

MWG – MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU (ngày 08/09/2022)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	72.000
KLGD TB 10 ngày	4.973.690
Vốn hoá (tỷ đồng)	103.484,27
Số lượng CPLH	1.463.709.630

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Phạm Phương Thảo
ppthao@vcbs.com.vn
+84-4 3936 6425 ext 116

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

MWG: Chờ đợi sự bùng nổ từ 2023

KQKD: Kết thúc 7T.2022, MWG ghi nhận DTT đạt 81.870 tỷ đồng (+13,7% yoy) và LNST đạt 2.881 tỷ đồng (+ 3,5% yoy). KQKD 7T đầu năm 2022 chỉ tăng nhẹ so với cùng kì do tăng trưởng mảng gia dụng không tốt như dự kiến và hoạt động đóng cửa hơn 400 cửa hàng Bách Hóa Xanh. Đóng góp trong LNST chủ yếu vẫn đến từ mảng ICT & CE (+38% yoy) thể hiện sự vượt trội của MWG so với thị trường, tuy nhiên chuỗi BHX lỗ nhiều hơn dự kiến khiến LNST 6T.2022 chỉ tăng 1% svck.

Triển vọng:

- (1) Tăng trưởng được duy trì ổn định của mảng ICT & CE với động lực chính đến từ chuỗi DMS và Topzone
- (2) Bách Hóa Xanh kì vọng hòa vốn trong 2022 và hướng tới công thức mở rộng có lãi từ nửa sau 2023
- (3) Chuỗi An Khang được nhân rộng một cách hiệu quả sẽ đóng góp tích cực vào LNST của MWG từ 2023.

Rủi ro:

- (1) Tăng trưởng thấp hơn dự kiến cho mảng ICT & CE trong Q4.22 và các năm tới
- (2) Mảng BHX không đạt được điểm hòa vốn trong 2022 và tiếp tục thua lỗ trong 2023

Khuyến nghị đầu tư: Chúng tôi cho rằng MWG sẽ khó có khả năng hoàn thành KHKD năm 2022, tuy nhiên tích cực về triển vọng 2023 khi những gì xấu nhất về BHX đã được phản ánh hết. VCBS dự phóng DTT và LNST của MWG đạt 138.817 (+13% yoy) và 5.394 (+10% yoy) tỷ đồng cho cả năm 2022, năm 2023 đạt lần lượt 170.854 và 7.506 tỷ đồng, tăng trưởng 23% và 39% trên nền thấp của năm trước.

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và định giá từng phần, VCBS ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu MWG là **96.100 đồng/CP**, tương ứng với P/E fwd 18 lần. Chúng tôi xin đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu MWG, tiềm năng tăng giá **33%**.

Chỉ tiêu tài chính	2019	2020	2021	2022F	2023F
DTT (tỷ đồng)	102,174	108,546	122,958	138,817	170,854
+/- yoy (%)	18.1%	6.2%	13.3%	12.9%	23.1%
LNST (tỷ đồng)	3,834	3,918	4,899	5,394	7,506
+/- yoy (%)	33.2%	2.2%	25.0%	10.1%	39.1%
TS LN ròng (%)	3.8%	3.6%	4.0%	3.9%	4.4%
ROA (%)	9.2%	8.5%	7.8%	8.7%	10.1%
ROE (%)	31.6%	25.3%	24.1%	20.5%	22.3%
EPS (đồng)	8,665	8,654	6,897	3,685	5,128

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD 7T.2022

Tháng 7T.2022, MWG ghi nhận DTT đạt 11.066 tỷ đồng (+16,5% yoy) và LNST 305 tỷ đồng (+31,5% yoy). Lũy kế 7T.2022, DTT và LNST tương ứng đạt 81.870 và 2.881 tỷ đồng, hoàn thành lần lượt 58% và 45% KH 2022. Các mảng kinh doanh cốt lõi ghi nhận mức tăng trưởng trái chiều, cụ thể:

Mảng ICT & CE:

- (1) Doanh thu của TGDD & DMX trong 7T.2022 tăng 21% svck, vượt trội so với mức tăng trưởng chậm của thị trường chung trong 2022 (<10%). LNST ghi nhận khoảng 4.460 tỷ đồng, + 23% yoy và tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho LNST.
- (2) Tổng quan các mảng 6T.2022: Mảng điện máy & gia dụng tăng trưởng chậm (+2,1% yoy) hơn các năm trước do năm nay điều kiện thời tiết không thuận lợi và thời gian diễn ra WorldCup bị lùi về mùa đông; Mảng laptop và tablet ghi nhận tăng trưởng tốt nhất về doanh số bán hàng (+22% yoy) trong khi doanh thu điện thoại tăng đến nhiều hơn từ xu hướng tiêu dùng điện thoại cao cấp.
- (3) Về các chuỗi: Chuỗi Topzone và DMS trở thành động lực tăng trưởng chính cho TGDD và DMX. Tính đến T7.2022, Topzone có 50 cửa hàng với DTT trung bình 4-5 tỷ đồng/ tháng, đem về 1000 tỷ đồng doanh thu trong 7T.22. Chuỗi DMS đã có 972 cửa hàng, ghi nhận 6.300 tỷ đồng DTT lũy kế.

Mảng FMCG: DTT chuỗi BHX 7T.2022 đạt 15.400 tỷ đồng, giảm 14% yoy do mức đỉnh của Q2.21 do việc đóng cửa hàng loạt cửa hàng BHX. Theo đó, LNST trong 1H.22 ghi nhận lỗ 1.883 tỷ đồng, tăng 77% svck. Trong nửa đầu năm 2022, BHX đã thực hiện nhiều thay đổi cốt lõi, cụ thể:

- (1) Đóng cửa khoảng 400 điểm bán so với đầu năm và thay đổi layout cho toàn bộ cửa hàng hiện hữu. LNST thấp hơn dự kiến của BHX một phần đến từ việc ghi nhận các chi phí một lần cho việc đóng cửa hàng được ghi nhận trong Q2 và Q3.22.
- (2) Layout cửa hàng mới đã cho thấy những kết quả tích cực đến doanh thu và lưu lượng khách đến BHX (+20-30% so với trước khi thay layout). Doanh thu BHX trong tháng 7 đạt 1,3 tỷ đồng/ tháng so với 900 triệu đồng trong Q1 và 1,1 tỷ đồng trong Q2. Xu hướng này được kỳ vọng sẽ tiếp tục trong các tháng trong 1 quý cuối năm.

Biên lợi nhuận

- (1) LNG của MWG trong Q2.22 đạt 21,4% (- 1,2% so với 22,6% trong Q2.21) Điều này là do (1) Mảng ICT có biên giảm nhẹ (đạt khoảng 21%) do gia tăng sự đóng góp của chuỗi Topzone có biên lợi nhuận thấp; Mảng bách hóa ghi nhận LNG khoảng 25% (-2% so với mức 27% FY21) do BHX thực hiện giảm giá bán theo định hướng với mô hình chợ truyền thống hiện đại.
- (2) BLN hoạt động 2Q22 của MWG duy trì ở mức lành mạnh 5,1%, ổn định và cao hơn mức 4,7% trong 2Q21. Chi phí hoạt động/ DTT được kiểm soát chặt chẽ, giúp bù đắp cho sự thu hẹp BLN gộp trong nửa đầu 2022.

Tỷ VND	Doanh thu (tỷ VND)			LNST (tỷ VND)			Số cửa hàng		
	2Q.21	2Q.22	%yoy	2Q.21	2Q.22	%yoy	2Q.21	2Q.22	%yoy
TGDD + DMX (bao gồm Topzone)	49.153	58.004	18%	3.611	4.459	23%	2.667	3.305	24%
BHX + An Khang	13.333	12.800	-4%	(1.061)	(1.883)	77%	1.888	2.100	11%
Tổng	62.486	70.804	13%	2.550	2.576	1%	4.555	5.405	19%

TRIỂN VỌNG VÀ ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Triển vọng thị trường mảng ICT & CE kém tích cực trong ngắn hạn

Theo báo cáo từ Gartner, thị trường ICT & CE toàn cầu tiếp tục chứng kiến sự sụt giảm về sản lượng bán ra trong quý 2 (điện thoại: -9% yoy, laptop: -12,6%) do các vấn đề về lạm phát, sụt giảm sức mua, đứt gãy chuỗi cung ứng và chính sách Zero COVID của Trung Quốc. Cho cả năm 2022, dự báo sản lượng điện thoại và laptop xuất xưởng theo Gartner sẽ giảm lần lượt 7% và 10% so với năm trước, gây áp lực lên doanh thu và LNST của các doanh nghiệp hoạt động trong ngành.

Tại Việt Nam, điều này đã và đang được phản ánh khi tiêu thụ các mặt hàng ICT của một số nhà phân phối, bán lẻ hàng đầu giảm rõ rệt trong quý 2 (DGW: -15% yoy, FRT: - 22% yoy) so với cùng kỳ. Doanh nghiệp một mặt phải tăng hàng tồn kho do lo ngại về chuỗi cung ứng, một mặt phải áp dụng các chương trình khuyến mại để kích cầu. Nhìn chung 2 quý đầu năm, doanh thu chung của toàn ngành hàng này vẫn ghi nhận tăng trưởng nhẹ (laptop và điện thoại: +10% yoy, điện máy +7% yoy), chủ yếu đến từ yếu tố tăng giá bán sản phẩm trung bình.

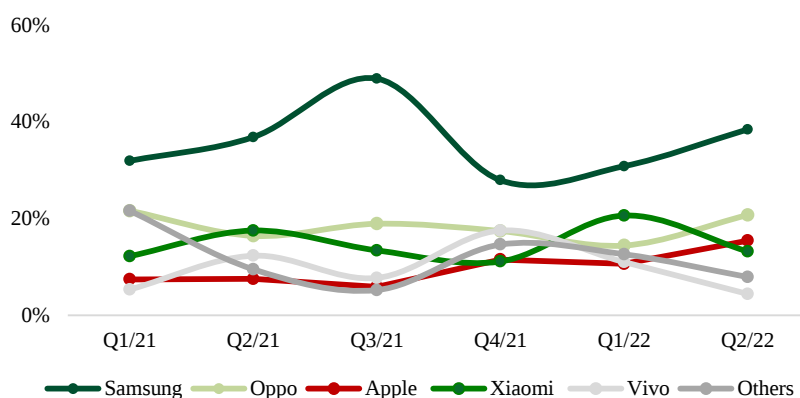
Tuy bức tranh không mấy tươi sáng trong ngắn hạn, động lực tăng trưởng của mảng này trong 2 năm tới vẫn được duy trì nhờ các yếu tố sau:

Điện thoại di động

Chúng tôi tin rằng “**cao cấp hóa**” đã, đang và sẽ là yếu tố quan trọng thúc đẩy tăng trưởng của sản phẩm điện thoại. Theo thống kê của Counterpoint Research, điện thoại cao cấp (> \$400) là phân khúc tăng trưởng mạnh nhất trong Q2.22 (+75% yoy); trong đó, Apple tăng trưởng ghi nhận mức tăng 115% yoy, vượt trội so với các hãng khác. 2 năm đại dịch đã tạo điều kiện cho dòng điện thoại cao cấp những thay đổi căn bản để phát triển tại Việt Nam như: *Chuyển đổi từ feature phone sang smartphone, giảm thiểu phần lớn hàng xách tay, giảm thời gian có hàng (leadtime), thúc đẩy các hoạt động online và tương lai phủ sóng mạng 5G.*

VCBS tin rằng thị trường smartphone Việt Nam vẫn có thể duy trì tốc độ tăng trưởng khoảng 11% CAGR trong 2023 – 2024, động lực chủ yếu nhờ tỷ trọng gia tăng của nhóm hàng cao cấp.

Thị phần smartphone Việt Nam

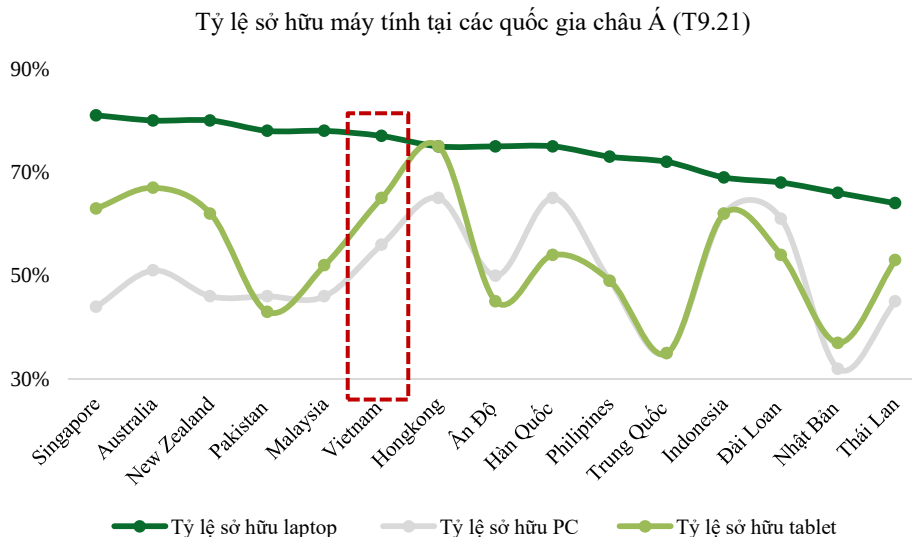


Nguồn: Counterpoint Research

Mảng laptop và tablet

Thị trường laptop và tablet Việt Nam đã có sự tăng trưởng chậm lại trong 2022 sau đột biến của năm 2021. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng nhu cầu đối với laptop và tablet vẫn chưa đạt đến điểm bão hòa khi tiêu thụ/ người đối sản phẩm này tại Việt Nam vẫn thấp hơn đáng kể so với khu vực. Trong 2023-2024, tăng trưởng của ngành hàng này có thể tích cực trở lại lần lượt ở mức 10% nhờ (1) Làm việc

online có thể trở thành xu hướng dài hạn thay vì tác động ngắn hạn trong COVID 19 (2) Suy giảm nguồn cung laptop do hiện tượng thiếu chip kéo dài từ 2021 và (3) chu kỳ thay máy tính dự kiến xảy ra sớm hơn trước 2024.



Nguồn: Statista

Mảng điện máy

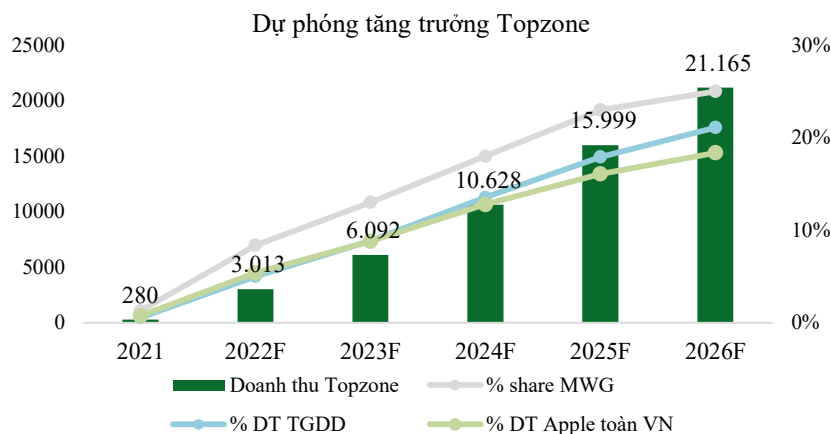
Thị trường điện máy trong 2022 tăng trưởng thấp hơn dự kiến do yếu tố thời tiết không thuận lợi và mùa Worldcup không diễn ra trong Q2. Cho nửa cuối năm, chúng tôi kì vọng vào sự phục hồi trong quý 4 do Tết năm nay đến sớm hơn dự kiến sẽ thúc đẩy nhu cầu mua sắm tăng cao. Trong 2023 - 2024, tăng trưởng mảng này có thể ổn định trở lại khoảng 3% CAGR tới 2025, tạo nền tảng cho mảng điện máy của MWG cơ hội lấy thêm thị phần.

Song MWG vẫn ghi nhận tăng trưởng vượt trội so với thị trường chung

Tuy thị trường chung gặp nhiều khó khăn, song chúng tôi nhận thấy sự vượt trội của MWG trong tăng trưởng mảng ICT & CE nhờ việc tiếp tục lấy thị phần từ các nhà bán lẻ khác. Cho cả năm 2022 và 2023, chúng tôi kì vọng doanh thu từ chuỗi TGDD & DMX của MWG sẽ duy trì tăng trưởng khoảng lần lượt 16% và 14%. Cụ thể:

Đối với thiết bị di động:

- (1) **Chuỗi Topzone** dự kiến mở mới 100 cửa hàng đến cuối 2022, tuy nhiên dựa trên kế hoạch mở cửa hàng đến hết tháng 10 của MWG, chúng tôi cho rằng con số 80 – 85 cửa hàng là khả thi. Theo ước tính, doanh thu trung bình 1 CH Topzone sau khi ổn định đạt khoảng 6 tỷ trong quý 1, 3-4 tỷ trong quý 2 (thấp hơn mức 4-5 tỷ theo BLĐ). Với sự kiện ra mắt Iphone 14 cuối năm, VCBS kì vọng doanh thu/ CH sẽ quay lại mức cao như Q1, doanh thu dự phóng cho cả chuỗi trong 2022 đạt khoảng 3.000 tỷ đồng. Trong 2023-2024, chúng tôi đánh giá cao tiềm năng của chuỗi Topzone khi thị trường Việt Nam ngày càng trở thành trọng tâm tăng trưởng của Apple ở thị trường châu Á. Với giả định số cửa hàng TopZone đạt lần lượt 150 – 250 trong 2 năm tới, MWG có thể ghi nhận 6.000 – 10.600 tỷ đồng doanh thu và chiếm 9% - 13% doanh số Apple toàn thị trường.



Nguồn: VCBS ước tính

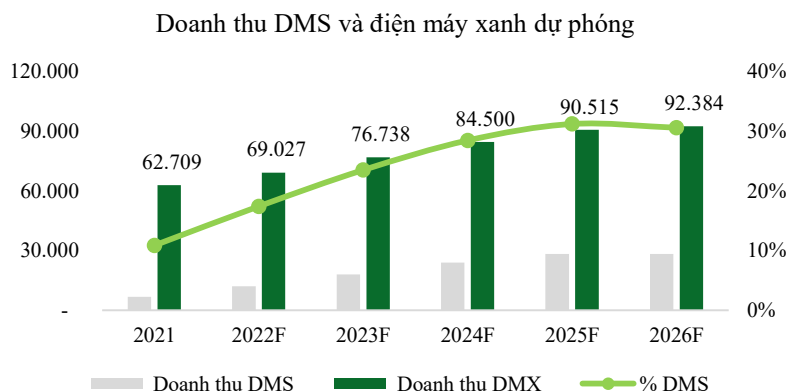
- (2) **Với các sản phẩm thiết bị di động không bán qua Topzone**, chúng tôi kì vọng MWG có thể đạt được mức tăng trưởng khoảng 15% cho cả năm 2022 dựa trên (1) sự tăng trưởng tích cực trong 2 quý đầu năm (2) kì vọng từ mùa tựu trường quý 3 thúc đẩy doanh thu laptop và tablet. Trong giả định thận trọng, tăng trưởng 2 năm tới dự kiến của chuỗi này sẽ tương ứng với mức tăng của thị trường chung.

Đối với mảng điện máy

Động lực tăng trưởng của MWG trong mảng điện máy từ 2020 tới nay chủ yếu đến từ việc giành thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ, đặc biệt ở khu vực nông thôn. Để làm được điều này, MWG thực hiện chiến lược (1) Mở rộng DMS và (2) Hợp tác với các nhà bán lẻ dưới mô hình cộng tác viên.

Năm 2020, thị phần của MWG đạt khoảng 45% trước khi có DMS và khoảng 53% năm 2021 theo ước tính của chúng tôi. Hiện nay DMS đã có khoảng 1.000 cửa hàng, tuy nhiên chúng tôi tin rằng chuỗi vẫn còn dư địa để mở rộng thêm để giúp MWG gia tăng thị phần đến 65-70% trước khi đạt điểm bão hòa.

Tuy chưa có kế hoạch mở rộng về việc mở cửa hàng của DMS trong các năm tiếp theo, chúng tôi ước tính MWG có thể mở khoảng 1500 cửa hàng nữa. Với giả định doanh thu mỗi cửa hàng ổn định ở mức 1 tỷ đồng, DMS sẽ mang về cho MWG khoảng 12000 tỷ đồng cho 2022, và 18.000 – 24.000 lần lượt cho 2023 và 2024.



Nguồn: VCBS ước tính

Mảng bách hóa đi chậm lại trong 2022

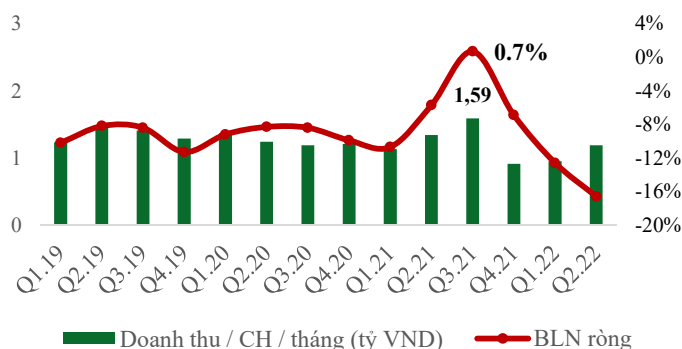
BHX có thể đạt điểm hòa vốn trong Q4.2022 ...

Trong nửa đầu 2022, BHX ghi nhận mức lỗ kỷ lục (~ -15% cho 2Q.22 so với -8% cùng kì) do đóng cửa hàng và ghi nhận các chi phí phát sinh cho việc tái cấu trúc. Theo chia sẻ từ BLĐ, BHX được kì vọng sẽ hòa vốn và có lãi trong 2022. Tuy nhiên theo quan điểm của chúng tôi, BHX sẽ có khả năng đạt được điểm hòa vốn trong 2022 chỉ khi mức DTT/CH đạt khoảng 1,4 – 1,5 tỷ đồng/ tháng trong 2 quý còn lại của năm (thấp hơn mức 1,6 tỷ vào Q3.21)

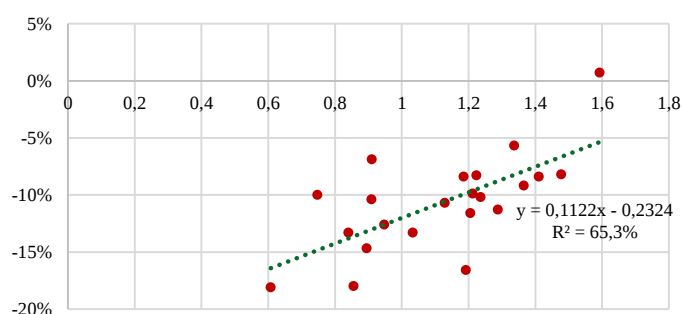
nhưng động lực để có lãi trong 2023 vẫn chưa thực sự rõ ràng

Cho năm 2023, BLĐ dự kiến sẽ tiếp tục mở cửa hàng theo mô hình mới (mở DC -> mở cửa hàng) tại các tỉnh thành chưa có BHX. Với động thái này chúng tôi cho rằng công thức có lãi cho BHX là chưa thực sự rõ ràng, và 2023 có thể vẫn là năm BHX thử nghiệm các phương thức mới.

Biến động doanh thu/ CH/ tháng và biên LNR BHX (%)



Tương quan BLN ròng (%) và doanh thu/CH (tỷ VND)



Nguồn: VCBS tổng hợp

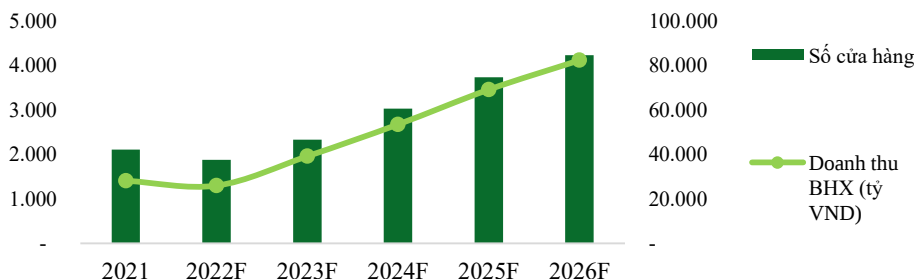
Đề tối ưu công thức thành công từ 2023

Tăng tốc mở mới cửa hàng cho BHX có thể tiến hành từ nửa sau 2023 ...

Cụ thể về số lượng cửa hàng mở mới, trong Q4.22 BLĐ chia sẻ sẽ dự kiến mở bổ sung cửa hàng BHX theo mô hình tiêu chuẩn đã hòa vốn (200 m²) tại trung tâm các thành phố lớn vì mật độ tại các địa phương này vẫn còn thưa thớt. VCBS ước tính con số này có thể vào khoảng 150 cửa hàng, chủ yếu tại các quận trung tâm của TP HCM.

Dựa trên thống kê số lượng cửa hàng trong môi trường tương quan với dân số và diện tích, chúng tôi dự đoán số lượng cửa hàng BHX mở mới có thể đạt hơn 2.000 cửa hàng trong thời gian từ 2023-2025.

Dự phóng doanh thu (tỷ VND) và số cửa hàng BHX



Nguồn: VCBS ước tính

nhưng khả năng sinh lời cụ thể cần được xem xét.

Chúng tôi cho rằng BHX có thể có lợi nhẹ từ cuối 2023 nhờ thành công từ việc gia tăng doanh thu/CH cũng như công thức để cắt giảm chi phí một cách hiệu quả. Về biên lợi nhuận ròng sau khi BHX có lãi, chúng tôi so sánh BHX với các mô hình bán lẻ FMCG tương tự, và ước tính mức lợi nhuận khoảng 1-2,5%.

Tên công ty	Mã CK	Biên LNG %	Biên EBITDA %	Biên LNR %	P/S	EV/EBITDA
Taiwan FamilyMart Co., Ltd.	TPEX: 5903	36,2%	4,1%	1,40%	0,6x	7,6x
PT Sumber Alfaria Trijaya Tbk	IDX: AMRT	21,0%	5,1%	2,59%	1,0x	13,7x
PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	IDX: ICBP	33,1%	20,4%	8,33%	1,7x	11,9x
Chengdu Hongqi Chain Co.,Ltd.	SZSE: 002697	29,4%	5,9%	4,98%	0,7x	5,4x

Nguồn: VCBS tổng hợp

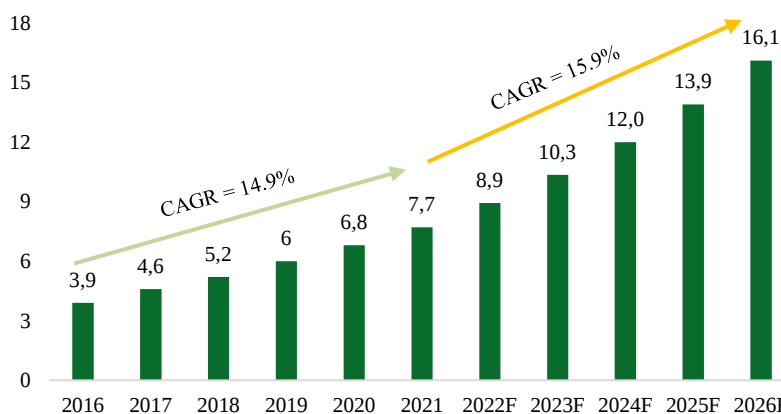
An Khang bước đầu mở rộng với những tín hiệu tích cực

Chuỗi An Khang ra đời với mục tiêu nắm bắt thị trường dược nhiều tiềm năng

Theo nghiên cứu của IBM, thị trường dược phẩm Việt Nam ước tính đạt 7,7 tỷ USD vào cuối 2021 và dự kiến sẽ tăng trưởng kép với tốc độ 15,9% CAGR trong giai đoạn 2021-2026. Chi tiêu bình quân đầu người cho dược phẩm dự kiến tăng trưởng cùng với mức tăng của thu nhập bình quân với CAGR khoảng 7,7% và đạt mức 2,1 triệu đồng/ tháng vào năm 2026.

Trong cơ cấu bán lẻ thuốc, kênh OTC chiếm khoảng 30, dự kiến doanh thu đạt khoảng 50.000 tỷ đồng trong 4 năm tới. Tuy nhiên phần lớn dược phẩm OTC đang được phân phối qua các cửa hàng nhỏ lẻ (khoảng 57.000 cửa hàng), còn lại là các chuỗi dược phẩm lớn như Pharmacity, Long Châu, An Khang. Với tiềm năng từ nhu cầu chăm sóc sức khỏe mạnh mẽ, chúng tôi tin rằng các chuỗi bán lẻ hiện đại còn nhiều dư địa để thay thế dần các cửa hàng dược phẩm truyền thống tại Việt Nam.

Giá trị thị trường dược phẩm Việt Nam (tỷ USD)

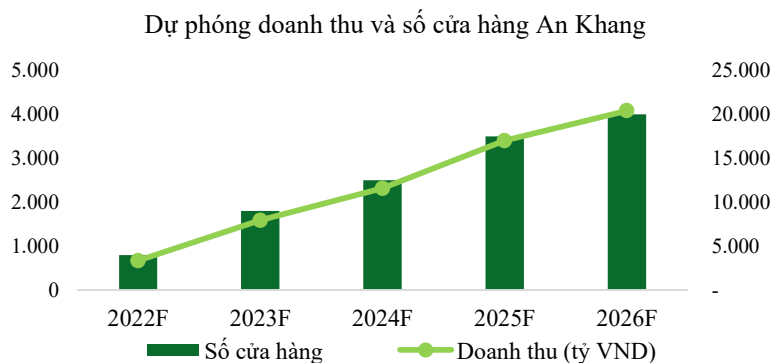


Nguồn: VCBS tổng hợp

và kì vọng hòa vốn trong năm 2022

Tính đến hết tháng 7/2022, An Khang đã mở 510 cửa hàng, doanh thu/ CH trung bình đạt khoảng 500-600 triệu/ tháng đối với mô hình độc lập và 350-400 triệu/ tháng với mô hình cạnh BHX. Với biên lợi nhuận khoảng 20%, nếu doanh thu duy trì ổn định ở mức 500 triệu đồng/ tháng, An Khang có thể sẽ đạt tới điểm hòa vốn (hiện tại DT trung bình ~ 400 tr). Dựa trên tốc độ tăng trưởng doanh thu thần tốc của An Khang từ đầu năm nay (~ 200 tr/tháng), chúng tôi cho rằng mục tiêu này là có thể khả thi.

Trong 2023-2024, An Khang dự kiến sẽ tăng số lượng cửa hàng lên khoảng 2.000 -3.000, trở thành chuỗi được phẩm đứng đầu thị trường về cả số cửa hàng và doanh thu. Khi đó, An Khang sẽ trở thành động lực tăng trưởng quan trọng sau BHX cho MWG, tuy nhiên khả năng đóng góp vào LNST của chuỗi này cần được đánh giá thêm.



Nguồn: VCBS ước tính

DỰ PHÓNG KQKD

Dự phóng KQKD

Chúng tôi dự phóng doanh thu cả năm 2022 của MWG thận trọng ở mức 138.817 tỷ đồng (+ 13% yoy) và LNST là 5.394 tỷ (+ 10% yoy), gần đạt kế hoạch về doanh thu và – 17% so với KH LNST. Tăng trưởng không đạt như kì vọng phần lớn đến từ phần lỗ hơn dự kiến của BHX trong nửa đầu năm, còn lại phụ thuộc nhiều vào tăng trưởng trong quý 4.

Biên lợi nhuận: Biên LNG 2022 kì vọng ở mức 21,8% , thấp hơn mức 22,5% của cùng kì do phần đóng góp ít hơn của mảng FMCG trong cơ cấu doanh thu, cũng như sự suy giảm biên gộp của mảng di động, điện máy. Chi phí bán hàng và quản lí doanh nghiệp dự kiến có sự cải thiện do doanh nghiệp kiểm soát tốt hơn dù phải ghi nhận các chi phí một lần cho việc đóng cửa chuỗi bách hóa. Biên LNST kì vọng đạt 3,9% cho cả năm 2022.

2023 dự kiến sẽ là một năm tích cực hơn với MWG khi chi ghi nhận ít hoặc không còn lỗ từ BHX, mảng ICT & CE vẫn có thể duy trì tăng trưởng ổn định và đóng góp từ An Khang đáng kể hơn. VCBS dự phóng doanh thu 2023 MWG có thể đạt được khoảng 170.850 tỷ đồng (+23,1% yoy) và LNST khoảng 7.506 tỷ đồng, +39% yoy trên nền thấp của 2022.

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Tổng doanh thu (tỷ VND)	138.817	170.854	202.695	238.680	267.712
Thiết bị di động	60.139	68.931	78.494	89.294	100.324
% yoy	21,1%	14,6%	13,9%	13,8%	12,4%
Điện máy & gia dụng	42.955	48.192	52.260	56.089	57.222
% yoy	10,2%	12,2%	8,4%	7,3%	2,0%
FMCG	29.329	47.082	65.025	86.104	102.686
% yoy	4,2%	60,5%	38,1%	32,4%	19,3%
Sim thẻ & thu hộ	6.394	6.650	6.916	7.192	7.480
% yoy	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
LNST	5.394	7.506	9.331	11.670	13.229

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF với một số giả định chính như sau:

Lãi suất phi rủi ro (Rf)	4,0%
Phần bù rủi ro thị trường	8,6%
Beta	0,92
Chi phí VCSH	12%
Chi phí nợ	3,26%
% VCSH	56%
% Nợ	44%
Thuế TNDN	24,3%
WACC	7,8%

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
EBIT	7.873	10.632	13.063	16.134	18.116
Trừ: EBIT * Thuế	(1.910)	(2.580)	(3.169)	(3.914)	(4.395)
Cộng: Khấu hao	3.274	4.721	5.718	6.679	6.679
Trừ: Đầu tư TSCĐ	(2.822)	(8.251)	(8.491)	(8.641)	(6.405)
Cộng: (Tăng)/Giảm VLD	(2.109)	(3.893)	(3.589)	(4.542)	(3.489)
Dòng tiền FCFF	4.306	630	3.532	5.715	10.505
Giá trị hiện tại của dòng tiền FCFF		574	2.986	4.485	7.652
Tổng giá trị hiện tại của FCFF	15.697				
Giá trị hiện tại của dòng tiền tới hạn	146.442				
Giá trị VCSH	141.634				
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	1.463.709				
Giá mục tiêu DCF	95.640				

Xét thời điểm chiết khấu là T9.2023, giá trị hợp lý của cổ phiếu MWG là **95.640 đồng/CP**

Phương pháp so sánh định giá từng phần

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần, cụ thể là so sánh tương đối P/E cho mảng ICT & CE, P/S cho bách hóa và dược phẩm để xác định giá trị hợp lý của MWG. Với P/E mục tiêu cho TGDD & DMX ở mức 11, P/S cho BHX và An Khang lần lượt là 1,0 và 0,5, giá trị hợp lý của MWG là **96.700 đồng/ CP**

Mảng kinh doanh	P/E mục tiêu	P/S mục tiêu	Giá trị VCSH (tỷ VND)	Giá mục tiêu (VND)
ICT & CE	11		98.434	67.249
FMCG		1,0	39.144	26.743
Dược phẩm		0,5	3.969	2.712
Tổng				96,700

Giá mục tiêu

Tổng hợp, chúng tôi đưa ra mức định giá hợp lý cho MWG là **96.400 đồng**, tiềm năng tăng giá +33%

Phương pháp	Giá (đồng/CP)	Tỷ trọng
Định giá từng phần	95.640	50%
Chiết khấu dòng tiền	96.700	50%
Giá hợp lý	96.100	

Rủi ro

- (1) Tăng trưởng thấp hơn dự kiến cho mảng ICT & CE trong Q4.22 và các năm tới
- (2) Mảng BHX không đạt được điểm hòa vốn trong 2022 và tiếp tục thua lỗ trong 2023

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

MUA với giá mục tiêu đạt
96.100 đồng/cp

Chúng tôi cho rằng MWG sẽ khó có khả năng hoàn thành KHKD năm 2022, tuy nhiên tích cực về triển vọng 2023 khi những gì xấu nhất về BHX đã được phản ánh hết. VCBS dự phóng DTT và LNST của MWG đạt 138.817 (+13% yoy) và 5.394 (+10% yoy) tỷ đồng cho cả năm 2022, năm 2023 đạt lần lượt 170.854 và 7.506 tỷ đồng, tăng trưởng 23% và 39% trên nền thấp của năm trước. Theo đó, EPS dự phóng 2023F là 5.128 đồng/cổ phiếu, Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền và định giá từng phần, VCBS ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu MWG là **96.100 đồng/CP (+33%)**, tương ứng với P/E fwd 18 lần và khuyến nghị **MUA**

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng nhóm PT Ngành - DN

ldquang@vcbs.com.vn

Phạm Phương Thảo

Chuyên viên phân tích

ppthao@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>