

CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HOSE: MWG)

Bách Hóa Xanh trên đà cải thiện

- Điện Máy Xanh vẫn là động lực tăng trưởng ngắn hạn
- Bách Hóa Xanh cho thấy sự cải thiện vượt bậc

Chuỗi bán lẻ thực phẩm Bách Hóa Xanh được MWG xác định là trọng tâm phát triển của tập đoàn trong trung và dài hạn. Theo dõi quá trình thử nghiệm và phát triển từ năm 2016, chúng tôi đánh giá Bách Hóa Xanh đang cho thấy những chuyển biến hết sức tích cực, đặc biệt từ khi MWG điều chỉnh chiến lược mở chuỗi trong quý 2 năm nay. Hầu hết các cửa hàng mở mới đều đạt được yêu cầu lưu lượng khách cũng như doanh số chỉ trong thời gian ngắn. Chuỗi cũng ngày càng đến gần hơn với mục tiêu hòa vốn EBITDA.

Dù còn cần thêm điều chỉnh, chúng tôi tin rằng với kinh nghiệm của một nhà bán lẻ hàng đầu cùng sự nhanh nhạy của Ban lãnh đạo, MWG có thể nhân rộng thành công mô hình này vượt ngoài phạm vi thành phố Hồ Chí Minh trong 2-3 năm tới. Thị trường bán lẻ thực phẩm Việt Nam đầy phân mảnh, với quy mô ước tính lên tới trên 50 tỷ USD và tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm trên 10% là mảnh đất đầy hứa hẹn cho MWG.

Tới 2022, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng Bách Hóa Xanh có thể đạt được 4.500 cửa hàng và 94.000 tỷ đồng doanh thu, đóng góp vào gần 50% doanh thu toàn tập đoàn. Trước mắt, Thế Giới Di Động sẽ đóng góp doanh thu ổn định, trong khi Điện Máy Xanh vẫn sẽ là trụ cột tăng trưởng ngắn hạn nhờ dư địa còn lại của thị trường điện máy.

Áp dụng mức P/E lần lượt là 5 lần và 12 lần cho chuỗi Thế Giới Di Động và chuỗi Điện Máy Xanh, kết hợp với FCFE cho chuỗi Bách Hóa Xanh, chúng tôi ước tính giá mục tiêu cho MWG là **160.000 đồng/cổ phiếu**. Cộng thêm cổ tức tiền mặt 1.500 đồng/cổ phiếu, mức sinh lời ước tính là **25%** so với mức giá đóng cửa ngày 04/10/2018. Vì vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu MWG.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2016	FY2017	FY2018E	FY2019F
Doanh thu thuần	44.613	66.340	94.309	108.864
% tăng trưởng	77%	49%	42,2%	15,4%
LNST của Cty mẹ	1.577	2.206	3.064	3.678
% tăng trưởng	47%	39,8%	38,9%	20,0%
Tỷ suất LNST (%)	3,5%	3,3%	3,2%	3,4%
ROA (%)	10,6%	9,7%	11,7%	11,9%
ROE (%)	41,5%	37,6%	35,7%	31,7%
EPS (VND)	4.737	6.624	9.113	10.724
Giá trị sổ sách (VND)	24.698	18.516	25.766	34.220
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	2.000	1.500	2.000
P/E (x)	16,5	18,1	14,1	12,0
P/BV (x)	3,1	8,4	5,0	3,8

Nguồn: MWG, RongViet Securities

MUA + 25%

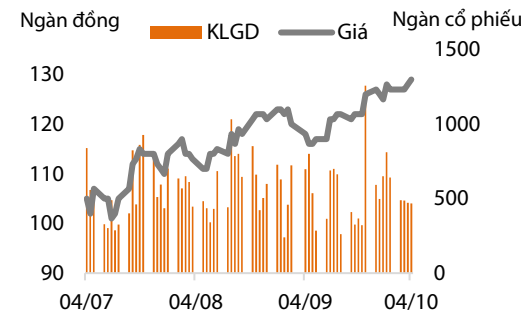
Giá thị trường (VND)	128.900
Giá mục tiêu (VND)	160.000

Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.500
------------------------	-------

* Dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	41.359
SLCPLH (triệu cp)	317
Beta	0,7
Free Float (%)	85,7
Giá cao nhất 52 tuần	135.572
Giá thấp nhất 52 tuần	96.626
KLGD bình quân 20 phiên	535.058



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
MWG	23,3	11,7	284
Bán lẻ	18,6	13,5	223,6
VN Index	11,9	27,1	72,6

Cổ đông lớn (%)

Công ty TNHH MTV Tư vấn Đầu tư Thế giới Bán lẻ	11,97
Công ty TNHH Tri Tâm	8,98
PYN Elite Fund	4,44
Giới hạn sở hữu của NĐTNN (%)	49%

Trần Thái Sơn

(084) 028 - 6299 2006 - Ext 1527

son.tt@vdsc.com.vn

Nguyễn Đức Hiếu

(084) 028 - 6299 2006 - Ext 1514

hieu.nd@vdsc.com.vn

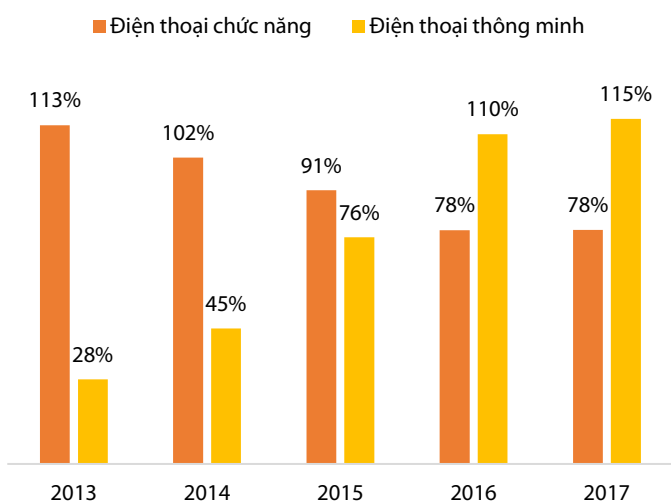
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chuỗi Thế Giới Di Động vào giai đoạn bão hòa

Động lực tăng trưởng của ngành hàng điện thoại trong thời kỳ phát triển mạnh mẽ trước năm 2017 là xu hướng tiêu dùng dịch chuyển từ điện thoại chức năng sang điện thoại thông minh. Đến thời điểm hiện tại, nhờ sự phát triển của công nghệ giúp giảm giá thành linh kiện cũng như sự gia nhập ngành của các thương hiệu điện thoại giá rẻ từ Trung Quốc như Xiaomi, Oppo nên điện thoại thông minh đã có độ phủ cao tại Việt Nam. Trong giai đoạn 2013-2017, giá trung bình 1 chiếc điện thoại thông minh đã giảm 13% trong khi thu nhập bình quân tăng 25%.

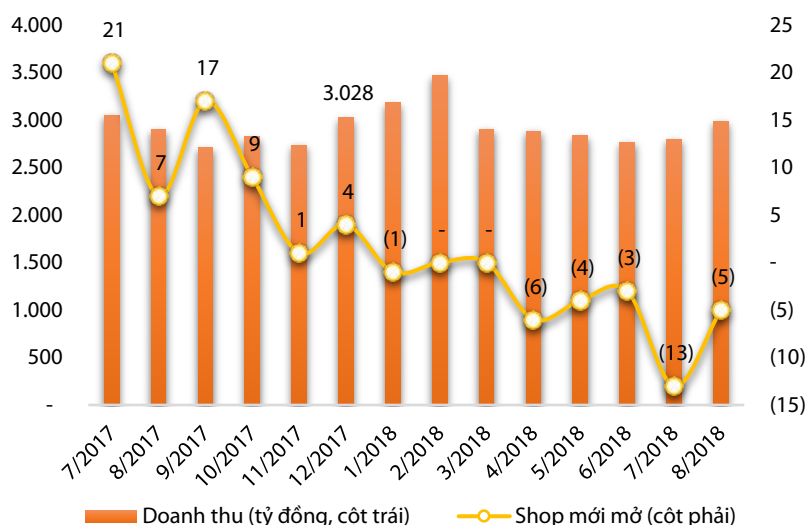
Như vậy, doanh thu những năm tới của mảng điện thoại sẽ tới chủ yếu từ những người dùng cũ đổi/nâng cấp điện thoại chứ không còn là mua mới như trước đây. Tầng lớp có nhu cầu đổi điện thoại nhiều nhất là từ 15 đến 35 tuổi được dự báo sẽ giảm về tỷ lệ so với dân số cũng là hạn chế về tiềm năng phát triển của ngành.

Hình 1: Mức độ bao phủ của điện thoại di động (đvt: % trên số hộ gia đình)



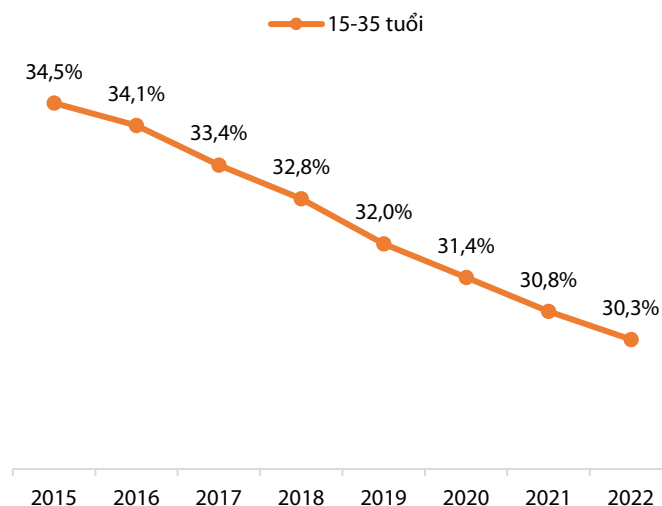
Nguồn: Euromonitor, RongViet Securities

Hình 3: KQKD và thay đổi số cửa hàng theo tháng của Thế Giới Di Động



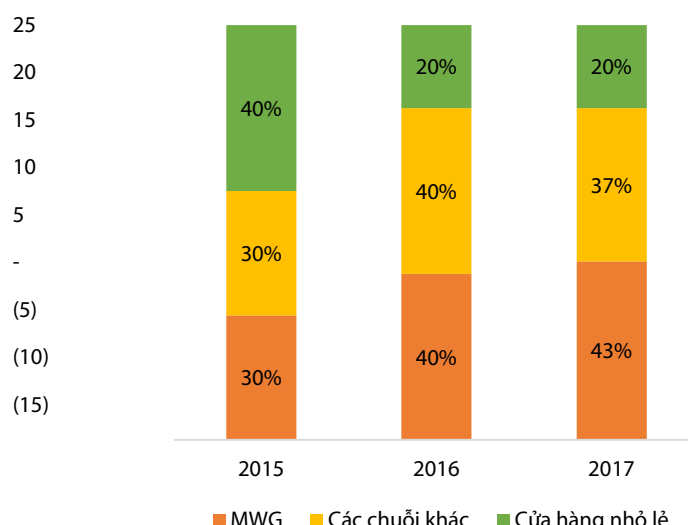
Nguồn: MWG, RongViet Securities

Hình 2: Tỷ lệ dân số có độ tuổi từ 15 đến 35 tuổi trên tổng dân số giai đoạn 2015-2022



Nguồn: Tổng cục Thống kê, Quỹ Dân số Liên Hợp Quốc, RongViet Securities

Hình 4: Thị phần bán lẻ điện thoại (2017)



Nguồn: MWG

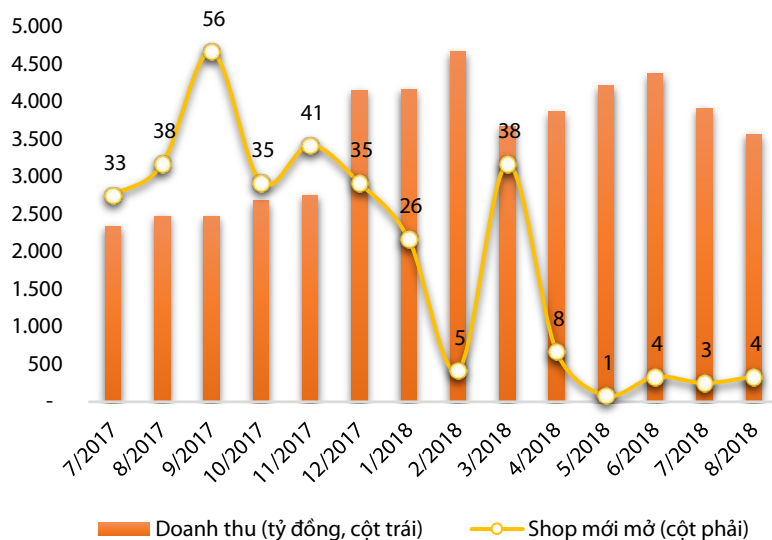
Chuỗi Thế Giới Di Động hiện đóng góp 40% doanh thu cho MWG. Với sự chững lại của thị trường điện thoại, tăng trưởng doanh thu của hàng hiện hữu (SSSG) gần như bằng 0%, phản ánh qua việc doanh thu của chuỗi trong 8 tháng đầu năm nay chỉ đạt mức tăng 2% so với cùng kỳ năm trước. Trong những năm tới, chuỗi này sẽ đóng vai trò cung cấp vốn trong kế hoạch mở rộng của công ty. Nhờ hệ thống hơn 1.000 cửa hàng hiện diện tại hầu hết các vị trí đông dân cư trên 63 tỉnh thành, chúng tôi cho rằng thị phần thống trị của MWG trong ngành vẫn sẽ tiếp tục được duy trì trong những năm tới. Biên lợi nhuận gộp của chuỗi đạt 17% và sẽ duy trì ổn định.

Chuỗi Điện Máy Xanh vẫn là động lực tăng trưởng ngắn hạn

Điện Máy Xanh đã chính thức vượt qua Thế Giới Di Động từ tháng 11/2017 để trở thành đầu tàu đóng góp doanh thu của MWG. Chuỗi này đóng góp 55% doanh thu 8 tháng đầu năm cho MWG. Biên LNG được cải thiện, tăng từ 15% cuối 2016 lên 17% cuối 2017, các nguyên nhân chính:

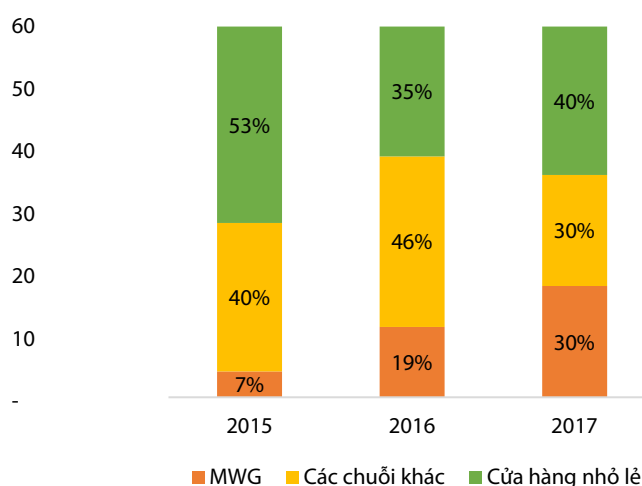
1. Tăng chiết khấu từ nhà sản xuất nhờ lợi thế quy mô (mở mới 386 cửa hàng trong năm 2017, tăng trưởng 150%).
2. Sự phát triển của tín dụng tiêu dùng. Theo báo cáo năm 2017 do Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia (NFSC) công bố, cho vay tiêu dùng vẫn tiếp tục đà tăng trưởng từ cuối năm 2015 với tốc độ tăng trưởng đạt 65%, trong khi năm 2016 là 50%. Tỷ trọng tín dụng tiêu dùng trong tổng dư nợ tăng từ 12,3% năm 2016 lên 18% năm 2017.
3. Mô hình siêu thị điện máy mini mang lại hiệu quả cao từ các lợi thế: dễ phủ rộng các khu dân cư, danh mục sản phẩm có thể thay đổi linh hoạt theo thị hiếu người tiêu dùng.
4. Kênh bán hàng online phát triển đi kèm với nhiều tiện ích: giao hàng và lắp đặt tận nơi, thanh toán an toàn.

Hình 5: KQKD và thay đổi số cửa hàng theo tháng của Điện Máy Xanh



Nguồn: MWG, RongViet Securities

Hình 6: Thị phần bán lẻ điện máy (2017)



Nguồn: MWG

Nhận thấy ngành hàng điện thoại đã bão hòa trong khi điện máy vẫn còn cơ hội tăng trưởng từ 40% thị phần còn nằm trong tay các cửa hàng nhỏ lẻ, MWG đã bắt đầu mở rộng và chuyển đổi các cửa hàng Thế Giới Di Động sang cửa hàng Điện Máy Xanh mini để cải thiện doanh thu. Hiện doanh thu 1 cửa hàng Thế Giới Di Động vào khoảng 2,7 tỷ đồng trong khi 1 cửa hàng Điện Máy Xanh mini có doanh thu trên 4 tỷ đồng/ tháng. Đã có trên 80 cửa hàng được chuyển đổi từ giữa năm 2017 đến nay.

Chuỗi Bách Hóa Xanh cho thấy sự cải thiện vượt bậc

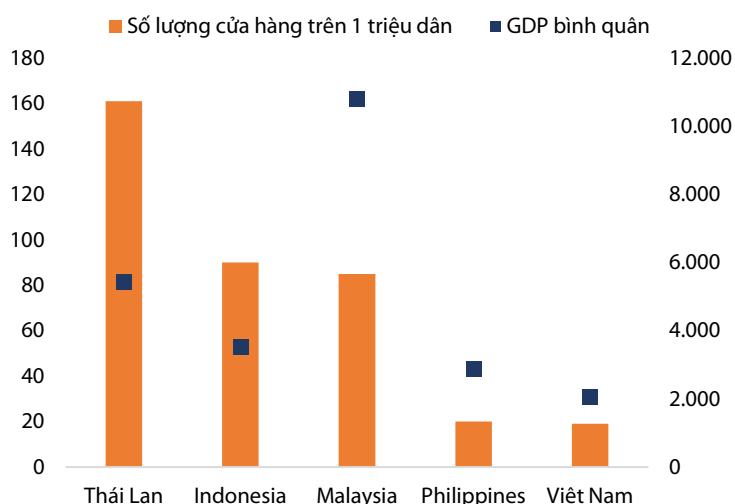
Là nhân tố quyết định tăng trưởng của MWG trong dài hạn, câu chuyện Bách Hóa Xanh luôn là tâm điểm của thị trường trong hai năm gần đây. Do đó, phần lớn bài phân tích của chúng tôi sẽ dành để đánh giá tiềm năng của chuỗi này.

Các yếu tố hỗ trợ

Thị trường bán lẻ thực phẩm ước tính có quy mô trên 50 tỷ USD và tăng trưởng với tốc độ ~10%/năm. Độ phân mảnh rất cao, 8.500 chợ truyền thống và 1,4 triệu tạp hóa nhỏ lẻ hiện chiếm 90% thị phần. Mục tiêu chiếm lấy một phần miếng bánh này của Bách Hóa Xanh được hỗ trợ bởi các yếu tố sau:

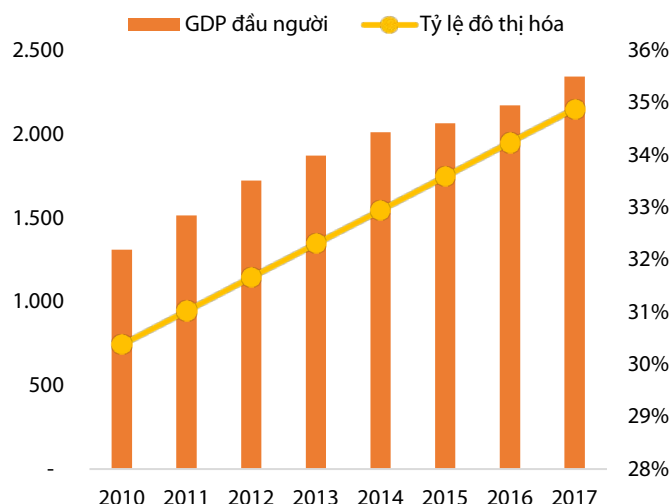
1. **Sự gia tăng của tầng lớp trung lưu có ít thời gian cho việc mua thực phẩm.** Các chợ truyền thống có đặc điểm thời gian mở cửa ngắn và khả năng bảo quản thực phẩm kém.
2. **Ý thức về an toàn thực phẩm ngày càng gia tăng.** Người tiêu dùng sẵn sàng trả cao hơn cho thực phẩm có nguồn gốc rõ ràng tại các kênh bán lẻ hiện đại. Theo khảo sát từ Vibiz.vn, 63% người tiêu dùng tin rằng sản phẩm từ siêu thị và cửa hàng tự chọn sạch và an toàn hơn so với chợ truyền thống.
3. **Thói quen tiêu dùng đang từng bước thay đổi.** Chuỗi bán lẻ ngày càng được người tiêu dùng chấp nhận, nhất là khi các chuỗi ngày càng mở rộng về độ bao phủ địa lý lẫn chủng loại mặt hàng, đáp ứng được nhu cầu hàng ngày.
4. **Các chính sách của Chính phủ thắt chặt quản lý** về chất lượng thực phẩm và xử lý các chợ tự phát. Định hướng phát triển hệ thống thương mại bán buôn, bán lẻ đến năm 2025 của Tp.HCM sẽ không xây thêm các chợ mới ở khu vực nội thành và giảm dần số lượng chợ tại khu vực trung tâm.

Hình 7: Mức độ bao phủ các cửa hàng hiện đại có quy mô nhỏ (2014)



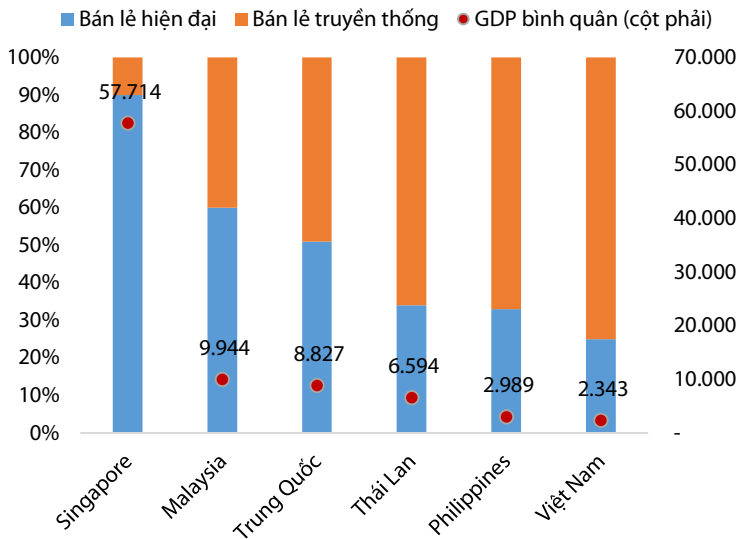
Nguồn: Vietnam Advisors, RongViet Securities

Hình 8: Thu nhập bình quân và tỷ lệ đô thị hóa 2010-2017



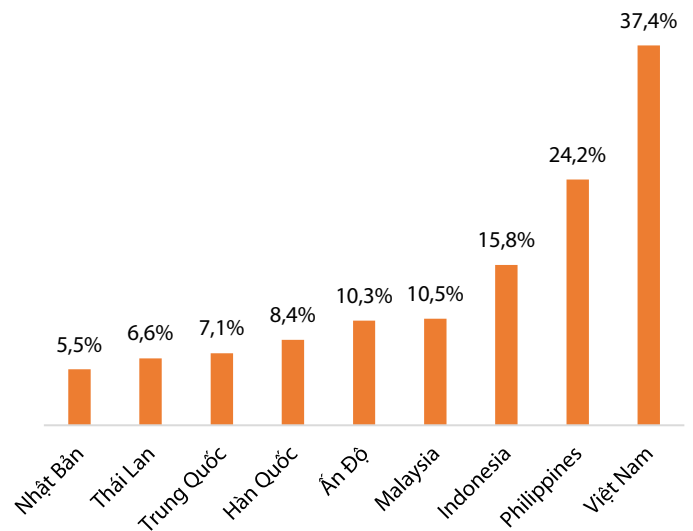
Nguồn: World Bank, RongViet Securities

Hình 9: Thị phần bán lẻ theo kênh (2017)



Nguồn: Vibiz, Worldbank, RongViet Securities

Hình 10: Tốc độ tăng trưởng của hàng tiện lợi và siêu thị mini (2017 – 2021)



Nguồn: IGD Research

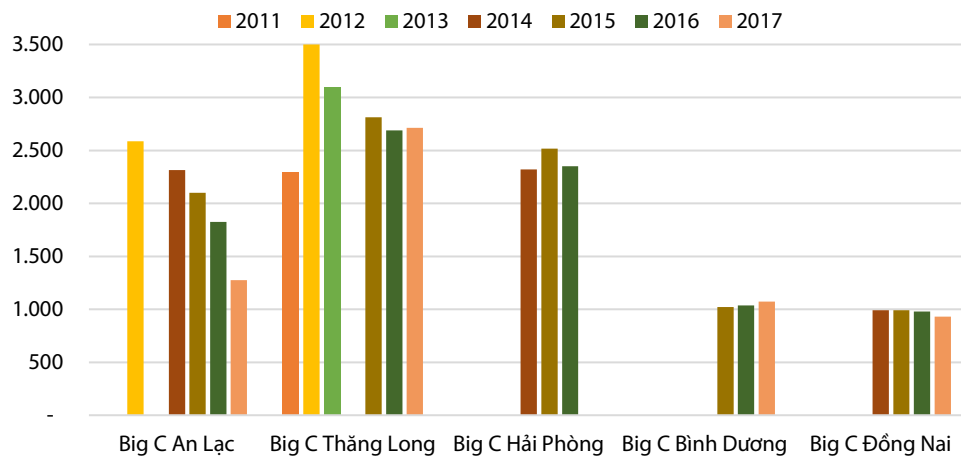
Lựa chọn mô hình phù hợp: siêu thị nhỏ (minimart)

Nhóm kênh bán lẻ hiện đại có thể chia thành các mô hình sau:

Siêu thị (Coopmart, Citimart, Vinmart)/ **đại siêu thị** (Big C) và **trung tâm thương mại** (Diamond Plaza, Parkson, Vincom): là các địa điểm bán lẻ từ lớn đến rất lớn về diện tích kinh doanh lẫn số lượng các loại sản phẩm. Vì quy mô lớn, các mô hình bán lẻ lớn này có độ phủ hạn chế, chỉ hiện diện tại các thành phố lớn. Việc mua sắm/ thanh toán mất nhiều thời gian và khó tiếp cận là các điểm hạn chế của mô hình này.

Cạnh tranh trong mô hình này cũng ngày càng tăng do sự gia nhập của các tên tuổi nước ngoài như Lotte, Aeon hay sự nổi lên của Vinmart. Điều này khiến miếng bánh thị phần của từng người chơi nhỏ lại. Hiện nay ngoại trừ Coopmart và Vinmart, các chuỗi Big C, Citimart, Metro đều có kết quả kinh doanh đi ngang hoặc sụt giảm.

Hình 11: Doanh thu một số doanh nghiệp lớn trong hệ thống Big C Việt Nam (tỷ đồng)



Nguồn: CafeF, RongViet Securities

Cửa hàng tiện lợi (Circle K, 7-Eleven, Shop & Go, FamilyMart): các chuỗi cửa hàng nhỏ mở cửa 24/7, diện tích thường dưới 100 m2), bày bán các mặt hàng tiện ích và thực phẩm đóng gói có thể dùng ngay. Hạn chế của mô hình này là số lượng hàng hóa hạn chế, và giá cả kém cạnh tranh do chi phí vận hành cao.

Minimart: đây là các “siêu thị thu nhỏ” với diện tích từ 150-300m². Phục vụ đa dạng các mặt hàng từ hàng tiêu dùng cá nhân/gia đình đến các loại thực phẩm.

Hiện trên thị trường có 4 chuỗi minimart lớn: Bách Hóa Xanh, CoopFood, SatraFood và Vinmart+. Sự khác biệt trong chiến lược và đối tượng khách hàng được thể hiện qua vị trí cửa hàng và cơ cấu sản phẩm của các chuỗi này:

Vinmart+: với hơn 1.000 cửa hàng, đa số có quy mô vừa và nhỏ, phủ rộng từ các quận trung tâm đến các khu vực đông dân ngoại thành. Cơ cấu sản phẩm gồm nhiều loại thức ăn chế biến sẵn và ít đồ tươi sống, phù hợp với những khách hàng có ít thời gian cho việc nấu ăn hàng ngày.

Có thể xem Vinmart+ là “**cửa hàng thực phẩm tiện lợi**”. Tuy nhiên, việc phủ quá rộng, và hiện diện ở cả các khu trung tâm khiến chi phí tăng cao. Chuỗi không mạnh về thực phẩm tươi, trong khi cơ cấu hàng khô cũng kém cạnh tranh so với các minimart khác. Chúng tôi đánh giá hiệu quả của chuỗi chưa thực sự cao, đặc biệt là tại Hồ Chí Minh.

Bách Hóa Xanh, CoopFood và SatraFood: tập trung nhiều ở các vùng đông dân bên ngoài trung tâm, gần các khu chợ truyền thống. Sản phẩm, bên cạnh hàng khô, gồm đa dạng (trên 100 loại) thực phẩm tươi sống chưa qua chế biến. **Đối tượng khách hàng hướng tới là người nội trợ tìm kiếm địa chỉ mua thực phẩm tươi/sạch.** Các cửa hàng này phát triển theo hướng “**siêu thị thu nhỏ**”.

Theo đó, với mục tiêu cạnh tranh với chợ và tiệm tạp hóa, chúng tôi đánh giá mô hình mà 3 chuỗi này lựa chọn là phù hợp hơn cả. Tuy nhiên, hiệu quả còn phụ thuộc vào cách thức triển khai của từng chuỗi.

Cách thức triển khai của Bách Hóa Xanh

Sau gần 2 năm “thử và sai”, chúng tôi đánh giá Bách Hóa Xanh đã đến gần hơn với công thức thành công để đáp ứng 3 tiêu chí chính của khách hàng mục tiêu của chuỗi:

- (1) *Nơi mua sắm gần nhà, tiện đi lại*
- (2) *Thực phẩm tươi, ngon và đa dạng*
- (3) *Giá cả cạnh tranh*

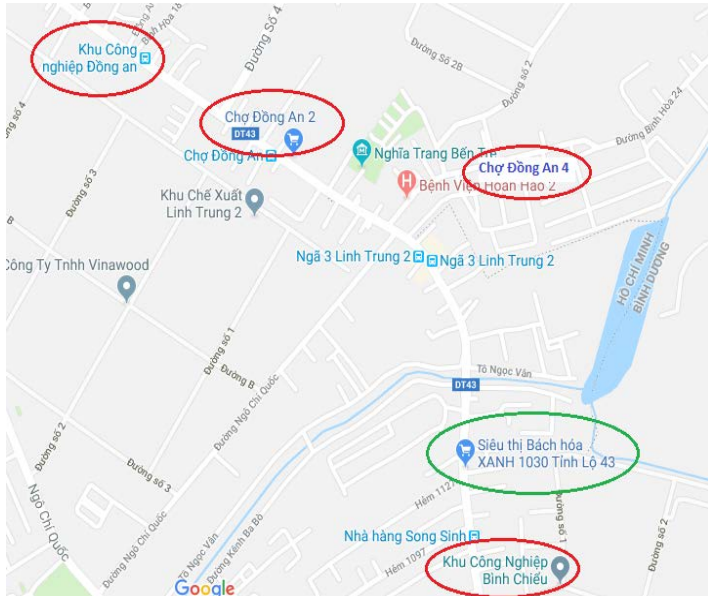
Vị trí cửa hàng

Bách Hóa Xanh đã tiến hành thử nghiệm vị trí trong một thời gian dài. Đầu 2018, công ty thực hiện chiến lược len lỏi vào từng khu dân cư, với hy vọng đem lại sự thuận tiện nhất cho người mua (có thể đi bộ từ nhà). Tuy nhiên, chiến lược này tỏ ra không hiệu quả khi người dân vẫn ưu tiên sử dụng xe máy để mua sắm. Việc đặt cửa hàng quá sâu trong khu dân cư cũng hạn chế việc phát triển thương hiệu Bách Hóa Xanh với người tiêu dùng.

Từ quý 2, công ty đã thay đổi chiến lược. Theo đó, các cửa hàng mới của Bách Hóa Xanh, diện tích trên 150 m², được đặt trên các trục đường dẫn vào khu vực đông dân cư tại các quận vệ tinh, đáp ứng nhu cầu mua sắm thực phẩm trên đường về nhà của người nội trợ. Ngoài các tiêu chí về số lượng nóc nhà xung quanh và lưu lượng giao thông qua lại trước cửa hàng, các vị trí gần chợ truyền thống là yếu tố quan trọng khi mở cửa hàng.

Theo công thức này, những cửa hàng mở mới trong thời gian gần đây đều đạt được lưu lượng khách rất tốt ngay từ đầu.

Hình 12: Bách Hóa Xanh (lớn) tỉnh lộ 43, Thủ Đức – nằm gần 2 chợ và nhiều khu công nghiệp lớn nên có doanh thu rất cao (1.200 lượt khách/ngày)



Nguồn: RongViet Securities

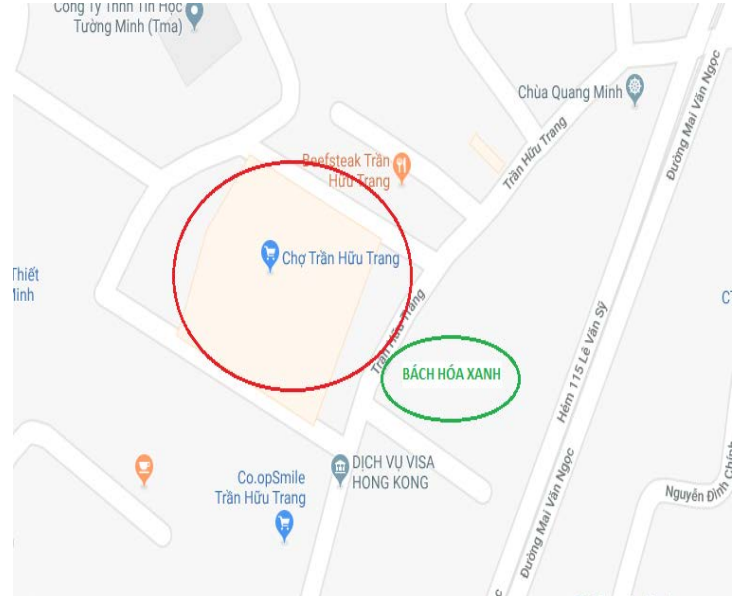
Lựa chọn các mặt hàng

Khoảng 50% doanh thu các cửa hàng tiêu chuẩn đến từ các mặt hàng tươi, cho thấy nhu cầu lớn của người mua. Quan sát của chúng tôi cũng cho thấy các gian hàng tươi sống là nơi thu hút được nhiều khách hàng nhất.

Mô hình “cá lội” rất giống với các chợ truyền thống



Hình 13: Bách Hóa Xanh (tiêu chuẩn) Trần Hữu Trang, quận Phú Nhuận nằm đối diện chợ Trần Hữu Trang nên hút được nhiều khách từ chợ (trên 900 lượt khách/ngày)



Nguồn: RongViet Securities

Đa dạng các loại thịt phổ biến trong thực đơn hàng ngày



Rau quả chất lượng VietGAP



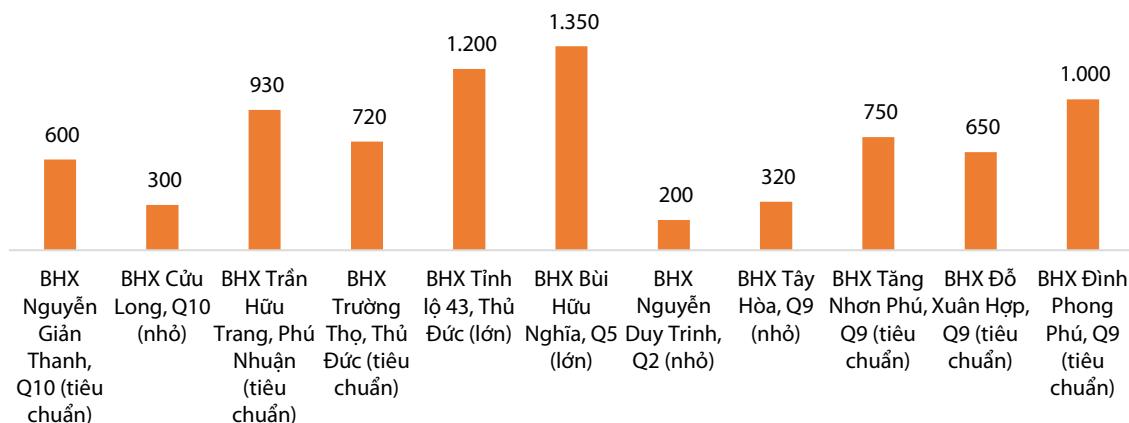
Nguồn: RongViet Securities

Khu vực hàng tiêu dùng nhanh FMCG



Tại các cửa hàng quy mô tiêu chuẩn/lớn, số lượng các mặt hàng tươi sống đã lên đến 300 loại (cửa hàng tiêu chuẩn) và 400 loại (cửa hàng lớn). Bên cạnh đó, vào tháng 2, Bách Hóa Xanh còn đưa vào phục vụ mô hình “Cá lợi”. Hai điều này, cùng với yếu tố vị trí, giải thích sự khác biệt giữa lượng khách của các cửa hàng Bách Hóa Xanh tiêu chuẩn/lớn và cửa hàng nhỏ (Hình 14).

Hình 14: Khảo sát số lượng khách/ngày tại một số cửa hàng Bách Hóa Xanh



Nguồn: RongViet Securities

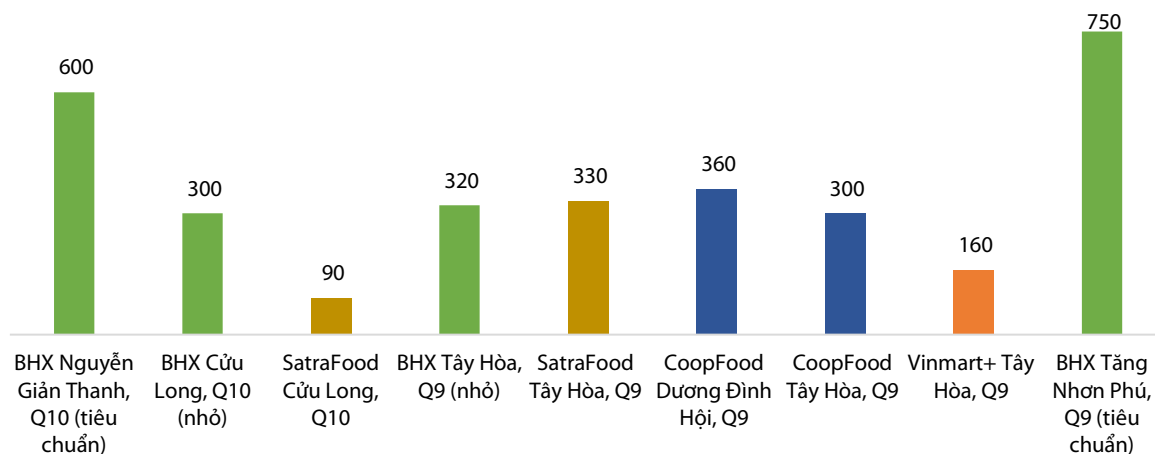
Bảng 1: So sánh 3 loại cửa hàng Bách Hóa Xanh

	Cửa hàng nhỏ	Cửa hàng tiêu chuẩn	Cửa hàng lớn
Số cửa hàng	~200	>200	2
Diện tích	100-150m ²	160-200m ²	250-300m ²
Lượt khách/ngày	200-400	600-1.000	~1.200
Số nhân viên	3-6	10-15	~20
Danh mục hàng hóa (số mặt hàng)			
Hàng tiêu dùng FMCG	~1.500	~2.000	>2.000
Rau, củ, quả tươi	<100	150-200	200-250
Thịt, cá tươi	<50	~100	~150
Mô hình “Cá lợi”	Không	Có	Có

Nguồn: RongViet Securities

Về mặt chất lượng, thực phẩm ở các minimart đều có tiêu chuẩn VietGAP hoặc GlobalGAP, nhìn chung không có khác biệt đáng kể. Tuy nhiên Bách Hóa Xanh hiện có lợi thế lớn về chủng loại hàng hóa, đặc biệt là các sản phẩm thịt/cá tươi sống (nhiều hơn 3-4 lần các chuỗi minimart khác). Chúng tôi cho rằng sự đa dạng này là điểm mấu chốt đem lại lượng khách hàng và doanh thu cao hơn hẳn của các cửa hàng tiêu chuẩn so với các đối thủ cạnh tranh, trong khi các cửa hàng nhỏ không tạo được sự khác biệt này (Hình 15). Dù vậy, ngay cả cửa hàng Bách Hóa Xanh nhỏ, tuy mở sau, cũng có thể chia sẻ lượng khách tương đương với CoopFood hay SatraFood (So sánh chi tiết tham khảo phụ lục 1).

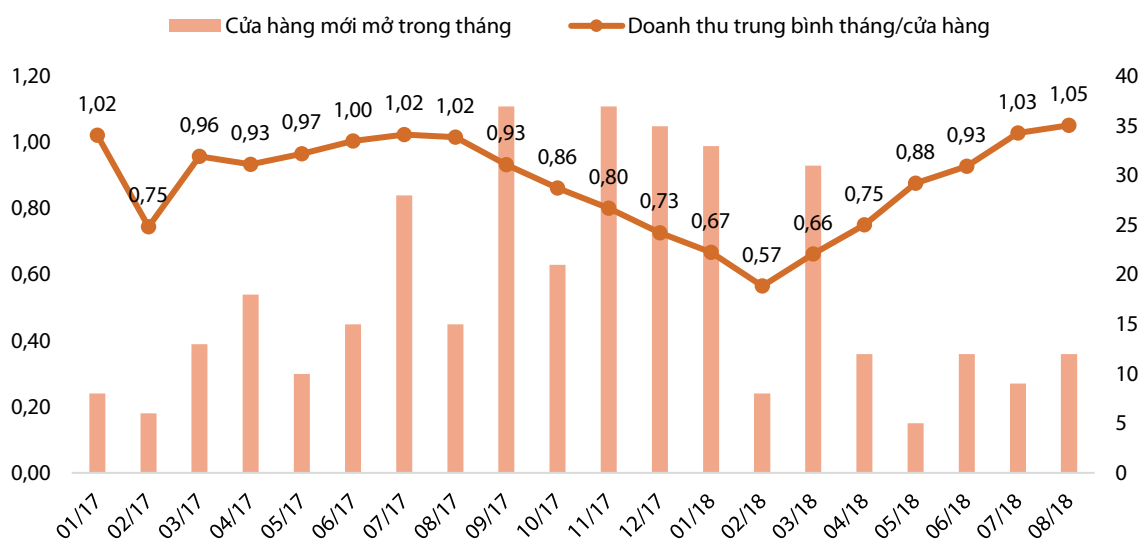
Hình 15: Khảo sát số lượt khách/ngày giữa các cửa hàng minimart cùng một khu vực (cùng thời gian)



Nguồn: RongViet Securities

Tóm lại, mô hình cửa hàng tiêu chuẩn/lớn với mặt hàng đa dạng là sự cải thiện rõ rệt mà chúng tôi nhận thấy so với hồi đầu năm (khi đó vẫn còn rất nhiều cửa hàng nhỏ, mặt hàng tươi sống ít phong phú, dẫn đến lưu lượng khách chưa nhiều). Nhận thấy tiềm năng cải thiện doanh thu, MWG đã tiến hành mở rộng và đưa mô hình “Cá lợi” vào phục vụ tại các cửa hàng nhỏ để chuyển đổi thành cửa hàng tiêu chuẩn. Từ tháng 5 tới tháng 8, công ty đã chuyển đổi khoảng 100 cửa hàng. Kết quả kinh doanh từ đó đến nay đã có sự chuyển biến đáng kể.

Hình 16: Doanh thu trung bình tháng mỗi cửa hàng (LHS, tỷ đồng) và số cửa hàng mới mở theo tháng



Nguồn: MWG, RongViet Securities

Đối với các cửa hàng tiêu chuẩn có doanh thu cao, công ty sẽ xem xét nâng cấp lên thành cửa hàng lớn bằng cách mở rộng diện tích và tăng thêm số lượng mặt hàng bày bán.

Chiến lược giá

Chi phí cho thực phẩm hiện chiếm khoảng 1/3 thu nhập hàng tháng của người Việt. Do vậy, yếu tố giá cả đóng vai trò rất quan trọng trong quyết định mua sắm, nhất là đối với người nội trợ bình dân - đối tượng khách hàng Bách Hóa Xanh hướng đến.

Qua khảo sát, giá các mặt hàng tiêu dùng (hàng khô) hầu như không có sự khác biệt lớn giữa Bách Hóa Xanh, CoopFood và SatraFood. Tuy nhiên, phần lớn các loại thực phẩm tươi sống tại Bách Hóa Xanh có giá bằng hoặc rẻ hơn từ 10-30% so với các chuỗi khác, và khá cạnh tranh so với giá ở chợ (chưa kể đến các ưu đãi giảm giá cho thực phẩm để qua ngày).

Bảng 2: Khảo sát giá một số mặt hàng thực phẩm tại Bách Hóa Xanh và CoopFood (đơn vị: đồng/kg) –
 Bách Hóa Xanh có giá rẻ hơn ở đa số các mặt hàng

	Bách Hóa Xanh	CoopFood
Củ cải trắng	16.500	19.900
Khổ qua	18.000	28.500
Cải bẹ xanh	18.000	25.500
Cà rốt	23.400	23.900
Củ dền	18.000	17.900
Củ sắn	10.000	12.000
Đậu bắp	18.000	30.900
Rau cần ta	40.000	66.900
Lá giang	45.000	49.500
Bắp cải thảo	15.000	25.500
Rau dền tía	14.000	18.900
Giá sống	12.000	12.500
Hẹ lá	30.000	42.900
Gừng	50.000	38.000
Me chua vắt	40.000	47.000
Bí xanh	13.600	13.900
Thịt heo ba rọi	109.000	115.000
Thịt đùi heo	85.000	100.000
Cốt lết heo	94.000	95.000

Nguồn: RongViet Securities, giá vào ngày 21/08/2018

Tổng kết lại, tuy mô hình không mới, cách thức triển khai của Bách Hóa Xanh vẫn tạo ra được những điểm nhấn riêng, đáp ứng yêu cầu **“tiện lợi – đa dạng – giá rẻ”**.

Lợi thế cạnh tranh của Bách Hóa Xanh liệu có bền vững?

Về lý thuyết, các đối thủ hoàn toàn có thể áp dụng cách thức triển khai của Bách Hóa Xanh. Tuy nhiên, trên thực tế không dễ để phần lớn cửa hàng hiện hữu của CoopFood hay SatraFood chuyển đổi không gian để mở rộng danh mục hàng tươi và “Cá lợi”, do giới hạn về mặt diện tích (chỉ dưới 100m²).

CoopFood và SatraFood có thể áp dụng với các cửa hàng mới, nhưng chúng tôi không đánh giá cao năng lực mở rộng của 2 chuỗi này. Hai công ty mẹ của 2 chuỗi là Saigon Coop và Satra Group, tuy có tiềm lực nhưng chưa cho thấy sự tập trung phát triển mô hình minimart. Do vậy, dù đã vận hành lâu năm (CoopFood - 10 năm, 230 cửa hàng, SatraFood - 7 năm, 180 cửa hàng), 2 chuỗi này vẫn chưa có sự bứt phá rõ rệt. CoopFood và SatraFood đã đẩy nhanh mở cửa hàng từ năm 2016, nhưng tổng quan về vị trí cửa hàng, thiết kế bố cục hay thái độ phục vụ đều còn hạn chế.

Năng lực và kinh nghiệm của Coop và Satra cũng chưa sánh được với MWG, vốn có kinh nghiệm quản lý và mở rộng chuỗi trên qui mô lớn hơn nhiều. Không những thế, ban lãnh đạo MWG luôn chủ động thực hiện cải tiến khi nhận ra các tồn tại. Việc nhanh chóng sửa sai chiến lược mặt bằng hồi đầu năm là một ví

đụ. Gần đây nhất, chuỗi bắt đầu áp dụng “6 tốt”, đáp lại những phản hồi về không gian chưa sạch hay tay nghề nhân viên chưa cao. Với thái độ cầu thị, rất khó để các chuỗi minimart khác theo kịp được Bách Hóa Xanh.

Trên tất cả, mục tiêu chính của Bách Hóa Xanh không phải là các chuỗi minimart đối thủ, mà là chiếm lấy miếng bánh từ chợ và tiệm tạp hóa. Những giải pháp mà Bách Hóa Xanh đang tiến hành là cần thiết để tạo lợi thế trong cuộc đấu này, để trở thành **“chợ truyền thống với dịch vụ tốt hơn”**.

Bảng 3: So sánh Bách Hóa Xanh và các đối thủ cạnh tranh

So sánh với chợ/bách hóa truyền thống	So sánh với các chuỗi minimart khác (CoopFood, Vinmart+, SatraFood)
<p>Ưu điểm</p> <ul style="list-style-type: none"> Không gian sạch sẽ, dịch vụ tốt hơn Thực phẩm có nguồn gốc rõ ràng Các dịch vụ tiện ích: thanh toán hóa đơn, mua thẻ điện thoại, trả góp ngân hàng... Kết hợp cả chợ và tạp hóa trong một cửa hàng Mở cửa từ 6g30-21g30 mỗi ngày, trong khi chợ chỉ mở theo phiên sáng/chiều. Không mất thời gian cho việc trả giá và gửi xe 	<p>Ưu điểm</p> <ul style="list-style-type: none"> Cửa hàng lớn cho phép phục vụ nhiều mặt hàng hơn. Không gian thân thiện với người nội trợ Nhân viên tương tác với khách hàng Giá thực phẩm tươi rẻ hơn Nhiều chương trình khuyến mãi
<p>Nhược điểm</p> <ul style="list-style-type: none"> Thực phẩm ít đa dạng hơn, trình độ sơ chế thực phẩm của nhân viên còn chưa cao. Tính cộng đồng kém hơn 	<p>Nhược điểm</p> <ul style="list-style-type: none"> Nhân viên chưa có nhiều kinh nghiệm Không gian tại các cửa hàng tiêu chuẩn/lớn chưa được sạch sẽ.

Nguồn: RongViet Securities

Các vấn đề còn tồn đọng

Cải thiện những cửa hàng có doanh thu thấp

Cải thiện doanh thu cho gần 200 cửa hàng nhỏ, “di sản” của quá trình thử nghiệm, là bài toán MWG cần giải. Nâng cấp lên mô hình tiêu chuẩn sẽ là giải pháp được ưu tiên, trong khi các cửa hàng không thể nâng cấp sẽ chuyển hóa thành mô hình cửa hàng mini có diện tích dưới 100m², hoặc bị đóng cửa.

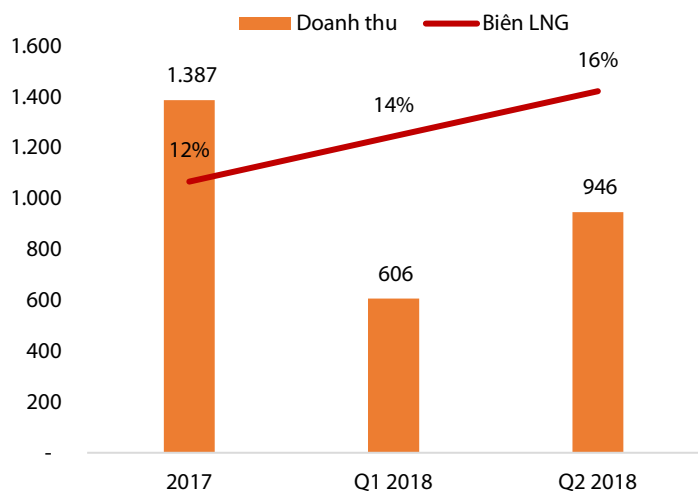
Quản lý hiệu quả hàng tồn kho

Số lượng SKU lớn mặc dù mang lại doanh thu vượt trội cho Bách Hóa Xanh so với các chuỗi khác, cũng làm tăng vấn đề quản lý hàng tồn kho. Sẽ cần nhiều thời gian phát triển hệ thống ERP cho Bách Hóa Xanh để phân tích chính xác nhu cầu tại từng địa điểm/thời gian cụ thể. Chúng tôi cho rằng đây là sự đánh đổi cần thiết vào giai đoạn ban đầu để có được lượng khách hàng cao và làm tăng giá trị của mỗi đơn hàng.

Cải thiện biên lợi nhuận

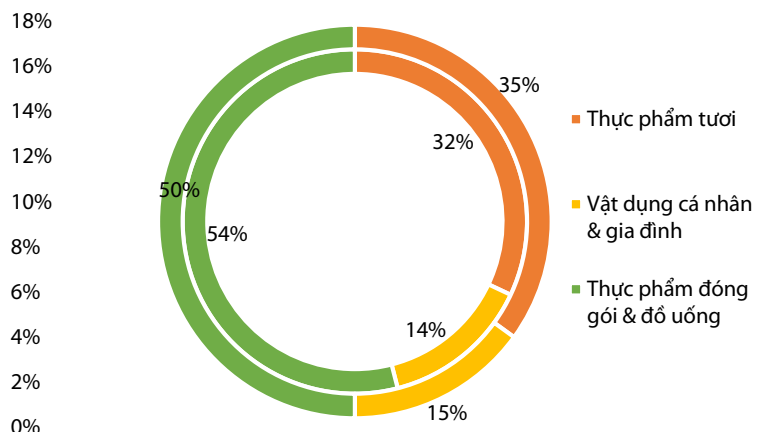
Nhờ gia tăng quy mô, cải thiện quản lý chi phí và thay đổi cơ cấu mặt hàng, biên lợi nhuận gộp của Bách Hóa Xanh đã tăng đáng kể, từ 12% cả năm 2017 lên 14% trong Quý 1 và 16% trong Quý 2 năm 2018. Mặc dù vậy, ước tính chuỗi này phải cần đạt được 18% biên LN gộp để đạt được mức hòa vốn EBITDA.

Hình 17: Doanh thu (tỷ đồng) và biên lãi gộp của Bách Hóa Xanh



Nguồn: MWG, RongViet Securities

Hình 18: Cơ cấu doanh thu theo mặt hàng của Bách Hóa Xanh (vòng trong: Q1 2018, vòng ngoài: Q2 2018)



Nguồn: MWG, RongViet Securities

Theo chúng tôi, Bách Hóa Xanh có thể cải thiện biên lợi nhuận nhờ các biện pháp:

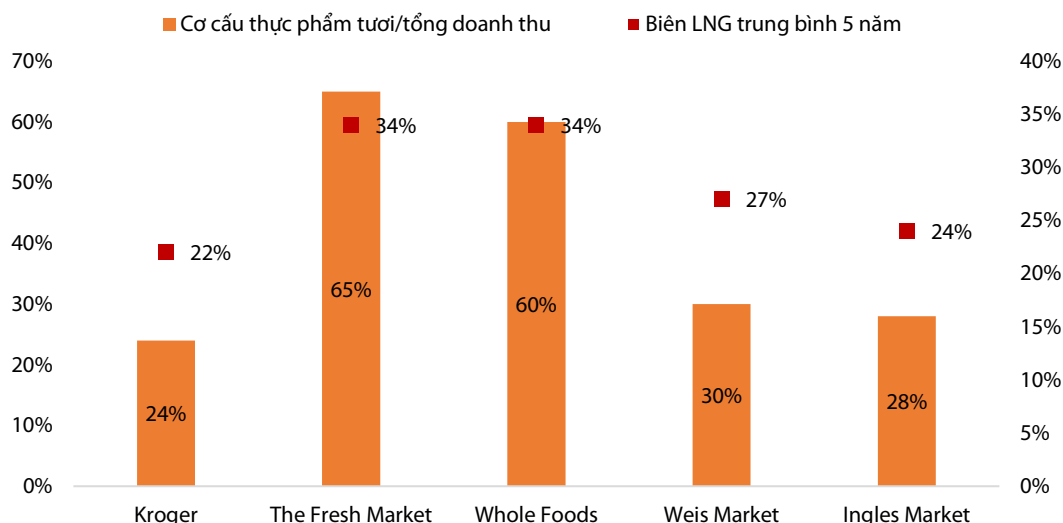
1/Tăng giá bán – khả thi

Bách Hóa Xanh đang áp dụng chiến lược giá rẻ, với mặt bằng giá thực phẩm thấp hơn từ 10-30% so với CoopFood hay SatraFood, để thu hút khách hàng vào giai đoạn ban đầu. Khi người mua đã dần hình thành thói quen mua sắm, chúng tôi cho rằng họ vẫn sẽ ưu tiên “*tiện lợi*” và “*đa dạng + vệ sinh*” hơn là “*rẻ*”. Do vậy, chuỗi có thể tăng giá bán từ mức thấp hiện tại, cao hơn chợ nhưng vẫn thấp hơn hoặc tương đương các chuỗi khác, khi có được lưu lượng khách đủ lớn.

2/Tăng cơ cấu thực phẩm tươi – khả thi

Một thực tế là các chuỗi bán lẻ có cơ cấu mặt hàng càng thiên về thực phẩm thì có biên lợi nhuận càng cao (Hình 19). Đối với Bách Hóa Xanh, việc điều chỉnh cơ cấu mặt hàng đã mang lại cải thiện trong biên lợi nhuận (Hình 17 và 18). Hiện nay khoảng 50% doanh thu các cửa hàng tiêu chuẩn đến từ thực phẩm tươi và tỷ lệ này sẽ tiếp tục được tăng lên, qua đó gia tăng biên lợi nhuận của toàn chuỗi.

Hình 19: So sánh một số chuỗi bán lẻ lớn ở Mỹ



Nguồn: RongViet Securities

3/Tăng quy mô – thách thức

Thông thường, tăng quy mô sẽ mang lại chiết khấu cao hơn cho nhà bán lẻ. Tuy nhiên, tại Việt Nam hoạt động sản xuất nông nghiệp còn manh mún khiến cho mỗi đại lý hay hộ nông dân chỉ có thể cung cấp một số lượng hạn chế các loại nông sản. Do vậy, quan hệ tăng quy mô-tăng lợi nhuận trong ngành này sẽ bị hạn chế khi so với mảng kinh doanh điện thoại, vốn chỉ làm việc với vài nhà sản xuất lớn.

4/Giảm tỷ lệ hư hao – thách thức

Hàng hư hao, nhất là thực phẩm tươi có vòng đời rất ngắn, sẽ bào mòn biên lợi nhuận vốn đã mỏng của các nhà bán lẻ. Đây là vấn đề cố hữu trong ngành thực phẩm.

Do đang trong giai đoạn thử nghiệm cơ cấu hàng hóa phù hợp, tỷ lệ hàng tươi sống hư hao của Bách Hóa Xanh là khá cao (2-3%). Hiện tại MWG đang áp dụng giảm giá đối với thực phẩm bán qua ngày. Ngoài ra, hàng dư thừa có thể được chế biến/tẩm ướp để kéo dài thời hạn sử dụng. Hiện Bách Hóa Xanh chưa đẩy mạnh việc này trong khi các chuỗi khác như CoopFood và SatraFood đang làm khá tốt.

Nếu làm tốt, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận thuần của Bách Hóa Xanh ở giai đoạn trưởng thành sẽ ở mức 3-4%. Biên lợi nhuận cao hơn của Bách Hóa Xanh so với một số chuỗi như Kroger, Ingles Markets đến từ cơ cấu hàng tươi cao hơn, cũng như chi phí quản lý thấp nhờ chia sẻ hệ thống back office với Thế Giới Di Động và Điện Máy Xanh.

Bảng 4: Một số chuỗi bán lẻ thực phẩm trên thế giới

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (ngàn tỷ đồng)	Doanh thu 2017 (ngàn tỷ đồng)	CAGR 2012 – 2017 doanh thu	Biên LNG trung bình 3 năm	Biên LNR trung bình 5 năm	P/E	EV/EBITDA
Kroger	Mỹ	569.254	2.787.309	5%	22%	1,7%	14x	8x
Sprouts Farmers	Mỹ	74.558	105.970	21%	29%	3,2%	21x	11x
Weis Markets	Mỹ	29.111	78.758	5%	27%	2,5%	24x	7x
Ingles Markets	Mỹ	16.679	90.711	2%	24%	1,2%	13x	7x
Whole Foods	Mỹ		363.144	7%	34%	3,3%		
Woolworths	Úc	629.958	621.520	-1%	29%	2,2%	23x	11x
GS Retail	Hàn Quốc	60.951	166.241	13%	19%	2,5%	27x	9x
President Chain Store	Đài Loan	258.154	165.275	3%	33%	6,2%	11x	17x
CPALL	Thái Lan	443.431	315.770	20%	22%	3,7%	32x	18x
Thanapiriya	Thái Lan	1.066	1.070		13%	3,8%	22x	14x
Sumber Alfaría Trijaya (Alfamart)	Indonesia	52.710	104.387		19%	1,1%	65x	11x

Nguồn: Bloomberg, dữ liệu ngày 20/09/2018

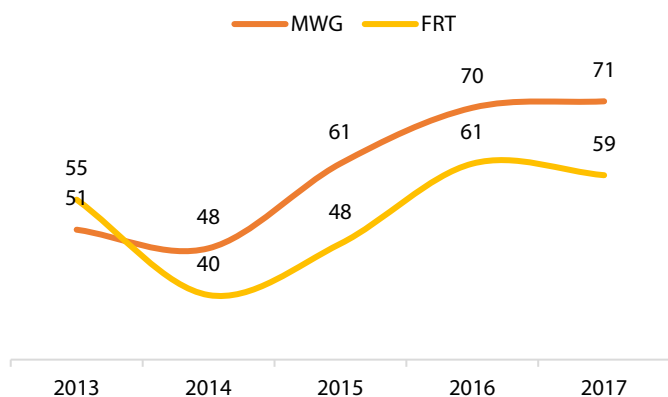
Phân tích tài chính

Trong giai đoạn 2014-2017, MWG tăng trưởng thần tốc về doanh thu (+310%) và số cửa hàng (+450%). Theo đó, số ngày tồn kho cũng gia tăng đáng kể (Hình 20). Dòng tiền hoạt động không đủ để tài trợ cho tốc độ mở rộng của cả 2 chuỗi Thế Giới Di Động và Điện Máy Xanh, dẫn đến công ty cần vay nợ thêm trong 2015 và 2016. Tỷ số Nợ/ Tổng tài sản do đó tăng mạnh từ 56% lên 74% (Hình 21).

Trước năm 2017, cơ cấu nợ vay của MWG gồm toàn bộ là các khoản nợ ngắn hạn dưới 1 năm được dùng để tài trợ vốn lưu động. Cuối năm 2017, công ty phát hành 1.135 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 5 năm để thực hiện các hoạt động mua bán và sáp nhập. Cũng từ 2017, nhu cầu tăng vốn lưu động chậm lại, và sự khởi

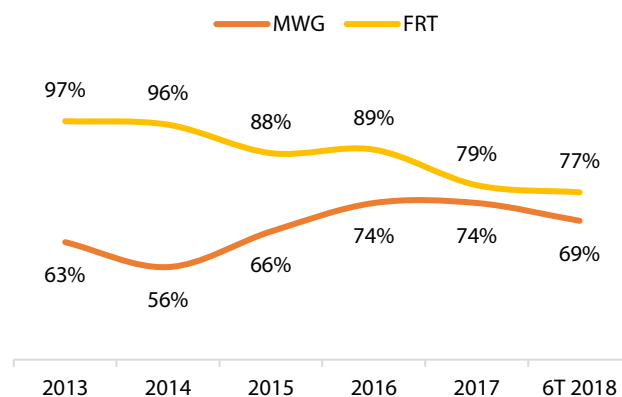
sắc của chuỗi Điện Máy Xanh giúp dòng tiền hoạt động cải thiện rõ rệt. Hiện tại, dòng tiền từ 2 chuỗi Thế Giới Di Động và Điện Máy Xanh sẽ được MWG tập trung phát triển cho Bách Hóa Xanh.

Hình 20: Số ngày tồn kho



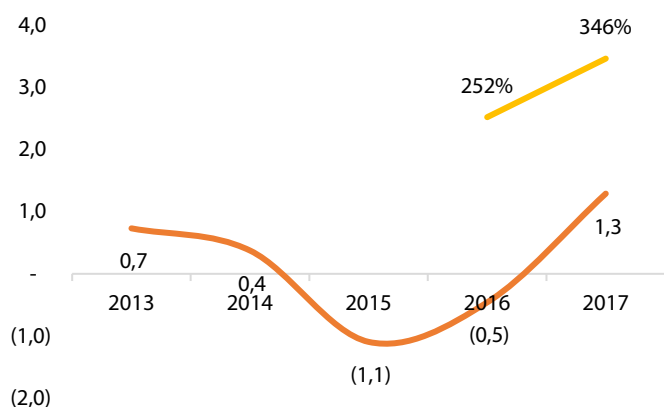
Nguồn: MWG, FRT, RongViet Securities

Hình 21: Tổng nợ/ Tổng tài sản



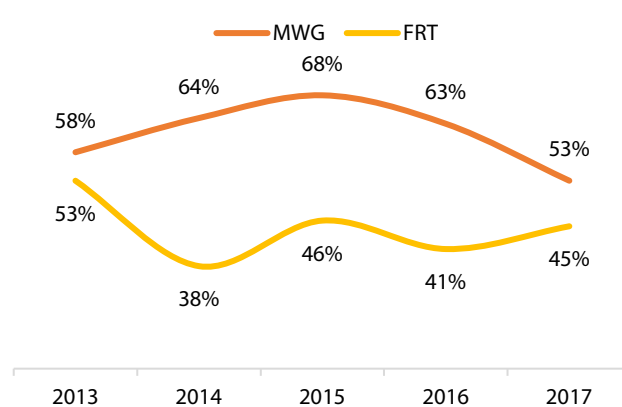
Nguồn: MWG, FRT, RongViet Securities

Hình 22: Dòng tiền hoạt động/ Chi phí vốn



Nguồn: MWG, FRT, RongViet Securities

Hình 23: Hàng tồn kho/ Tổng tài sản



Nguồn: MWG, FRT, RongViet Securities

Dự phóng KQKD

Thế Giới Di Động

Theo dự phóng, chuỗi Thế Giới Di Động sẽ giảm khoảng 100 cửa hàng trong 2 năm 2018 và 2019, hầu hết được chuyển thành Điện Máy Xanh trong khi một số sẽ bị đóng cửa do không còn hiệu quả, hoặc chuyển đổi sang Bách Hóa Xanh. Nhìn chung, doanh thu của chuỗi sẽ dao động ở mức 33.000 -35.000 tỷ/năm.

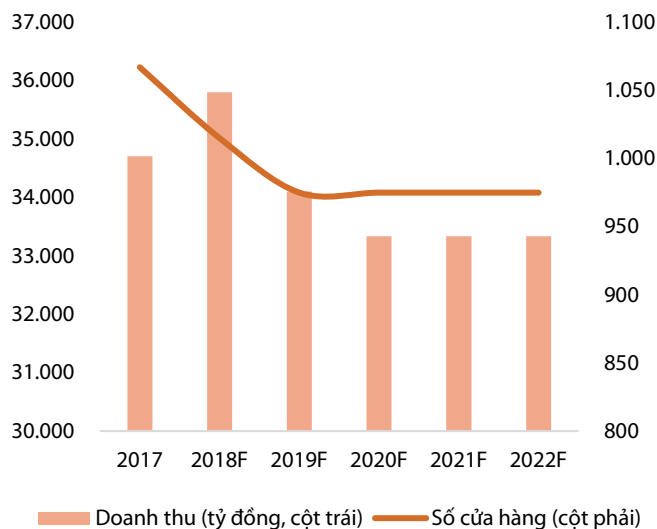
Điện Máy Xanh

MWG vẫn sẽ tiếp tục mở rộng mạng lưới Điện Máy Xanh mini, với khoảng 200 cửa hàng được mở mới đến năm 2020, một nửa trong số đó sẽ mở theo hình thức chuyển đổi từ cửa hàng Thế Giới Di Động.

Doanh thu Điện Máy Xanh ước tăng 76% trong năm 2018 nhờ đóng góp chủ yếu từ các cửa hàng Điện Máy Xanh lớn được mở trong năm trước. Dự phóng SSSG của chuỗi đạt 5% trong năm 2019 và giảm dần trong các năm sau.

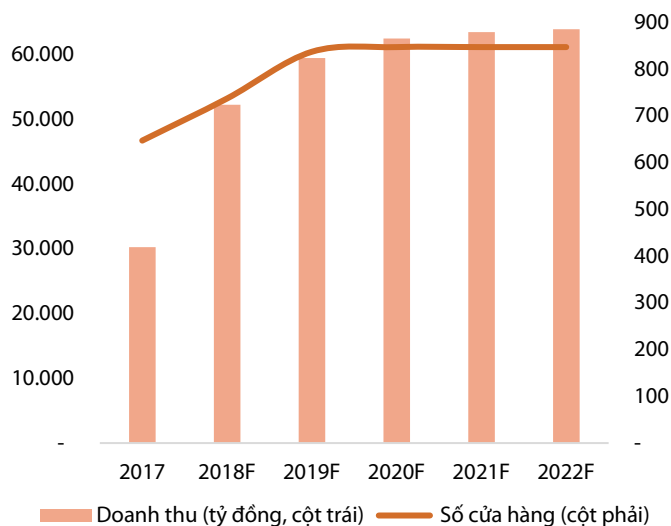
Tốc độ tăng trưởng doanh thu sẽ giảm xuống còn 14% và 5% lần lượt trong các năm 2019 và 2020 do các cửa hàng mới sẽ chỉ có quy mô nhỏ (doanh thu bằng 50-60% cửa hàng lớn). Doanh thu của chuỗi sẽ ổn định từ 2020, đóng góp khoảng 63.000 tỷ/năm.

Hình 24: Dự phóng doanh thu và số cửa hàng Thế Giới Di Động



Nguồn: RongViet Securities

Hình 25: Dự phóng doanh thu và số cửa hàng Điện Máy Xanh

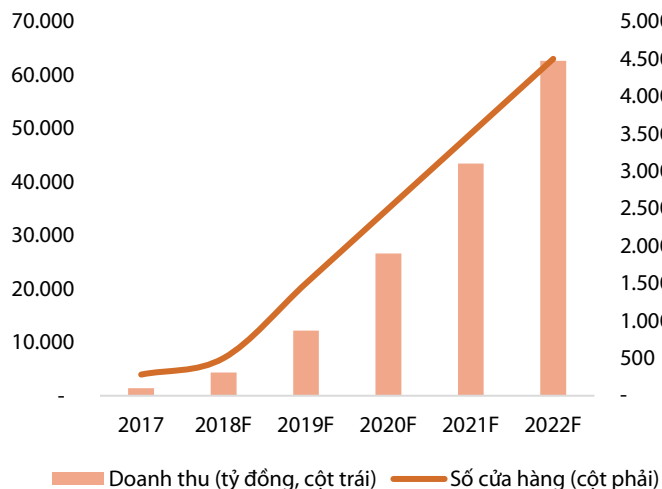


Nguồn: RongViet Securities

Bách Hóa Xanh

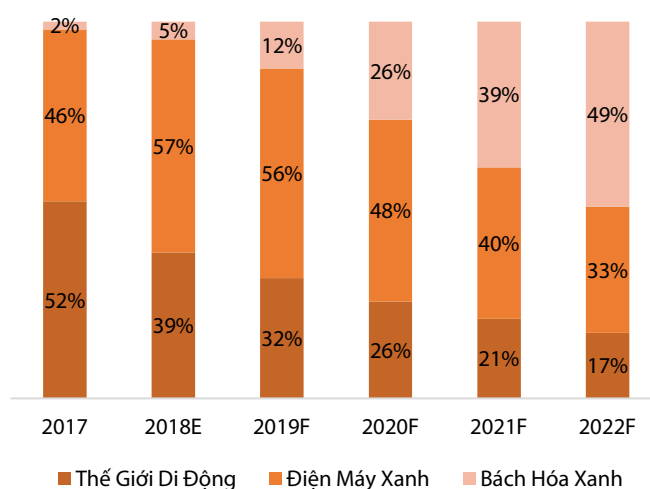
Tính đến cuối tháng 8/2018, có 245 (trên tổng số 406) cửa hàng Bách Hóa Xanh nằm tập trung tại 4 quận/huyện: Bình Tân (107), Tân Phú (40), Bình Chánh (42) và Quận 12 (56) - đây là khu vực đông dân cư của thành phố (gần 30% tổng dân số). Như vậy chuỗi này mới đang chỉ tập trung tại khu vực phía Tây và vẫn chưa mở rộng tại những vùng đông dân cư còn lại.

Hình 26: Dự phóng doanh thu và số cửa hàng Bách Hóa Xanh



Nguồn: RongViet Securities

Hình 27: Dự phóng cơ cấu doanh thu của MWG theo từng năm



Nguồn: RongViet Securities

Về mặt nhu cầu, chúng tôi cho rằng khu vực dân cư xung quanh một chợ loại 2 và 3 (từ dưới 200 đến 400 gian hàng) đủ cho 3 cửa hàng Bách Hóa Xanh hoạt động mà vẫn có lượng khách tốt (trên 600 khách/ngày). Trong khi các chợ loại 1 (trên 400 gian hàng), là những chợ đầu mối lớn, sẽ đủ cho 4-5 cửa hàng Bách Hóa Xanh.

Hiện nay tại TP HCM có 17 chợ loại 1, khoảng 230 chợ loại 2/3 cùng với gần 600 chợ tự phát, như vậy thị trường này sẽ đủ cho khoảng 1.500 cửa hàng Bách Hóa Xanh loại tiêu chuẩn.

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng:

Bách Hóa Xanh có thể đạt điểm hòa vốn toàn hệ thống vào cuối 2018, và sẽ phủ sóng toàn bộ TP HCM trong 2019 trước khi đẩy mạnh mở rộng ở các địa phương lân cận. Xem xét triển vọng trung và dài hạn, chúng tôi đánh giá cao khả năng thành công của Bách Hóa Xanh tại khu vực Đông Nam Bộ và một số tỉnh thành khu vực miền Tây. Đây là nơi tập trung nguồn cung cấp dồi dào, tỷ lệ đô thị hóa cao, dân cư tập trung đông và có sự cởi mở cao với kênh bán lẻ hiện đại.

Chúng tôi ước tính trong model khả năng mở rộng của Bách Hóa Xanh đến 2022 như sau:

- 1.500 cửa hàng tại TP HCM và 3.000 cửa hàng tại các tỉnh thành khác.
- Doanh thu trung bình mỗi cửa hàng đạt 1,5 tỷ đồng/tháng khi ổn định.

Trong kịch bản kém tích cực:

Bách Hóa Xanh chưa thể hòa vốn vào cuối năm nay. Chuỗi sẽ cần thêm thời gian điều chỉnh, hoàn thành phủ sóng Hồ Chí Minh vào 2020, sau đó bắt đầu mở rộng ra các tỉnh khác như Bình Dương, Biên Hòa. Đến 2022, số cửa hàng của Bách Hóa Xanh đạt khoảng 2.000.

Định giá

	Phương pháp	Định giá
Thế Giới Di Động	P/E 5x	32.000
Điện Máy Xanh	P/E 12x	56.500
Bách Hóa Xanh	FCFE	
Kịch bản cơ sở		67.000
Kịch bản kém tích cực		24.500
Tổng cộng		117.500 - 160.000

Góc nhìn ESOP

Trong báo cáo phát hành tháng 2 năm 2017, chúng tôi đã điều chỉnh tác động của ESOP qua việc ước tính giá trị cổ phiếu thưởng và ghi nhận nó như một khoản chi phí lương thưởng, qua đó giảm lợi nhuận và EPS thực nhận của nhà đầu tư.

Tuy nhiên, sau khi xem xét, chúng tôi cho rằng chi phí giả định này có thể cao hơn chi phí thực tế nếu doanh nghiệp thực sự lựa chọn phương án trả lương thưởng thay vì thực hiện ESOP (nói đơn giản, giá trị ESOP ước tính theo giá trị thị trường có thể lên tới 900 tỷ, nhưng nếu doanh nghiệp trả thưởng thì con số thực tế có thể ít hơn nhiều). Như vậy, phương pháp quy đổi mà trước đây chúng tôi áp dụng có khả năng phản ánh chi phí nhiều hơn thực tế.

Thay vào đó, chúng tôi tính toán EPS dựa trên điều chỉnh số cổ phiếu tăng lên qua phát hành thêm là 3%. Cách này phản ánh được lợi ích của cổ đông hiện hữu bị pha loãng trong suốt những năm tiếp theo. Nếu lợi nhuận không tăng trưởng, thiệt hại của cổ đông chính bằng số % bị pha loãng. Do đó, MWG chỉ thực hiện chính sách ESOP tối đa 3% khi công ty đạt được mức tăng trưởng LNST là trên 30%, đảm bảo tốc độ tăng trưởng đủ để bù đắp thiệt hại của cổ đông.

Chính sách ESOP của MWG

Cổ phiếu thưởng ESOP được MWG phát hành cho người lao động với giá 10.000 đồng/cổ phiếu, tỷ lệ phát hành trên tổng cổ phiếu đang lưu hành được xác định như sau:

% tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	% ESOP dự kiến (tối đa 3%)
<10%	0%
Từ 10%	% tăng trưởng LNST x 0,1

Đối tượng được thưởng cổ phiếu là cán bộ quản lý chủ chốt có đóng góp trong việc tăng doanh thu và cải thiện hiệu quả kinh doanh của công ty trong năm tính thưởng.

Bảng 5: Cấu trúc ESOP

Khối/ban	Tỷ lệ
Khối siêu thị (Quản lý siêu thị, quản lý vùng, quản lý miền, bán hàng online,...)	67%
Khối ngành hàng (Quản lý ngành hàng, chuyên viên ngành hàng)	13%
Khối hỗ trợ (Nhân sự, kế toán, IT, marketing, hậu cần,...)	13%
Ban lãnh đạo	7%
Tổng	100%

Nguồn: MWG

Từ năm 2017, công ty có điều chỉnh trong chính sách ESOP. Theo đó, cổ phiếu ESOP trong năm 2017 và các năm sau sẽ bị **hạn chế chuyển nhượng trong vòng 4 năm** (mỗi năm sẽ có 25% số cổ phần được phép chuyển nhượng) thay vì chỉ 2 năm như trước đây (mỗi năm có 50% số cổ phần được phép chuyển nhượng).

Sự thay đổi này giúp:

1. Tăng sự ràng buộc của nhân viên được nhận ESOP đối với công ty khi thời gian cổ phiếu ESOP bị hạn chế chuyển nhượng tăng lên.
2. Giảm số cổ phiếu được tự do chuyển nhượng trong các năm tiếp theo, qua đó giảm áp lực lên các cổ đông hiện hữu.

Phụ lục 1: Khảo sát các cửa hàng minimart trong cùng một khu vực

Chúng tôi lựa chọn các cửa hàng minimart tại khu vực Tây Hòa, Q9 làm ví dụ so sánh. 4 cửa hàng gồm Bách Hóa Xanh nhỏ, SatraFood, CoopFood và Vinmart+ có vị trí cách nhau vài chục mét, gần 1 chợ tự phát và đường lộ giới 8m rất đông xe. SatraFood nằm đối diện Bách Hóa Xanh.

	Bách Hóa Xanh nhỏ	CoopFood	SatraFood	VinMart+
Diện tích	>100m ²	<100m ²	<100m ²	~50m ²
Lượng khách trung bình/ngày	320	300	330	160
Thời gian hoạt động	Nửa năm	Vài năm	Vài năm	Gần 1 năm
Mặt bằng	Rộng rãi nhất, bãi gửi xe lớn. Bảng hiệu lớn và có đèn sang, rất thu hút ánh nhìn.	Mặt bằng rộng, bãi gửi xe lớn, tuy nhiên bảng hiệu thụt vào khá sâu và tối nên khá khó thấy nếu không để ý.	Mặt bằng hẹp nhất trong 4 cửa hàng. Bãi gửi xe khá chật, bảng hiệu nhỏ	Bề ngang cửa hàng khá rộng, chỗ gửi xe tương đối rộng rãi. Bảng hiệu khá bắt mắt.
Vị trí	Cách 1 chợ tự phát nhỏ vài mét	Cách BHX hơn 100m	Đối diện BHX	Cách Coop vài mét
Cơ cấu hàng hóa	FMCG khá nhiều, ~80 loại tp tươi sống.	Bán rau nhiều hơn BHX nhưng rất ít thịt tươi (quầy thịt là của Vissan – thuộc Satra Group), không có cá tươi.	Ít rau hơn BHX. Tuy nhiên có nhiều thịt cá tươi (là 1 trong số ít shop Satra có bể cá nhỏ), hàng FMCG không nhiều.	Rất ít rau Không có thịt cá tươi.
So sánh giá cả	Rẻ nhất trong 4 cửa hàng	Cao hơn BHX 10-30% tùy mặt hàng.	Giá rau cao hơn CoopFood trong khi giá thịt thì tương đương với CoopFood và cao hơn BHX	
Hàng hóa khách mua nhiều	Rau, thịt cá tươi và FMCG	Rau và FMCG	Thịt/cá tươi	FMCG, giá trị hóa đơn khá thấp

Chúng tôi cũng nhận thấy diện tích trống bên trong Bách Hóa Xanh nhỏ này còn khá nhiều, có thể nâng cấp lên mô hình tiêu chuẩn (bằng cách nối thêm về nhà kho phía sau, hoặc xây gác như shop ở chợ Trần Hữu Trang, Phú Nhuận), trong khi 3 shop còn lại không có nhiều dư địa mở rộng.

Kết quả khảo sát trên không nhất thiết đại diện cho toàn bộ hệ thống mỗi chuỗi. Tuy nhiên, khảo sát của chúng tôi tại các cửa hàng thuộc những khu vực khác cũng cho kết quả tương đối tương đồng.

Đvt: tỷ đồng

KQ HĐKD	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	44.613	66.340	94.309	108.864
Giá vốn	37.399	55.198	77.914	89.613
Lãi gộp	7.214	11.142	16.395	19.250
Chi phí bán hàng	4.288	7.017	10.592	12.506
Chi phí quản lý	935	1.347	1.864	2.111
Thu nhập từ HĐTC	135	251	138	211
Chi phí tài chính	120	233	259	259
Lợi nhuận khác	-1	14	14	14
Lãi/lỗ từ liên doanh/liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	2.006	2.809	3.832	4.599
Thuế TNDN	428	602	766	920
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	1	1	1
Lợi nhuận sau thuế	1.577	2.206	3.064	3.678
EBIT	1.992	2.778	3.939	4.633
EBITDA	2.378	3.468	4.893	6.004

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Tăng trưởng	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu	76,7%	48,7%	42,2%	15,4%
EBITDA	56,6%	45,8%	41,1%	22,7%
EBIT	50,6%	39,5%	41,8%	17,6%
Lợi nhuận sau thuế	47,2%	39,8%	38,9%	20,0%
Tổng tài sản	104,4%	53,6%	15,0%	17,4%
Vốn chủ sở hữu	55,5%	54,4%	46,1%	35,5%

Khả năng sinh lợi

LN gộp / Doanh thu	16,2%	16,8%	17,4%	17,7%
EBITDA/ Doanh thu	5,3%	5,2%	5,2%	5,5%
EBIT/ Doanh thu	4,5%	4,2%	4,2%	4,3%
LNST/ Doanh thu	3,5%	3,3%	3,2%	3,4%
ROA	10,6%	9,7%	11,7%	11,9%
ROIC	51,8%	39,1%	40,2%	36,0%
ROE	41,5%	37,6%	35,7%	31,7%

Hiệu quả hoạt động (x)

Vòng quay kh. phải thu	31,6	23,9	45,5	46,6
Vòng quay hàng tồn kho	4,0	4,6	5,3	5,5
Vòng quay khoản phải trả	6,0	5,5	7,2	7,3

Khả năng thanh toán (x)

Hiện hành	1,1	1,2	1,3	1,4
Nhanh	0,3	0,4	0,4	0,5

Cấu trúc tài chính

Tổng nợ/ Vốn CSH	125,9%	115,8%	79,2%	58,5%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	125,9%	95,5%	65,3%	48,2%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	20,3%	13,9%	10,3%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2016	2017	2018F	2019F
Tiền	997	3.411	3.398	3.729
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	1.000	2.000
Các khoản phải thu	1.411	2.775	2.074	2.334
Tồn kho	9.371	12.050	14.581	16.381
Tài sản ngắn hạn khác	510	628	660	693
Tài sản cố định hữu hình	2.150	3.461	3.400	4.529
Tài sản cố định vô hình	27	28	587	587
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	61	61
Tài sản dài hạn khác	389	461	484	508
TỔNG TÀI SẢN	14.854	22.813	26.245	30.821
Tiền hàng phải trả và ứng trước	6.219	10.104	10.834	12.331
Vay và nợ ngắn hạn	4.789	5.604	5.604	5.604
Vay và nợ dài hạn	0	1.192	1.192	1.192
Khoản phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Quỹ khen thưởng phúc lợi	5	5	36	72
Quỹ đầu tư & phát triển	0	0	0	0
Tổng nợ	11.013	16.905	17.665	19.199
Vốn chủ sở hữu	1.540	3.170	3.329	3.396
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	2.262	2.699	5.247	8.223
Các quỹ	1	1	1	1
Quỹ đầu tư & phát triển	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	3.802	5.869	8.577	11.620
Lợi ích CĐTS	2	3	3	3

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

	2016	2017	2018F	2019F
LNST	2.006	2.809	3.832	4.599
Khấu hao	359	683	954	1.371
Các điều chỉnh	225	326	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(3.177)	(1.128)	(1.898)	(1.515)
Tiền thuần từ HĐKD	(586)	2.690	2.888	4.455
Thay đổi TSCĐ	(1.605)	(2.041)	(917)	(2.524)
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	329	(101)	(939)	(2.000)
Lãi cho vay, cốt tủy, LN được chia	-	-	-	-
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	(1.276)	(2.142)	(1.856)	(4.524)
Nhận/trả lại vốn góp	73	1.630	97	67
Vay mới/trả nợ vay	2.736	2.007	-	-
Cổ tủy, LN trả cho CĐ	(293)	(1.771)	(1.143)	333
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	2.516	1.867	(1.046)	400
Tiền đầu năm	344	997	3.412	3.398
Tiền thuần trong kỳ	653	2.414	(14)	331
Tiền cuối kỳ	997	3.412	3.398	3.729

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
Bernard Lapointe
Head of Research

bernard.lapointe@vdsc.com.vn
 + 84 28 62992006 (1525)

Nguyễn Thị Phương Lam
Senior Strategist

lam.ntp@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1313)
 • Ngân hàng
 • Thị trường

Nguyễn Đức Hiếu
Senior Analyst

hieud.nd@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1514)
 • Thị trường
 • Dược phẩm
 • Dịch vụ hàng không

Lại Đức Dương
Senior Analyst

duong.ld@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1522)
 • Bất động sản
 • Vật liệu xây dựng

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Analyst

vu.thx@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1518)
 • Dầu khí
 • Phân bón

Phan Nguyễn Thanh Sơn
Analyst

son.pnt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1519)
 • Tiện ích công cộng
 • Cao su tự nhiên

Vũ Anh Tú
Analyst

tu.va@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1511)
 • Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Sơn
Analyst

son.tt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1527)
 • Thị trường
 • Bán lẻ
 • Hóa chất tiêu dùng

Đỗ Thanh Tùng
Analyst

tung.dt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1521)
 • Cảng biển
 • Dịch vụ hàng không

Phạm Anh Thư
Analyst

thu.pa@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1520)
 • Bất động sản khu công nghiệp

Đặng Thị Phương Thảo
Analyst

thao.dtp@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1529)
 • Thực phẩm & Đồ uống
 • Dệt may

Phạm Thị Tố Tâm
Analyst

tam.ptt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1530)
 • Bảo hiểm
 • Thủy sản

Nguyễn Thị Thúy Anh
Analyst

anh2.ntt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1531)
 • Ngân hàng

Nguyễn Thị Khánh Vy
Analyst

vy.ntk@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1528)
 • Ô tô & Phụ tùng

Lê Xuân Trinh
Analyst

trinh.lx@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1536)
 • Công nghiệp

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1526)

Trương Thị Thảo Vi
Assistant

vi.ttt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1517)



HỘI SỞ TẠI TP.HCM

Tòa nhà Việt Dragon, 141 Nguyễn Du
P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

☎ +84 28 6299 2006
☎ +84 28 6291 7986
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

2C Thái Phiên, Q. Hai Bà Trưng, Hà Nội

☎ +84 24 6288 2006
☎ +84 24 6288 2008
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH NHA TRANG

50Bis Yersin, Nha Trang, Khánh Hòa

☎ +84 258 3820 006
☎ +84 258 3820 008
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank,
số 95-97-99, Võ Văn Tần, P. Tân An,
Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ +84.292 3817 578
☎ +84.292 3818 387
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình, Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác, Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2018.**