

## Vài nét về doanh nghiệp

MWG là doanh nghiệp số 1 Việt Nam trong lĩnh vực bán lẻ ICT với 2 chuỗi TGĐĐ và ĐMX. Hiện công ty đang chuyển sang lĩnh vực thực phẩm và dược phẩm với việc phát triển chuỗi BHX và An Khang.

### Khuyến nghị

**MUA**

Giá mục tiêu	<b>56.10</b>
Tiềm năng tăng giá	20%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	5%
Tỷ suất sinh lời	25%

### Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bán lẻ
Thị giá (07/02/2024)	47.00
Biến động 1 năm	46.80 – 47.50
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	5.404.000
Vốn hóa (Tỷ đồng)	68.732
P/E	414
P/B	2.97
%NN sở hữu	45.51%

### Diễn biến giá



	1T	6T	12T
<b>MWG</b>	19.7%	-8.8%	-0.8%
<b>VNindex</b>	6.5%	-2.8%	10.1%

### Tỷ lệ sở hữu

Quỹ ngoại	45.5%
Thế giới bán lẻ	10.5%

### Chuyên viên phân tích

Phạm Phương Thảo

[ppthao@vcbs.com.vn](mailto:ppthao@vcbs.com.vn) - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

## ĐỘNG LỰC TỪ BÁCH HÓA XANH HÒA VỐN

### ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **56.100 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 35x dựa trên triển vọng tích cực của việc hòa vốn Bách Hóa Xanh và sự hồi phục của mảng điện máy trong năm tới.

### CẬP NHẬT KQKD:

Doanh thu thuần đạt 118,3 nghìn tỷ đồng (-11% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTS đạt 168 tỷ đồng (-96% YoY). LNST sau lợi ích CĐTS thấp hơn kì vọng của chúng tôi là do chi phí tái cơ cấu từ việc (1) đóng các cửa hàng ICT và (2) xử lý tài sản không sử dụng được của Bách Hóa Xanh (BHX). Trong Q4, MWG đóng cửa gần 200 CH TGDD & ĐMX, tuy nhiên doanh thu chỉ giảm nhẹ qoq. Ở chiều ngược lại, BHX ghi nhận doanh thu toàn chuỗi cả năm +15% yoy và đạt điểm hòa vốn T12/23.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

#### - TGDD & ĐMX:

Doanh thu hai chuỗi này được dự báo phục hồi chậm ở mức 1 con số, đạt 89.767 tỷ đồng (+ 7% yoy) trong năm 2024 trên cơ sở (1) kinh tế phục hồi, (2) các chính sách hỗ trợ của chính phủ dành cho tiêu dùng trong nước và, (3) hàng tồn kho đối với các sản phẩm ICT đã về mức thấp. Chúng tôi cũng kì vọng biên lợi nhuận cho mảng ICT sẽ duy trì mức tương đương Q4.23 (~ 2.8%) khi cuộc chiến giá bớt khốc liệt.

#### - Bách Hóa Xanh:

Việc BHX hòa vốn trong T12.23 đã đưa MWG sang một bước phát triển mới. Chúng tôi cho rằng doanh thu BHX sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2024 nhờ tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ và mở mới một cách chọn lọc. Với giả định DTT BHX đạt 36.700 tỷ trong 2024 (+18% yoy) và MWG tiếp tục cắt giảm chi phí, chúng tôi kì vọng BHX có thể đem về lãi ròng 300 – 400 tỷ trong 2024.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

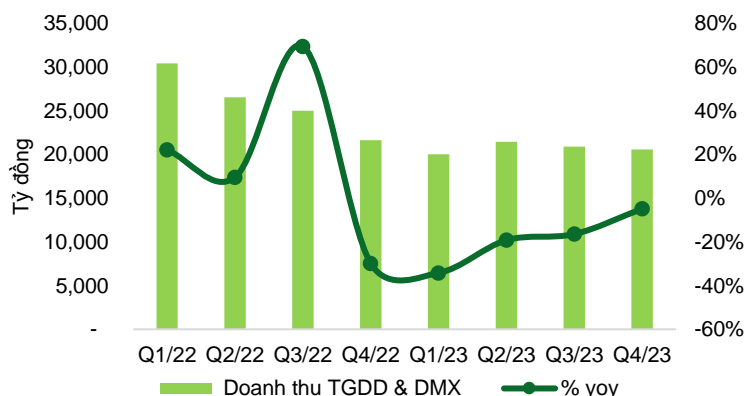
- Sức mua hồi phục chậm hơn dự kiến đối với mảng ICT, cạnh tranh giá tiếp tục gay gắt
- BHX không tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ như kì vọng (<15%)

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023	2024F	2025F
DTT (tỷ đồng)	122,958	133,405	118,280	133,475	156,464
+/- yoy (%)	13.3%	8.5%	-11.3%	12.8%	17.2%
LNST (tỷ đồng)	4,899	4,100	168	2,380	3,337
+/- yoy (%)	25.0%	-16.3%	-95.9%	1319.5%	40.2%
TS LN ròng(%)	4.0%	3.1%	0.1%	1.8%	2.1%
ROE (%)	24.0%	17.1%	0.7%	9.8%	12.8%
EPS (đồng)	6,897	2,810	115	1,626	2,280

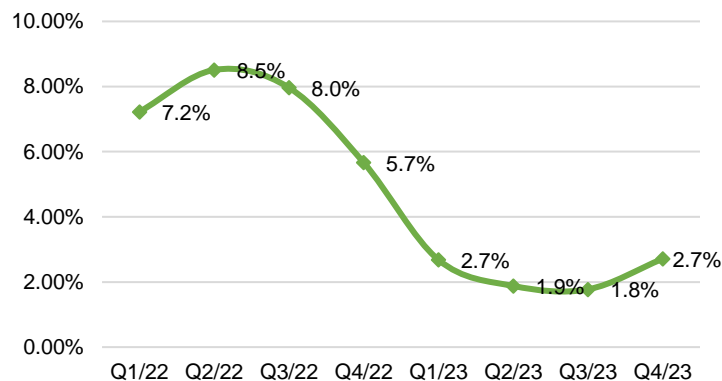
**CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2023**
**Tóm tắt biến động kinh doanh 2023**

Tiêu chí	Q4.22	Q4.23	% yoy	4Q.22	4Q.23	% yoy	Nguyên nhân
<b>Doanh thu</b>	<b>30,588</b>	<b>31,421</b>	<b>3%</b>	<b>133,405</b>	<b>118,445</b>	<b>-11%</b>	
- TGDD + DMX	21,645	20,600	-5%	103,656	83,000	-20%	Doanh thu suy giảm mạnh do nhu cầu ICT kém, điển hình smartphone – 10-20%, ti vi, máy tính bảng giảm 30-50% yoy,..
- BHX	7,127	9,300	30%	26,681	31,117	15%	Doanh thu tăng trưởng tốt sau hoạt động tái cấu trúc. BHX thành công chinh phục khách hàng mới (số lượt mua hàng + 20%), các mặt hàng trọng điểm tăng doanh số: hàng tươi sống + 35 – 40% yoy, hàng FMCG + 5-10% yoy
LN gộp	7,930	6,186	-22%	30,782	22,520	-27%	
LN hoạt động	(292)	(301)	3%	6,644	407	-94%	
LN sau thuế	619	90	-85%	4,102	167	-96%	
<b>Biên lợi nhuận</b>							
Biên LNG	26%	20%		23%	19%		Biên lợi nhuận gộp thu hẹp nghiêm trọng do cuộc chiến giá đối với mặt hàng ICT từ tháng 3/2023, đến nay tác động giảm lớn đến biên lợi nhuận.
Biên LNHD	-1%	-1%		5%	0%		Biên LN hoạt động và LNST suy giảm mạnh hơn LNG do tăng các chi phí marketing, khuyến mại, các chi phí một lần cho việc đóng cửa hàng TGDD, DMX và BHX.
Biên LNST	2%	0%		3%	0%		
<b>Số cửa hàng</b>							
TGDD				1,190	1078		Trong Quý 4.23, MWG đã đóng gần 200 CH TGDD + DMX không hiệu quả tiết kiệm chi phí
DMX				2,284	2190		
BHX				1,728	1698		Số lượng cửa hàng phần lớn giữ nguyên so với cùng kì năm trước
An Khang				500	527		Mở mới 27 CH An Khang trong năm 2023 do doanh thu/CH tăng trưởng tốt

**Doanh thu ICT chỉ giảm nhẹ qoq trong Q4.23 dù MWG đóng 200 CH, đã giảm tiếp tục thu hẹp so với cùng kỳ. Cùng với đó, biên lợi nhuận ICT cải thiện so với quý trước và tương đương với Q1.23 nhờ chiến tranh giá hạ nhiệt**

**Hình 1: Doanh thu TGDD và DMX theo quý và % yoy**


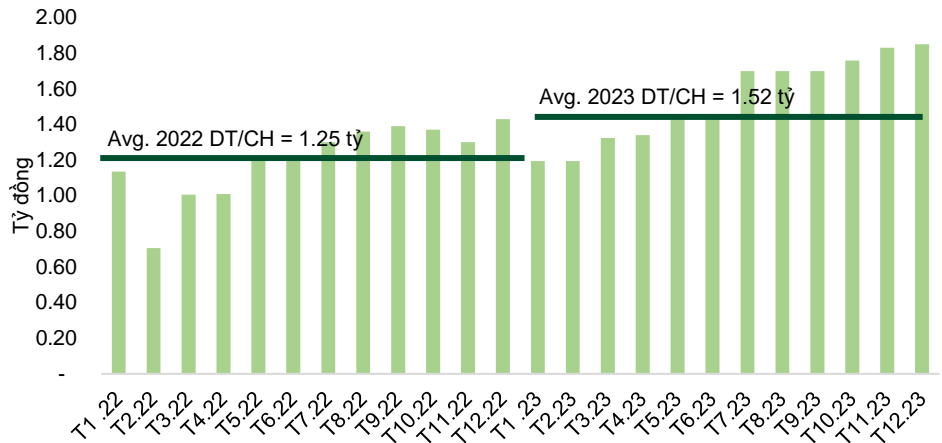
Nguồn: MWG

**Hình 2: Biên LNST mảng ICT**


Nguồn: MWG

Doanh thu tháng/CH của BHX tiếp tục cải thiện mạnh mẽ vượt kì vọng của chúng tôi, trung bình cả năm đạt 1.52 tỷ đồng/ tháng, +21% yoy

**Hình 3: Doanh thu tháng trung bình/cửa hàng BHX**

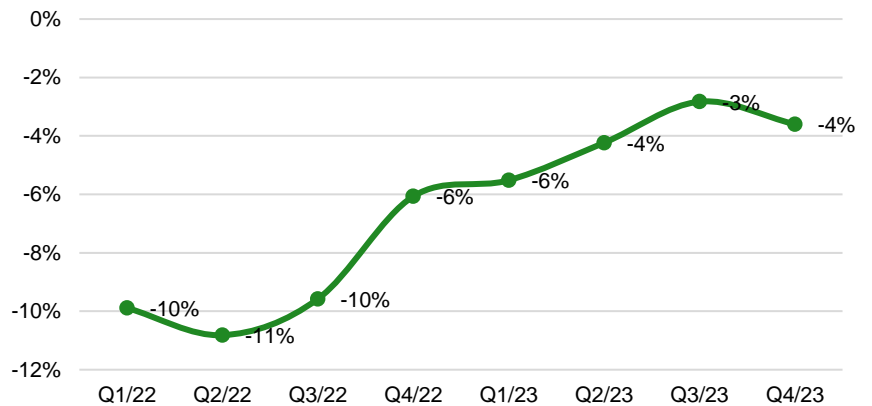


Nguồn: MWG, VCBS tổng hợp

**BHX đã đạt đến điểm hòa vốn trong tháng 12**

Với doanh thu 1.8 tỷ đồng/tháng/CH, BHX đã đạt mục tiêu hòa vốn sau mọi chi phí kinh doanh cốt lõi và không bao gồm các chi phí một lần, khấu hao do nâng cấp cửa hàng,... BLE tự tin sẽ bù đắp được phần này để chuỗi BHX có lợi nhuận cả năm 2024. Chúng tôi cho rằng đây là điểm rất sáng với MWG trong bối cảnh ngành kinh doanh chủ chốt suy yếu nghiêm trọng, mở đường cho triển vọng hòa vốn và cổ lãi toàn chuỗi năm 2024.

**Hình 4: Biên lợi nhuận BHX theo quý**



Nguồn: MWG, VCBS tổng hợp

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi duy trì quan điểm doanh thu mảng ICT phục hồi chậm trong 2024 nhưng biên LN sẽ cải thiện svck

Trong báo cáo ngành Tiêu dùng – Bán lẻ gần nhất, chúng tôi bày tỏ quan điểm về xu hướng hồi phục chậm trong 2H.2024 trên cơ sở kinh tế phục hồi và nhiều chính sách hỗ trợ của chính phủ dành cho tiêu dùng trong nước.

Về biên LN, chúng tôi cho rằng MWG có thể duy trì mức biên của mảng Ict khoảng 2.8% trong năm 2024, mức tương đương với Q1.23 (trước khi chiến tranh giá xảy ra) và Q4.23 (khi nhu cầu phần nào cải thiện và chiến tranh giá bớt khốc liệt hơn).

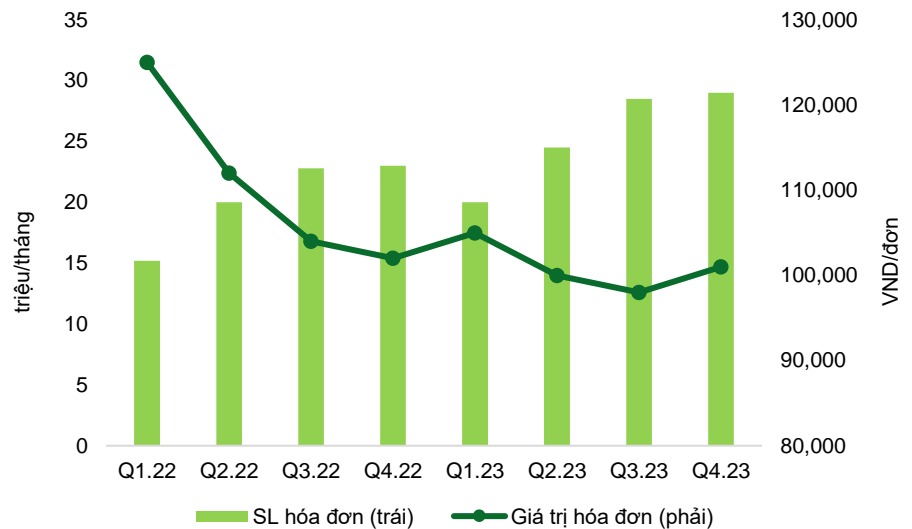
Lũy kế cả năm 2023, mảng ICT của MW ghi nhận biên lãi ròng 2.3%, suy giảm lớn trong Q2, Q3 khi nhu cầu thấp khiến các nhà bán lẻ phải hạ giá bán rất mạnh. Kỳ vọng biên LN mảng ICT tốt hơn trong năm 2024 của chúng tôi đến từ:

- (1) **Quan sát về diễn biến cạnh tranh giá trên thị trường.** Tình hình giá bán cạnh tranh trên thị trường gần đây chỉ còn diễn ra mạnh với mặt hàng Iphone do đây là mặt hàng giá trị cao, ít model và sản phẩm dễ so sánh. Đối với các hãng điện thoại khác như Samsung, Xiaomi, Oppo, các nhà bán lẻ sẽ có xu hướng hợp tác độc quyền một số mẫu sản phẩm (như MWG) để áp dụng giá bán linh hoạt hơn. Ngoài ra cũng sẽ có các hướng đi khác để mang thêm giá trị cho khách hàng (như CellphoneS) thay vì chạy theo cuộc đua về giá bán.
- (2) **Các chính sách hỗ trợ của chính phủ** như VAT 8% đến hết tháng 6.2024, đặc biệt là giải ngân tín dụng tiêu dùng cởi mở hơn trong bối cảnh lãi suất thấp và cầu tín dụng duy trì cao.

## Bách hóa xanh đạt điểm hòa vốn vào tháng 12.2023

Tại tháng 12, BHX đã đạt điểm hòa vốn tại mức doanh thu 1.8 tỷ đồng/CH/tháng. Chúng tôi cho rằng doanh thu BHX trong năm 2024 có thể tăng mạnh 15 – 20% nhờ (1) Giá trị hóa đơn hồi phục dần về mức đỉnh Q1.22 và (2) Số lượt mua hàng tiếp tục tăng trưởng nhờ các tác động tích cực của việc tập trung đáp ứng SKU hàng tươi sống với giá hợp lý.

**Hình 5: Số lượng hoá đơn và giá trị đơn hàng tại BHX**



Nguồn: Dragon Capital

## Mang đến kỳ vọng chuỗi này sẽ đem về lãi trong năm 2024

Cả năm 2023, BHX ghi nhận lỗ ròng 1,200 tỷ đồng, tương ứng với biên ròng -3.8%. Chúng tôi kỳ vọng BHX có thể đem về lãi khoảng 300 – 400 tỷ đồng năm 2024 dựa trên các giả định chính như sau:

- (1) Doanh thu tăng trưởng 15% trong năm 2024 trên cơ sở tăng trưởng doanh thu CH cũ + 15% (SSSG + 15% yoy) và BHX mở thêm 50 cửa hàng mới. Doanh thu toàn chuỗi năm 2024 đạt khoảng 36.700 tỷ đồng
- (2) Chi phí SG&A cải thiện khoảng 5% so với năm 2023 nhờ tối ưu chi phí logistic và quản lý bán hàng (khoản này chưa được chú trọng trong năm 2023)

**DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ**
**Một số dự báo KQKD chính**

Đv: Tỷ đồng	2022	2023	2024F	%YOY	2025F	%YOY	Thuyết minh
<b>DTT</b>	<b>133,405</b>	<b>118,445</b>	<b>133,475</b>	<b>13%</b>	<b>156,464</b>	<b>17%</b>	
TGDĐ+ĐMX	103,656	83,842	89,767	7%	98,193	9%	Doanh thu phục hồi chậm với động lực từ phục hồi xuất nhập khẩu, tiêu dùng và chu kỳ đổi mới cuối 2024 – đầu 2025
BHX	26,681	31,117	36,708	18%	49,608	35%	Tăng trưởng doanh thu cửa hàng mạnh mẽ nhờ giá trị tiêu dùng/hóa đơn hồi phục và tăng trưởng khách hàng mới
An Khang	1904	2,200	3,270	49%	4,578	40%	Tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ từ mở cửa hàng mới
<b>LNST</b>	<b>4,100</b>	<b>168</b>	<b>2,380</b>	<b>1.320%</b>	<b>3.337</b>	<b>40%</b>	

**Biên lợi nhuận**

Lợi nhuận gộp	23.1%	19.0%	19.6%		19.6%		
TGDĐ+ĐMX	22.5%	18.0%	19.2%		19.8%		
BHX	26%	25%	25%		25%		
Lợi nhuận ròng	3.1%	0.1%	1.8%		2.1%		
TGDĐ+ĐMX	8.0%	2.1%	2.7%		3.0%		Biên lợi nhuận hồi phục nhờ chiến tranh giá hạ nhiệt, loại bỏ tác động tiêu cực đến tổng lợi nhuận như Q2, Q3.2023
BHX	-13.4%	-4.1%	0.5%		1.0%		Bách Hóa Xanh đạt điểm hòa vốn và tiến tới có lãi trong 2024
An Khang	-16.1%	-15.5%	-10.0%		-5.0%		

**Số cửa hàng**

TGDĐ+ĐMX	1190	1078	1078		1078		
ĐMX	2284	2190	2180		2180		Số lượng cửa hàng không thay đổi sau tái cấu trúc
BHX	1728	1698	1750		1900		Số lượng cửa hàng không thay đổi sau tái cấu trúc
- DT/CH	1.25	1.52	1.75		1.92		SSSG đạt +15% trong FY24, +10% trong FY25
An Khang	500	527	600		800		Mở mới cửa hàng An Khang theo chiến lược công ty

**Định giá**

Tổng hợp định giá theo 2 phương pháp, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu MWG là **56.100 đồng (upside 20%)**.

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **56.100 đồng/cp**, tương đương với P/E fwd 2024 đạt 34.7x dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh, tỷ trọng 50/50.

Phương pháp	Định giá	PAT
So sánh	47.900	50%
FCFF	64.300	50%
<b>Tổng hợp</b>	<b>56.100</b>	<b>100%</b>

**Giả định tính toán hệ số chiết khấu:**

Chi phí VCSH = 14.5% theo CAPM ( $R_f = 3.5\%$ , Risk premium = 11%,  $\beta = 1$ )

Chi phí vay = 6.5%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 8.33 %

**Định giá bằng FCFF:**

FCFF	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	2,996	5,381	5,886	6,618	7,940
Khấu hao	3,438	2,429	2,374	2,184	1,999
Capex	(573)	(895)	(1,950)	(1,600)	(1,375)
Thay đổi WC	(45)	(874)	(938)	(325)	(806)
<b>FCFF</b>	<b>3,549</b>	<b>5,413</b>	<b>4,613</b>	<b>6,082</b>	<b>6,869</b>
<b>NPV giai đoạn 2024-2028F</b>					<b>22,874</b>
<b>NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g=2%)</b>					<b>77,277</b>
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>					<b>100,151</b>
<b>Trừ: Vay nợ ròng</b>					<b>(6,000)</b>
<b>Giá trị VCSH</b>					<b>94,151</b>
<b>Số lượng CPLH (tr.cp)</b>					<b>1.463</b>
<b>Định giá</b>					<b>64,317</b>

**Thông số tính toán: P/E**

Trung bình/trung vị ngành: 26.2x

Lịch sử MWG: 18x

**Định giá bằng phương pháp so sánh**

Trên cơ sở so sánh với các công ty bán lẻ bách hóa hiện đại như Walmart, Costco, ..chúng tôi sử dụng mức định giá P/S hợp lý cho Bách hóa xanh là 1 cho năm 2024.

	DTT	NPAT	Multiple	Vốn hóa	Giá CP
TGDD + DMX	78,614	2,508	P/E = 12	30,095	20,571
BHX	36,708	(3,575)	P/S = 1	36,708	25,091
An Khang	3,271	0	P/S = 1	3,271	2,236
<b>MWG</b>				<b>70,074</b>	<b>47,897</b>

**Bảng 1: Tổng hợp thông số tài chính các công ty bán lẻ lớn trên thế giới**

STT	Mã CK	BB ID	Revenue (bil. VND)	P/E LTM	P/B	EV/ EBITDA LTM	EV/ Sales LTM	ROE	NPM
1	MWG	MWG VN Equity	118,280	411.84	2.94	18.35	0.54	0.7%	0.1%
2	FRT	FRT Equity	31,849	#N/A N/A	10.48	153.68	0.65	-20.1%	-1.1%
3	AMRT IJ	AMRT IJ Equity	162,456	33.03	8.98	13.61	1.18	28.7%	3.1%

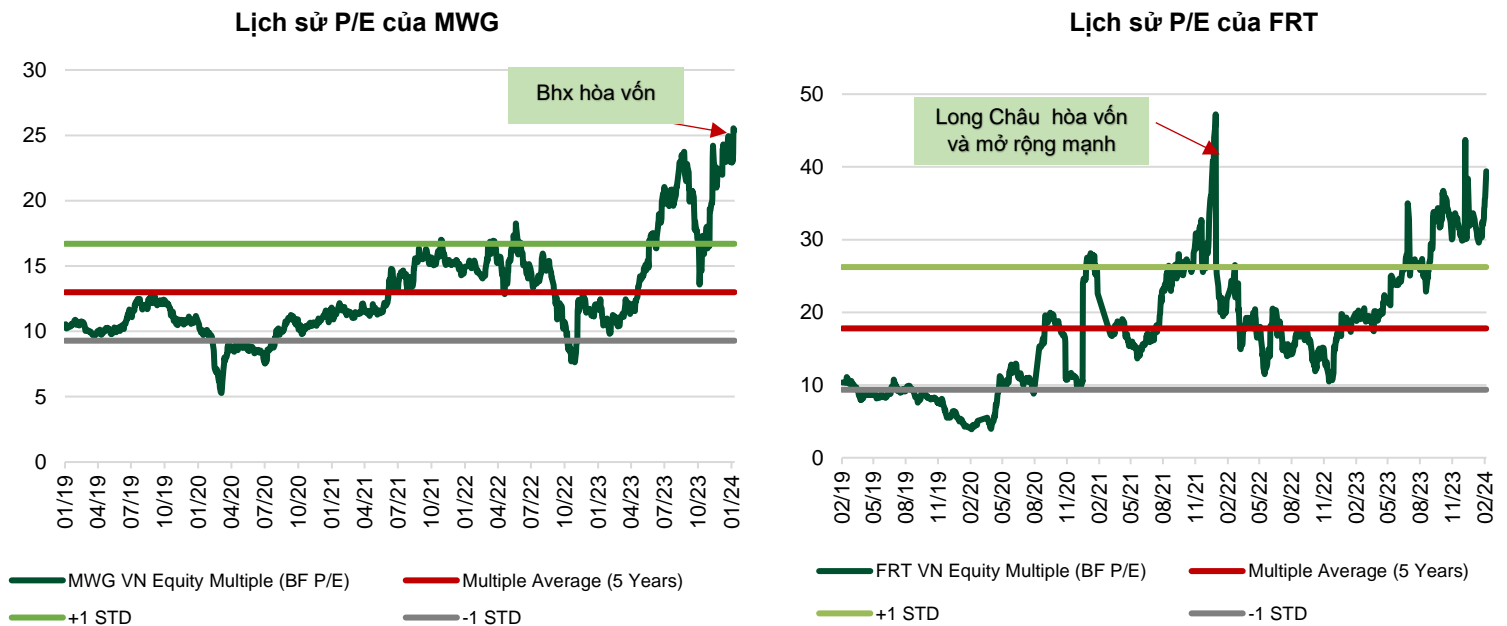
4	KR US	KR US Equity	3,650,611	10.48	2.95	8.78	0.34	18.8%	1.3%
5	TGT US	TGT US Equity	2,640,134	17.53	5.25	10.45	0.63	32.3%	3.4%
6	CRC TB	CRC TB Equity	157,529	23.73	2.88	10.54	1.60	12.6%	3.6%
7	COST US	COST US Equity	6,067,604	46.88	12.07	29.30	1.03	26.0%	2.7%
8	WMT US	WMT US Equity	15,777,990	25.63	5.72	14.05	0.79	19.4%	2.6%
<b>Trung bình</b>			<b>3,575,807</b>	<b>26.21</b>	<b>6.31</b>	<b>14.46</b>	<b>0.93</b>	<b>23%</b>	<b>2.8%</b>

\_Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Tại mức giá này, MWG sẽ có P/E fwd 2024/25F là 35x/25x, cao hơn lịch sử quá khứ của MWG khoảng 18x Tuy nhiên, mức P/E cao này có thể hợp lí trong bối cảnh (1) doanh nghiệp đang ở chu kì đáy lợi nhuận và (2) Việc hòa vốn BHX có thể đem lại cho MWG định giá cao hơn (P/E trung bình ngành của mảng bán lẻ bách hóa khoảng 20-25 lần, cao hơn 10-12 của ICT) (trình bày trong bảng so sánh peer)

Ngoài ra tại thời điểm Bách Hóa Xanh mới hòa vốn, P/E fwd của MWG có thể cao hơn +3 std của trung bình quá khứ (so sánh với case hòa vốn Long Châu của FRT)

**Hình 6: So sánh lịch sử định giá của MWG và FRT trong bối cảnh các chuỗi FMCG hòa vốn**



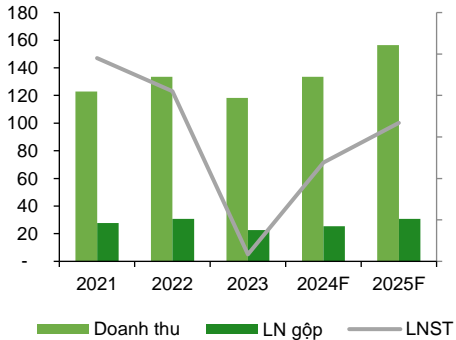
Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

## RỦI RO ĐẦU TƯ

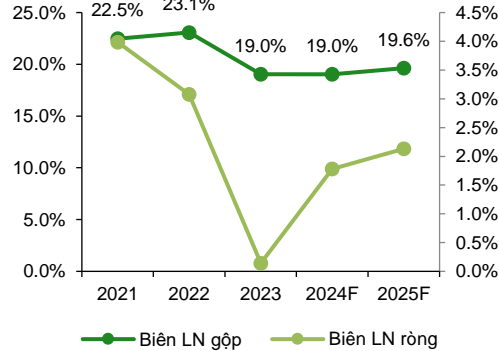
- Sức mua hồi phục chậm hơn dự kiến đối với mảng ICT, cạnh tranh giá tiếp tục gay gắt
- BHX không tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ như kì vọng (<15%)

**KẾT QUẢ KINH DOANH**

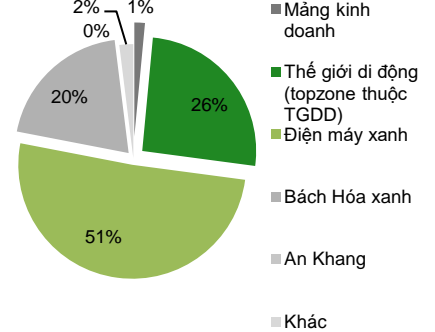
**Doanh thu và lợi nhuận MWG**



**Biên lợi nhuận**

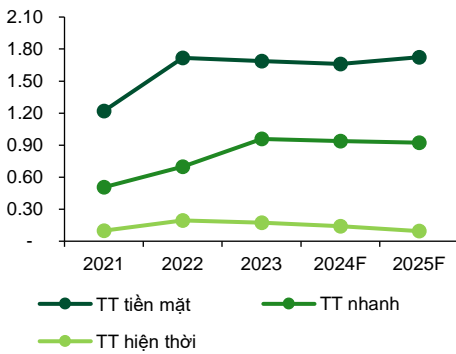


**Cơ cấu doanh thu 2023**

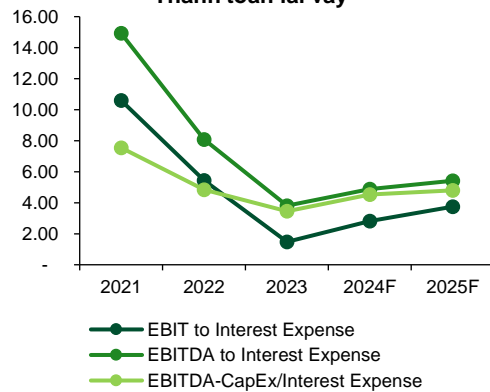


**SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH**

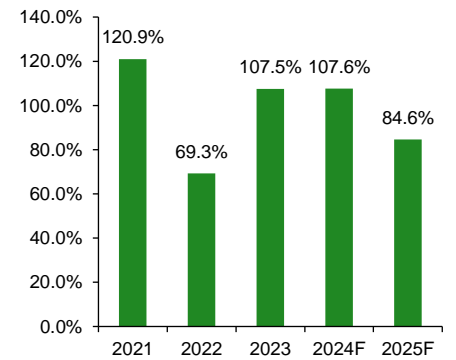
**Khả năng thanh toán**



**Thanh toán lãi vay**

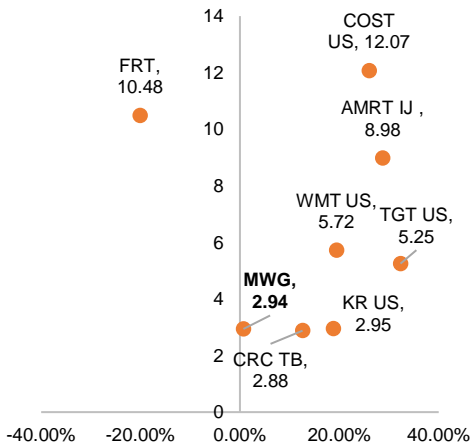


**Nợ/VCSH**

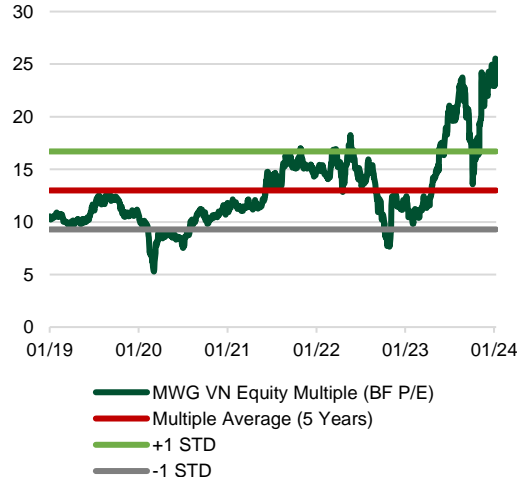


**ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI**

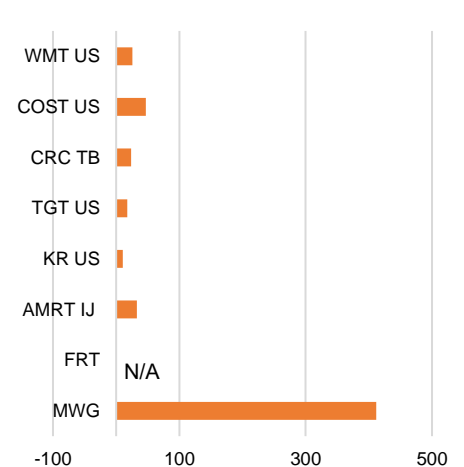
**Tương quan P/B và ROE**



**P/E lịch sử**



**P/E ngành**





**BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: triệu đồng**

Kết quả kinh doanh	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	133,405	118,280	133,475	156,464	173,934
- Giá vốn hàng bán	-102,623	-95,759	-108,070	-125,769	-138,953
Lợi nhuận gộp	30,782	22,521	25,405	30,695	34,981
- Chi phí bán hàng	-21,790	-20,917	-20,689	-24,252	-27,829
- Chi phí quản lí DN	-2,348	-1,196	-1,335	-2,347	-2,609
Lợi nhuận HDKD	6,644	407	3,381	4,096	4,543
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	157	88	100	117	130
- Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
EBIT	7,418	2,137	4,676	5,419	5,934
- Chi phí lãi vay	-1,362	-1,448	-1,665	-1,451	-1,219
LNTT	6,056	690	3,011	4,104	4,753
- Thuế TNDN	-1,955	-522	-631	-767	-805
LNST	4,102	168	2,380	3,337	3,947
- Lợi ích CBTS	2	0	2	3	4
LNST CB CT Mẹ	4,100	168	2,380	3,337	3,947
EPS (đ)	2,810	115	1,626	2,280	2,697
EBITDA	11,001	8,114	7,848	8,307	8,358
<b>Tăng trưởng</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Doanh thu	8.5%	-11.3%	12.8%	17.2%	11.2%
LN HDKD	12.7%	-93.9%	730.8%	21.1%	10.9%
LN Hợp nhất	-16.3%	-95.9%	1318.2%	40.2%	18.3%
LNST	-16.3%	-95.9%	1319.5%	40.2%	18.3%
EBIT	3.8%	-71.2%	118.8%	15.9%	9.5%
EPS	-59.3%	-95.9%	1314.0%	40.2%	18.3%
Tổng tài sản	-11.3%	7.7%	8.0%	0.4%	6.6%
Nợ vay	-32.7%	51.4%	4.0%	-15.3%	0.0%
VCSH	17.4%	-2.4%	3.9%	7.7%	9.5%
<b>Khả năng sinh lời</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Tỷ suất LNG	23.1%	19.0%	19.6%	20.1%	20.8%
Tỷ suất LNST	3.1%	0.1%	1.8%	2.1%	2.3%
ROE DuPont	18.5%	0.7%	10.0%	13.2%	14.4%
ROA DuPont	6.9%	0.3%	3.8%	5.1%	5.9%
Tỷ suất EBIT	5.6%	1.8%	3.5%	3.5%	3.4%
LNTT / LNST	67.7%	24.3%	79.0%	81.3%	83.1%
LNTT / EBIT	81.6%	32.3%	64.4%	75.7%	80.1%
Vòng quay TTS	2.2	2.0	2.1	2.4	2.6
Đòn bẩy tài chính	2.7	2.5	2.6	2.6	2.5
ROIC	9.6%	0.4%	4.8%	6.8%	8.0%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Số ngày tồn kho	8.5	12.7	13.4	11.8	12.1
Số ngày phải thu	-97.6	-90.6	-79.4	-76.5	-75.2
Số ngày phải trả	-37.2	-31.8	-30.9	-32.5	-33.3
Luân chuyển tiền	-51.8	-46.1	-35.1	-32.2	-29.8
COGS/Hàng tồn kho	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!
<b>An toàn tài chính</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
TT hiện hành	1.72	1.69	1.66	1.72	1.71
TT nhanh	0.70	0.96	0.94	0.92	0.91
TT tiền mặt	0.19	0.17	0.14	0.09	0.13
Nợ / Tài sản	0.30	0.42	0.40	0.34	0.32
Nợ / Vốn sử dụng	0.41	0.52	0.52	0.46	0.44
Nợ / Vốn CSH	0.69	1.08	1.08	0.85	0.77
Khả năng TT lãi vay	-5.45	-1.48	-2.81	-3.74	-4.87

Cân đối kế toán	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tài sản</b>					
+ Tiền	5,061	5,366	5,030	3,351	5,103
+ ĐTTT ngắn hạn	10,059	18,937	23,937	23,937	23,937
+ Phải thu	3,072	5,159	4,644	5,444	6,052
+ Hàng tồn kho	25,696	21,824	25,167	27,566	29,694
+ Khác	743	661	746	875	972
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>44,631</b>	<b>51,947</b>	<b>59,524</b>	<b>61,173</b>	<b>65,758</b>
+ Tài sản dài hạn	21,001	20,234	20,807	21,702	23,652
+ Khấu hao lũy kế	-11,204	-13,729	-17,167	-19,596	-21,970
+ Tài sản dài hạn	9,797	6,505	3,640	2,106	1,682
+ ĐTTT dài hạn	241	747	747	747	747
+ Khác	1,165	910	1,026	1,203	1,338
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>11,203</b>	<b>8,161</b>	<b>5,413</b>	<b>4,056</b>	<b>3,767</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>55,834</b>	<b>60,108</b>	<b>64,937</b>	<b>65,229</b>	<b>69,525</b>
<b>Nợ &amp; VCSH</b>					
+ Phải trả (ngắn)	8,746	7,927	10,363	12,060	13,324
+ Vay ngắn hạn	10,688	19,129	21,326	18,523	19,720
+ Khác	6,566	3,706	4,182	4,903	5,450
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>26,000</b>	<b>30,762</b>	<b>35,871</b>	<b>35,485</b>	<b>38,494</b>
+ Vay dài hạn	5,901	5,985	4,788	3,591	2,394
+ Phải trả dài hạn	0	1	1	2	2
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>5,901</b>	<b>5,986</b>	<b>4,790</b>	<b>3,593</b>	<b>2,396</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>31,902</b>	<b>36,748</b>	<b>40,660</b>	<b>39,078</b>	<b>40,890</b>
+ Vốn điều lệ	7,131	14,634	14,634	14,634	14,634
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
+ Thặng dư	558	558	558	558	558
+ LN giữ lại	8,726	8,164	9,081	10,955	13,439
+ Lợi ích CBTS	15	13	13	13	13
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>23,933</b>	<b>23,360</b>	<b>24,276</b>	<b>26,150</b>	<b>28,634</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>55,834</b>	<b>60,108</b>	<b>64,937</b>	<b>65,228</b>	<b>69,524</b>
<b>Lưu chuyển tiền</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>4,142</b>	<b>5,061</b>	<b>5,366</b>	<b>5,030</b>	<b>3,351</b>
<b>LNST</b>	<b>4,100</b>	<b>168</b>	<b>2,380</b>	<b>3,337</b>	<b>3,947</b>
+ Khấu hao lũy kế	3,582	3,381	3,438	2,429	2,374
+ Điều chỉnh	-710	-1,621	-117	-177	-134
+ Thay đổi VLD	-2,367	-461	-1	-910	-1,022
<b>Tiền từ HDKD</b>	<b>7,923</b>	<b>3,436</b>	<b>5,700</b>	<b>4,680</b>	<b>5,165</b>
+ Thanh lý TSCĐ	4	31	0	0	0
+ Mua sắm TSCĐ	-4,412	-523	-573	-895	-1,950
+ Đầu tư ròng	-20,799	-34,151	-5,000	0	0
+ Khác	1,138	1,113	0	0	0
<b>Tiền từ HĐĐT</b>	<b>1,783</b>	<b>-10,726</b>	<b>-5,573</b>	<b>-895</b>	<b>-1,950</b>
+ Cổ tức đã trả	-732	-731	-1,463	-1,463	-1,463
+ Tăng (giảm) vốn	193	0	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	-73,314	-61,933	2,197	-2,803	1,197
+ Nợ dài hạn	193	0	-1,197	-1,197	-1,197
+ Khác	3	4	0	0	0
<b>Tiền từ HĐTC</b>	<b>-8,411</b>	<b>7,704</b>	<b>-463</b>	<b>-5,463</b>	<b>-1,463</b>
Lưu chuyển tiền	-3,206	919	-336	-1,679	1,752
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>936</b>	<b>5,980</b>	<b>5,030</b>	<b>3,351</b>	<b>5,103</b>

## 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.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 06 tháng tới
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 06 tháng tới
<b>BÁN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 06 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

[tmhoang@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

### Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

[ldquang@vcbs.com.vn](mailto:ldquang@vcbs.com.vn)

### Phạm Phương Thảo

Chuyên viên phân tích

[ppthao@vcbs.com.vn](mailto:ppthao@vcbs.com.vn)

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>