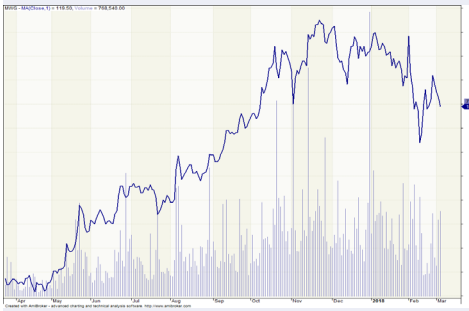


Biểu đồ giá

Thông tin cổ phiếu vào ngày 5/3/2018

Giá CP (đồng)	119.500
Số lượng niêm yết hiện tại	316.988.437
Số lượng CP đang lưu hành	322.935.361
Giá cao nhất trong 52 tuần	137.500
Giá thấp nhất trong 52 tuần	80.820
Thay đổi giá trong 3 tháng	-10%
Thay đổi giá trong 6 tháng	11%
Thay đổi giá trong 12 tháng	45%
Khối lượng CP giao dịch tự do	209.907.985
Giá trị giao dịch (triệu đồng) (GTTB trong 5 ngày GD gần nhất)	78.033
GT vốn hóa t.t (triệu đồng)	38.590.776
GT vốn hóa t.t (triệu USD)	1.700,8
Số lượng được phép sở hữu	158.353.065
Số lượng còn được phép mua	0
% sở hữu nước ngoài	49,96%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49,96%

Chỉ số	FY2017	FY2018F
Khả năng thanh khoản		
Hệ số thanh toán hiện thời	1,20	1,10
Hệ số thanh toán nhanh	0,43	0,35
Khả năng sinh lời		
Lợi nhuận biên gộp	16,8%	16,8%
Lợi nhuận biên sau thuế	3,3%	2,9%
ROE	45,3%	41,8%
ROA	11,7%	10,0%
Hiệu quả hoạt động		
Vòng quay khoản phải thu	62,33	51,01
Vòng quay hàng tồn kho	5,15	5,28
Vòng quay tổng tài sản	3,53	3,44
Vòng quay vốn CSH	13,89	14,32

Trưởng nhóm Ngành CNTT và Viễn thông

 Trương Thu Mỹ
 my.tt@hsc.com.vn

Mô hình dự báo lợi nhuận

Đơn vị: triệu đồng	FY2016A	FY2017	FY2018F	FY2019F
Doanh thu thuần	44.613.333	66.339.804	91.259.173	111.553.166
% y/y	76,7%	48,7%	37,6%	22,2%
Lợi nhuận gộp	7.214.106	11.141.779	15.302.968	18.919.668
% y/y	83,9%	54,4%	37,3%	23,6%
EBITDA	2.361.177	3.255.666	3.899.104	5.101.699
% y/y	55,4%	37,9%	19,8%	30,8%
LNST của cổ đông cty mẹ	1.577.369	2.205.680	2.664.702	3.454.113
% y/y	47,2%	39,8%	20,8%	29,6%
EPS	9.438	6.130	7.261	9.412
% y/y	29,2%	-35,0%	18,4%	29,6%
BVPS	24.936	18.247	20.690	25.779
% y/y	48,2%	-26,8%	13,4%	24,6%
P/E (x)	8,20	21,53	16,46	12,70
P/B (x)	3,10	7,23	5,78	4,64
EV/EBITDA (x)	4,76	12,70	9,85	7,25

Nguồn: MWG, (F): HSC dự báo; (A): KQKD đã kiểm toán

- CTCP Đầu tư Thế giới di động (MWG; Khả quan) đã công bố KQKD hợp nhất chưa kiểm toán năm 2017, cụ thể doanh thu thuần đạt 66.340 tỷ đồng (tăng trưởng 49%) trong khi đó LNST đạt 2.207 tỷ đồng (tăng trưởng 40%).
- Doanh thu tăng trưởng nhờ công ty mở thêm cửa hàng mới cộng với tăng trưởng doanh thu bình quân mỗi cửa hàng.
- HSC dự báo doanh thu thuần năm 2018 đạt 91.259 tỷ đồng (tăng trưởng 37,6%) và LNST đạt 2.666 tỷ đồng (tăng trưởng 20,8%).
- MWG thường đạt mức tăng trưởng lợi nhuận là 40% trong 5 năm qua. Và tốc độ này sẽ giảm xuống.
- Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu là 168.000 đồng; tương đương P/E dự phóng năm 2018 là 23 lần.
- Lặp lại đánh giá Khả quan.

MWG công bố KQKD năm 2017 sát dự báo. Triển vọng tương lai rất tốt mặc dù lợi nhuận có thể tăng trưởng chậm hơn. Tiếp tục đánh giá Khả quan.

MWG - Doanh thu (triệu đồng)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018F
Tổng doanh thu	9,498,849	15,756,726	25,252,733	44,613,333	66,339,804	91,259,173
TGDD	8,106,308	13,477,193	20,770,733	30,655,333	34,708,000	39,142,549
Điện máy	1,392,541	2,279,533	4,482,000	13,709,000	30,493,104	46,343,124
Bách hóa xanh				249,000	1,138,700	5,773,500
% y/y						
Tổng doanh thu		65.9%	60.3%	76.7%	48.7%	37.6%
TGDD		66.3%	54.1%	47.6%	13.2%	12.8%
Điện máy		63.7%	96.6%	205.9%	122.4%	52.0%
Bách hóa xanh		n/a	n/a	n/a	357.3%	407.0%

Nguồn: MWG, (F): HSC dự báo

CTCP Đầu tư Thế giới di động (MWG; Khả quan) đã công bố KQKD hợp nhất chưa kiểm toán năm 2017, cụ thể doanh thu thuần đạt 66.340 tỷ đồng (tăng trưởng 49%) trong khi đó LNST đạt 2.207 tỷ đồng (tăng trưởng 40%). Doanh thu cao hơn 4% so với dự báo của chúng tôi, là 66.773 tỷ đồng (tăng trưởng 43%) trong khi đó LNST gần như tương đương dự báo của chúng tôi là 2.211 tỷ đồng (tăng trưởng 40%).

Kết luận nhanh – Tiếp tục đánh giá Khả quan. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu là 168.000 đồng, tương đương P/E dự phóng là 23 lần. HSC dự báo LNST năm 2018 sẽ tăng trưởng 20,8%. Mạng ĐTDĐ hiện đã bão hòa, vì vậy động lực tăng trưởng sẽ đến từ mảng điện máy và đóng góp quan trọng nhất là từ chuỗi bách hóa đang được mở rộng mạnh mẽ. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận của mảng bách hóa so với các mảng kinh doanh khác thấp hơn, do đó tỷ suất lợi nhuận gộp chung dự báo sẽ giảm nhẹ trong năm nay. Dù vậy mảng bách hóa vẫn đang mở rộng nhanh hơn kế hoạch và sẽ là động lực tăng trưởng chính từ 6 tháng cuối năm nay. Giá cổ phiếu giảm trong những tháng gần đây phản ánh dự báo tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn trong năm nay sau khi tăng đáng ngạc nhiên trước đó. Trong 3-5 năm tới, MWG hướng đến củng cố vị thế là đơn vị bán lẻ tốt nhất tại Việt Nam. Tuy nhiên, vẫn còn một số thách thức đặt ra đối với công ty.

Doanh thu tăng trưởng nhờ công ty mở thêm cửa hàng mới cộng với tăng trưởng doanh thu bình quân mỗi cửa hàng – Trong năm 2017, MWG mở thêm 121 cửa hàng TGDD, 386 cửa hàng Điện máy xanh và 237 cửa hàng Bách hóa xanh; nâng số lượng cửa hàng chuỗi TGDD lên 1.072 cửa hàng (tăng 14%); Điện máy xanh lên 642 cửa hàng (tăng 150,8%) và Bách hóa xanh lên 283 cửa hàng (tăng 515,2%).

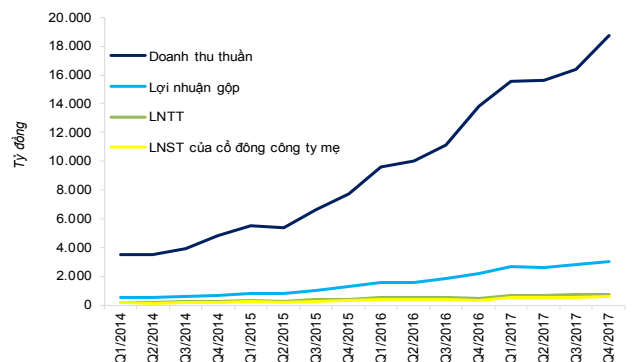
Tăng trưởng doanh thu bình quân mỗi cửa hàng Điện máy xanh đạt khoảng 10% trong khi doanh thu bình quân mỗi cửa hàng TGDD tăng trưởng âm - Theo GfK TEMAX Việt Nam, thị trường điện máy và ĐTDĐ trong nước vẫn tăng trưởng với tốc độ khoảng 13%-15%. Tăng trưởng doanh thu bình quân mỗi cửa hàng của từng chuỗi như sau:

- Chuỗi Điện máy xanh là khoảng 7%.
- Tăng trưởng của chuỗi TGDD giảm khoảng 2%.
- Chuỗi Bách hóa xanh ước tính vào khoảng 15%.

Tăng trưởng của chuỗi ĐTDĐ chứng lại do thị trường đã bão hòa – Đã có những tín hiệu rõ ràng cho thấy chuỗi TGDD của MWG đã không còn tăng trưởng nữa do;

- Chuỗi TGDD của MWG đã tận dụng gần như toàn bộ các vị trí có lưu lượng khách hàng tốt ở tất cả các thành phố của Việt Nam.

MWG - Doanh thu và lợi nhuận theo quý



Nguồn: dữ liệu công ty

MWG - Doanh thu bình quân mỗi cửa hàng (triệu đồng)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018F
TGĐĐ						
Doanh thu bình quân mỗi cửa hàng	36.108,28	48.047,03	45.750,51	40.819,35	34.535,32	36.513,57
% y/y	43%	33%	-5%	-11%	-15%	6%
Tăng trưởng doanh thu (ước tính) (% y/y)	30%	26%	14%	10%	8%	108%
Điện máy						
Doanh thu bình quân mỗi cửa hàng	116.045	142.471	100.719,10	84.363,08	67.913,37	71.187,59
% y/y	-15%	23%	-29%	-16%	-19%	5%
Tăng trưởng doanh thu (ước tính) (% y/y)	-15%	30%	25%	15%	10%	110%
Bách hóa xanh						
Doanh thu bình quân mỗi cửa hàng	-	-	-	11.700	13.500	13.501
% y/y					15%	0%
Tăng trưởng doanh thu (ước tính) (% y/y)					15%	0%

Nguồn: MWG, (F): HSC dự báo

- Tốc độ mở thêm cửa hàng mới của MWG gần với tốc độ tăng trưởng chung của thị trường, là 12,7% so với 15% của thị trường.
- Trong khi đó thị phần của MWG vẫn giữ nguyên ở khoảng 48%. Trước đây, MWG thường giành thêm được khoảng 1%-2% thị phần mỗi quý.
- Do đó, các cửa hàng mới mở sẽ cạnh tranh với các cửa hàng hiện tại, làm giảm tốc độ tăng trưởng doanh thu mỗi cửa hàng.

Chuỗi điện máy tiếp tục mở rộng trong khi đó tăng trưởng doanh thu bình quân mỗi cửa hàng của chuỗi bán lẻ này cũng sát kỳ vọng và không còn nhiều tiềm năng để đẩy mạnh tăng trưởng – Trong khi đó, doanh thu bình quân mỗi cửa hàng đạt 7% và số lượng cửa hàng điện máy tăng sát dự báo.

- MWG khẳng định vị thế dẫn đầu thị trường với khoảng 30% thị phần, duy trì khoảng cách xa với các đối thủ cạnh tranh khác như Nguyễn Kim (nắm khoảng 12% thị phần), Chợ Lớn và HC (lần lượt khoảng 7% và 8% thị phần) và các cửa hàng bán lẻ nhỏ với khoảng 25% thị phần.
- Các cửa hàng điện máy của MWG hiện đã có mặt ở tất cả các vị trí quan trọng tại các tỉnh, thành phố cấp 2 và thị trấn trên cả nước. Như vậy MWG không còn nhiều dư địa để mở rộng chuỗi điện máy trong năm 2018.

Quá trình mở rộng chuỗi bách hóa theo sát kế hoạch – Đến cuối năm 2017, MWG có tổng cộng 283 cửa hàng Bách hóa xanh (tăng 515,2%) vượt kế hoạch nâng tổng số cửa hàng lên 250 cửa hàng trong năm 2017. Tất cả các cửa hàng bách hóa hiện tập trung tại 4 quận ngoại thành Bình Tân, Tân Phú, Quận 8 và Quận 12, TPHCM. Chúng tôi nhận thấy rằng;

- Tăng trưởng doanh thu bình quân mỗi cửa hàng vào khoảng 15% và chủ yếu nhờ sản phẩm tươi – Các cửa hàng bách hóa của MWG hiện đem lại doanh thu bình quân là 1,1 tỷ đồng với số lượt khách phục vụ vào khoảng 20.000-25.000 mỗi tháng. Bình quân một ngày một cửa hàng bán được khoảng 100kg thịt lợn và cá tươi; khoảng 350kg rau quả tươi; cao hơn khoảng 3 đến 2,5 lần so với một năm trước đó. Doanh thu từ các sản phẩm tươi hiện chiếm khoảng 40% tổng doanh thu.
- Điểm hòa vốn bình quân của các cửa hàng bách hóa là 800 triệu đồng doanh thu hàng tháng. MWG cho biết, tổng chi phí hoạt động bình quân của mỗi cửa hàng Bách hóa xanh là khoảng 120 triệu đồng/ tháng. Do tỷ suất lợi nhuận gộp của mỗi cửa hàng Bách hóa xanh là 15%, chúng tôi ước tính, mức doanh thu hòa vốn là 800 triệu đồng/ cửa hàng. Chi phí hoạt động của mỗi cửa hàng gồm (1) 20 triệu đồng tiền thuê mặt bằng với diện tích bình quân là 150m² + (2) lương hàng tháng cho nhân viên là khoảng 40 triệu đồng cho 6-7 nhân viên + (3) chi phí điện ước là khoảng 30 triệu đồng hàng tháng + (4) chi phí khác khoảng 20 triệu đồng cho hoạt động logistic tại trung tâm phân phối và vận chuyển hàng hóa đến cửa hàng.
- Trung tâm phân phối có thể phục vụ cho 500 cửa hàng – Đến cuối tháng 7, MWG đã hoàn thành trung tâm phân phối đầu tiên với diện tích 4.000m² để phục vụ cho các cửa hàng Bách hóa xanh. Nhờ công tác quản lý tồn kho và hỗ trợ logistic tốt, một trung tâm phân phối có thể phục vụ cho 500 cửa hàng, thay vì 300 cửa hàng như dự kiến ban đầu. Công ty cũng chuyển từ chỉ lấy hàng từ đơn vị bán buôn sang mua trực tiếp cả từ người sản xuất/ người nông dân đối với phần lớn các mặt hàng của mình.

MWG - Lợi nhuận gộp (triệu đồng)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018F
Lợi nhuận gộp	1.407.365	2.396.119	3.922.431	7.214.106	11.141.779	15.302.968
TGDD	1.214.824	2.102.442	3.261.005	5.088.785	3.167.047	1.056.849
Điện máy	192.541	293.677	661.426	2.118.041	5.077.102	7.785.645
Bách hóa xanh				7.281	94.901	808.290
MWG - Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018F	
Tổng tỷ suất lợi nhuận gộp	15,2%	15,5%	16,2%	16,8%	16,8%	
TGDD	15,6%	15,7%	16,6%	9,1%	2,7%	
Điện máy	12,9%	14,8%	15,5%	16,7%	16,8%	
Bách hóa xanh			2,9%	8,3%	14,0%	

Nguồn: MWG, (F): HSC dự báo

- Công ty đã chứng minh tính khả thi sau khi thử nghiệm hoạt động hậu cần cho sản phẩm từ nhà máy/ trang trại đến khi được bày bán trên kệ hàng – MWG gần như đã hoàn tất mạng lưới phân phối chiều dọc trực tiếp từ nhà máy/ trang trại đến khi được bày bán trên kệ hàng. Mỗi ngày, sản phẩm tươi gồm thịt lợn, thịt bò, cá, rau quả sẽ được chuyển đến trung tâm phân phối vào khoảng 3 – 4 giờ sáng. Những sản phẩm này sẽ được đưa vào các thùng hàng để chuyển đến cửa hàng vào khoảng 5 giờ sáng, ngay trước khi mở cửa. Về hàng khô, đồ uống, vật dụng gia đình và các sản phẩm khác, MWG mua chủ yếu từ nhà sản xuất và để ở trung tâm phân phối rồi chuyển đến các cửa hàng 2 lần 1 tuần. Từ nhà máy/trang trại đến trung tâm phân phối, các sản phẩm sẽ do người bán vận chuyển. Trong khi đó, từ trung tâm phân phối đến cửa hàng Bách hóa xanh, MWG thuê ngoài khoảng 70% khối lượng công việc vận chuyển vì sẽ rẻ hơn so với tự xây dựng đội xe vận tải và thuê người giao hàng toàn thời gian.
- Hệ thống ERP hoạt động hiệu quả tại cả cấp cửa hàng và trung tâm phân phối – Hệ thống ERP của MWG thuộc loại tốt nhất và được điều chỉnh phù hợp với chuỗi Bách hóa xanh. Hệ thống này hiện có vẻ đang hoạt động hiệu quả. Tuy nhiên hiệu quả của việc trình bày sản phẩm trong cửa hàng vẫn còn dư địa để cải thiện.

MWG công bố kế hoạch kinh doanh khiêm tốn cho năm 2018 với doanh thu đạt 86.390 tỷ đồng (tăng trưởng 30%) và LNST đạt 2.603 tỷ đồng (tăng trưởng 18%). Công ty chưa công bố thông tin chi tiết chẳng hạn như cơ cấu danh thu hay thị phần mục tiêu cho từng chuỗi. Việc MWG đặt kế hoạch tăng trưởng LNST thấp hơn trong năm 2018 là có thể hiểu được vì:

- Cơ cấu doanh thu chuyển hướng nhiều hơn sang chuỗi bách hóa có tỷ suất lợi nhuận thấp.

- Chi phí lãi vay tăng do vốn đầu tư tăng nhanh để phục vụ cho việc mở rộng.
- Lợi nhuận từ chuỗi điện máy và TGDD sẽ được sử dụng để đầu tư cho kế hoạch mở rộng mạnh mẽ chuỗi bách hóa.

MWG sẽ mở rộng quy mô chuỗi Bách hóa xanh – Việc thử nghiệm hoạt động hậu cần đã cho thấy tính khả thi khi nhân rộng chuỗi ra các quận khác tại TP HCM. Trong năm 2018, MWG đặt kế hoạch mở 50-70 cửa hàng Bách hóa xanh mới mỗi tháng, với mục tiêu đến cuối năm mở được 1.000 cửa hàng, nhiều hơn gấp 3 lần so với số lượng cửa hàng tại thời điểm cuối năm 2017. MWG cũng dự kiến chuỗi Bách hóa xanh sẽ bắt đầu đóng góp đáng kể vào doanh thu của công ty từ nửa cuối năm 2018. Và chúng tôi tin tưởng MWG có thể làm được điều này.

MWG sẽ tham gia lĩnh vực bán lẻ dược phẩm – Khi chuỗi Bách hóa xanh hoạt động đúng như dự định, MWG sẽ có những bước đi đầu tiên trong việc tham gia lĩnh vực bán lẻ dược phẩm. Thương vụ này được cấu trúc theo hình thức các khoản vay có thể chuyển đổi. Do đó, cho đến khi khoản vay được chuyển đổi thành cổ phần, kết quả kinh doanh của mảng bán lẻ dược phẩm sẽ không được hợp nhất vào BCTC của MWG trong 2-3 năm tới. Sau khi được MWG mua lại, chuỗi bán lẻ dược phẩm Phúc An Khang được đổi tên thành An Khang và MWG có kế hoạch mở 50-60 cửa hàng bán lẻ thuốc vào cuối năm 2018.

HSC dự báo LNST từ hoạt động kinh doanh chính năm 2018 tăng trưởng 20,8% - Chúng tôi dự báo doanh thu thuần năm 2018 đạt 91.259 tỷ đồng (tăng trưởng 37,6%) và LNST đạt 2.666 tỷ đồng (tăng trưởng 20,8%). Dự báo của chúng tôi dựa trên các giả định sau:

MWG - Thu nhập và chi phí tài chính	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018F
Thu nhập tài chính	29.466	71.335	80.986	135.328	250.510	307.144
Thu từ các khoản trả sớm	26.336	64.498	79.031	133.974	248.005	307.144
Lãi thu được	3.002	6.724	914			
Lãi từ quy đổi tỷ giá hối đoái	128	114	1.042	1.353	-	-
Chi phí tài chính	26.843	21.291	40.666	120.086	232.880	383.398
Chi phí lãi vay	26.535	21.261	38.894	119.646	227.355	383.398
Lỗ tỷ giá	306	30	1.772	440	5.524	
Khoản phạt thanh toán chậm	2					
Lãi/ lỗ tài chính thuần	2.623	50.044	40.320	15.242	17.630	(76.253)

Nguồn: MWG, (F): HSC dự báo

- Đối với chuỗi TGDĐ, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 39.143 tỷ đồng (tăng trưởng 12,8%). Giả định của chúng tôi là: (1) số lượng cửa hàng giữ ở 1.072 cửa hàng (không tăng); (2) tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân mỗi cửa hàng là 6% và (3) thị phần của MWG sẽ giữ nguyên 48%. MWG sẽ không mở thêm cửa hàng mới, và nhu cầu trên thị trường chủ yếu là nhu cầu thay thế với số lượng điện thoại bán ra gần như không thay đổi do quá trình chuyển từ điện thoại thông thường sang điện thoại thông minh đã kết thúc. Chúng tôi cho rằng doanh thu bình quân mỗi cửa hàng TGDĐ sẽ chuyển từ -2% năm 2017 thành 6% năm 2018.
- Đối với chuỗi điện máy, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 46.343 tỷ đồng (tăng trưởng 52%). Giả định của chúng tôi là: (1) đến cuối năm số lượng cửa hàng sẽ tăng lên 660 cửa hàng (tăng 2,8%); (2) tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân mỗi cửa hàng là 8% và (3) thị phần của MWG sẽ tăng tiếp từ 30% tại thời điểm cuối năm 2017 lên khoảng 35%. Các cửa hàng Điện máy xanh đã phủ hầu hết các vị trí trung tâm tại các tỉnh thành cấp 2 cũng như khu vực ngoại ô các tỉnh thành cấp 1. Do vậy sẽ không còn nhiều dư địa để tăng trưởng tiếp.
- Đối với chuỗi Bách hóa xanh, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 5.774 tỷ đồng (tăng trưởng 407%). Giả định của chúng tôi là: (1) đến cuối năm MWG sẽ mở thêm 717 cửa hàng mới, nâng số lượng cửa hàng Bách hóa xanh lên 1.000 cửa hàng (tăng 253,4%); (2) tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân mỗi cửa hàng hiện hữu là khoảng 10% và (3) doanh thu của các cửa hàng mới mở sẽ vào khoảng 400 triệu đồng trong tháng đầu tiên và sẽ mất 4-5 tháng để 1 cửa hàng Bách hóa xanh mới mở đạt đến điểm hòa vốn; tương đương doanh thu 800 triệu đồng.
- Chúng tôi ước tính lợi nhuận gộp đạt 15.303 tỷ đồng (tăng trưởng 37,3%). Chúng tôi cũng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp giảm nhẹ từ 16,8% trong năm

2017 xuống còn 16,77% trong năm 2018 do tỷ trọng đóng góp của chuỗi Bách hóa xanh (có tỷ suất lợi nhuận thấp) trong doanh thu tăng lên.

- Chúng tôi dự báo lợi nhuận tài chính thuần sẽ giảm xuống âm 76,2 tỷ đồng (năm 2017 là âm 17,6 tỷ đồng). Chi phí tài chính tăng do MWG tăng vay nợ đầu tư cho kế hoạch mở rộng chuỗi bách hóa.
- Chúng tôi dự báo tỷ trọng chi phí quản lý & bán hàng/ doanh thu tăng nhẹ từ 12,61% năm 2017 lên 12,94% năm 2018 do MWG tiếp tục chuyển đổi chương trình thưởng theo hướng tăng tiền mặt và giảm cổ phiếu ESOP.

Theo đó EPS đạt 7.261 đồng; P/E dự phóng là 16,5 lần.

MWG thường đạt mức tăng trưởng lợi nhuận là 40% trong 5 năm qua. Và tốc độ này sẽ giảm xuống – MWG đã có thể duy trì tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bằng với tốc độ tăng trưởng doanh thu cho đến tận bây giờ. Với chuỗi TGDĐ đã bão hòa và chuỗi Điện máy xanh có thể đạt đỉnh trong vài năm tới thì động lực tăng trưởng sẽ từ chuỗi Bách hóa xanh. Và trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp của chuỗi BHX đã được cải thiện và ước tăng từ 12,0% vào cuối năm 2016 lên 14,0% vào cuối năm 2017 (theo ước tính của chúng tôi), thì tỷ suất lợi nhuận của chuỗi BHX vẫn cứ thấp hơn tỷ suất lợi nhuận chung của cả công ty.

- HSC ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp chuỗi Bách hóa xanh là 15%, thấp hơn các chuỗi khác – tỷ suất lợi nhuận gộp chuỗi TGDĐ là 17,1% và Điện máy xanh là 16,8%. Trên thực tế lĩnh vực kinh doanh cửa hàng bách hóa khó quản lý hơn 2 mảng còn lại do vòng đời ngắn của thực phẩm, rau quả và thịt cá tươi (và chúng tôi ước tính các sản phẩm này đóng góp 40% vào doanh thu bình quân các cửa hàng). Không chỉ vấn đề lãng phí mà vấn đề xây dựng hệ thống đảm bảo việc mua hàng trực tiếp cũng sẽ tốn nhiều thời gian. Đặc biệt là khi chuỗi Bách hóa xanh

mở rộng ra khỏi khu vực TP HCM. Việc cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ là nhân tố then chốt để lấy lại được tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bằng với tốc độ tăng trưởng doanh thu.

- Mảng bán lẻ ĐTDĐ bão hòa càng khiến tỷ suất lợi nhuận có nguy cơ bị giảm do cạnh tranh tăng lên – mảng ĐTDĐ có vẻ đã được khai thác hết và trên thực tế chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận hiện là khoảng 17,1%; thấp hơn một chút mức đỉnh mà MWG đạt được là 17,2%. Và trong khi MWG chưa có kế hoạch mở thêm cửa hàng thì trái lại chúng tôi cảm thấy các đối thủ như FPT Retail sẽ tiếp tục mở rộng mạng lưới. Do vậy tỷ suất lợi nhuận của mảng này có khả năng giảm trong tương lai.

Quan điểm đầu tư – Lập lại đánh giá Khả quan. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu là 168.000 đồng; tương đương P/E dự phóng năm 2018 là 23 lần. MWG đã chứng minh được tính khả thi trong hoạt động hậu cần cho chuỗi Bách hóa xanh trong năm nay. Chúng tôi kỳ vọng chuỗi Bách hóa xanh sẽ được nhân rộng mạnh và góp phần vào tăng trưởng doanh thu chung. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng phải đến 2019 chuỗi này mới đóng góp đáng kể lợi nhuận. HSC luôn cho rằng MWG cuối cùng sẽ xây dựng thành công chuỗi Bách hóa xanh và nhân rộng trên cả nước mặc dù quá trình mở rộng từ TP HCM ra cả nước sẽ gặp phải những thách thức lớn ở hoạt động hậu cần.

Một số sản phẩm rau củ quả tại Bách Hóa Xanh



CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Thứ hai, ngày 5 tháng 3 năm 2018

BÁO CÁO TÀI CHÍNH	FY2017	FY2018F	FY2019F
Doanh thu thuần	66.339.804	91.259.173	111.553.166
Giá vốn hàng bán	(55.198.025)	(75.956.205)	(92.633.499)
Lợi nhuận gộp	11.141.779	15.302.968	18.919.668
Thu nhập tài chính thuần	17.630	(76.253)	(110.322)
Chi phí quản lý & bán hàng	(8.363.966)	(11.808.891)	(14.379.002)
Lợi nhuận từ HĐKD	2.795.444	3.417.823	4.430.344
LNTT	2.809.312	3.417.823	4.430.344
LNST	2.206.897	2.665.902	3.455.669
LNST của cổ đông cty mẹ	2.205.680	2.664.702	3.454.113
EBITDA	3.255.666	3.899.104	5.101.699
EPS (VND)	6.130	7.261	9.412

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	FY2017	FY2018F	FY2019F
TÀI SẢN			
TÀI SẢN NGẮN HẠN	18.864.165	24.580.699	30.899.866
Tiền & các khoản tương đương tiền	3.410.983	3.455.723	5.126.581
Đầu tư ngắn hạn	-	-	-
Khoản phải thu ngắn hạn	2.774.789	3.559.108	4.350.573
Hàng tồn kho	12.050.163	16.731.253	20.404.844
Tài sản ngắn hạn khác	628.230	834.615	1.017.867
TÀI SẢN DÀI HẠN	3.949.263	5.718.240	6.017.785
Phải thu dài hạn	242.116	250.000	250.000
Tài sản cố định	3.463.658	3.622.785	3.845.509
Đầu tư vào BĐS	-	-	-
XDCB dở dang	24.917	-	-
Đầu tư dài hạn	-	1.500.000	1.500.000
Tài sản dài hạn khác	97.701	182.518	223.106
TỔNG TÀI SẢN	22.813.427	30.298.939	36.917.650
NGUỒN VỐN			
NỢ	16.904.511	23.464.864	28.402.634
Nợ ngắn hạn	15.712.216	22.272.569	27.210.339
Nợ dài hạn	1.192.295	1.192.295	1.192.295
VỐN CHỦ SỞ HỮU	5.908.916	6.834.075	8.515.017
Nguồn vốn và quỹ	5.908.916	6.834.075	8.515.017
Quỹ khác thuộc vốn CSH	-	-	-
TỔNG NGUỒN VỐN	22.813.427	30.298.939	36.917.650

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2017	FY2018F	FY2019F
Lưu chuyển tiền từ HĐKD	2.131.217	(910.422)	755.234
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	(1.994.678)	(2.212.821)	(1.024.200)
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	2.277.460	3.167.982	1.939.824
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	2.414.000	44.740	1.670.858
Tiền & các khoản tương đương tiền đầu kì	996.983	3.410.983	3.455.723
<i>Ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái quy đổi ngoại tệ</i>			
Tiền & các khoản tương đương tiền cuối kì	3.410.983	3.455.723	5.126.581

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2017	FY2018F	FY2019F
Định giá			
EPS (VND)	6.130	7.261	9.412
EBITDA (triệu đồng)	3.255.666	3.899.104	5.101.699
BVPS (VND)	18.247	20.690	25.779
DPS (VND)	1.500	1.500	1.501
P/E (x)	21,53	16,46	12,70
EV/EBITDA (x)	12,70	9,85	7,25
P/B (x)	7,23	5,78	4,64
Lợi suất cổ tức (%)	1,1%	1,3%	1,3%
Khả năng sinh lời			
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16,8%	16,8%	17,0%
Tỷ suất EBITDA	4,9%	4,3%	4,6%
Tỷ suất LNTT	4,2%	3,7%	4,0%
Tỷ suất LNST	3,3%	2,9%	3,1%
Tỷ trọng chi phí quản lý và bán hàng/ doanh thu (%)	12,6%	12,9%	12,9%
ROE (%)	45,3%	41,8%	45,0%
ROA (%)	11,7%	10,0%	10,3%
Khả năng thanh khoản			
Hệ số thanh toán hiện hành	1,20	1,10	1,14
Hệ số thanh toán nhanh	0,43	0,35	0,39
Cơ cấu vốn			
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu	2,86	3,43	3,34
Tổng nợ/ Tổng tài sản	0,74	0,77	0,77
Hệ số chi trả lãi vay	12,22	9,11	10,15
Hiệu quả hoạt động			
Số ngày phải thu (ngày)	11,51	12,67	12,94
Số ngày tồn kho (ngày)	70,82	69,15	73,16
Số ngày phải trả (ngày)	39,86	35,96	33,21
Chu kì kinh doanh (ngày)	42,48	45,86	52,89

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Khi sử dụng các nội dung đã được HSC chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Khuyến cáo này và theo quy định của pháp luật.

GIẢI THÍCH CÁC MỨC ĐÁNH GIÁ CỔ PHIẾU

- MUA:** Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung trên 10%/năm
KHẢ QUAN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung 10%/năm
GIỮ: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích bằng với thị trường chung
KÉM KHẢ QUAN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung 10%/năm
BÁN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung trên 10%/năm



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T : (+84 28) 3823 3299
F : (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T : (+84 24) 3933 4693
F : (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn **W:** www.hsc.com.vn