

# CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HSX: MWG)

## Báo cáo lần đầu 29/03/2016

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu (VND)	97.600
Tiềm năng tăng giá	26,7%
Cổ tức (VND)	1.000
Lợi suất cổ tức	1,3%

## Thông tin cổ phiếu 29/03/2016

Giá hiện tại (VND)	77.000
Số lượng CP niêm yết	146.888.974
Số lượng CP lưu hành	146.670.301
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	11.294
Khoảng giá 52 tuần	59.000 – 87.200
KLGDTB 30 ngày	151.865
% sở hữu nước ngoài	49%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Số lượng được phép sở hữu	71.975.597
Số lượng còn được phép mua	0

## Biến động giá trong 12 tháng



## Liên hệ

Chuyên viên phân tích

Lâm Trần Tấn Sĩ

Email: si.lamtrantan@mbs.com.vn

Tel: +84 949 187 525

## Phát huy lợi thế đầu ngành, tích cực mở rộng thị phần

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

ĐVT: Tỷ đồng	2015	2016F	2017F	2018F
Doanh thu	25.253	35.910	42.773	47.170
Lợi nhuận	1.072	1.413	1.688	1.892
EPS	7.305	9.634	11.509	12.901
ROE	54%	47%	40%	35%
PE	10,5x	8,0x	6,7x	6,0x

Nguồn: BCTC MWG và MBS dự phóng

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu đối với cổ phiếu MWG của CTCP Đầu tư Thế giới Di động với mức giá mục tiêu 97.600 đồng, cao hơn 26,7% so với mức giá hiện tại, dựa vào các luận điểm như sau:

- **Thị trường bán lẻ thiết bị di động tiếp tục tăng trưởng và chuỗi thegioididong.com vẫn tiếp tục xu hướng mở rộng thị phần.** Theo ước tính của chúng tôi, trong năm 2016, chuỗi thegioididong sẽ mở rộng thêm 170 cửa hàng, đồng thời tỷ lệ tăng trưởng doanh thu trên những cửa hàng hiện hữu (SSSG) của hệ thống kỳ vọng đạt 8%/năm. Doanh thu của mảng bán lẻ thiết bị di động dự phóng đạt 26.019 tỷ đồng, tăng 25,3% so với năm 2015.
- **Tiếp tục mở rộng mạnh mẽ thị phần trên thị trường bán lẻ điện máy hiện đang có quy mô lớn nhưng vẫn khá phân tán.** Hệ thống dienmayxanh.com được chúng tôi kỳ vọng sẽ mở thêm 65 cửa hàng trong năm 2016 để đạt mục tiêu thị phần 12% so với mức 8% trong năm 2015. Tỷ lệ SSSG dự phóng đạt 20% trong năm. Trong những năm tiếp theo, mảng bán lẻ điện máy sẽ trở thành động lực tăng trưởng mới cho MWG, và đóng góp đáng kể vào tổng doanh thu. Trong năm 2016, doanh thu dienmayxanh.com ước đạt 9.892 tỷ đồng, tăng 120,2% so với cùng kỳ.
- **Lợi thế cạnh tranh cao trên thị trường bán lẻ thiết bị điện tử** từ sự hỗ trợ của hệ thống quản lý nguồn lực ERP, số lượng/độ phủ cửa hàng lớn mang lại lợi thế thương hiệu, quản lý hàng tồn kho, và chiến thuật mua hàng. Đội ngũ nhân sự giàu kinh nghiệm trong việc quản lý ngành hàng và mở mới cửa hàng.
- **Thử nghiệm mô hình bán lẻ Bachhoaxanh** với khoảng 20 cửa hàng đầu tiên kỳ vọng sẽ hoàn thành trong năm 2016. Nếu thành công, MWG sẽ mở rộng số lượng cửa hàng với quy mô lớn nhằm khai thác thị trường bán lẻ truyền thống, hiện đang chiếm 80% thị phần. Tuy nhiên, dự án vẫn đang trong giai đoạn nghiên cứu nên chúng tôi chưa tính toán mảng Bachhoaxanh vào mô hình định giá.

## ĐỊNH GIÁ

Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền tự do FCF, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu MWG là **97.600 đồng**, cao hơn 26,7% so với hiện tại. Với mức EPS forward 2016 là 9.634 đồng, giá mục tiêu tương ứng với mức P/E là 10,1 lần, thấp hơn so với mức P/E trung bình ngành là 11,6 lần.

## RỦI RO

### **Rủi ro cạnh tranh từ các đối thủ hiện tại**

Thị trường bán lẻ thiết bị di động và điện máy vốn dĩ tại Việt Nam khá phân tán, do đó áp lực cạnh tranh trong ngành khá cao. Không những sự cạnh tranh đến từ các cửa hàng nhỏ lẻ truyền thống mà còn có sự cạnh tranh của các chuỗi bán lẻ chuyên nghiệp khác luôn có kế hoạch tăng trưởng thị phần táo bạo như FPT Shop, Vienthong A, Nguyễn Kim,...

### **Rủi ro cạnh tranh từ các đối thủ tiềm năng**

Thị trường bán lẻ thiết bị di động ở một số nước được phân phối với giá bán rất thấp thông qua các nhà mạng bằng các hợp đồng cam kết dài hạn. Do đó, Viettel và Mobifone sẽ là các đối thủ lớn tiềm năng khi triển khai các gói hợp đồng này. Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi, chi phí sử dụng mạng điện thoại tại Việt Nam đang khá thấp so với các nước như Hoa Kỳ, Canada,... vì vậy động lực để các nhà mạng triển khai các gói hợp đồng cũng giảm xuống.

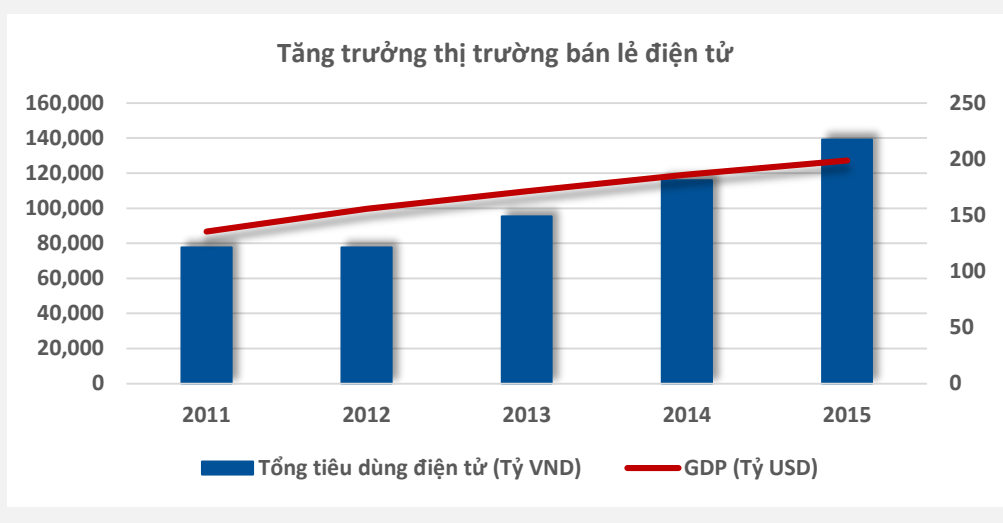
Ngoài ra, xu hướng bán lẻ điện thoại trên thế giới, các nhà sản xuất đang cố gắng giảm bớt các nhà phân phối trung gian. Thứ nhất, các nhà sản xuất muốn tiết kiệm lại phần hoa hồng cho các đại lý trung gian khi biên lợi nhuận gộp trong sản phẩm smartphone đang giảm dần. Thứ hai, sau vấn đề chất lượng sản phẩm, các nhà sản xuất tiến đến mang lại giá trị từ dịch vụ trực tiếp hơn để tạo ra sự trung thành đối với thương hiệu. Tuy nhiên, trong hiện tại, các nhà sản xuất không thể mở ra hàng loạt cửa hàng bán lẻ thiết bị di động trên toàn cầu, trong khi đặc thù ngành bán lẻ cần có độ phủ cao để tiếp cận người tiêu dùng.

### **Rủi ro hàng tồn kho**

Đối với doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ, quản lý hàng tồn kho là vấn đề rất quan trọng. Hơn nữa, trong ngành hàng thiết bị di động, mức độ giảm giá của hàng tồn kho diễn ra rất nhanh trong thời gian 1 năm. Trong quá khứ mức dự phòng giảm giá hàng tồn kho của MWG dao động trong khoảng từ 1,5% - 2,5%.

**THỊ TRƯỜNG BÁN LẺ ĐIỆN TỬ VIỆT NAM ĐANG TĂNG TRƯỞNG MẠNH**

**Biểu 1: Thị trường bán lẻ điện tử Việt Nam**



Nguồn: GFK và WorldBank

Thị trường bán lẻ điện tử tại Việt Nam có những bước tăng trưởng đều đặn sau đợt sụt giảm do ảnh hưởng suy thoái kinh tế năm 2012. Trong giai đoạn từ 2012 – 2015, theo báo cáo của GFK, tổng tiêu dùng điện tử tăng trưởng bình quân 21,48%/năm, đạt 139.049 tỷ đồng. Trong đó, thị trường thiết bị di động có giá trị 65.666 tỷ đồng, chiếm 47,23% trong tổng tiêu dùng hàng điện tử. Thị trường tiêu thụ điện máy có quy mô lớn hơn thị trường thiết bị di động bình quân 1,25 lần do có nhiều mặt hàng và có những dòng sản phẩm giá trị cao, chiếm 51,66%.

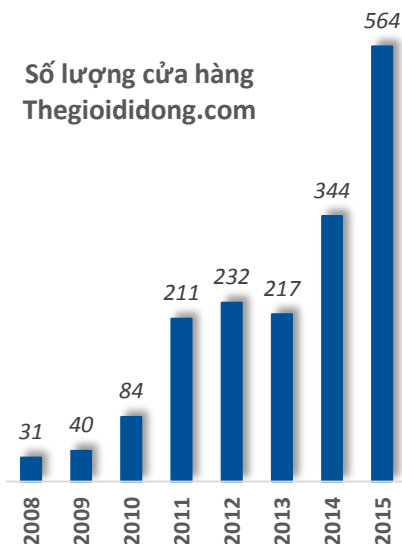
**THEGIOIDIDONG.COM**

Hệ thống cửa hàng thegioididong.com của MWG tính đến thời điểm cuối tháng 2/2016 đã đạt con số 597 cửa hàng, và phủ khắp 63 tỉnh thành. Song song cùng với việc mở rộng cửa hàng, thị phần của Thegioididong.com cũng từng bước gia tăng từ mức 21% năm 2013 đến 30% năm 2015. Tiếp tục xu hướng, trong năm 2016, **MWG đặt mục tiêu gia tăng thị phần bán lẻ di động lên mức 35% lấy động lực từ việc gia tăng độ phủ cửa hàng và tăng trưởng doanh thu trên từng cửa hàng hiện hữu.**

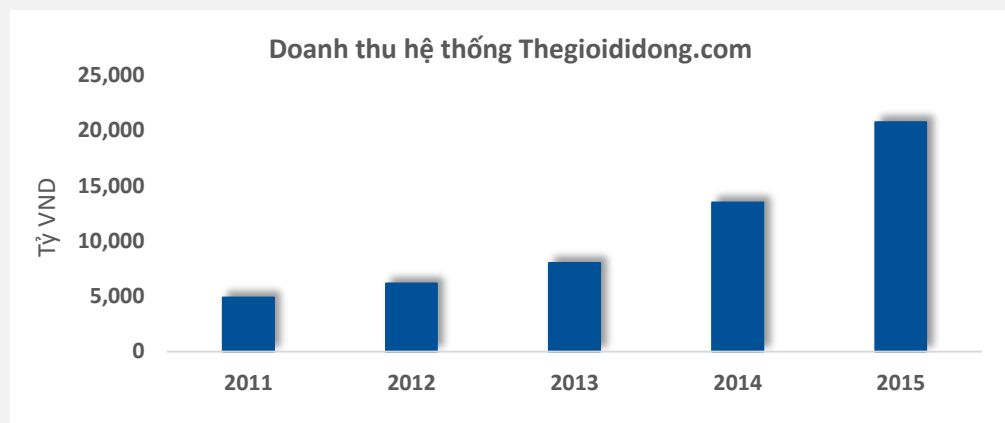
Trong năm 2015, doanh thu của hệ thống thegioididong.com đạt 20.758 tỷ đồng, tăng 53,9% so với năm ngoái. Đây là mức tăng trưởng khá cao do MWG trực tiếp đang hưởng lợi từ sự tăng trưởng quy mô thị trường thiết bị di động, tăng trưởng 31,9% so với năm 2014, và việc mở rộng thị phần từ 27% lên mức 30%.

Doanh thu trung bình từng cửa hàng của chuỗi thegioididong.com dao động quanh mức 3 tỷ đồng/tháng. **Tỷ lệ tăng trưởng SSSG năm 2015 đạt mức 7% - 8%**, và chúng tôi kỳ vọng con số này sẽ được giữ vững trong năm 2016 do số lượng cửa hàng mở mới trong năm 2015 khá cao, tạo ra dư địa tiềm năng. Với mức thị phần kỳ vọng 35% trong năm nay, **chúng tôi dự báo MWG sẽ mở mới 170 cửa hàng, cao hơn kế hoạch 100 cửa hàng, tương ứng với mức doanh thu dự phóng đạt 26.019 tỷ đồng (+25,3% YoY).**

Số lượng cửa hàng Thegioididong.com



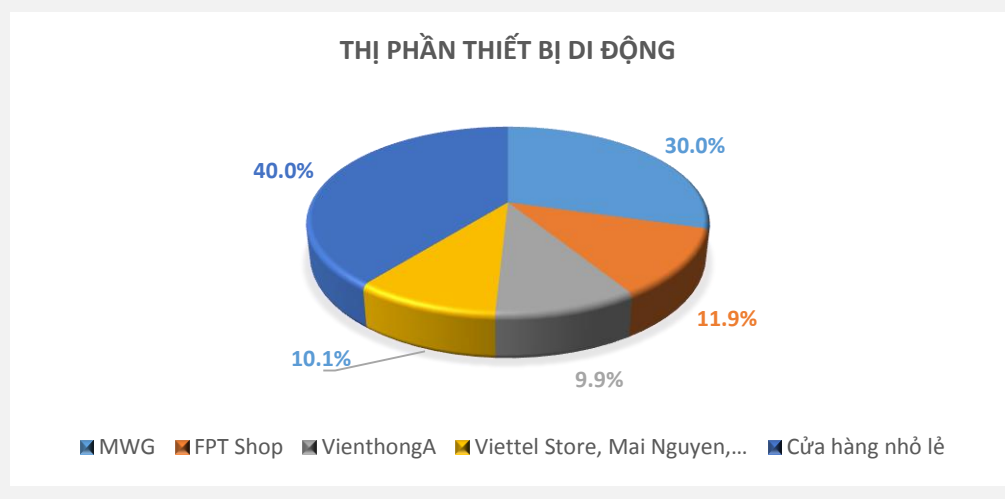
**Biểu 2: Doanh thu Thegioididong.com**



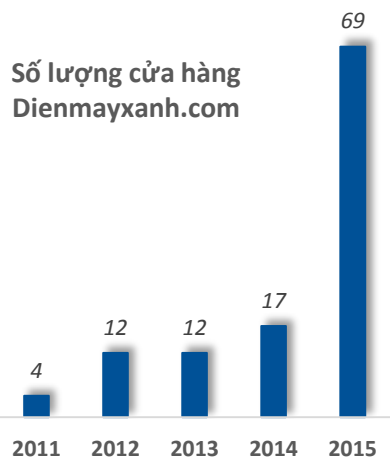
Nguồn: MWG

Trong hiện tại, thị trường bán lẻ thiết bị di động đã giảm mức độ phân tán và xu hướng dịch chuyển tập trung vào một số nhà bán lẻ lớn. Trong đó, chuỗi cửa hàng thegioididong.com đang dẫn đầu thị phần và mức độ cạnh tranh trong ngành vẫn rất căng thẳng. Các nhà bán lẻ lớn khác như FPT Shop, Vienthong A, Viettel vẫn tiếp tục đặt kế hoạch tăng trưởng mạnh mẽ.

**Biểu 3: Thị phần bán lẻ thiết bị di động**



Nguồn: GFK và MBS tổng hợp



**DIENMAYXANH.COM**

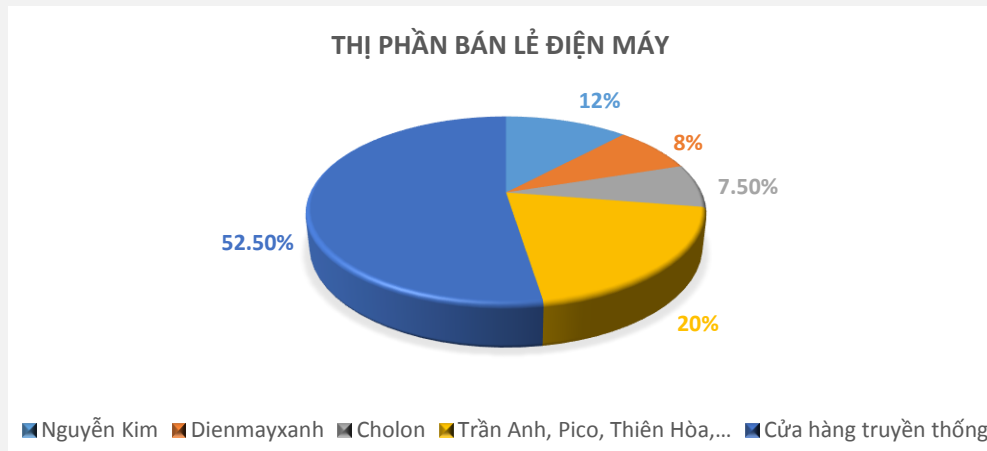
Hệ thống Dienmayxanh.com bắt đầu hoạt động từ năm 2011 và hiện tại đạt mức 87 cửa hàng. **Trong năm 2016, doanh nghiệp đưa ra kế hoạch sẽ mở thêm mới 50 cửa hàng và tiến đến dẫn đầu thị phần trong mảng bán lẻ điện máy.**

Thực tế, thị trường bán lẻ điện máy tại Việt Nam vẫn đang phân tán hơn nhiều so với thị trường bán lẻ thiết bị di động và chủ yếu phần lớn thị phần vẫn là các cửa hàng nhỏ lẻ truyền thống. Do mức độ phân tán đang khá cao nên sự cạnh tranh trong ngành cũng diễn ra gay gắt. Theo kỳ vọng của chúng tôi, động lực tăng trưởng thị phần của MWG trong mảng bán lẻ điện máy là giảm mức độ phân mảnh trong ngành bằng việc khai thác thị phần trong tay các cửa hàng bán lẻ truyền thống.

Chiến lược này đang được MWG thực hiện bằng những chiến thuật thống nhất như cung cấp mức giá bán hợp lý trong điều kiện chất lượng dịch vụ chuyên nghiệp hơn các cửa hàng truyền thống. Đồng thời, với lợi thế quy mô lớn, Dienmayxanh.com có thể chủ động được mức độ đa dạng hóa

trong dòng sản phẩm ngay cả ở những thị trường tỉnh lẻ. Trong dài hạn, chiến lược này sẽ tạo được thương hiệu trong nhận thức người tiêu dùng và dịch chuyển thói quen mua hàng điện máy truyền thống.

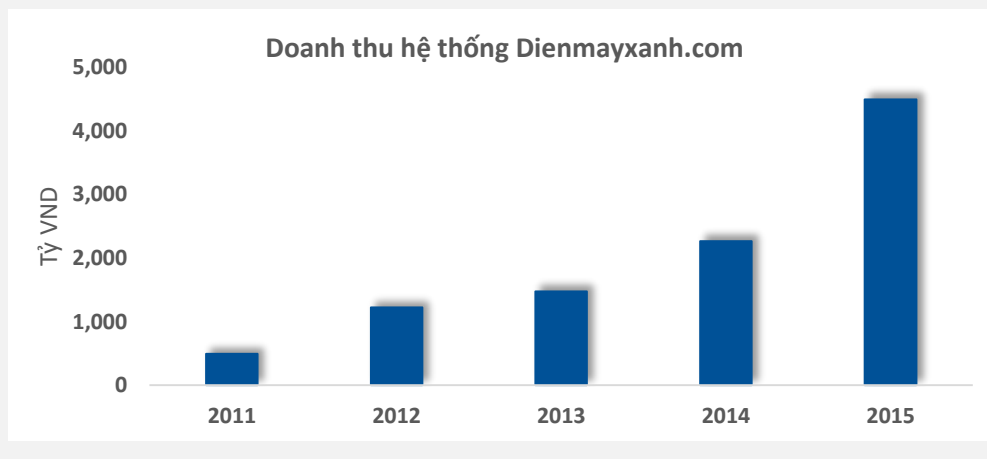
**Biểu 4: Thị phần bán lẻ điện máy**



*Nguồn: GFK và MBS tổng hợp*

Doanh thu trung bình trên từng cửa hàng của Dienmayxanh.com hiện tại dao động trong khoảng 8 – 10 tỷ đồng/tháng. Trong năm 2016, chúng tôi kỳ vọng doanh thu trên các cửa hàng hiện hữu của Dienmayxanh.com sẽ tăng trưởng 20% do các cửa hàng phần lớn chỉ mới hoạt động trong 1 năm. Đồng thời, chúng tôi ước tính MWG sẽ mở thêm 65 cửa hàng mới so với kế hoạch 50 cửa hàng mà công ty đưa ra và **đạt mức thị phần bình quân 12%. Doanh thu của mảng bán lẻ điện máy dự phóng đạt 9.892 tỷ đồng (+120,2% YoY).**

**Biểu 5: Doanh thu Dienmayxanh.com**



*Nguồn: MWG*

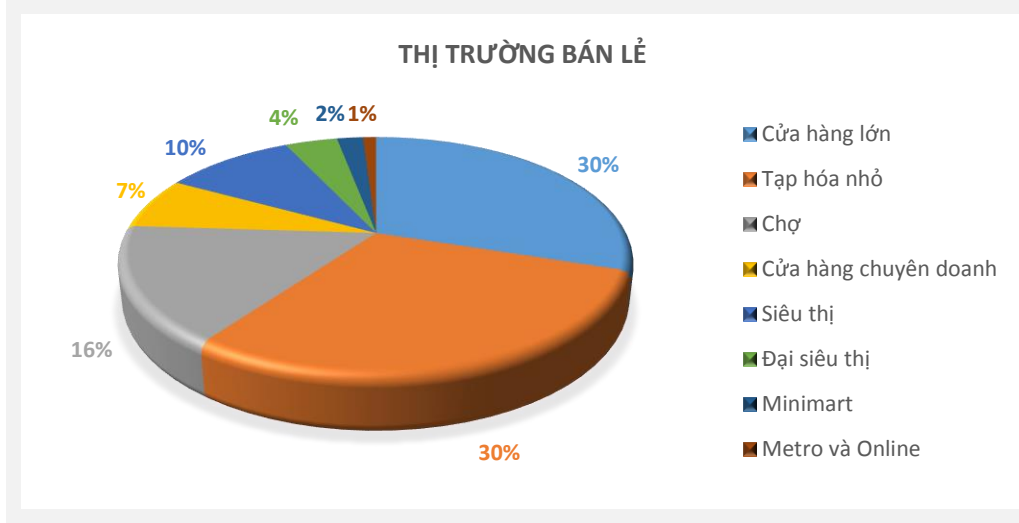
### BACHHOAXANH.COM

Mô hình phát triển Bachhoaxanh được MWG xây dựng từ năm 2015 và đang trong giai đoạn thử nghiệm. Ý tưởng phát triển Bachhoaxanh không phải là cửa hàng tiện lợi (convenience store) mà là xây dựng mô hình cửa hàng bách hóa truyền thống bán các sản phẩm tươi sống với dịch vụ khách hàng chuyên nghiệp hơn so với chợ truyền thống. **Do đó, chiến lược mà MWG đang hướng tới là tái cấu trúc lại thị trường truyền thống đang phân tán. Hiện tại, trung bình hàng tháng doanh thu của Bachhoaxanh là 400 triệu đồng/cửa hàng.** Do mô hình

vẫn đang được nghiên cứu và chưa thống nhất nên chúng tôi không đưa các dự phóng về Bachhoaxanh trong mô hình định giá.

Thị trường bán lẻ Việt Nam hiện tại, kênh bán lẻ truyền thống đang chiếm 83% thị phần và được phân chia như sau: cửa hàng lớn chiếm 30% thị phần, tạp hóa nhỏ chiếm 30%, chợ 11% và cửa hàng chuyên doanh 7%, các kênh khác là 5%. Kênh hiện đại chiếm 17% thị phần còn lại, trong đó, siêu thị chiếm 10%, đại siêu thị 4%, Minimart 2%, Metro và Online 1%.

**Biểu 6: Thị trường bán lẻ**



*Nguồn: GFK và MBS tổng hợp*

### Quản lý hiệu quả hàng tồn kho, hạn chế tác động giảm giá các mặt hàng điện tử

Hệ thống ERP cho phép quản lý thông tin hàng tồn kho của đến từng cửa hàng, do đó từng ngành hàng có thể truy xuất và kiểm soát số ngày tồn kho. Đồng thời, dựa trên những thông tin này, ban lãnh đạo có thể đưa ra thang đánh giá hiệu suất của từng nhân viên, và chế độ thưởng phạt tương ứng.

Áp dụng cho cả hai hệ thống thegioididong.com và dienmayxanh.com, nguồn hàng hóa như laptop, điện thoại di động được điều phối chung thống nhất. Điều này làm gia tăng hiệu quả chung, tăng vòng quay hàng tồn kho so với việc tách bạch nguồn hàng như trước năm 2012.

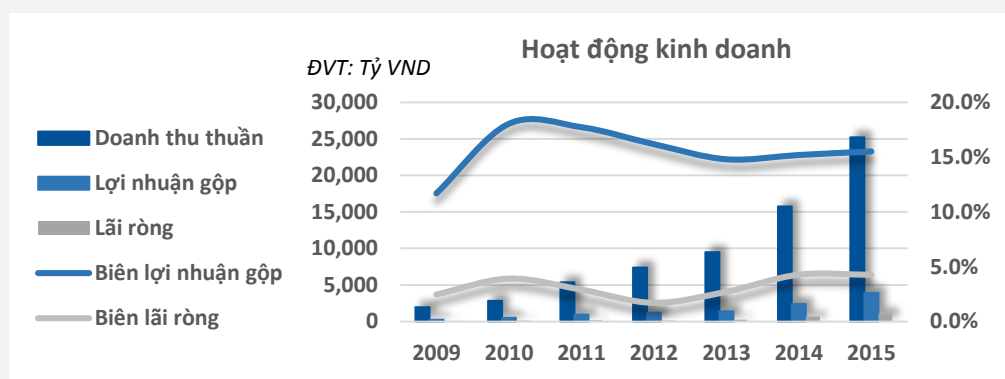
Lợi thế về hệ thống cửa hàng lớn phát huy thế mạnh cạnh tranh tại các thị trường các tỉnh với dòng sản phẩm đa dạng, trong khi vẫn kiểm soát được nguồn hàng tồn kho.

### Cửa hàng mới được mở chọn lọc theo quy trình

Một trong những chiến lược dẫn đến thành công cho chuỗi cửa hàng MWG là quy trình mở các cửa hàng mới để đảm bảo gia tăng lợi nhuận trong khi không làm giảm lợi ích giữa các cửa hàng. Đối với hệ thống thegioididong.com, sau thời gian 3 tháng khi cửa hàng đi vào hoạt động ổn định, nếu không tạo ra EBITDA dương sẽ phải đóng cửa. Thời gian này đối với chuỗi Dienmayxanh.com là 1 năm. Đồng thời, việc mở ra một cửa hàng mới phải dựa theo một số điều kiện như mật độ dân cư, số lượng người qua lại,... Đồng thời, chính sách khen thưởng cho các giám đốc vùng được gắn liền với hiệu quả của các cửa hàng này.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

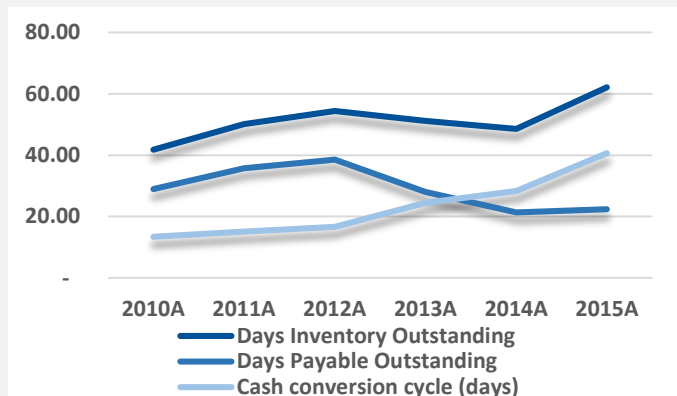
Biểu 7: Kết quả hoạt động kinh doanh



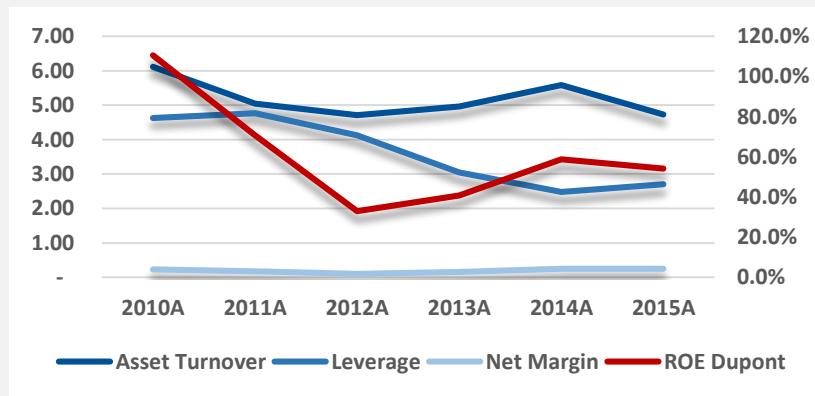
Nguồn: BCTC MWG

Doanh thu và lợi nhuận của MWG liên tục tăng trưởng mạnh từ năm 2009 đến nay. **Tốc độ tăng trưởng bình quân (CAGR) của doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 53.11%/năm và 67.77%/năm.** Động lực tăng trưởng trong giai đoạn từ năm 2011 – 2014 chủ yếu đến từ hệ thống thegioididong.com hưởng lợi từ tăng trưởng ngành và gia tăng thị phần. Từ năm 2015, mảng điện máy bắt đầu có đóng góp đáng kể vào tăng trưởng tổng doanh thu và chiếm tỷ lệ 18%. Biên lợi nhuận gộp của MWG duy trì ổn định trong khoảng 15% - 16%, tuy nhiên trong tương lai có xu hướng giảm nhẹ khi tỷ trọng doanh thu mảng điện máy tăng dần.

Biểu 8: Hiệu quả khai thác tài sản



Phân tích Dupont



Nguồn: MWG

Hiệu quả khai thác tài sản

**Số ngày hàng tồn kho của MWG được quản lý ổn định trong khoảng 45 – 55 ngày,** tuy nhiên cuối năm 2015, số ngày hàng tồn kho tăng mạnh lên mức 62 ngày. Việc tăng đột biến này chủ yếu từ hàng tồn kho thiết bị di động gia tăng để chuẩn bị cho thời điểm đầu năm 2016. Nếu dùng doanh thu trong 1 tháng đầu năm của MWG để tính số ngày hàng tồn kho, chúng tôi vẫn nhận được kết quả 51 ngày, tương đồng với thời kỳ trước.

**Nợ vay của MWG chủ yếu là nợ ngắn hạn, tài trợ cho nhu cầu tài sản lưu động trong kỳ.** Đòn bẩy tài chính trong giai đoạn 2013 – 2015 giảm so với thời kỳ trước và dao động từ 2 – 3 lần. Vòng quay tài sản trung bình trong giai đoạn 2010 – 2015 trên mức 5 lần và sụt giảm xuống 4.73 lần trong cuối năm 2015 do hàng tồn kho tăng mạnh. Tuy nhiên, theo tính toán của chúng tôi đã nêu trên, dự phóng vòng quay hàng tồn kho sẽ ổn định trở lại vào cuối Q1/2016. Ngoài ra, ROE của MWG cũng được duy trì ở mức khá cao trung bình trên 40% chủ yếu do hiệu quả khai thác tài sản cao.



## MÔ HÌNH LỢI NHUẬN VÀ ĐỊNH GIÁ

Các giả định trong mô hình lợi nhuận:

### Thegioididong.com

- Trong năm 2016, chúng tôi kỳ vọng thị phần của MWG đạt mức 35% và sau đó tăng dần lên mức 40% trong năm 2020. Số lượng cửa hàng mở mới trong năm 2016 dự phóng tăng thêm 170 cửa hàng.
- Do số lượng cửa hàng mới trong năm 2015 tăng nhanh nên các cửa hàng mới hoạt động dưới 1 năm chiếm đáng kể. Vì vậy, với dư địa tại các cửa hàng hiện hữu còn cao, nên chúng tôi giả định mức tăng trưởng SSSG trong năm 2016 đạt mức 8%.

### Dienmayxanh.com

- Năm 2016 được kỳ vọng là giai đoạn mở rộng mạnh mẽ của hệ thống Dienmayxanh.com và chúng tôi kỳ vọng thị phần của hệ thống sẽ đạt 12% trong năm. Dự kiến trong năm 2016, hệ thống sẽ tăng thêm 65 cửa hàng mới.
- Do hệ thống Dienmayxanh.com đang trong thời kỳ đầu phát triển do đó mức tăng trưởng doanh thu trên những cửa hàng hiện hữu khá cao, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ SSSG trong năm đạt 20%.

Từ hoạt động kinh doanh của thegioididong.com và dienmayxanh.com, **chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận trong năm 2016 lần lượt đạt 35.910 tỷ đồng (+42,2% YoY) và 1.413 tỷ đồng (+31,8% YoY)**. Biên lợi nhuận gộp của từng mảng di động và điện máy kỳ vọng vẫn giữ ổn định ở mức 15,8% và 14,5%. Trong đó, chi phí giá vốn hàng bán chỉ bao gồm giá vốn để mua hàng tồn kho, các chi phí khấu hao, nhân công, thuê mặt bằng đều được trích vào chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp. Hiện tại, biên lợi nhuận gộp của các công ty cùng ngành bán lẻ điện tử trung bình đang ở mức 19%. Do đó, chúng tôi cho rằng mức biên lợi nhuận gộp 14% - 15% là hoàn toàn phù hợp trong dài hạn.

Với ước tính MWG mở mới 170 cửa hàng thegioididong.com và 65 cửa hàng dienmayxanh.com trong năm 2016, mức đầu tư CAPEX trong năm ước tính đạt 569,6 tỷ đồng. Mức đầu tư giảm dần cho đến năm 2018 với giả định mô hình không bao gồm dự án Bachhoaxanh và kế hoạch đầu tư sang Myanmar.

MWG sẽ trả hết nợ vay trong năm 2017. Chi phí sử dụng lãi vay 6,3%, chi phí sử dụng vốn cổ phần 15,9%. Tỷ lệ tăng trưởng bền vững dài hạn 2%.

**Biểu 9: Dự phóng kết quả kinh doanh**

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>35.910</b>	<b>42.773</b>	<b>47.170</b>	<b>51.152</b>	<b>55.198</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>5.547</b>	<b>6.583</b>	<b>7.244</b>	<b>7.844</b>	<b>8.452</b>
Chi phí bán hàng	3.319	3.953	4.359	4.727	5.101
Chi phí QLDN	485	569	594	424	326
<b>EBIT</b>	<b>1.744</b>	<b>2.061</b>	<b>2.290</b>	<b>2.692</b>	<b>3.025</b>
Doanh thu tài chính	80	80	80	80	80
Chi phí tài chính	65	38	12	-	-
<b>EBT</b>	<b>1.766</b>	<b>2.110</b>	<b>2.365</b>	<b>2.779</b>	<b>3.112</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.413</b>	<b>1.688</b>	<b>1.892</b>	<b>2.223</b>	<b>2.490</b>
<b>EPS</b>	<b>9.634</b>	<b>11.509</b>	<b>12.901</b>	<b>15.159</b>	<b>16.974</b>
P/E	8,1	6,8	6,0	5,1	4,6

*Nguồn: MBS ước tính*

Bằng mô hình định giá FCF và FCFE, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu MWG trong mục tiêu đầu tư năm 2016 là 97.600 đồng/cổ phiếu. Với EPS forward 2016 là 9.634 đồng, mức giá mục tiêu chúng tôi đưa ra tương ứng với mức P/E 10,1 lần, thấp hơn so với mức P/E trung



bình ngành là 11,6 lần. Trong quá khứ, giá thị trường của cổ phiếu MWG giao dịch ở mức trung bình là 11,7 lần.

**Biểu 10: Phân tích độ nhạy**

		Vòng quay hàng tồn kho				
		5.00	5.50	6.00	6.50	7.00
Vòng quay khoản phải trả	15.08	89,079	94,979	100,040	104,332	108,292
	16.08	87,839	93,633	98,745	102,917	106,878
	17.08	86,731	92,432	97,587	101,804	105,618
	18.08	85,636	91,467	96,545	100,800	104,489
	19.08	84,637	90,611	95,604	99,891	103,471

Nguồn: MBS ước tính

**Biểu 11: So sánh các công ty trong ngành bán lẻ điện tử**

Mã CK	Tên công ty	Vốn hóa Tỷ VNĐ	Doanh thu Tỷ VNĐ	Biên lợi nhuận gộp	ROE	P/E
MWG VN Equity	MOBILE WORLD INV	11,366.9	25,252.7	15.5%	54.2%	10.0
TELE IJ Equity	TIPHONE MOBILE I	5,413.6	22,039.7	5.5%	13.9%	14.4
MTDL IJ Equity	METRODATA ELEC	1,536.3	9,957.3	7.8%	22.0%	8.4
ECII IJ Equity	ELECTRONIC CITY	894.0	1,947.4	19.2%	2.6%	19.8
493 HK Equity	GOME ELECTRICAL	18.7	62.9	14.9%	7.4%	12.2
6188 HK Equity	BEIJING DIGITA-H	2.2	15.8	13.8%	16.6%	4.8
<b>Trung bình</b>					<b>19.5%</b>	<b>11.6x</b>
<b>Trung vị</b>					<b>15.3%</b>	<b>11.1x</b>

Nguồn: Bloomberg

**Biểu 12: Chỉ số P/E của MWG trong quá khứ**



Nguồn: Bloomberg

**Dòng tiền tự do FCFF và FCFE**

<b>FCFF</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
EBIT	1.322	1.744	2.061	2.290	2.692	3.025
Trừ: thuế	(310)	(353)	(422)	(473)	(556)	(662)
Cộng: khấu hao	197	384	447	459	277	166
Trừ: Capex	(587)	(570)	(298)	(55)	-	-
(tăng)/giảm in NWC	(2.061)	(321)	(596)	(429)	(429)	(385)
<b>Unlevered free cash flow</b>	<b>(1.438)</b>	<b>884</b>	<b>1.193</b>	<b>1.792</b>	<b>1.984</b>	<b>2.183</b>
Tổng PV of FCF lũy kế	-	783	1.709	2.915	4.075	5.184
PV of terminal value						8.799

<b>FCFE</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Lợi nhuận trước thuế	1.385	1.765	2.109	2.364	2.778	3.111
Trừ: thuế	(310)	(353)	(422)	(473)	(556)	(622)
Cộng: khấu hao	197	384	447	459	277	166
Trừ: Capex	(587)	(570)	(298)	(55)	-	-
(tăng)/giảm in NWC	(2.061)	(321)	(596)	(429)	(429)	(385)
Cộng: vay ròng	1.434	(666)	(743)	(644)	-	-
<b>Levered free cashflow</b>	<b>59</b>	<b>239</b>	<b>499</b>	<b>1.222</b>	<b>2.070</b>	<b>2.270</b>
Tổng PV of FCF lũy kế	-	207	579	1.372	2.538	3.648
Pv of terminal value						8.587
WACC		12,9%	14,2%	15,2%	15,2%	15,2%
Discounted Period		1	2	3	4	5

**Phương pháp định giá FCF**

	<b>FCFF</b>	<b>FCFE</b>
Cumulative PV of FCF	5.184	3.648
Pv of Terminal value	8.799	8.587
Terminal value % of total PV of FCF	62,9%	70,2%
<b>Total PV of FCF</b>	<b>13.983</b>	<b>12.234</b>
Cash & ST Investments	344	344
Short and long-term debt	2.053	-
<b>Enterprise value (EV)</b>	<b>14.327</b>	<b>12.578</b>
Total equity value	12.274	12.578
Outstanding shares (million)	146.670.301	146.670.301
<b>Target Price 2016</b>	<b>96.392 VND</b>	<b>98.781 VND</b>

**Dự phóng bảng kết quả kinh doanh và cân đối kế toán**

ĐVT: Tỷ VND	2015	2016F	2017F	2018F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>25.253</b>	<b>35.910</b>	<b>42.773</b>	<b>47.170</b>
Giá vốn hàng bán	21.330	30.363	36.190	39.926
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.922</b>	<b>5.547</b>	<b>6.583</b>	<b>7.244</b>
Chi phí bán hàng	2.351	3.319	3.953	4.359
Chi phí QLDN	249	485	569	594
<b>EBIT</b>	<b>1.322</b>	<b>1.744</b>	<b>2.061</b>	<b>2.290</b>
Doanh thu tài chính	81	80	80	80
Chi phí tài chính	41	65	38	12
Lợi nhuận khác	23	7	7	7
<b>Lãi ròng</b>	<b>1.072</b>	<b>1.413</b>	<b>1.688</b>	<b>1.892</b>
EPS	7.305	9.634	11.509	12.901

ĐVT: Tỷ VND	2015	2016	2017	2018
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>6.176</b>	<b>6.273</b>	<b>7.319</b>	<b>8.639</b>
Tiền và tương đương tiền	344	364	434	1.136
Phải thu khách hàng	77	102	121	126
Trả trước người bán	218	221	221	221
Hàng tồn kho	5.010	5.061	6.032	6.654
Tài sản ngắn hạn khác	527	527	512	502
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>1.089</b>	<b>1.163</b>	<b>985</b>	<b>581</b>
Tài sản CĐHH	827	1.057	908	505
Xây dựng cơ bản	43	-	-	-
<b>Tổng tài sản</b>	<b>7.266</b>	<b>7.436</b>	<b>8.304</b>	<b>9.220</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>4.782</b>	<b>3.873</b>	<b>3.525</b>	<b>3.079</b>
Nợ ngắn hạn	4.782	3.873	3.525	3.079
Nợ dài hạn	-	-	-	-
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.482</b>	<b>3.562</b>	<b>4.777</b>	<b>6.139</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>7.266</b>	<b>7.436</b>	<b>8.304</b>	<b>9.220</b>

*Nguồn: MBS dự phóng*

**Liên hệ: Equity Research**

**Phạm Thiên Quang**

Tel: +84 37262600 Ext 6183

Email: [quang.phamthien@mbs.com.vn](mailto:quang.phamthien@mbs.com.vn)

**Lâm Trần Tấn Sĩ**

Tel: +84 8 3920 3388 Ext: 189

Email: [si.lamtrantan@mbs.com.vn](mailto:si.lamtrantan@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

**MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: [www,mbs,com,vn](http://www,mbs,com,vn)

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS,