng nhỏ lẻ cũng như khai thác các thị trường chưa bão hòa. Theo kế hoạch phát triển của doanh nghiệp, năm 2015 MWG sẽ mở tiếp hơn 100 siêu thị **thegioididong.com**. Theo ước tính dựa trên hoạt động của các siêu thị mở mới trong năm 2014, người phân tích đánh giá doanh thu này sẽ đóng góp khoảng 1.623 tỷ đồng trong năm 2015, giúp **thegioididong.com** tăng trưởng thêm 12,5%.

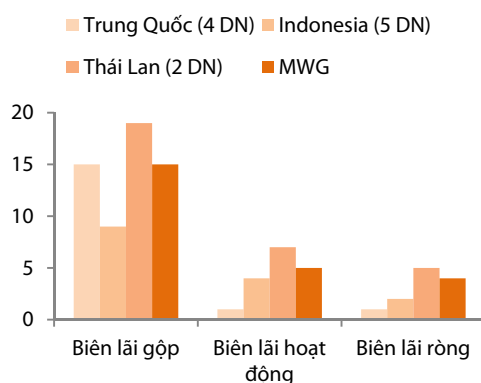
Nhận dạng thương hiệu online tốt tạo lợi thế cho thegioididong.com tiếp cận khách hàng tiềm năng mới

Chúng tôi sử dụng công cụ tìm kiếm từ khóa Google để kiểm chứng mức độ nhận dạng thương hiệu online đối với thương hiệu **thegioididong.com**. Qua khảo sát từ khóa Google, hầu như tất cả từ khóa liên quan đến mua bán sản phẩm điện thoại, máy tính bảng... đều được website **thegioididong.com** chiếm giữ vị trí đầu (Phụ lục 1). Đồng thời, theo Alexa, đơn vị cung cấp dịch vụ xếp hạng website, **thegioididong.com** cũng được xếp hạng cao nhất về lưu lượng truy cập so với các website của các đối thủ chính trong ngành (Phụ lục 2). Điều này cho thấy **thegioididong.com** đang giữ lợi thế trong việc tiếp cận khách hàng tiềm năng mới. Bởi vì, khi mua các sản phẩm điện tử viễn thông, khách hàng thường có xu hướng tìm kiếm thông tin trên google trước khi tiếp cận sản phẩm thực tế tại các cửa hàng.

Tình hình tài chính ổn định tạo nền tảng giúp MWG mở rộng kinh doanh

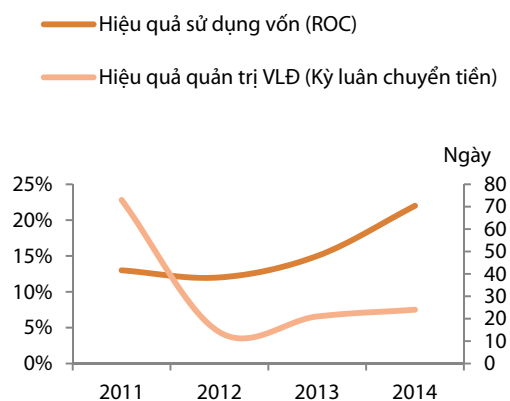
Dù mở rộng hệ thống bán lẻ trên toàn quốc nhưng các hệ số về quản trị vốn lưu động như số ngày tồn kho, phải thu, phải trả và vòng luân chuyển tiền của MWG đều tốt hơn trung bình ngành. Bên cạnh đó, các biên lợi nhuận cũng được giữ ổn định và vẫn còn cao hơn trung bình ngành. Tỷ suất sinh lời trên vốn của MWG cũng tăng trưởng tốt khi quy mô liên tục mở rộng, đặc biệt là lần mở rộng năm 2014.

Hình 5. Biên lợi nhuận của MWG so với một số trung bình ngành trong khu vực



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

Hình 6. Hiệu quả sử dụng vốn và quản trị vốn lưu động của MWG giai đoạn 2011-2014



Nguồn: MWG, RongViet Research



RỦI RO

Trong khi tăng trưởng giai đoạn 2015-2016 vẫn có khả năng duy trì tốt, chúng tôi có một số quan ngại đối với triển vọng tăng trưởng dài hạn của MWG:

Doanh thu của Công ty đang phụ thuộc vào doanh số các sản phẩm điện thoại

Doanh số đến từ các sản phẩm điện thoại chiếm khoảng 90% tổng doanh thu của MWG. Do đó, hoạt động của MWG sẽ bị ảnh hưởng đáng kể nếu trong tương lai dự địa tăng trưởng của thị trường điện thoại không còn tốt như hiện tại, đặc biệt là trong tầm nhìn trên 3 năm, khi tỷ lệ xâm nhập điện thoại thông minh của Việt Nam đạt đến ngưỡng bão hòa như các quốc gia phát triển.

Việc kinh doanh sản phẩm điện máy sẽ gặp nhiều thách thức hơn so với kinh doanh sản phẩm điện thoại, bởi lẽ:

- Thị trường bán lẻ điện máy hiện có nhiều đối thủ cạnh tranh đang không ngừng mở rộng mạng lưới hoạt động, điển hình như: Nguyễn Kim - sau khi hợp tác chiến lược với tập đoàn bán lẻ Central Group (Thái Lan), DN dự kiến sẽ nâng gấp đôi số lượng cửa hàng điện máy từ nay đến năm 2019; VinPro thuộc sở hữu tập đoàn Vingroup, dự kiến sẽ mở hơn 25 trung tâm điện máy trong năm 2015 và hơn 100 cửa hàng công nghệ VinPro+.
- Sản phẩm điện máy có thời gian thay thế sản phẩm dài hơn so với sản phẩm điện thoại (tỷ lệ này chỉ khoảng 2 năm).
- Nhận dạng thương hiệu online của thương hiệu “Điện máy Xanh” còn hạn chế. Trong khảo sát từ khóa google với các sản phẩm điện máy, đa phần các từ khóa đều thuộc về các website bán hàng của Nguyễn Kim, Điện máy chợ lớn, Mediamart... Đồng thời, xếp hạng về lưu lượng truy cập của website Điện máy Xanh cũng ở vị trí thấp so với đối thủ cùng ngành (Phụ lục 2). Điều này cho thấy Điện máy Xanh sẽ cần thêm thời gian để đầu tư nhiều hơn trong chương trình bán hàng, chăm sóc khách hàng để tạo dựng thương hiệu được nhận diện cao như **thegioididong.com** đã làm được.
- Chi phí đầu tư siêu thị điện máy cao hơn 2-3 lần chi phí đầu tư siêu thị **thegioididong.com**, nhưng biên lợi nhuận thấp hơn kinh doanh sản phẩm điện thoại.

Bảng 7. Các chỉ số tăng trưởng và một số chỉ số của các sản phẩm điện máy, điện lạnh thị trường Việt Nam

Sản phẩm	Tăng trưởng (CAGR) số lượng 2013-2018	Tăng trưởng (CAGR) giá trị 2013-2018	Tỷ lệ thâm nhập (2013)	Vòng đời thay thế sản phẩm
Tủ lạnh	3%	2%	36%	10 năm
Máy điều hòa	4%		24%	12 năm
Sản phẩm giặt ủi	6%	9%		

Nguồn: Euromonitor

Bảng 8. Số lượng siêu thị cửa hàng điện máy mở mới của các công ty trong ngành

Tên chuỗi cửa hàng	Số năm thành lập	2011	2012	2013	2014E	2015F
Nguyễn Kim	19 năm	10	16	21	23	40
Điện máy Chợ Lớn	16 năm		20		22	
VinPro	1 năm					25
Điện máy Xanh	5 năm	7	12	12	20	32

Nguồn: RongViet Research

Thị trường điện thoại thông minh 3G tiến dần về ngưỡng bão hòa

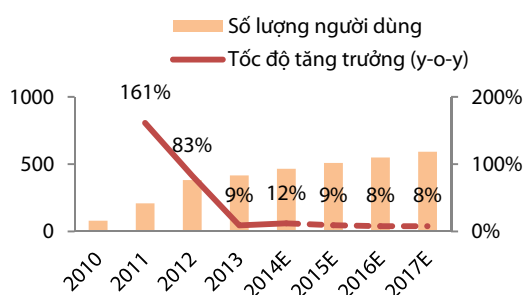
Thị trường điện thoại thông minh tại Việt Nam bắt đầu bùng nổ từ năm 2011, và duy trì tốc độ tăng trưởng người dùng điện thoại thông minh hơn 78%/năm. Đồng thời, tỷ lệ thâm nhập điện thoại thông

minh cũng gia tăng bình quân mỗi năm khoảng 15%, với ước tính sẽ đạt tỷ lệ 50% trong năm 2015, tương đương ngưỡng trung bình toàn cầu.

Quan sát quá trình phát triển thị trường điện thoại thông minh tại một số quốc gia phát triển trước đó (Hàn Quốc, Mỹ, Anh, Trung Quốc,...), chúng tôi cũng thấy số lượng người dùng điện thoại thông minh tăng trưởng mạnh trong vòng khoảng 5-6 năm và sau đó tiến về ngưỡng bão hòa. Chẳng hạn, tại Trung Quốc, thị trường điện thoại thông minh phát triển bùng nổ vào giai đoạn 2010-2013 với CAGR vào khoảng 150% nhờ vào điện thoại chạy nền hệ điều hành Android giá rẻ. Đến năm 2014, thị trường này có dấu hiệu phát triển chậm lại, với tốc độ tăng trưởng chỉ khoảng 18%. Hiện tại, thị trường điện thoại tại Trung Quốc đang trông chờ vào sự thay thế của người dùng sang dòng điện thoại có thể sử dụng được mạng 4G. Tuy nhiên, xu hướng này vẫn chưa đạt được kì vọng của nhà sản xuất và bán lẻ điện thoại tại Trung Quốc.

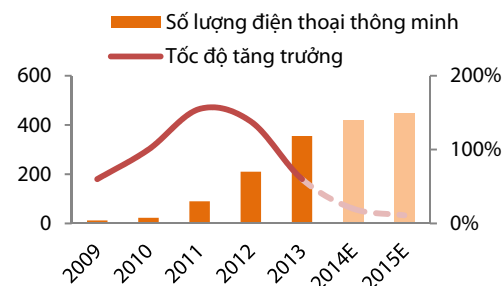
Theo Digitimes Research, thị trường điện thoại thông minh tại Trung Quốc đã vào thời kì bão hòa và các nỗ lực của các nhà mạng Trung Quốc nhằm thúc đẩy điện thoại thông minh 4G trong quý 4/2014 cũng như cả năm 2014 sẽ gặp nhiều hạn chế. Hơn thế, cũng theo nghiên cứu này, điện thoại thông minh 4G được đẩy mạnh khuyến mãi lôi kéo người dùng thì dòng sản phẩm này cũng đồng thời làm thu hẹp thị phần của dòng điện thoại thông minh 3G. Do đó, thị trường sản phẩm điện thoại thông minh tại Trung Quốc sẽ khó quay trở lại thời kì tăng trưởng đột biến như từng diễn ra trong giai đoạn 2011-2013.

Hình 7. Số lượng người dùng điện thoại thông minh tại Trung Quốc



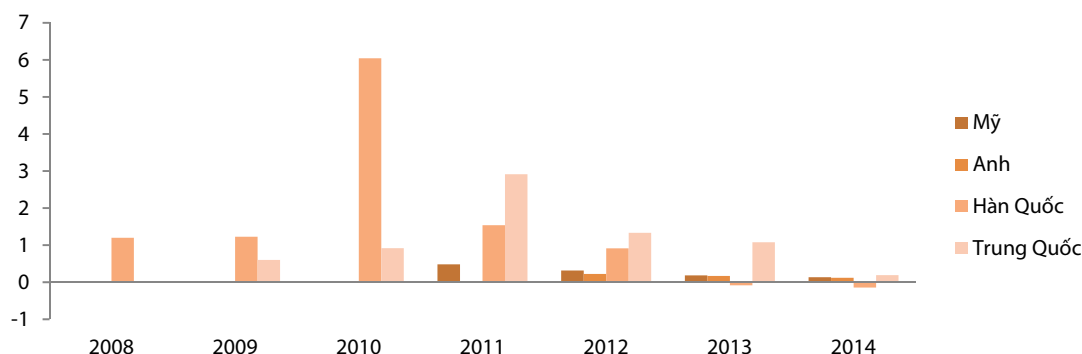
Nguồn: Emarketer

Hình 8. Số lượng điện thoại thông minh tại Trung Quốc



Nguồn: IDC

Hình 9. Tốc độ tăng trưởng người dùng điện thoại thông minh tại một số thị trường đã bão hòa



Nguồn: Statista, Strategy Analytics, Emarketer, RongViet Research



Quan điểm đầu tư

Cùng với sự tăng trưởng của thị trường bán lẻ thiết bị điện tử, đặc biệt là thị trường điện thoại, MWG đã đạt mức tăng trưởng cao và ổn định qua các năm, với tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2010-2014 hơn 54%, cao gấp đôi tăng trưởng trung bình ngành. Thương hiệu **thegioididong.com** của MWG đã khẳng định được vị thế số một trên thị trường bán lẻ thiết bị điện thoại. Ngoài ra, Công ty cũng đang xây dựng thương hiệu **Điện máy Xanh** (trước đây là dienmay.com) cho lĩnh vực bán lẻ điện máy nhằm đảm bảo tăng trưởng của MWG trong dài hạn khi thị trường điện thoại Việt Nam bão hòa. Với hai chuỗi cửa hàng **thegioididong.com** và **Điện máy Xanh**, MWG hiện đang sở hữu hơn 420 siêu thị trên toàn quốc, với gần 128 siêu thị mở mới trong năm 2014. Các siêu thị mở mới đúng vào thời điểm thị trường phát triển "bùng nổ" giúp MWG thu hồi vốn nhanh và đóng góp tích cực vào tăng trưởng chung của toàn hệ thống trong các năm tiếp theo. Ngoài ra, MWG đang trong giai đoạn hưởng lợi thế kinh tế theo quy mô nhờ quản lý tốt vốn lưu động, các chi phí quản lý và bán hàng. Do đó, biên lợi nhuận và hiệu quả sử dụng vốn cải thiện dần theo quy mô tăng trưởng của doanh nghiệp.

MWG được đánh giá sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng tích cực trong hai năm tiếp theo. Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng cần có cái nhìn thận trọng với các hoạt động đầu tư mở rộng, đặc biệt là mảng kinh doanh điện máy của doanh nghiệp.

Theo ước tính của chúng tôi, mức tăng trưởng EPS năm 2015 và 2016 sẽ khoảng 46% và 30%. Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) và phương pháp so sánh (P/E), chúng tôi xác định mức giá hợp lý của MWG là 101.000 đồng/cp, cao hơn giá đóng cửa ngày 25/05/2015 khoảng 30%. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** trong **TRUNG HẠN**.

TỔNG QUAN CÔNG TY

MWG kinh doanh 4 nhóm sản phẩm chính

MWG sở hữu hai hệ thống siêu thị thegioididong và **Điện máy Xanh**, với **Điện máy Xanh** vừa được đổi tên từ thương hiệu **Điện máy Xanh** trong tháng 5/2015. Hai chuỗi siêu thị này kinh doanh các nhóm sản phẩm di động, sản phẩm phụ kiện, sản phẩm điện máy và sản phẩm hòa mạng (SIM).

Sản phẩm di động: Công ty hiện cung cấp hầu hết các dòng sản phẩm của các hãng điện thoại tại thị trường Việt Nam từ dòng cao cấp đến bình dân. Trong đó, dòng sản phẩm có giá dưới 5 triệu chiếm tỷ trọng cao trong doanh số, hơn 80% doanh số. Chỉ duy nhất dòng sản phẩm của Apple là phải nhập hàng từ đại lý phân phối (FPT và Viettel), tất cả các dòng máy khác đều nhập hàng trực tiếp từ nhà cung ứng.

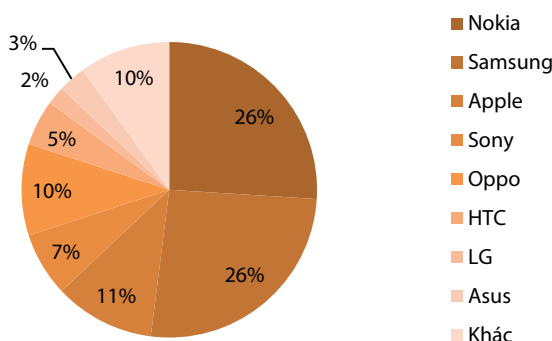
Sản phẩm phụ kiện: doanh số từ mảng này chiếm khoảng 20-30% tổng doanh số của mảng kinh doanh **thegioididong.com**. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, MWG vẫn chưa hài lòng về thị phần của mảng kinh doanh này và nhận thấy tiềm năng phát triển còn rất lớn nên trong tương lai sẽ tiếp tục đẩy mạnh giá tăng doanh số từ dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao này.

Sản phẩm điện máy: **Điện máy Xanh** tập trung vào các mặt hàng điện máy điện lạnh lớn (Major Domestic Appliances - MDA) được tiêu dùng phổ biến trong đại đa số gia đình như: Tivi, tủ lạnh, các sản phẩm điện lạnh khác. Đồng thời, phân khúc được doanh nghiệp tập trung là các sản phẩm tầm trung trở xuống (middle-end), riêng sản phẩm cao cấp chỉ được bán online nhằm tiết giảm diện tích trưng bày tại các siêu thị.

Sản phẩm hòa mạng (SIM): hiện đang cung cấp sim của 3 nhà mạng lớn nhất Việt Nam: Mobiphone, Viettel, Vinaphone. Dòng sản phẩm này được doanh nghiệp chia sẻ sẽ sử dụng để thực hiện chương trình chăm sóc khách hàng trong các năm sau. Trong chiến lược kinh doanh năm 2015, doanh nghiệp chia sẻ sẽ có các chương trình tặng kèm SIM khuyến mãi như: SIM có sẵn tiền trong tài khoản hoặc miễn phí 3G, miễn phí nghe gọi trong thời gian nhất định... khi khách hàng mua điện thoại.

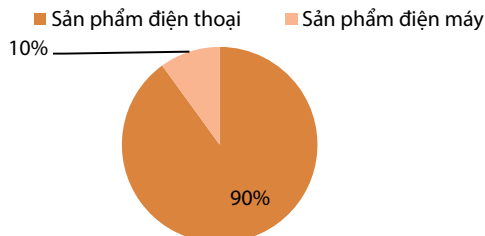
Ngoài ra MWG cũng có cung cấp dòng sản phẩm đổi trả và phối hợp với các tổ chức tín dụng cung cấp dịch vụ bán hàng trả góp cho khách hàng.

Hình 10. Cơ cấu doanh thu theo nhà sản xuất

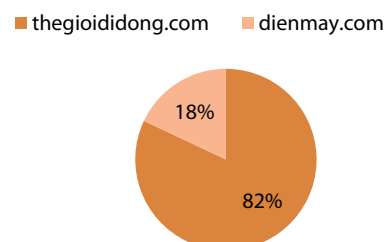


Nguồn: MWG

Hình 11. Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm năm 2014



Hình 12. Cơ cấu doanh thu theo chuỗi siêu thị năm 2014



Nguồn: MWG, RongViet Research

Nền tảng tạo nên lợi thế của Công ty so với đối thủ trong ngành bán lẻ: đội ngũ nhân viên, mạng lưới phân phối và hệ thống quản trị có sự hỗ trợ của công nghệ

Đội ngũ nhân viên: hơn 5.000 nhân viên bán hàng trực tiếp được đào tạo để đáp ứng văn hóa phục vụ khách hàng đồng nhất trên cả hệ thống, với năng suất bán hàng trong năm 2014 ước đạt 2 đơn vị máy điện thoại/ngày và hơn 100 nhân viên IT duy trì hệ thống công nghệ phục vụ các yêu cầu quản trị doanh nghiệp và mở rộng kinh doanh, với sản phẩm nổi bật là hệ thống ERP được xây dựng nội bộ.

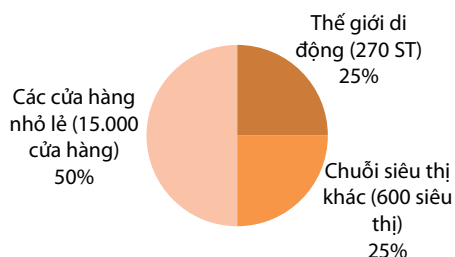
Mạng lưới bán hàng được mở rộng trên toàn quốc. Chuỗi siêu thị **thegioididong.com** (tính đến ngày 31/12/2014) có khoảng 334 siêu thị, với tỷ trọng phân bố khoảng 30% tại các huyện/thị xã và 70% tại các thành phố, trong đó có đến 30% tập trung tại hai thành phố lớn Hà Nội và Hồ Chí Minh. Chuỗi siêu thị **Điện máy Xanh** được mở rộng nhằm thực hiện chiến lược kinh doanh hướng vào phân khúc giá bình dân. Do đó, các siêu thị này đang tập trung chủ yếu tại các thị trường tỉnh hoặc các quận ngoại thành như: Bình Thạnh, Củ Chi, Quận 7,... Trong số 13 siêu thị ngoài thành phố Hồ Chí Minh, **Điện máy Xanh** hiện đang phân bố 6 siêu thị thuộc khu vực miền Đông Nam Bộ và 5 siêu thị về miền Tây Nam Bộ và 2 siêu thị tại khu vực miền Trung.

Bảng 13. Số lượng siêu thị của thegioididong.com và Điện máy Xanh trên toàn quốc

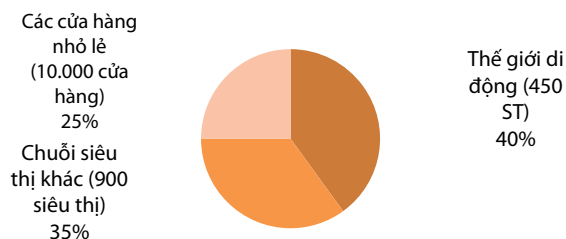
	Hồ Chí Minh	Hà Nội	Thành phố khác	Huyện/thị xã
Thegioididong.com	66	38	138	92
Tỷ trọng	19%	11%	42%	28%
Điện máy Xanh	7	0	13	

Nguồn: MWG, RongViet Research

Hình 14. Số lượng cửa hàng và thị phần của thegioididong.com năm 2014 (cập nhật đến tháng 11/2014)



Hình 15. Số lượng cửa hàng và thị phần dự tính của thegioididong.com năm 2016



Nguồn: MWG



Gia tăng hệ thống siêu thị nhằm tiên phong chiếm lĩnh thị trường mới. Tính đến hết tháng 12, hệ thống siêu thị **thegioididong.com** đã mở mới gần 120 siêu thị và điện máy mở mới 8 siêu thị. Theo kế hoạch của Công ty, trong năm 2015 sẽ mở mới hơn 120 siêu thị để đạt khoảng 442 siêu thị **thegioididong.com** và 32 siêu thị **Điện máy Xanh**.

Hệ thống quản trị có sự hỗ trợ của công nghệ. Ngay từ những ngày đầu thành lập năm 2004 ban lãnh đạo Công ty đã định hướng xây dựng hệ thống ERP để đảm bảo chuẩn bị tốt nhất cho sự phát triển mở rộng của Công ty trong giai đoạn sau này. Do đó, khi tiến hành mở rộng hệ thống siêu thị bán lẻ từ những năm 2011 đến nay, Công ty đã được trang bị hệ thống công nghệ hỗ trợ quản trị. Điều này giúp Công ty giảm chi phí cố định, nâng hiệu quả quản lý từ xa khi mở rộng địa bàn hoạt động và góp phần tạo nên sự khác biệt giữa MWG và các đối thủ cạnh tranh về các khoản như: quản lý xuất nhập hàng và tồn kho tạo nên sự thông suốt trong phân phối hàng từ Nam ra Bắc; bố trí giờ làm việc của nhân viên bán hàng theo ca nhằm tối ưu hóa chi phí nhân công; ban lãnh đạo có thể cập nhật tình hình kinh doanh của từng nhân viên, từng cửa hàng mà không phụ thuộc vào khoảng cách địa lý.

Cơ cấu cổ đông “cô đặc” với sự tham gia của nhiều tổ chức đầu tư tài chính nước ngoài

Hơn 80% cổ phần của MWG được sở hữu bởi cổ đông nội bộ và cổ đông lớn. Do đó tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do (SLCPDLH sau khi loại trừ sở hữu của cổ đông nắm giữ trên 5%) của MWG tương đối thấp.

Ngoài ra, tỷ lệ sở hữu NĐT nước ngoài tại MWG đã chạm trần 49%. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, tất cả nhà đầu tư nước ngoài tại MWG tham gia dưới hình thức đầu tư tài chính. Trong đó, có hai quỹ đầu tư nước ngoài (Mekong Enterprise Fund II (nắm giữ 11,4% cổ phần MWG), CDH Electric Bee Limited (9,4%)) tham gia đầu tư vào MWG trước khi IPO. Theo ước tính của chúng tôi, thị giá (sau khi điều chỉnh cổ tức và phát hành thêm) của MWG đã tăng hơn 100% so với lúc mới niêm yết. Do đó, việc các cổ đông này hiện thực hóa lợi nhuận sẽ là rủi ro cần lưu ý đối với biến động giá của MWG trong ngắn hạn.

Định hướng kinh doanh năm 2015, thegioididong.com duy trì vị thế dẫn đầu trong khi Điện máy Xanh đẩy mạnh mở rộng nâng cao thị phần

thegioididong.com: Ban lãnh đạo Công ty cho biết sẽ tiếp tục thực hiện mở rộng hệ thống siêu thị và duy trì tăng trưởng nhằm hướng đến mốc thị phần 40% thị trường. Đồng thời, Công ty cũng đẩy mạnh các chính sách nhằm giữ sự trung thành của khách hàng như: xây dựng chính sách hỗ trợ sau bán; xây dựng chính sách giá tốt đối với khách hàng; hợp tác với các hãng lớn và nhà mạng để tạo ra các quyền lợi và hỗ trợ riêng biệt với khách hàng như: mua trả phụ kiện, tặng kèm sim khuyến mãi khi mua hàng.

Điện máy Xanh tiên phong mở rộng hệ thống đến các thị trường chưa có hệ thống bán lẻ tương tự của đối thủ cạnh tranh. Sản phẩm chiến lược của **Điện máy Xanh** sẽ là dòng sản phẩm tại mức giá tầm trung trở xuống và được đa số hộ gia đình tiêu dùng.

Ngoài ra, tại ĐHCĐ năm 2015, Ban lãnh đạo Công ty cũng chia sẻ thêm một số định hướng nhằm đảm bảo hiệu quả hoạt động và tăng trưởng của doanh nghiệp. Về hiệu quả hoạt động, Công ty sẽ tiếp tục hoàn thiện mô hình bán hàng hiện tại để nâng cao năng suất lao động của nhân viên. Riêng về tăng trưởng trong dài hạn, Ban lãnh đạo MWG dự định sẽ thực hiện M&A trong lĩnh vực bán lẻ theo hai hướng: (1) M&A và phát triển ngành hàng kinh doanh khác; hoặc, (2) M&A với doanh nghiệp trong cùng ngành điện thoại và điện máy nhằm đưa hệ thống hiện tại lớn mạnh về quy mô cũng như chiều sâu trong chuỗi giá trị (mua bán các chuỗi kinh doanh điện thoại, điện máy, các trung tâm dịch vụ sửa chữa bảo hành hiện hữu trên thị trường).

TÓM TẮT PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh

DN dẫn đầu thị phần điện thoại Việt Nam với hệ thống bán lẻ phủ khắp cả nước: MWG hiện sở hữu trên 30% thị phần trên thị trường bán lẻ điện thoại. Đồng thời, Công ty có hơn 390 siêu thị thegioididong và 22 siêu thị **Điện máy Xanh** (cập nhật cuối tháng 3/2015). Trong đó, khoảng 30% siêu thị **thegioididong.com** mở tại thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội và hơn 40% siêu thị tại các thành phố lớn khác trên cả nước.

Có mối quan hệ kinh doanh tốt với hầu hết các nhà phân phối và nhà mạng lớn đang hoạt động trên thị trường: MWG nhập hàng trực tiếp tất cả sản phẩm từ nhà cung cấp điện thoại (ngoại trừ sản phẩm Apple) và hiện đang liên kết với 3 nhà mạng lớn nhất thị trường Việt Nam.

Hệ thống quản trị nguồn lực doanh nghiệp (ERP) hiệu quả: MWG xây dựng hệ thống ERP nội bộ ngay từ ngày đầu thành lập năm 2004. Hệ thống giúp doanh nghiệp quản lý hiệu quả vốn lưu động và tối ưu hóa hoạt động kinh doanh.

Điểm yếu

Có khả năng giảm biên lợi nhuận trong tương lai: Với sự cạnh tranh của các nhà sản xuất điện thoại, giá bán sản phẩm đang trong xu hướng giảm dẫn nên biên lợi nhuận dành cho nhà bán lẻ có thể sẽ bị giảm. Đồng thời, cạnh tranh trong ngành gia tăng nên công ty có thể phải giảm biên lợi nhuận để tăng ưu đãi, dịch vụ dành cho khách hàng.

Rủi ro từ sự phụ thuộc quá lớn vào sản phẩm bán lẻ điện thoại: Gần 90% doanh thu của MWG đang đến từ bán lẻ sản phẩm điện thoại nên hoạt động Công ty sẽ biến động lớn nếu thị trường điện thoại phát triển chậm lại.

Mảng kinh doanh Điện máy Xanh chưa tạo được vị thế vững chắc trong ngành: Thương hiệu **Điện máy Xanh** chưa phát triển được như thương hiệu **thegioididong.com**. Đồng thời, kinh doanh điện máy có sự cạnh tranh gay gắt giữa các doanh nghiệp cùng ngành.

Cơ hội

Thị trường điện thoại vẫn còn tăng trưởng tốt trong ngắn hạn: Năm 2015, thị trường thiết bị điện tử Việt Nam, theo số liệu Gfk, được dự báo vào top 10 nước tăng trưởng nhất thế giới, đạt giá trị khoảng 6,1 tỷ USD. Trong đó, thị trường điện thoại thông minh tại Việt Nam sẽ đứng thứ 9 thế giới về tăng trưởng giá trị bán. Ngoài ra, theo công ty nghiên cứu thị trường TNS, tỷ lệ thâm nhập điện thoại thông minh Việt Nam sẽ nâng lên mức 50% từ mức 36% hiện tại.

Thị trường bán lẻ sản phẩm điện máy tại các tỉnh vẫn còn nhiều tiềm năng dành cho các chuỗi cửa hàng mới. Hiện tại, các chuỗi cửa hàng hàng lớn như Nguyễn Kim, Điện máy Chợ Lớn vẫn chưa xâm nhập sâu rộng vào các thị trường tỉnh. Chẳng hạn: Nguyễn Kim mới mở tại Hồ Chí Minh, Hà Nội và 9 tỉnh phía nam (chủ yếu miền Đông và Tây Nam Bộ); dienmaycholon.com hiện có tại Hồ Chí Minh và 10 tỉnh miền tây nam bộ và 2 tỉnh miền trung.

Thách thức

Đối thủ cạnh tranh gia tăng thị phần: hệ thống bán hàng tương tự của MWG đang mở rộng hoạt động kinh doanh trên thị trường như: FPTShop, Nguyễn Kim ...

Tăng trưởng thị trường điện thoại đang tiến về ngưỡng bão hòa. Trong trung và dài hạn, tỷ lệ thâm nhập điện thoại thông minh tại Việt Nam sẽ tiến về mức trung bình các quốc gia phát triển trào lưu điện thoại thông minh trước đó. Theo Emarketer, trong trung dài hạn, thị trường điện thoại thông minh chỉ tăng trưởng một con số, khoảng 8-10%.

Kinh doanh điện máy chứa đựng nhiều rủi ro hơn kinh doanh sản phẩm điện thoại. Các sản phẩm điện máy có vòng đời thay thế sản phẩm đều trên 5 năm, có sản phẩm trên 10 năm trong khi tỷ lệ thay thế sản phẩm điện thoại chỉ khoảng 2 năm. Tăng trưởng bán lẻ kếp trong giai đoạn 2013-2018 của các sản phẩm điện máy tại thị trường Việt Nam chỉ khoảng 3-9% (tùy vào sản phẩm). Biên lợi nhuận kinh doanh sản phẩm điện máy thấp hơn kinh doanh sản phẩm điện thoại từ 2-4%.

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Bảng 16. Một số giả định chính trong dự phóng

Chỉ tiêu	2015E	2016F	2017F	2018F	2019F
Số lượng siêu thị thegioididong.com	429				
Số lượng siêu thị Điện máy Xanh	28	40			
Tỷ lệ siêu thị gặp rủi ro phải đóng cửa	3%	3%			
Số tháng hoạt động bình quân có phát sinh doanh thu của các siêu thị thegioididong.com mở mới trong năm	4,3				
Số tháng hoạt động bình quân có phát sinh doanh thu của các siêu thị Điện máy Xanh mở mới trong năm	3,3	3,3			
Tăng trưởng doanh thu thegioididong.com	47,5%	20,2%	9,5%	9,5%	9,5%
Tăng trưởng doanh thu Điện máy Xanh	64,7%	44,6%	30,0%	6,9%	6,9%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,0%	14,8%	14,5%	14,3%	14,1%
EBIT/DT	5,1%	5,3%	4,9%	4,7%	4,5%

Nguồn: RongViet Research

Doanh thu của thegioididong.com trong năm 2015 được dự báo tăng trưởng tích cực

Tăng trưởng doanh thu năm 2015 được dự phóng dựa trên ba loại siêu thị: (1) Đóng góp tích cực nhất vào tăng trưởng của **thegioididong.com** trong năm 2015 được đánh giá sẽ đến từ chuỗi siêu thị vừa mở trong năm 2014. Các siêu thị này có số tháng hoạt động bình quân phát sinh doanh thu trong năm 2014 được ước tính chỉ khoảng 4,3 tháng. Do đó, khi đóng góp đủ doanh thu 12 tháng trong năm 2015, các siêu thị này ước tính sẽ tạo ra hơn 6.138 tỷ đồng, tương đương mức doanh số trung bình khoảng 4,2 tỷ đồng/siêu thị/tháng; (2) Với kế hoạch mở thêm hơn 100 siêu thị để tiếp cận các thị trường thành thị chưa bão hòa và các thị trường tỉnh, chúng tôi đánh giá doanh số từ siêu thị mới trong năm 2015 có thể mang lại khoảng 1.623 tỷ đồng; (3) Doanh thu của các siêu thị đã mở trước năm 2014 được dự phóng chỉ tăng nhẹ khoảng 5%.

Tăng trưởng doanh thu của Điện máy Xanh trong năm 2015 và 2016 dựa trên đóng góp chính từ các siêu thị sẽ mở mới

Theo kế hoạch phát triển của doanh nghiệp, chuỗi **Điện máy Xanh** sẽ đạt 50 siêu thị khi kết thúc năm 2016, tức tăng gấp gần 2,5 lần hiện tại. Trong đó, kế hoạch năm 2015 sẽ mở thêm 12 siêu thị, nâng tổng siêu thị **Điện máy Xanh** đến cuối năm 2015 sẽ là 32 siêu thị. Trên nguyên tắc thận trọng và triển vọng thị trường điện máy, chúng tôi dự báo số lượng siêu thị của mảng kinh doanh **Điện máy Xanh** sẽ phát triển chậm hơn kế hoạch này. Tuy nhiên, tăng trưởng của **Điện máy Xanh** vẫn được dự phóng ở mức hai con số nhờ vào đóng góp của các siêu thị mở mới này. Riêng tốc độ tăng trưởng doanh thu của các siêu thị mở từ trước năm 2013 được dự phóng chỉ tăng trưởng tương đương với dự báo tăng trưởng ngành, khoảng 5-6%.

Biên lợi nhuận gộp được dự phóng sẽ giảm nhẹ

MWG có doanh số bán hàng tăng nhanh qua các năm (theo ước tính của Công ty, doanh số cuối năm 2015 sẽ đạt mốc 1 tỷ đô) nên Công ty được hưởng giá mua hàng từ nhà cung cấp ưu đãi hơn so với trước. Tuy nhiên, do các hãng điện thoại đang bị cạnh tranh gay gắt bởi các nhà sản xuất Trung Quốc nên các hãng điện thoại có khả năng sẽ dẫn cắt giảm biên lợi nhuận dành cho nhà bán lẻ. Đồng thời, mức độ cạnh tranh trên thị trường bán lẻ Việt Nam đang gia tăng nên MWG có thể phải đưa ra mức giá cạnh tranh hơn nhằm thu hút khách hàng. Do đó, biên lãi gộp được dự tính sẽ giảm nhẹ trong các năm tiếp theo.

Bảng 17. Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh (đơn vị tỷ đồng)

KQ HKKD	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	9.498,8	15.756,7	23.724,4	29.664,8
Giá vốn	8.091,5	13.360,6	20.165,7	25.274,4
Lãi gộp	1.407,4	2.396,1	3.558,7	4.390,4
Chi phí bán hàng	935,8	1.349,3	2.040,3	2.373,2
Chi phí quản lý	125,6	240,5	415,2	563,6
Thu nhập từ HĐTC	29,5	71,3	94,9	118,7
Chi phí tài chính	26,8	21,3	38,0	56,1
Lợi nhuận khác	2,2	11,9	11,9	11,9
Lợi nhuận trước thuế	350,8	868,2	1.172,0	1.528,0
Thuế TNDN	92,3	194,5	257,8	336,2
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,9	5,6	9,1	11,9
Lợi nhuận sau thuế	255,6	668,1	905,0	1.180,0
EBIT	377,3	889,5	1.210,0	1.584,1
EBITDA	411,6	1.005,8	1.341,6	1.759,2

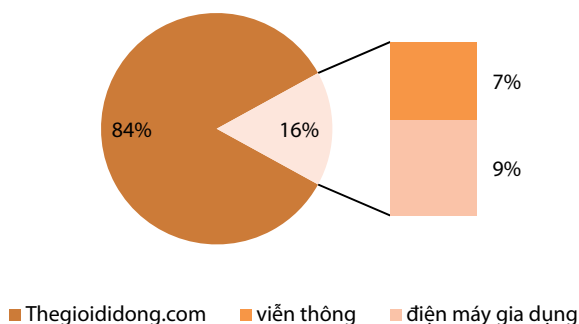
Nguồn: MWG, RongViet Research

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Doanh thu tăng trưởng hơn 40% (tính theo CAGR giai đoạn 2010-2014) nhưng vẫn tập trung khá lớn vào dòng sản phẩm viễn thông

Trong 5 năm hoạt động gần đây, doanh thu của MWG đã tăng hơn 5,5 lần, tương ứng với mức tăng trưởng bình quân mỗi năm hơn 65%. Mặc dù, hệ thống kinh doanh sản phẩm điện máy đã đi vào hoạt động từ năm 2010 nhưng tỷ trọng đóng góp của mảng kinh doanh này vẫn còn thấp. Trong cơ cấu doanh thu của Công ty trong năm 2014, doanh số từ hệ thống **thegioididong.com** chiếm khoảng 86% và 14% từ **Điện máy Xanh**. **Thegioididong.com** có 60% doanh thu từ điện thoại di động, 15% từ mảng máy tính xách tay và máy tính bảng, còn lại 25% từ phụ kiện. Riêng **Điện máy Xanh** vẫn còn một tỷ trọng khá cao doanh số đến từ viễn thông (tức các sản phẩm tương tự chuỗi siêu thị **thegioididong.com**), với 55% doanh thu từ sản phẩm điện máy và còn lại 45% của mảng viễn thông.

Hình 18. Cơ cấu doanh thu MWG năm 2014



Nguồn: MWG, RongViet Research

Phân tích riêng mảng kinh doanh Điện máy Xanh, lợi thế cạnh tranh từ doanh thu hòa vốn thấp

Mảng kinh doanh điện máy của MWG được thực hiện dựa trên chiến lược cạnh tranh tại các phân khúc giá tầm trung trở xuống và các sản phẩm được đại đa số người tiêu dùng sử dụng. **Điện máy Xanh** không kinh doanh dàn trải sản phẩm như các chuỗi cửa hàng của Nguyễn Kim. Do đó, các siêu thị của **Điện máy Xanh** được đầu tư trên diện tích nhỏ (khoảng 1.000m²) và chi phí đầu tư ban đầu thấp hơn đối thủ cạnh tranh trong ngành. Vì thế, chi phí hàng tháng (chi phí thuê mặt bằng-thường chiếm khoảng 50% chi phí hoạt động hàng tháng, chi phí lương nhân viên, chi phí điện nước,...) thấp hơn nhiều so với các chuỗi cửa hàng của đối thủ. Điều này giúp doanh thu hòa vốn/siêu thị của **Điện máy Xanh** duy trì ở mức thấp so với hệ thống điện máy khác. Với đặc điểm cạnh tranh gia tăng trên thị trường điện máy, doanh thu hòa vốn thấp sẽ giúp **Điện máy Xanh** có thể duy trì hoạt động bền vững hơn chuỗi siêu thị lớn khác nếu nhu cầu thị trường sụt giảm.

Bảng 19. Một số chỉ số liên quan đến quản trị vốn lưu động của doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ điện tử viễn thông và điện máy

Lĩnh vực chính	Tên doanh nghiệp	Vốn hóa (VND)	Biên lãi gộp	Biên lãi hoạt động	Biên lãi ròng	Vòng quay tồn kho	Vòng quay khoản phải thu	Vòng quay phải trả	Kỳ luân chuyển tiền
	Trung vị tại Trung Quốc (4 mã niêm yết)	29.355.052	14,7	1,2	1,3	6	21	4	43
Viễn thông	SHANGHAI POTEVIO CO LTD-B	26.620.079	14,6	2,0	0,5	3	3	5	159
Viễn thông	NINGBO BIRD CO LTD-A	20.971.753	8,6	0,6	4,7	19	39	9	(13)
Viễn thông	SHENZHEN SUNWAY COMMUNICAT-A	32.090.025	17,8	(18,9)	(18,7)	7	2	3	100
Điện máy	GOME ELECTRICAL APPLIANCES	74.718.316	14,9	1,8	2,1	5	235	4	(21)
	Trung vị tại Indonesia (5 mã niêm yết)	4.321.169	9,2	4,3	2,1	7	10	19	58
Viễn thông	TIPHONE MOBILE INDONESIA TBK	11.319.091	5,6	3,5	2,1	17	10	23	42
Điện máy	ELECTRONIC CITY INDONESIA TB	2.932.367	19,2	4,4	5,8	4	330	10	61
Điện máy	METRODATA ELECTRONIC PT	2.598.811	7,7	4,1	2,1	14	8	12	39
	Srilanka (1 mã niêm yết)	2.257.881	32,7	7,0	2,4	4	18	10	80
Điện máy	SINGER SRI LANKA PLC	2.257.881	32,7	7,0	2,4	4	18	10	80
	Trung vị tại Thái Lan (2 mã niêm yết)	5.879.662	19,3	7,0	4,9	7	19	18	89
Viễn thông	SAMART I-MOBILE PCL	8.066.728	24,9	8,8	5,7	7	3	8	133
Viễn thông	JAYMART PCL	3.692.596	13,8	5,3	4,1	8	35	28	45
	Thế giới di động (MWG)	12.077.371	15,2	5,1	4,2	8	58	12	24
	Trung vị khu vực	12.077.371	14,6	4,1	2,1	7	18	10	45
	Trung vị các doanh nghiệp bán lẻ viễn thông	13.210.276	14,2	3,9	2,5	7	8	14	79
	Trung vị các doanh nghiệp bán lẻ điện máy	2.765.589	17,1	4,3	2,3	5	127	10	50

Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

Về quản trị vốn lưu động - hoạt động quản trị tài chính cốt yếu đối với doanh nghiệp bán lẻ, MWG nâng dần tính hiệu quả qua các năm và hiện đang duy trì khá tốt so với các doanh nghiệp trong khu vực

Trong giai đoạn 2011-2014, các chỉ số về quản trị tồn kho và phải thu của Công ty đã tốt hơn qua các năm. Cụ thể, thời gian tồn kho giảm từ 109 ngày năm 2011 về mức 51 ngày năm 2013 và 48 ngày năm 2014; tương tự, kỳ thu tiền bình quân giảm từ 15 ngày năm 2011 về mức 8 ngày năm 2013 và 6 ngày năm 2014. Điều này là hệ quả từ sự linh hoạt và hiệu quả của mô hình quản trị nguồn lực doanh nghiệp (ERP) của MWG. Tuy nhiên, do chính sách thanh toán đối với nhà cung ứng sản phẩm thay đổi nên Công ty phải rút ngắn kỳ thanh toán từ 52 ngày năm 2011 xuống 37 ngày năm 2013 và 30 ngày năm 2014. Do đó, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của Công ty có sự tăng nhẹ bình quân 5 ngày/năm trong các năm gần đây, từ 14 ngày năm 2012 lên 21 ngày năm 2013 và 24 ngày năm 2014.

Hiện tại, theo dữ liệu cuối năm 2014, vòng quay hàng tồn kho và vòng quay khoản phải thu của MWG hiện đang khoảng 7,7x và 57,9x, nhanh hơn so với trung vị các doanh nghiệp trong khu vực (với hai chỉ số này lần lượt là 7,1x và 18,4x). Riêng về quản lý khoản phải trả, Công ty đang thực hiện thanh toán nhanh cho nhà cung ứng để hưởng khoản chiết khấu thanh toán. Do đó chỉ số vòng quay khoản phải

trả của MWG hiện khá cao với chỉ số trung vị của khu vực (12,2x so với 9,8x). Theo đó, vòng luân chuyển tiền của MWG hiện khoảng 24 ngày trong khi trung vị của khu vực là 45 ngày.

Về hiệu quả kinh doanh, MWG cải thiện dẫn suất sinh lời và hiện khá khả quan so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực

Biên lợi nhuận gộp năm 2014 đã cải thiện, tăng gần 0,5% so với năm 2013 nhưng vẫn thấp hơn khoảng 2,5% so với năm 2011. Tuy nhiên, tỷ suất biên lợi nhuận hoạt động của Công ty đã có sự cải thiện đáng kể. Chỉ số này của MWG đã giảm mạnh trong năm 2012 (giảm từ 4,2% năm 2011 xuống còn 2,9% năm 2012) nhưng sau đó đã hồi phục qua các năm 2013 và 2014, đạt mức 5,1% trong năm 2014. Điều này cho thấy MWG hiện đang trong giai đoạn hưởng lợi do tận dụng tốt lợi thế theo quy mô. Cụ thể là tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu của doanh nghiệp trong xu hướng giảm dần theo sự gia tăng quy mô doanh thu. Ngoài ra, chỉ số biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận hoạt động của MWG hiện cao hơn trung bình ngành, với hai chỉ số này lần lượt là 15,21% và 5,12% so với trung bình ngành khoảng 14,58% và 4,12%.

Tỷ suất sinh lời tăng theo quy mô tăng trưởng của Công ty

Trong năm 2014, quy mô vốn của Công ty đã tăng hơn 66% và hiệu quả sử dụng vốn đánh giá thông qua chỉ số ROC cũng gia tăng lên 22% so với 15% năm 2013. Điều này góp phần phản ánh hệ quả từ lợi thế quy mô trong hoạt động của MWG, tức hiệu quả đầu tư tăng dần theo quy mô tăng trưởng. Đồng thời, suất sinh lời trên vốn lưu động ròng (ROWC) cũng nâng lên mức 76% so với mức 57% của năm 2013. Do đó, xu hướng gia tăng hiệu quả sử dụng vốn này được đánh giá là điểm sáng liên quan đến tỷ số tài chính đối với doanh nghiệp tăng trưởng nhanh như MWG.

Bảng 20. Một số chỉ tiêu đánh giá hiệu quả đầu tư vốn

	2010	2011	2012	2013	2014
Suất sinh lời trên vốn lưu động ròng (ROWC)	144%	1506%	124%	57%	76%
Suất sinh lời trên vốn (ROC)		13%	12%	15%	22%
Tăng trưởng WC		-84%	1%	245%	82%

Nguồn: MWG, RongVietResearch

Tuy nhiên, điểm cần quan tâm đối với tình hình tài chính của doanh nghiệp là rủi ro từ hàng tồn kho của sản phẩm công nghệ và dòng tiền dành cho vốn chủ sở hữu (FCFE) thấp

Tỷ số dự phòng tồn kho trên tổng số dư tồn kho đang tăng dần qua các năm, từ mức 0% năm 2011 lên 1,2% và 2,6% lần lượt tại cuối năm 2013 và năm 2014. Tỷ lệ này có thể trở nên nghiêm trọng hơn trong tương lai khi nhu cầu thị trường trở nên bão hòa và tốc độ phát triển sản phẩm mới của các nhà sản xuất nhanh hơn. Điều này sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của MWG trong tương lai.

Mặc dù FCFE của MWG đã cải thiện đáng kể trong năm 2014 nhưng dòng tiền này hiện đang âm, hơn 20 tỷ. Do đang trong giai đoạn đầu tư mở rộng quy mô kinh doanh nên trạng thái âm FCFE này được đánh giá sẽ tiếp tục duy trì trong năm nay. Điều này sẽ ảnh hưởng đến quyết định chi trả cổ tức tiền mặt cho nhà đầu tư dù Công ty kinh doanh hiệu quả và đạt lợi nhuận cao.

ĐỊNH GIÁ

Bảng 21. Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	98.443	40%	39.377
P/E	102.075	60%	61.245
Giá bình quân		100%	100.622

Nguồn: RongVietResearch

Người phân tích sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và phương pháp so sánh P/E để định giá cổ phiếu MWG với tỷ lệ hai phương pháp trên tương ứng 40:60. Do MWG vẫn trong giai đoạn tăng trưởng với nhiều hoạt động kinh doanh có khả năng thay đổi lớn nên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (FCFF) được áp tỷ trọng thấp hơn so với phương pháp PE.

Phương pháp FCFF được sử dụng với tỷ suất chiết khấu giai đoạn 2015-2019 là 11,3% và từ năm 2018 trở đi là 11,7%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF được ước tính khoảng 5,8%.

Đối với phương pháp so sánh P/E người phân tích sử dụng tham chiếu từ nhóm các doanh nghiệp hoạt động trong ngành bán lẻ sản phẩm viễn thông, điện máy và sản phẩm gia dụng trong khu vực các quốc gia mới nổi. P/E trailing tham chiếu ngành là 21,1x. Sau khi điều chỉnh yếu tố rủi ro quốc gia và tốc độ tăng trưởng ngành, mức PE forward được sử dụng trong mô hình định giá là 14,6x.

Kết hợp hai phương pháp trên, giá trị hợp lý của MWG được khuyến nghị tại mức khoảng 101.000 đồng/cổ phiếu.

Bảng 22. Chỉ số tài chính một số doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực (tính theo giá cổ phiếu ngày 13/05/2015)

Doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa TT (triệu đồng)	Trailing P/E	P/B	ROE	D/E	ROWC	ROA
GOME ELECTRICAL APPLIANCES	Trung Quốc	104.965.222	24,25	1,85	7,80	21,37	20,53	3,07
JAYMART PCL	Thái Lan	3.668.167	13,70	2,88	1,18	108,07	9,89	0,48
SAMART I-MOBILE PCL	Thái Lan	6.461.201	16,55	3,04	21,93	165,00	3,29	7,93
SINGER SRI LANKA PLC	Sri Lanka	2.598.346	19,13	2,93	13,68	187,09	8,05	2,75
TRIKOMSEL OKE TBK PT	Indonesia	14.844.669	38,82	3,85	10,71	254,33	0,70	2,72
ERAJAYA SWASEMBADA TBK PT	Indonesia	3.697.577	11,25	0,76	7,41	51,88	2,03	3,80
ELECTRONIC CITY INDONESIA TB	Indonesia	2.480.620	11,65	0,85	7,48	1,94	10,16	6,43
METRODATA ELECTRONIC PT	Indonesia	2.549.625	8,60	1,91	24,26	15,41	7,89	7,13
TIPHONE MOBILE INDONESIA TBK	Indonesia	11.361.098	18,69	2,63	16,17	89,41	6,47	6,70
Trung bình			21,10	2,15				

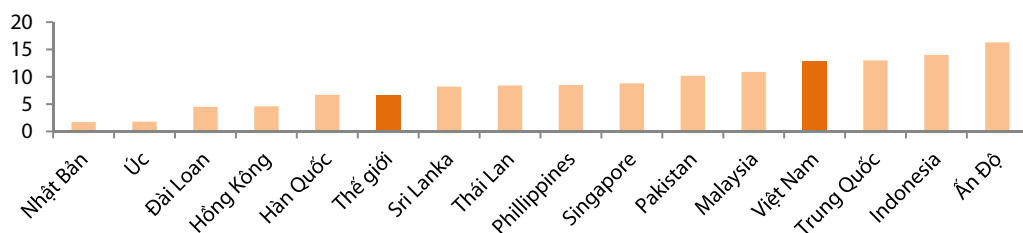
Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

TỔNG QUAN NGÀNH BÁN LẺ VÀ BÁN LẺ ĐIỆN TỬ TIÊU DÙNG (TCG)

Ngành bán lẻ Việt Nam được dự báo sẽ tăng trưởng khoảng 13% (CAGR) trong giai đoạn 2013-2018

Theo báo cáo của The Economist Intelligence Unit, thị trường bán lẻ của Việt Nam, cũng như một số quốc gia khác trong khu vực châu Á sẽ rất tiềm năng trong các năm tới. Hai yếu tố quan trọng hỗ trợ thị trường bán lẻ ở Việt Nam là tỷ lệ gia tăng dân số thuộc tầng lớp trung lưu và mức độ đô thị hóa. Việt Nam cũng như một số quốc gia khác trong khu vực đang sở hữu tỷ lệ gia tăng dân số tầng lớp trung lưu chưa từng có trong lịch sử thế giới (theo báo cáo thực hiện bởi ANZ và công ty nghiên cứu thị trường Roy Morgan thực hiện thực hiện đầu năm 2014 thì tỷ lệ gia tăng tầng lớp trung lưu của Việt Nam cao nhất khu vực Châu Á Thái Bình Dương, với ước tính mỗi năm có thêm hơn 2 triệu dân trung lưu).

Hình 23. Tốc độ tăng trưởng thị trường bán lẻ 2013-2018 (CAGR) một số quốc gia trên thế giới



Nguồn: The Economist Intelligence Unit

Ngành bán lẻ điện tử tiêu dùng (TCG) năm 2014 tiếp tục tăng trưởng tốt hai con số

Năm 2014, doanh số TCG đạt 116,03 nghìn tỷ đồng, tăng 22,7% so với năm 2013, gần tương đương mức tăng trưởng 24,1% năm 2013. Nhóm sản phẩm viễn thông tiếp tục chiếm tỷ trọng cao nhất trong cả ngành TCG và duy trì đà tăng trưởng cao ở mức 29,8% (y-o-y) nhờ vào mặt hàng thiết bị di động. Trong khi đó, nhóm sản phẩm điện máy tiếp tục duy trì tăng trưởng hai con số, với nhóm sản phẩm gia dụng lớn (MDA) tăng 13,5% và sản phẩm gia dụng nhỏ (SDA) tăng 18,8%. Riêng mảng điện tử tiêu dùng (CE) tăng đến 18,4% với đóng góp tích cực từ sự tăng mạnh nhu cầu TV panel.

Bảng 24. Doanh thu và tăng trưởng thị trường bán lẻ điện tử tiêu dùng Việt Nam

Năm	2011	2012	2013	2014
Doanh thu TCG (nghìn tỷ đồng)	75,44	76,21	94,60	116,03
Tăng trưởng		1,0%	24,1%	22,7%

Nguồn: GfK

Thị trường điện thoại Việt Nam đang hưởng lợi từ xu hướng thâm nhập điện thoại thông minh

Theo báo cáo Global Connected Consumer Study 2014 của công ty nghiên cứu thị trường TNS, trong tổng số gần 93 triệu dân Việt Nam thì có đến 33 triệu người sở hữu điện thoại thông minh, tức tỷ lệ thâm nhập của điện thoại thông minh hiện là 36% so với 20% của năm 2013. Tiếp tục được kì vọng mở rộng tiếp trong năm sau, báo cáo này dự báo năm 2015 Việt Nam sẽ tiếp tục nâng cao tỷ lệ này lên 50%, tức sẽ có khoảng 45 triệu người sở hữu điện thoại thông minh. Cũng theo báo cáo này, độ tuổi có mức tăng trưởng về tiêu dùng điện thoại thông minh cao nhất là nhóm 16-24 tuổi. Nhóm người dùng này trước đó chỉ chiếm khoảng 27% tổng số người dùng điện thoại thông minh nhưng trong năm 2014 con số này đã tăng lên mức 58%. (Khảo sát của TNS được thực hiện trên mẫu 1.000 người trên 16 tuổi trong 2 quý đầu năm 2014. Khảo sát này sẽ được thực hiện tại 56 quốc gia).

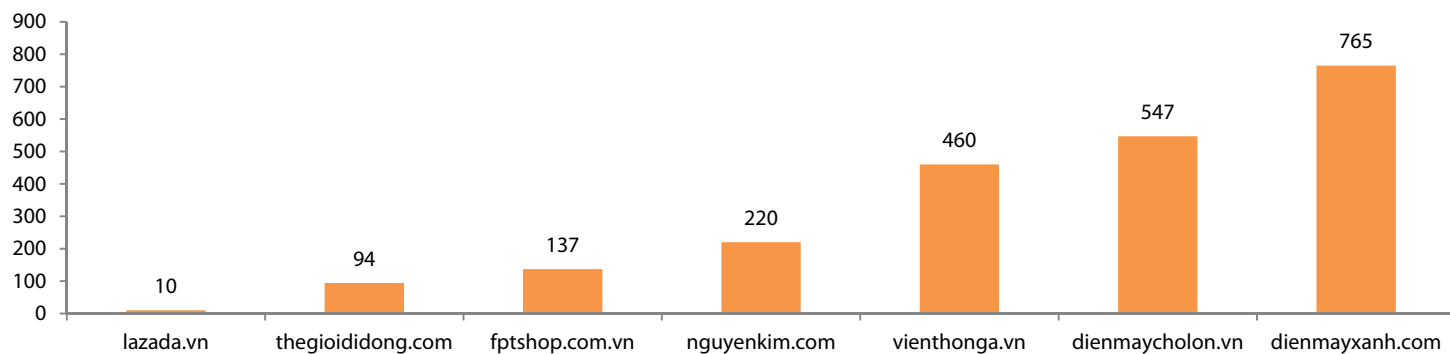
Phụ lục 1. Kết quả khảo sát từ khóa Google (đơn vị tính: vị trí hiển thị. Thực hiện khảo sát ngày 15/01/2015)

Website khảo sát	thegioididong.com	lazada.vn	Nguyenkim.com	Fptshop.com.vn	Vienthong.vn	Hammoble.com	Trananh.vn	Nhatcuong.com	Hoangnammobile.vn	Phongvu.vn	Dienamy.com	Dienmaycholon.vn	Mediamart.vn	Dienmaythienhoa.vn
Từ khóa khảo sát														
Bán điện thoại	1&2			3	10				4					
Bán điện thoại Samsung	1&2		7		3		5							
Bán điện thoại Iphone	2&3		9	10	6	8								
Bán điện thoại Nokia Lumia	2&3		6	8	4									
Bán điện thoại Sony	1		10	6	2		5	7						
Bán điện thoại Oppo	1&2			8	3	7			6					
Bán điện thoại Lenovo	1		6	3	4	5	8		2				9	
Bán Tablet	1&2			3										
Bán máy tính bảng	1&2	4		5			8							
Bán Laptop	1&2			5						3				
Bán laptop dell	2		10		6					1				
Bán laptop hp	3		2	10	7					1				
Bán laptop giá rẻ	2&3									7				
Bán laptop acer	1		3		2					7&8				
Bán máy tính xách tay	1		10	2			6&7&8			3				
Bán tivi		4	10				9				5		1	
Bán tivi led			10				3				5	4	1	
Bán tủ lạnh		5	1				6				9	3	2	
Bán máy lạnh		10	2									9		
Bán máy giặt			1				9				8	3	4	
Bán bếp điện		3	2										7	
Bán bếp gas			3								5	7	1	
Bán lò nướng		4	1									7	3	
Bán lò vi sóng		4	1				6				9	5	2	
Bán máy xay sinh tố		3	4				9				7	6	1	
Bán máy ép trái cây		2	1									3	6	7
Bán bàn ủi		5&6 & 7	1								4	2		8
Bán máy sấy tóc			5				4				7	3	1	
Bán nồi cơm điện		5	2				9				7	6	1	
Bán máy nước nóng			1								5	2		4
Bán máy hút bụi		7	1				5					4	2	
Bán quạt máy		3	1									6	4&5	

Nguồn: RongViet Research



Phụ lục 2. Kết quả xếp hạng website ngày 19/05/2015 của Alexa



Nguồn: Alexa, RongViet Research



	Đvt: tỷ đồng			
KQ HKKD	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	9.498,8	15.756,7	23.724,4	29.664,8
Giá vốn	8.091,5	13.360,6	20.165,7	25.274,4
Lãi gộp	1.407,4	2.396,1	3.558,7	4.390,4
Chi phí bán hàng	935,8	1.349,3	2.040,3	2.373,2
Chi phí quản lý	125,6	240,5	415,2	563,6
Thu nhập từ HĐTC	29,5	71,3	94,9	118,7
Chi phí tài chính	26,8	21,3	38,0	56,1
Lợi nhuận khác	2,2	11,9	11,9	11,9
Lợi nhuận trước thuế	350,8	868,2	1.172,0	1.528,0
Thuế TNDN	92,3	194,5	257,8	336,2
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,9	5,6	9,1	11,9
Lợi nhuận sau thuế	255,6	668,1	905,0	1.180,0
EBIT	377,3	889,5	1.210,0	1.584,1
EBITDA	411,6	1.005,8	1.341,6	1.759,2

	Đvt: %			
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Tăng trưởng				
Doanh thu	28,8%	65,9%	50,6%	25,0%
Lợi nhuận HKKD	59,8%	133,1%	36,8%	31,8%
EBITDA	64,9%	144,4%	32,7%	30,5%
EBIT	69,9%	135,7%	36,0%	30,9%
Lợi nhuận sau thuế	104,4%	161,4%	35,5%	30,6%
Tổng tài sản	39,9%	52,7%	52,7%	23,6%
Vốn chủ sở hữu	75,5%	84,3%	61,4%	26,1%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	40,7%	58,7%	47,0%	23,1%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	14,8%	15,2%	15,0%	14,8%
LN HKKD / Doanh thu	3,6%	5,1%	4,7%	4,9%
EBITDA / Doanh thu	4,3%	6,4%	5,6%	5,9%
EBIT / Doanh thu	4,0%	5,6%	5,1%	5,3%
LNST / Doanh thu	2,7%	4,2%	3,8%	4,0%
ROA	13,4%	23,7%	21,0%	19,7%
ROIC or RONA	58,8%	77,1%	62,4%	55,7%
ROE	40,7%	58,7%	47,0%	41,7%
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	46,7	57,9	61,5	52,6
Vòng quay hàng tồn kho	7,2	7,7	7,2	6,5
Vòng quay khoản phải trả	9,9	12,2	12,7	12,4
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,4	1,5	1,6	1,7
Nhanh	0,4	0,3	0,4	0,4
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	175,8%	130,4%	118,1%	105,9%
Vay ngắn hạn/ Vốn CSH	64,1%	41,9%	39,9%	38,0%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

	Đvt: tỷ đồng			
BẢNG CĐKT	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Tiền	305	213	395	677
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	247	297	474	653
Tồn kho	1.289	2.195	3.428	4.423
Tài sản ngắn hạn khác	68	133	159	191
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	1.909	2.838	4.457	5.944
Tài sản cố định hữu hình	259	388	486	549
Tài sản cố định vô hình	5	23	40	40
Xây dựng cơ bản dở dang	11	23	19	19
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	47	113	178	196
Lợi thế thương mại	1	23	23	23
TSCĐ và đầu tư dài hạn	323	570	746	827
TỔNG TÀI SẢN	2.232	3.407	5.203	6.771
Tiền hàng phải trả và ứng trước	695	990	1.293	1.516
Khoản phải trả ngắn hạn khác	199	314	569	712
Vay và nợ ngắn hạn	513	619	949	1.246
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Khoản phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	1.407	1.923	2.811	3.474
Vốn chủ sở hữu	800	1.475	2.380	3.280
Vốn đầu tư của CSH	110	1.120	1.399	1.399
Lợi nhuận giữ lại	538	318	943	1.843
Các quỹ	1	1	1	1
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	800	1.475	2.380	3.280
Lợi ích cổ đông thiểu số	24	9	12	16
LƯU CHUYỂN TIẾNG	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
LN TT	350,8	868,2	1.172,0	1.530,7
Khấu hao	34,3	116,4	131,6	175,1
Các điều chỉnh	29,5	66,7	79,8	101,9
Thay đổi vốn lưu động	-310,6	-951,6	-1.202,8	-1.192,6
Tiền thuần từ HĐKD	103,9	99,7	180,6	612,5
Thay đổi TSCĐ	-137,6	-264,9	-241,6	-235,2
Thay đổi các khoản mục đầu tư khác	20,0	-50,0	0,0	0,0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	3,0	6,7	2,8	4,7
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-114,7	-308,2	-238,8	-230,4
Nhận/trả lại vốn góp	88,8	11,6	277,1	0,0
Vay mới/trả nợ vay	121,8	105,5	159,0	167,0
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	0,0	-2,6	-193,0	-267,0
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	210,6	114,5	243,2	-100,0
Tiền thuần trong kỳ	199,9	-94,1	184,9	282,0
Tiền đầu năm	104,8	304,7	212,9	395,1
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiền cuối kỳ	304,7	212,9	395,1	677,1

BÁO CÁO CÔNG TY

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 LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

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.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

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 báo 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, 2015.**