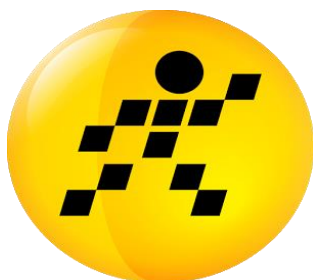


Ngành Bán lẻ – ICB 5300
Ngày 08 tháng 08 năm 2016

BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG)



ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **Mua trung và dài hạn** cổ phiếu MWG với giá mục tiêu 182.100 đồng (+37,95% so với giá đóng cửa ngày 08/08/2016) dựa trên trung bình các kịch bản chiết khấu giá trị của chuỗi Bách hóa Xanh. Quan điểm tích cực của chúng tôi về triển vọng của cổ phiếu MWG dựa trên những luận điểm chính như sau:

Mảng di động, chuỗi Thegioididong.com – Sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ công nghệ 4G. So sánh với thị trường điện thoại Trung Quốc, được nhận định đang trong tình trạng bão hòa nhưng đã tăng trưởng tới 19% về số lượng tiêu thụ trong Q1/2016 nhờ triển khai công nghệ 4G, chúng tôi cho rằng câu chuyện tương tự sẽ lặp lại tại Việt Nam. Bên cạnh đó, việc mở rộng chuỗi cửa hàng nhằm bắt kịp làn sóng Mua hàng trả góp và chiếm lĩnh địa bàn trước khi AEC thâm nhập mạnh cũng sẽ đem lại nhiều lợi thế cho MWG.

Mảng Điện máy Xanh – Chuỗi điện máy duy nhất phủ sóng 63 tỉnh thành. Trong tháng 7/2016 Điện máy Xanh đã chính thức phủ sóng 63/63 tỉnh thành, việc mở rộng chuỗi cửa hàng sẽ giúp thị phần được cải thiện đáng kể khi 50% thị trường bị chiếm lĩnh bởi các cửa hàng nhỏ lẻ. Bên cạnh đó, tiềm năng thị trường còn lớn khi nhu cầu điện máy mới chỉ được đáp ứng khoảng 25%. Ngoài ra, công nghệ cũng sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng như trường hợp của Trung Quốc với điện máy thông minh.

Mảng Bách hóa Xanh – Tiềm ẩn nhiều Cơ hội và Thách thức. Tại thành thị, 82% thị phần bán lẻ vẫn thuộc phương thức truyền thống là các chợ và cửa hàng tạp hóa, chỉ 18% còn lại thuộc về phương thức hiện đại (chuỗi siêu thị, đại siêu thị và cửa hàng tiện lợi). Ở nông thôn, hình thức bán lẻ truyền thống lên tới 98%. Với hướng đi mới lạ, kết hợp giữa cửa hàng tạp hóa và cửa hàng tiện lợi, BSC cho rằng dự án Bách hóa Xanh sẽ được triển khai chính thức từ năm 2017, và sẽ đạt 5.200 cửa hàng vào năm 2021.

Dự báo KQKD: Chúng tôi dự báo DTT 2016 đạt 41.674 tỷ đồng (+65,03%yoy), LNST đạt 1.528 tỷ đồng (+42,06%yoy, do tăng chi phí quảng bá chuỗi Điện máy Xanh trong 5T cuối năm). LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 1.527 tỷ đồng, EPS 2016 = 10.418 đồng.

ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	Mua
Giá kỳ vọng	182,100
Giá thị trường (08/08/2016)	132,000
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	146.64
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	19,353.83
Giá trị sổ sách/cp	21,118
Sở hữu nước ngoài (%)	49.00%
Giá hiện tại (đ/cp)	132,000
KLTB 10 ngày (cp)	125,016
Giá thấp nhất 52T (đ)	58,500
Giá cao nhất 52T (đ)	144,000
+/- 7 ngày qua	-0.75%
+/- 1 tháng qua	7.32%

Chuyên viên phân tích
Lương Thu Hương
Email: huonglt@bsc.com.vn
Tel: +84 4 39352722 (108)

Các chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	2015	6T2016
DTT (tỷ đ)	7,375	9,499	15,757	25,253	19,650
% tăng trưởng yoy	36.89%	28.80%	65.88%	60.27%	
Tổng tài sản	1,595	2,232	3,407	7,266	7,995
Vốn chủ sở hữu	459	825	1,484	2,484	3,098
Vốn điều lệ (tỷ đ)	105	110	1,120	1,469	1,469
LN gộp (tỷ đ)	1,195	1,407	2,396	3,922	3,148
LN sau thuế	126	258	674	1,076	835
Biên LN gộp	16.20%	14.82%	15.21%	15.53%	16.20%
ROE	27.48%	31.34%	45.40%	43.32%	26.95%
ROA	7.91%	11.58%	19.77%	14.81%	10.44%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Thị trường Điện thoại di động: (1) tỷ trọng sử dụng smart phone của Việt Nam vẫn đang ở mức 36% khá khiêm tốn so với các quốc gia khu vực ĐNA (2) số lượng smartphone tiêu thụ tại Trung Quốc Q1/2016 tăng 19% nhờ 4G (sau 2 năm suy giảm); Việt Nam đã bắt đầu triển khai 4G từ 05/2016. (3) Tín dụng tiêu dùng tiếp tục đẩy nhanh nhu cầu điện thoại thông minh.

Quy mô thị trường bách hóa là rất lớn (Ước tính đạt 23-33% GDP ~ 60 tỷ USD) và tăng trưởng ổn định nhờ quy mô dân số, thu nhập và tốc độ đô thị hóa. Thêm vào đó, TTCK thường trả mức P/E cao cho ngành bán lẻ hàng tiêu dùng.

Chúng tôi khuyến nghị **Mua trung và dài hạn** cổ phiếu MWG với giá mục tiêu 182.100 đồng (+37,95% so với giá đóng cửa ngày 08/08/2016) dựa trên trung bình các kịch bản chiết khấu giá trị của chuỗi Bách hóa Xanh. Luận điểm đầu tư của chúng tôi dựa trên những đánh giá sau:

- **MWG tiếp tục thống trị thị trường điện thoại di động vốn tăng trưởng nhanh nhờ hiệu quả và quy mô:** (1) MWG chiếm thị phần khoảng 35% gấp gần 3 lần đối thủ lớn thứ 2, (2) MWG tiếp tục bao phủ thị trường với tốc độ mở shop cao (tăng trưởng TB 55% trong 6 năm), đạt 827 cửa hàng trong 6 tháng đầu năm 2016, (3) Biên lợi nhuận gộp tốt nhất ngành (13% -15%) nhờ (1) hệ thống ERP, (2) lợi thế quy mô.
- **Mảng điện máy xanh hướng tới thị phần số 1:** (1) MWG hiện mới chiếm thị phần 12 – 13% với 111 cửa hàng trên 63 tỉnh thành, (2) Ngành hàng có mức BLNG 15%-17%, (3) Dung lượng thị trường ước tính đạt 97.000 tỷ đồng.
- **Mảng bách hóa xanh tiềm năng tăng trưởng:** (1) Phương thức bán lẻ hiện đại còn nhiều “room” tăng trưởng khi 82% thị phần vẫn thuộc về kênh truyền thống (cao nhất ĐNA), (2) Thị trường bán lẻ Việt Nam sẽ sớm hình thành các chuỗi cửa hàng siêu thị/tiện lợi là cơ hội cho các doanh nghiệp tiên phong (3) Các cửa hàng thử nghiệm của MWG có doanh thu tăng trưởng nhanh (doanh thu ước tính trên 2 tỷ đồng/200m2/tháng)

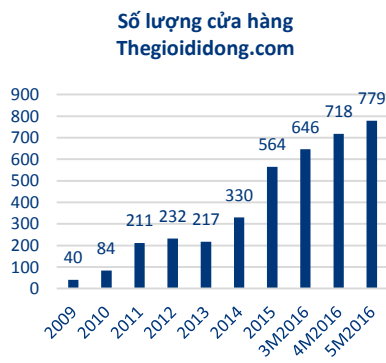
Bảng 01: So sánh 1 số doanh nghiệp bán lẻ thiết bị di động và bách hóa

Ticker	Mkt Cap (USD)	ROE LF	ROA LF	P/E:20160712	P/B:20160712	GM:2016:Q1	GM:2015
Average				13.37	3.10		
Median				11.85	2.02		
3738 JP Equity	1,136.74	29.26	10.79	11.05	2.93	10.69	9.65
FNAC FP Equity	1,112.21	8.34	2.51	17.67	1.52		29.56
2730 JP Equity	933.83	4.20	1.66	14.43	0.61	28.76	27.54
071840 KS Equity	921.58	5.80	3.53	10.30	0.58	24.21	24.73
MWG VN Equity	920.69	54.64	21.63	15.23	6.83	16.51	15.53
7419 JP Equity	897.95	32.71	5.63	7.06	2.02	21.40	20.71
MVID RM Equity	827.92	32.09	5.08	11.85	3.86		24.06
7618 JP Equity	607.39	15.57	8.89	20.40	2.88	41.28	38.37
VTG AU Equity	500.85	57.24	17.42	19.79	11.15		34.65
8173 JP Equity	487.65	6.33	2.45	10.67	0.66	22.56	21.44
8202 JP Equity	474.97	14.13	11.03	8.59	1.07	34.88	34.87

Ticker	Mkt Cap (USD)	ROE LF	ROA LF	P/E:20160712	P/B:20160712	GM:2016:Q1	GM:2015
Average				43.86	6.90		
Median				36.72	5.11		
PGOLD PM Equity	2,731.79	13.63	9.57	25.10	3.23	16.63	16.97
AMRT IJ Equity	1,895.30	14.53	3.82	34.68	5.11	20.49	19.08
002251 CH Equity	1,581.52	3.19	1.31	65.03	2.07	20.84	21.36
5903 TT Equity	1,452.82	26.25	5.33	36.72	9.59	35.97	36.26
SEVN PM Equity	1,302.24	27.98	12.33	57.77	14.50	31.41	34.22

Nguồn: Bloomberg

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

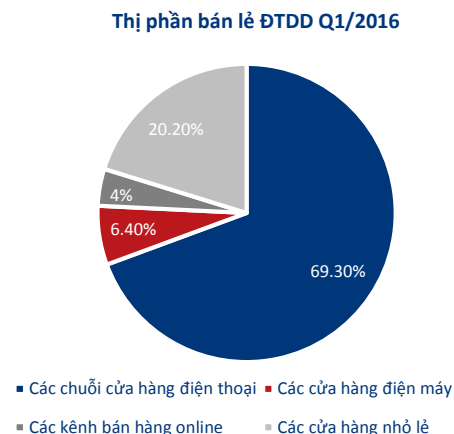
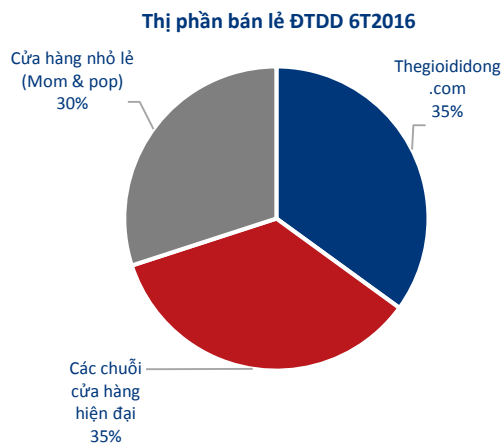


Nguồn: MWG, BSC Research

THẾ GIỚI DI ĐỘNG – TRIỂN VỌNG TỪ CÔNG NGHỆ 4G

Dẫn đầu về thị trường bán lẻ các sản phẩm kỹ thuật số. Được thành lập từ năm 2004, chuỗi thegioididong.com chuyên bán các sản phẩm công nghệ gồm điện thoại di động, máy tính bảng, laptop và phụ kiện. Số lượng cửa hàng Thegioididong.com bắt đầu tăng mạnh từ năm 2009 khi MWG được thành lập (sở hữu 99% công ty con là CTCP Thế giới Di động), từ 40 cửa hàng (2009) đã tăng lên thành 564 cửa hàng (2015), CAGR = 55,43% trong 6 năm. Diện tích một cửa hàng từ 100 – 200m², chi phí mở mới trung bình là 1 – 1,5 tỷ đồng/cửa hàng.

Năm 2016 tiếp tục chứng kiến tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ của chuỗi Thegioididong.com khi số lượng tăng thêm là 263 cửa hàng trong 6T2016, đạt tổng cộng 827 cửa hàng. Doanh thu 6T2016 đạt 14.063 tỷ đồng (+55%yoy). Biên LNG khoảng 13 – 15% (biên LNG của FPTshop khoảng 13%). Trong đó, mặt hàng phụ kiện điện thoại có biên LNG cao nhất, LNG của phụ kiện chiếm từ 30 – 33% tổng LNG của MWG.



Nguồn: MWG, BSC Research

Danh mục sản phẩm linh hoạt theo thị trường và vị trí cửa hàng. MWG thường xuyên tham khảo xu hướng thị trường, chính sách bán hàng và sản phẩm mới của các hãng để đưa ra cơ cấu sản phẩm. Tùy vị trí cửa hàng tại các khu vực có thu nhập cao hoặc vùng thu nhập thấp để phân bổ số lượng sản phẩm theo từng dòng. Ngoài ra MWG còn có hệ thống ERP tự phát triển giúp tăng hiệu quả trong việc quản lý và điều phối hàng hóa (team vận hành và phát triển hệ thống ERP hiện có khoảng 20 người).

Phương thức giao dịch và thanh toán với nhà sản xuất tùy thuộc chính sách riêng của từng hãng. Hiện tại gần như 100% các sản phẩm của MWG được nhập trực tiếp từ nhà sản xuất. Theo tìm hiểu trên thị trường của BSC, mỗi hãng sẽ có một mức chiết khấu khác nhau, chiết khấu cao nhất là Huawei, Oppo, HTC (trên 20%) và thấp nhất là Apple (dưới 10%). MWG là

nhà bán lẻ hưởng mức chiết khấu cao nhất thị trường do có quy mô lớn nhất, quy mô càng lớn mức chiết khấu sẽ càng cao.

Việc thanh toán với nhà cung cấp cũng sẽ phụ thuộc vào mức chiết khấu để cân nhắc trả trước hay trả sau, Apple là đối tác đòi hỏi nhiều điều khoản chặt chẽ nhất do chưa có văn phòng đại diện tại Việt Nam.

Bán hàng trả góp đẩy nhanh quá trình tăng trưởng. Tính trung bình khoảng 100 khách mua hàng tại thegioididong.com sẽ có 30 khách sử dụng dịch vụ trả góp. Tham khảo thực tế tại cửa hàng chúng tôi nhận thấy thủ tục mua hàng trả góp tương đối đơn giản, chỉ cần đầy đủ giấy tờ tùy thân và khai báo thu nhập 4 – 5 triệu đồng. BSC cho rằng mặc dù doanh thu của MWG sẽ tăng nhanh, đồng thời không chịu rủi ro về mặt tín dụng (bên cho vay là các tổ chức tín dụng thuê địa điểm và có trả phí thuê chỗ ngồi), nhưng có thể sẽ rút ngắn khoảng thời gian tăng trưởng cho giai đoạn tới.

Bên cạnh đó, BSC nhận thấy một phần tương đối lợi nhuận của MWG đến từ hoạt động bán hàng trả góp do tổ chức tín dụng sẽ trả từ 2 – 3% giá trị khoản vay của khách hàng cho MWG là tiền thuê chỗ ngồi. Qua tham khảo thực tế, phần lớn khách hàng mua hàng có giá trị cao (như iPhone, Samsung ...) sẽ sử dụng dịch vụ trả góp, trong đó khách sẽ trả trước từ 30 – 50% giá trị hàng, phần còn lại sẽ vay trả góp. BSC tạm ước tính với doanh thu 6T2016 đạt 19.649,6 tỷ đồng, giả định 50% doanh thu từ hàng mua trả góp (khảo sát thực tế có cửa hàng đạt đến 70% doanh thu), trong đó 50% giá trị hàng là tiền vay, phí trả 2,5% cho MWG → lợi ích thu về sẽ là 122,81 tỷ đồng (~ 11,69% LNTT 6T2016).

Nhân viên bán hàng của MWG rất tận tình giải thích rõ ràng cho khách hàng những hạn chế và bất lợi của việc mua hàng trả góp có lãi suất, chúng tôi đánh giá cao thái độ làm việc của nhân viên.

Bán hàng Online đang bắt đầu phát triển. Doanh thu Online trong 6T2016 của MWG đạt 1.306 tỷ đồng, +93%yoy, hoàn thành 40% kế hoạch năm (3.300 tỷ đồng). Mặc dù e-commerce đang phát triển mạnh, nhưng BSC cho rằng xu hướng người tiêu dùng Việt Nam với mặt hàng công nghệ cao trong trung hạn vẫn sẽ ưu tiên các cửa hàng offline.

Bên cạnh các trang web thegioididong.com và dienmayxanh.com, MWG còn có trang thương mại điện tử thử nghiệm vuivui.com bán tổng hợp các mặt hàng. Mặc dù bán hàng online không mất chi phí vận hành như một cửa hàng bình thường nhưng chi phí quảng cáo trả cho google, facebook... là tương đối lớn.

	Mức độ thâm nhập internet	Cơ sở hạ tầng Logistic	Mức độ bảo mật thanh toán	Mức độ phổ cập ngân hàng
Singapore	Cao (80%)	Tốt	Cao	98%
Malaysia	Cao (67%)	Tốt	Thấp	66%
Thailand	Thấp (30%)	Chưa tốt	Thấp	79%
Indonesia	Thấp (28%)	Chưa tốt	Thấp	20%
Philippines	Thấp (41%)	Chưa tốt	Thấp	27%

Việt Nam	Thấp (44%)	Chưa tốt	Thấp	21%
----------	------------	----------	------	-----

Nguồn: Nielson Research, AT Kearney, World Bank, DBS Bank Report 07/2015

6 tháng đầu năm 2016, Việt Nam tiêu thụ 12,5 triệu chiếc điện thoại (bao gồm cả điện thoại thường và điện thoại thông minh) tăng 13,6%yoy, tổng giá trị đạt 1,73 tỷ USD (+23,4%yoy). Nếu tính riêng điện thoại thông minh, số lượng tiêu thụ trong 6T2016 tăng 13,8%yoy và tăng 26,4%yoy về giá trị, chiếm 94% giá trị toàn thị trường điện thoại.

Mạng 4G là gì?

Thông thường một mạng không dây sử dụng công nghệ 4G sẽ có tốc độ nhanh hơn mạng 3G từ 4 đến 10 lần. Điểm đáng chú ý nhất của mạng 4G là có thể thay thế các đường truyền internet cố định (kể cả đường truyền cáp quang) với tốc độ tương đương, vùng phủ sóng rộng hơn và có tính di động cao.

Bên cạnh đó, không phải điện thoại thông minh nào cũng sử dụng được mạng 4G.

Tiềm năng tăng trưởng nhờ công nghệ 4G.

Triển vọng tại Trung Quốc. Theo báo cáo của GFK, nhờ vào sự hỗ trợ của chính phủ Trung Quốc nhằm đẩy mạnh mạng 4G, sau 2 năm tăng trưởng chững lại, số lượng smartphone tiêu thụ tại Trung Quốc trong Q1/2016 đã tăng 2%qoq và 19%yoy (đạt 109,2 triệu chiếc). Hiện tại China Mobile – mạng di động lớn nhất tại Trung Quốc đặt mục tiêu xây dựng ít nhất 300.000 trạm 4G, phủ sóng toàn quốc trong năm 2016. (China Mobile bắt đầu triển khai xây dựng mạng 4G từ tháng 1/2011 và thử nghiệm tại 10 thành phố lớn).

Ngành bán lẻ di động tại Việt Nam cũng sẽ hưởng lợi từ công nghệ 4G.

Tương tự như Trung Quốc, BSC cho rằng công nghệ 4G cũng sẽ là động lực tăng trưởng tiêu thụ smartphone tại Việt Nam trong thời gian tới. Từ tháng 5/2016 đến nay, các nhà mạng Mobifone, Vinaphone và Viettel đã tiến hành đổi sim 4G cho khách hàng và phủ sóng tại một số thành phố lớn (Hà Nội, Tp. Hồ Chí Minh, Đà Nẵng, Vũng Tàu,...). Bên cạnh đó, không phải điện thoại thông minh nào cũng sử dụng được mạng 4G, do đó sẽ làm tăng tỷ lệ đổi mới điện thoại.

Smartphone trên tổng điện thoại (%)	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Trung Quốc	48.10	50.90	53.30	56.00	59.30	63.30
Việt Nam	30.40	36.20	41.50	46.80	50.90	54.60

Nguồn: eMarketer, 07/2015

Data 2015	Tổng dân số (triệu người)	Số người sử dụng internet	Mức độ thâm nhập Internet
Trung Quốc	1,379	680	49%
Việt Nam	94	47	50%

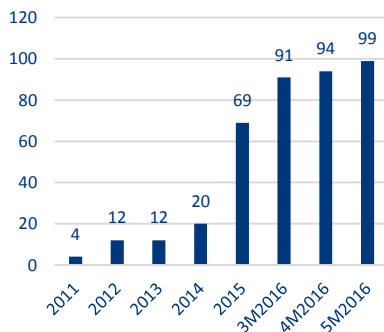
Nguồn: World Bank Data, BSC Research

ĐIỆN MÁY XANH – DƯ ĐỊA TĂNG TRƯỞNG CÒN LỚN

Đạt tốc độ tăng trưởng cao và là Chuỗi cửa hàng điện máy duy nhất phủ rộng 63 tỉnh thành Việt Nam. Được ra đời từ cuối năm 2010, Điện máy Xanh chuyên bán lẻ các sản phẩm gia dụng như Tivi, tủ lạnh, điều hòa,... và các sản phẩm giống với Thegioididong.com như điện thoại di động, laptop, máy tính bảng, phụ kiện. Mỗi cửa hàng có diện tích từ 800 – 1.000m², chi phí đầu tư khoảng 3 – 4,5 tỷ đồng/cửa hàng. Tính đến tháng 6/2016, chuỗi Điện máy Xanh có 111 cửa hàng, DT 6 tháng đạt 5.587 tỷ đồng (+216%yoy), biên lợi nhuận gộp bình quân đạt 15 – 17% (đã bao gồm chi phí thuê cửa hàng, kho và vận chuyển).

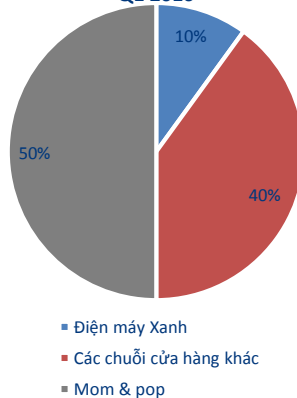
Tính đến 20/07/2016, Điện máy Xanh đã chính thức mở rộng toàn bộ 63 tỉnh thành với 119 siêu thị. Mục tiêu DT 2016 đạt 12.000 tỷ đồng, chiếm 14 – 16% thị phần và tăng lên mức 30% vào năm 2017, doanh thu mục tiêu

Số cửa hàng DienmayXanh



Nguồn: MWG, BSC Research

Thị phần điện máy Việt Nam Q1 2016



Nguồn: MWG, BSC Research

25.000 tỷ đồng. Cùng với đó sẽ số lượng cửa hàng điện máy Xanh sẽ đạt từ 250 – 300 cửa hàng.

Về xây dựng danh mục sản phẩm, tùy đặc thù thị trường và thời tiết sẽ đẩy mạnh các dòng sản phẩm thích hợp. Xét về biên lợi nhuận thì Tivi là mặt hàng có biên lợi nhuận tốt nhất. Với quy mô hiện tại, Điện máy Xanh nhập trực tiếp hơn 95% sản phẩm điện máy từ nhà sản xuất, chỉ còn một phần nhỏ nhập qua nhà phân phối.

Logistic và nhân công lắp đặt là các yếu tố đặc thù của ngành điện máy. Khác với mặt hàng công nghệ cao của Thegioididong.com, các sản phẩm điện máy có đặc điểm cồng kềnh khó vận chuyển và đòi hỏi nhân công kỹ thuật để lắp đặt cho khách hàng.

Về kho vận và logistic, trung bình 1 – 2 cửa hàng điện máy sẽ dùng một kho chung. Ngoài ra, sẽ có 1 kho trung tâm tại Quận Tân Bình để chứa hàng cỡ lớn và phân phối hàng trong hệ thống. Mỗi cửa hàng sẽ có 1 xe tải để giao hàng trong bán kính 50km, thời gian giao hàng trong vòng 4 giờ kể từ khi mua hàng. Việc đặt vị trí các cửa hàng cũng được cân nhắc tới yếu tố bán kính giao hàng để tăng hiệu quả.

Ngành hàng còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Theo GFK, dung lượng thị trường điện máy đạt khoảng 97 nghìn tỷ đồng, trong đó đóng góp chủ yếu lần lượt là các sản phẩm ti vi màn hình phẳng, máy điều hòa, tủ lạnh và máy giặt. Hiện thị trường bán lẻ mới đáp ứng được 25% nhu cầu điện máy, dự báo năm 2020 sẽ đạt 45%. Bên cạnh đó, thị trường tại các tỉnh thành vẫn chưa được khai thác tối đa, các cửa hàng nhỏ lẻ vẫn chiếm tới 50% thị phần. Nếu so sánh với Trung Quốc, mặc dù nền kinh tế tăng trưởng chững lại nhưng doanh thu của sản phẩm tivi phẳng vẫn tăng 5%yoy trong năm 2015 do thay đổi công nghệ và người dùng hướng tới các sản phẩm thông minh. Do đó cho thấy thị trường Việt Nam còn nhiều dư địa phát triển.

BÁCH HÓA XANH – CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC



Bách hóa xanh – Tiềm ẩn nhiều cơ hội và thách thức. Với quy mô tiêu dùng FMCG chiếm từ 23% - 33% trong tổng chi tiêu của hộ gia đình cùng với tăng trưởng GDP bình quân 6% mỗi năm, BSC cho rằng lĩnh vực Bách hóa sẽ là nguồn lực tăng trưởng chính của MWG trong những năm tới.

Hiện tại MWG đã mở thử nghiệm 16 siêu thị Bách Hóa Xanh với diện tích từ 100 – 200m² tại quận Bình Tân và Tân Phú – cách trung tâm tp. Hồ Chí Minh khoảng 12 – 15km. Đây là vùng ven tập trung nhiều dân nhập cư, do đó MWG có thể khảo sát nhu cầu đa dạng của khách hàng trước khi mở rộng chính thức ra nội thành Tp. HCM cũng như các tỉnh khác từ năm 2017. Do quy mô nhỏ nên BHX tạm thời nhập hàng qua nhà phân phối, chưa ký trực tiếp với nhà sản xuất, biên LNG nhỏ hơn 5%, chi phí mở một cửa hàng khoảng 600 triệu đồng.

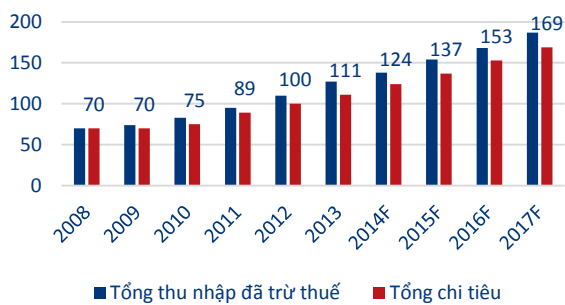
BSC đã tiến hành khảo sát thực tế hai cửa hàng của Bách hóa Xanh, cửa hàng lớn nhất hệ thống tại 220B Lê Văn Quới, Q. Bình Tân (có đồ tươi, hoa quả, có điều hòa) và cửa hàng mới nhất, bé nhất tại 333 Tân Hương, Q. Tân Phú



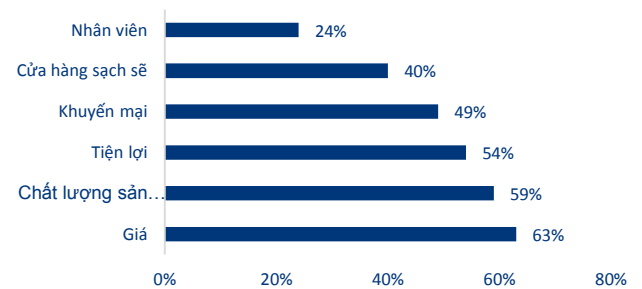
(không có đồ tươi, hoa quả, dùng quạt trần). Các cửa hàng đều có vị trí thuận tiện cho giao thông và nằm trong khu dân cư, giá cả nhìn chung tương đương với cửa hàng tạp hóa tư nhân. Theo quan sát của chúng tôi trong buổi sáng cuối tuần, khoảng 60% khách hàng đến BHX để mua thực phẩm tươi (thịt, cá, rau củ). Khách hàng cho biết giá bán tương đương và rẻ hơn chợ xanh.

Doanh thu tại cửa hàng Lê Văn Quới khoảng 70 – 80 triệu đồng/ngày thường và hơn 100 triệu đồng/ngày lễ, tương đương 2,5 tỷ đồng/tháng (cửa hàng có 6 – 7 nhân viên mỗi ca, 1 team có 14 người). Đối với cửa hàng Tân Hương, doanh thu một tháng từ 400 – 500 triệu đồng. Mỗi cửa hàng có một gian nhỏ để chứa đồ, chưa có kho tổng phân phối tới các cửa hàng do là mô hình thử nghiệm.

Thu nhập - Chi tiêu người Việt Nam (tỷ USD)



Lý do chọn địa điểm mua sắm của người tiêu dùng khu vực Châu Á TBD



Nguồn: Economist Intelligence Unit, Deloitte Report, Nielsen

Một số mặt hàng thiết yếu của BHX	Giá bán của BHX (đồng)	So sánh với hàng tạp hóa / chợ	So sánh với các cửa hàng tiện ích khác
Lavie / Aquafina 500ml	4.000	Tương đương	Rẻ hơn
Dasani 500ml	3.600	Tương đương	Rẻ hơn
Coke 390ml	6.000	Tương đương	Rẻ hơn
C2 360ml	5.000	Tương đương	Rẻ hơn
Lavie 5l	19.500	Tương đương	Rẻ hơn
Heineken 330ml	15.000	Tương đương	Rẻ hơn
Saigon Special 330ml	12.000	Tương đương	Rẻ hơn
TH milk 180ml	6.700	Tương đương	Rẻ hơn
Vinamilk 180ml	6.300	Tương đương	Rẻ hơn
Thịt đùi heo	69.500/kg	Rẻ hơn	Rẻ hơn
Nạc heo xay	83.000/kg	Rẻ hơn	Rẻ hơn
Bò Úc miếng	145.000/kg	Rẻ hơn	Rẻ hơn
Bò Úc thái sẵn	159.000/kg	Rẻ hơn	Rẻ hơn

Nguồn: BSC Research

Bách hóa Xanh – Mô hình khác biệt so với chuỗi cửa hàng tiện ích hiện tại.

So sánh với các cửa hàng tiện ích hiện tại, BSC cho rằng Bách hóa Xanh chỉ giống ở đặc điểm có chuỗi cửa hàng bao phủ rộng lớn, còn hình thức bán hàng pha lẫn tiệm tạp hóa (hàng hóa phổ biến, giá rẻ) và siêu thị hiện đại (có thực phẩm tươi sống, cửa hàng sạch sẽ, nhân viên thân thiện). MWG cho biết đến cuối năm 2016 sẽ quyết định về việc có chính thức mở rộng chuỗi Bách hóa Xanh hay không.

Theo nhận định của chúng tôi, khả năng cao MWG sẽ tiếp tục mở rộng chuỗi cửa hàng này, và sẽ mở khoảng 350 – 400 cửa hàng trong năm 2017, từ năm 2018 sẽ đẩy mạnh mở rộng, có thể đạt 5.000 – 6.000 cửa hàng trong 5 năm tới, luận điểm là:

- (1) Tạo lợi thế quy mô lớn, tăng sức cạnh tranh, biên lợi nhuận gộp sẽ vượt mức 15%.
- (2) So sánh mạng lưới với Vinmart+ (chuỗi bán lẻ lớn nhất hiện nay). Vinmart+ chính thức đi vào hoạt động từ 20/11/2014, năm đầu tiên chuỗi cửa hàng tiện ích Vinmart+ đạt mức 200 cửa hàng. Sau khi hợp nhất với Ocean Mart, VinatexMart và Maximark, tính đến hết tháng 2/2016, VIC có 50 siêu thị Vinmart và 500 cửa hàng Vinmart+. Dự kiến trong năm 2016, VinMart+ sẽ nâng tổng số cửa hàng lên 3.000.

So sánh hiệu quả của các hình thức bán lẻ tạp hóa

	BHX cửa hàng nhỏ	BHX cửa hàng lớn	Tiệm tạp hóa	Circle K	Vinmart+
Diện tích (m2)	100	200	38	50	50
Doanh thu 1 tháng (triệu đồng)	400	2,450	450	620	540
Doanh thu / Diện tích	4.00	12.25	11.84	12.40	10.80

Nguồn: BSC Research khảo sát ngẫu nhiên / Với Circle K diện tích là phần diện tích bán hàng, tổng diện tích thường gấp đôi do có diện tích bàn ghế cho khách ngồi ăn.

THỊ TRƯỜNG BÁN LẺ TẠP HÓA – CƠ HỘI LỚN

Về lĩnh vực bán lẻ tạp hóa, phương thức truyền thống vẫn chiếm ưu thế.

Theo khảo sát mới nhất (2016) của Kantar Worldpanel tại 4 thành phố lớn (Hà Nội, Tp. Hồ Chí Minh, Đà Nẵng và Cần Thơ), 82% thị phần bán lẻ vẫn thuộc phương thức truyền thống là các chợ và cửa hàng tạp hóa), chỉ 18% còn lại thuộc về phương thức hiện đại (chuỗi siêu thị, đại siêu thị và cửa hàng tiện lợi). Tại khu vực nông thôn, 98% vẫn là hình thức bán lẻ truyền thống.

Phương thức bán lẻ hiện đại tại Việt Nam còn nhiều tiềm năng tăng trưởng.

So sánh với nhóm nước Asean là Singapore, Malaysia, Thái Lan, Indonesia và Philippines, tỷ lệ dân số sống tại thành thị của Việt Nam ở mức thấp nhất trong nhóm, chỉ đạt 34%. Tuy nhiên tỷ lệ đô thị hóa tăng tới 2,95% mỗi năm (2010 – 2015) ngang với mức tăng của Thái Lan; bên cạnh đó mức tăng GDP trên một đầu người trong giai đoạn 5 năm 2010 – 2015 lại ở mức

cao nhất (9,62%), cho thấy Việt Nam còn nhiều tiềm năng trong lĩnh vực bán lẻ nếu nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng ổn định.

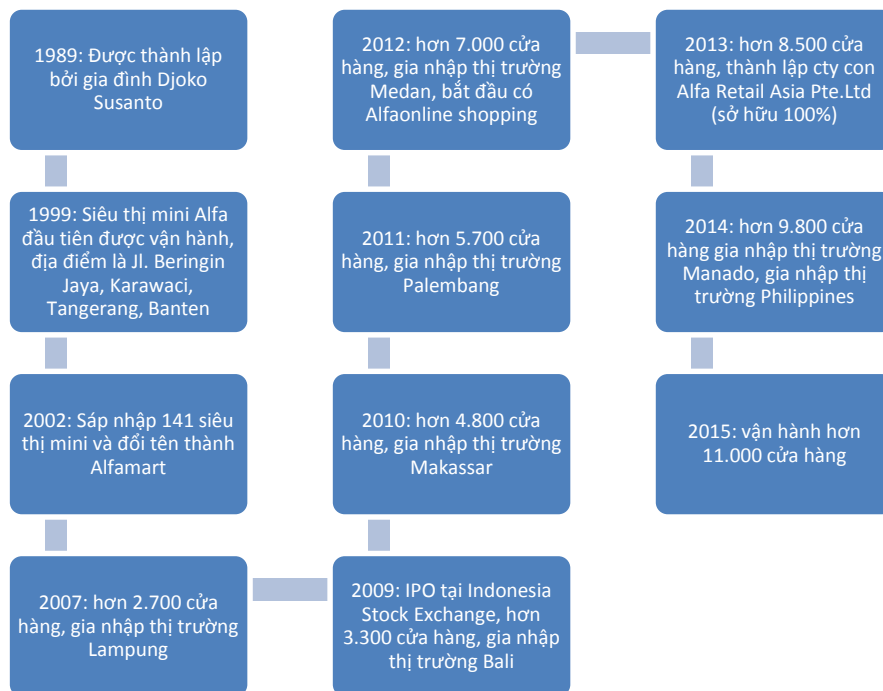
Quốc gia	Diện tích (km2)	Dân số 2015 (triệu người)	Tỷ lệ dân thành thị 2015 (%)	TL đô thị hóa (%) (2010 - 2015 est.)	Tăng trưởng GDP trên đầu người (2010 - 2015)
Singapore	707	5.54	100%	2.02%	2.58%
Malaysia	328,550	30.33	75%	2.66%	1.49%
Thailand	510,890	67.96	50%	2.97%	2.62%
Indonesia	1,811,570	257.56	54%	2.69%	1.38%
Philippines	298,170	100.70	44%	1.32%	6.21%
Vietnam	310,070	91.70	34%	2.95%	9.62%

Nguồn: World Bank data, CIA, BSC Research

Năm 2014	SL Siêu thị	SL Đại siêu thị	SL Cửa hàng tiện lợi	Tổng cộng	Dân số 2014 (triệu)	Số lượng CH / 1 triệu dân
Singapore	303	16	621	940	5.47	172
Malaysia	1,298	167	2,547	4,012	29.90	134
Thailand	1,079	281	10,916	12,276	67.73	181
Indonesia	1,362	269	22,818	24,449	254.45	96
Philippines	1,631	178	2,031	3,840	99.14	39
Vietnam	724	49	400	1,173	90.73	13

Nguồn: Euromonitor, CIA, DBS Bank, World Bank data, HH Siêu thị Hà Nội

Tham khảo Mô hình Alfamart tại Indonesia

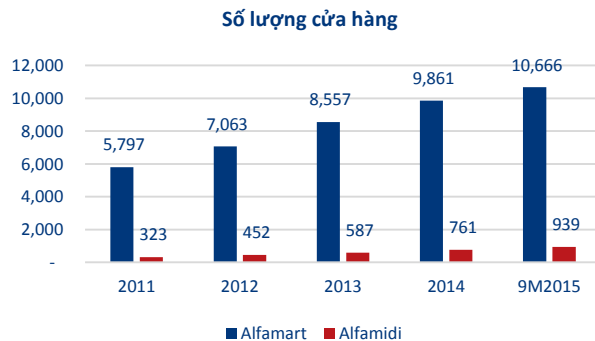


Nguồn: BCTN Alfamart

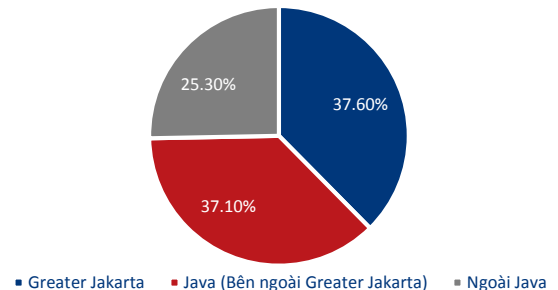
Tại Indonesia, Alfamart và Indomaret thống lĩnh phân khúc cửa hàng tiện lợi (theo sau là 7-Eleven, Circle K, Family Mart...). Năm 2015, hệ thống Alfamart có 11.115 cửa hàng, Indomaret có 12.150 cửa hàng. Alfamart chiếm khoảng 43% thị phần của nhóm cửa hàng tiện lợi (chuỗi cửa hàng tiện lợi chiếm

khoảng 7% trong tổng dung lượng thị trường bán lẻ tại Indonesia). Các mặt hàng của Alfamart là hàng hóa thiết yếu hằng ngày với giá cả phải chăng.

Alfamart đang có 4 thương hiệu bán lẻ, trong đó Alfamidi là mô hình MWG tham khảo.



Số lượng cửa hàng theo khu vực của Alfamart



Nguồn: Alfamart, BSC Research

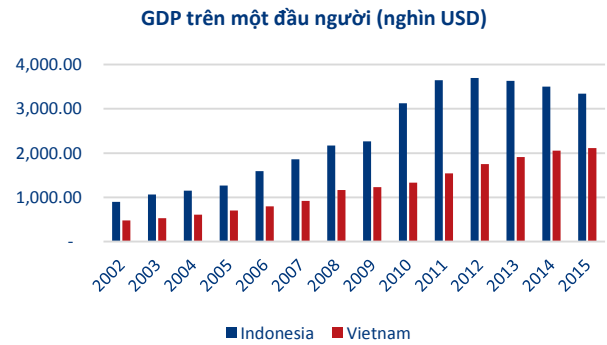
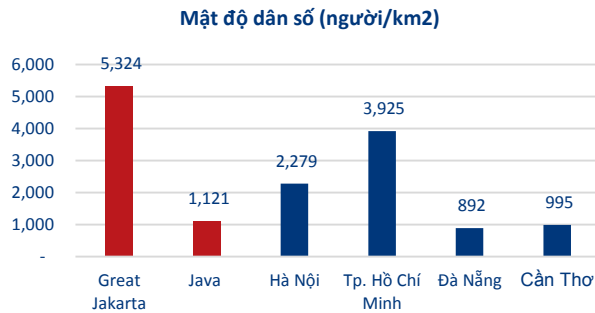
Tháng 3/2016	Số lượng cửa hàng	Mô tả
Alfamart	11,359	Diện tích 90 - 100m ² 72% cửa hàng sở hữu, 28% franchied Vị trí tại khu dân cư
Alfamidi	1,070	Diện tích 250 - 300 m ² Bán tạp hóa và đồ tươi Vị trí tại khu dân cư
Lawson	38	Diện tích 44 - 184 m ² Vị trí nằm ở khu thương mại
Dan+Dan	97	Diện tích 100m ² Mục tiêu là khách hàng trung cấp về các sản phẩm liên quan sức khỏe và làm đẹp Vị trí tại khu dân cư và khu thương mại

Nguồn: Alfamart, BSC Research

75% các cửa hàng của Alfamart tập trung tại khu vực Java (là đảo đông dân nhất và mật độ dân số cao nhất thế giới, khoảng 135 triệu người, bao gồm cả thủ đô Jakarta, Greater Jakarta), còn lại 25% thuộc khu ngoài Java.

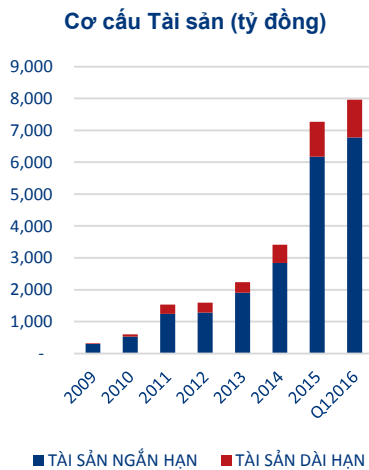
BSC nhận thấy mật độ dân cư và diện tích là yếu tố quan trọng nhất trong việc quyết định mở rộng chuỗi cửa hàng (vì hàng hóa của các cửa hàng tiện ích đa phần có giá cả phải chăng, dễ mua sắm). Nếu tính theo khu vực Greater Jakarta, mật độ dân số khoảng 5.324 người/km², diện tích 7.056km², số lượng cửa hàng Alfamart (tính chung cả 4 thương hiệu) là 4.179, trung bình 1,69km sẽ có 1 cửa hàng.

Chúng tôi cho rằng, cơ hội cũng sẽ mở rộng với MWG tại thị trường Việt Nam khi chuỗi cửa hàng tiện ích chỉ mới bắt đầu thâm nhập tại Tp. Hồ Chí Minh và Hà Nội trong khoảng 2 năm gần đây. Nếu tạm so sánh với mật độ dân cư Greater Jakarta, số lượng cửa hàng có thể mở tại Hà Nội là 1.789 và tại tp. Hồ Chí Minh là 3.081.

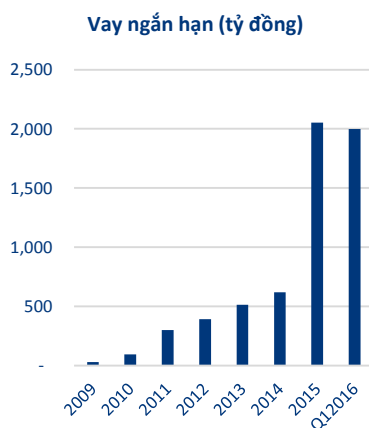


Nguồn: Alfamart, World Bank data

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP



Nguồn: BCTC MWG



Nguồn: BCTC MWG

Nhìn chung tình hình tài chính của MWG tương đối khả quan được thể hiện ở các chỉ số Thanh khoản tài chính, các khoản Phải thu, Phải trả và Nợ đều ở mức an toàn và ổn định. Để so sánh chỉ số, chúng tôi sử dụng nhóm doanh nghiệp bán lẻ đồ điện tử trên toàn cầu có market cap trọng phạm vi +50% so với MWG.

Thanh khoản tài chính ở mức an toàn. Xét từ năm 2010 – 6T/2016, thanh khoản tài chính luôn ổn định, tỷ số thanh toán hiện thời đạt trung bình 1,26x (tương đương nhóm so sánh) và chỉ số thanh toán nhanh là 0,28x (thấp hơn nhóm so sánh – 0,54x).

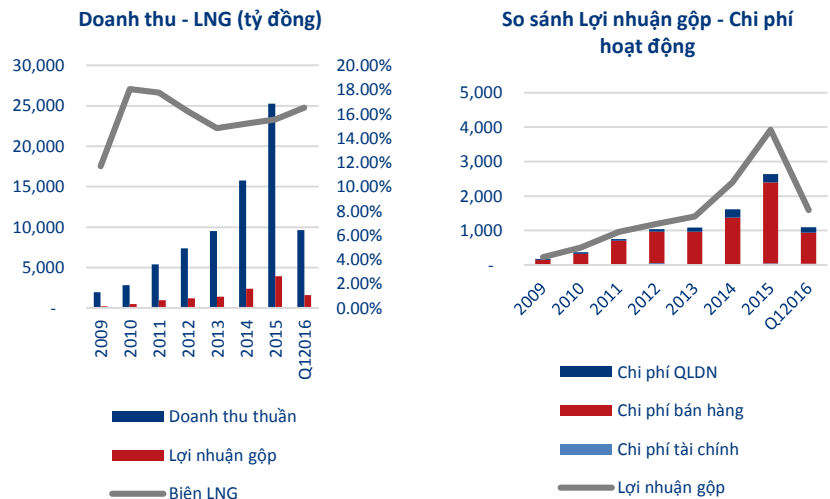
Cơ cấu Tài sản – Chủ yếu là tài sản ngắn hạn. Trong giai đoạn 2010 – Q1/2016, tài sản ngắn hạn chiếm trung bình 84% cơ cấu tổng tài sản. Đây là đặc điểm riêng của ngành bán lẻ khi hàng tồn kho (điện thoại, máy tính bảng, laptop, điện máy,...) đã chiếm trung bình tới 61,94% tổng tài sản và đang có xu hướng tăng dần trong những năm gần đây khi MWG đẩy mạnh mảng điện máy, tỷ lệ Hàng Tồn kho / TTS tăng từ 56,68% (2010) lên 70,04% Q1/2016).

Các chỉ số hoạt động. Xét trong giai đoạn 2010 – 2015, **(1)** Vòng quay hàng tồn kho trung bình là 7,28 (tốt hơn / trung bình nhóm so sánh là 7,01x), năm 2015 giảm còn 5,98 là do mở rộng chuỗi Điện máy Xanh thêm 49 cửa hàng, nâng tổng số đạt 69 cửa hàng cuối năm 2015. **(2)** Vòng quay khoản phải thu trung bình là 68,63 (tốt hơn / trung bình nhóm so sánh là 22,55x), đang có xu hướng tăng dần trong 3 năm gần đây, là tín hiệu tốt, năm 2015 đạt 80,30x. Các khoản phải thu của MWG khá an toàn khi chủ yếu là phải thu từ nhà cung cấp (Samsung, Apple, Sony,...) là các khoản chiết khấu thương mại, chiết khấu thanh toán và bảo vệ giá; không có phải thu của khách hàng do mua hàng thanh toán ngay. **(3)** Vòng quay khoản phải trả trung bình là 13,11 (kém hơn / trung bình nhóm so sánh là 10,47x), có xu hướng tăng trong 3 năm gần đây do ảnh hưởng từ chính sách của nhà cung cấp, các khoản phải trả chủ yếu là Viettel, Apple, Samsung, Sony.

Cơ cấu Nợ – 100% là nợ ngắn hạn. Trước năm 2011, MWG có nợ dài hạn, nhưng từ năm 2012 đến nay chỉ sử dụng nợ ngắn hạn do tài sản ngắn hạn chiếm phần lớn trong đó chủ yếu là tiền mặt và hàng tồn kho, đầu tư tài sản

cố định không lớn so với tổng tài sản do các cửa hàng hầu hết là thuê mặt bằng. Chúng tôi cho rằng, cơ cấu nợ có thể thay đổi từ năm 2017, có thêm nợ dài hạn để đầu tư các kho tổng cho chuỗi BachhoaXanh.

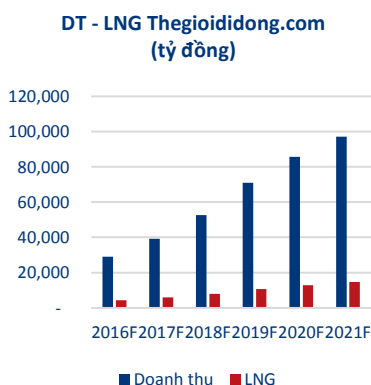
KQKD tăng trưởng mạnh do mở rộng hệ thống. Cùng với số lượng cửa hàng tăng trưởng nhanh, CAGR đạt 58,45% (2009 – 2015), DTT 2015 đạt 25.253 tỷ đồng, CAGR = 53,11% trong giai đoạn 2009 – 2015. Biên lợi nhuận gộp cũng tăng từ 11,70% (2009) lên 15,53% (2015) và 16,51% (Q1/2016) do tăng chuỗi cửa hàng, tăng khách hàng, tăng khả năng đàm phán giá tốt hơn với nhà sản xuất.



Nguồn: BCTC MWG

Chi phí bán hàng chiếm chủ yếu trong cơ cấu chi phí hoạt động (bao gồm chi phí QLDN, chi phí bán hàng và chi phí lãi vay), chi phí bán hàng ghi nhận lương và hoa hồng trả cho nhân viên Bán hàng. Tỷ lệ Chi phí bán hàng / Doanh thu thuần ổn định ở mức 9,30% trong 3 năm gần đây.

DỰ BÁO KQKD



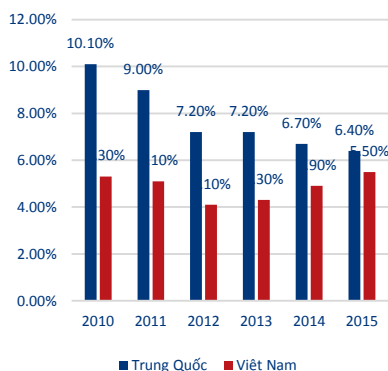
Nguồn: BSC Research

MWG là doanh nghiệp số 1 về ngành bán lẻ mặt hàng kỹ thuật số và điện máy tại Việt Nam. Do đó, để dự báo cho MWG, chúng tôi căn cứ vào thực trạng tiêu dùng và tiềm năng tăng trưởng tại Việt Nam, tốc độ tăng trưởng trong quá khứ của các nước phát triển hơn như Trung Quốc, Indonesia, Thái Lan, Philippines.

Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự báo như sau:

Với mảng Thegioididong.com. Xét về thị trường chung, theo GFK, 6 tháng đầu năm 2016, Việt Nam tiêu thụ 12,5 triệu chiếc (bao gồm cả điện thoại thường và điện thoại thông minh) tăng 13,6%yoy, tổng giá trị đạt 1,73 tỷ USD (+23,4%yoy). Nếu tính riêng điện thoại thông minh, số lượng tiêu thụ trong 6T2016 tăng 13,8%yoy và tăng 26,4%yoy về giá trị, chiếm 94% giá trị toàn thị trường điện thoại.

Tăng trưởng GDP trên đầu người (%)



Nguồn: World Bank data

Do đó chúng tôi ước tính dung lượng thị trường điện thoại di động năm 2016 đạt khoảng 83 nghìn tỷ đồng, trong đó điện thoại thông minh là 78 nghìn tỷ đồng.

Với tình hình khả quan của thị trường hiện tại cùng với triển vọng tích cực khi mạng 4G được phủ sóng rộng rãi, chúng tôi duy trì mức tăng trưởng 26,4% cho phân khúc điện thoại thông minh trong 2 năm tới (2017, 2018). Giá trị phân khúc điện thoại thông minh sẽ vẫn giả định chiếm 94% tổng giá trị toàn thị trường.

Chúng tôi nhận thấy thị trường điện thoại thông minh Việt Nam đi sau Trung Quốc khoảng 4 năm cùng với việc World Bank hạ dự báo tăng trưởng của kinh tế Việt Nam, do đó năm 2019, 2020 và 2021, tốc độ tăng trưởng điện thoại thông minh dự báo sẽ giảm xuống còn 13,42% đây là tốc độ tăng trưởng trung bình trong 2 năm 2014 – 2015 của Trung Quốc (mức độ thâm nhập Smartphone đến hơn 50%, nền kinh tế giảm tốc). Giá trị phân khúc điện thoại thông minh sẽ vẫn giả định chiếm 94% tổng giá trị toàn thị trường.

Với thị phần điện thoại di động dự báo đạt 45% vào năm 2020 trở đi (hiện tại là 35%), chúng tôi ước tính DT thegioididong.com 2016 đạt 29.064 tỷ đồng (+39,94%yoy), và đạt 87.109 tỷ đồng vào năm 2021.

Tỷ lệ người dùng Smartphone trên tổng số sử dụng điện thoại	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Trung Quốc	36%	43%	48.10%	50.90%	53.30%	56.00%	59.30%	63.30%
Việt Nam				36.20%	41.50%	46.80%	50.90%	54.60%

Nguồn: eMarketer, BSC Research

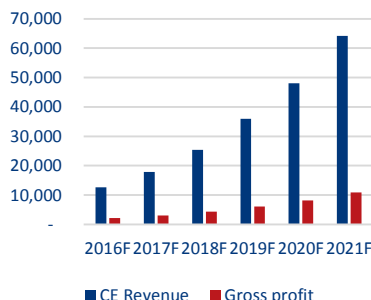
Smartphone tại Trung Quốc	2012	2013	2014	2015	2016F
Giá trị tiêu thụ (tỷ USD)		90.1	99	115.8	120.4
Tăng trưởng				9.88%	16.97%
Số lượng tiêu thụ (triệu chiếc)	213	359	392.80	385.30	411.50
Tăng trưởng			68.54%	9.42%	-1.91%

Nguồn: GFK, BSC Research

Trung Quốc đem lại tăng trưởng Smartphone cho toàn cầu trong Q1/2016

Khu vực	Số lượng bán (triệu chiếc)			Giá trị bán (tỷ USD)		
	Q1 2015	Q1 2016	yoy	Q1 2015	Q1 2016	yoy
Tây Âu	31.80	30.00	-6%	12.50	11.90	-5%
Trung và Đông Âu	16.90	17.10	1%	3.40	3.50	3%
Bắc Mỹ	43.50	45.40	4%	17.30	18.10	5%
Mỹ Latin	27.90	24.80	-11%	7.30	6.50	-11%
Trung Đông và Châu Phi	39.90	42.00	5%	11.10	10.40	-6%
Trung Quốc	92.00	109.20	19%	27.30	32.10	18%
Châu Á TBD - các nước phát triển	19.50	18.70	-4%	11.40	10.90	-4%
Châu Á TBD - các nước đang phát triển	47.80	50.00	5%	8.20	7.90	-4%
Toàn cầu	319.30	337.20	6%	98.50	101.30	3%

Nguồn: GFK, BSC Research

DT - LNG Điện máy Xanh
(tỷ đồng)


Nguồn: BSC Research

Với mảng điện máy Xanh, còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Tại Trung Quốc mặc dù kinh tế không thuận lợi nhưng tăng trưởng doanh thu điện máy tăng 5%yoy trong năm 2015 nhờ người tiêu dùng chuyển sang các sản phẩm điện máy thông minh. BSC cho rằng đây cũng sẽ là động lực tăng trưởng tại Việt Nam, bên cạnh đó, việc mở rộng đến hết 63 tỉnh thành phố cũng là lợi thế trước khi các nhà bán lẻ nước ngoài tới Việt Nam (FTAs, AEC).

Dung lượng thị trường điện máy 2016 ước tính đạt khoảng 97 nghìn tỷ đồng (GFK), sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng 20%yoy của năm 2015 so với 2014 trong các năm 2017, 2018, 2019 và giảm còn 13% năm 2020 và 2021 (mức trung bình của Trung Quốc từ 2011 – 2015).

Chúng tôi dự báo thị phần của Điện máy Xanh sẽ tăng lên mức 30% vào năm 2021 (hiện tại thị phần đang là 12 – 13%), dẫn đầu thị trường bán lẻ điện máy. Dự báo doanh thu từ quy mô thị trường và thị phần. Ước tính DT 2016 của điện máy Xanh đạt 12.610 tỷ đồng (+181,35%yoy), đạt 64.209 tỷ vào năm 2021.

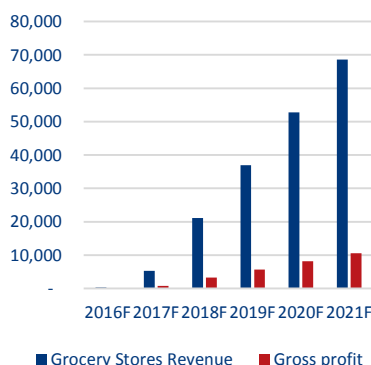
Thiết bị điện và đồ gia dụng (Market Demand Growth % p.a)

Quốc gia	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Trung Quốc	14.7	12.3	12.4	13.4	13.0	12.7	12.4	12.5
Indonesia	7.9	11.3	9.3	9.7	9.8	9.7	9.9	10.2
Malaysia	8.4	9.8	8.9	9.5	9.0	9.0	9.5	9.9
Philippines	7.9	9.1	8.1	7.9	8.1	8.4	8.5	8.5
Thái Lan	3.1	8.4	2.2	1.7	4.6	5.8	6.1	6.4
Việt Nam	8.4	9.9	9.9	10.2	10.8	10.7	10.6	10.8

Nguồn: Economist Intelligence Unit, PWC Outlook 2015 & 2016 Report, BSC Research

Với mảng Bách hóa Xanh, hiện tại MWG chưa công bố kế hoạch phát triển, do đó chúng tôi dự báo dựa trên hoạt động của Alfamidi (Indonesia) – mô hình MWG học tập.

DT - LNG Bách hóa Xanh (tỷ đồng)



Nguồn: BSC Research

Chúng tôi dự báo trong năm 2017, MWG sẽ mở thêm 380 cửa hàng, tổng cộng đạt 400 cửa hàng năm 2017 (gần với số lượng cửa hàng Vinmart+ mở trong năm đầu tiên) và cứ khoảng 50 cửa hàng sẽ có 1 kho hàng. Dự báo trong 5 năm tiếp theo, mỗi năm sẽ mở 1.200 cửa hàng (tương ứng 24 kho hàng mỗi năm) và đạt 5.200 cửa hàng vào năm 2021.

Với 1 cửa hàng bách hóa, chi phí để mở mới khoảng 600 triệu đồng. Với 1 kho tổng, chúng tôi căn cứ theo Trung tâm phân phối số 3 của GMD, khách hàng tại DC này chủ yếu là Unicharm (Diana, Bobby,...) mặt hàng FMCG chiếm tới 90%. DC3 có diện tích 11.000m², 8 tầng, vốn đầu tư 26 tỷ đồng. Do đó, chúng tôi tạm ước diện tích 1 kho cho Bách hóa Xanh bằng Diện tích trung bình một cửa hàng chia 2 và nhân với 50 cửa hàng, kho sẽ có 3 tầng, diện tích kho tối thiểu sẽ khoảng 1.250m², vốn đầu tư khoảng 3,64 tỷ đồng (bao gồm 2 xe tải mỗi xe 650 kg, giá 120 triệu đồng/xe và 25 xe máy, mỗi xe giá khoảng 18 triệu đồng).

Dự báo doanh thu một cửa hàng trung bình khoảng 50.000 USD/tháng. Doanh thu 2016 đạt 264 tỷ đồng, và đạt 68.640 tỷ vào năm 2021.

Về chính sách cổ tức, chúng tôi giả định sẽ trả cổ tức tiền mặt 15% năm 2016 – 2017, tăng lên mức 20% năm 2018 – 2019 và 25% năm 2020, 30% năm 2021.

Về chính sách ESOP, vẫn giữ nguyên như cũ là nếu tăng trưởng LNST <10% → % ESOP = 0%, nếu tăng trưởng LNST ≥ 10% → % ESOP = % tăng trưởng LNST x 0,1 (tối đa không quá 3% trên tổng số cp đang lưu hành tại thời điểm phát hành). Trong đó, tạm thời chưa xét đến trường hợp điều chỉnh giảm tỷ lệ ESOP xuống còn 80% của tỷ lệ tính nêu trên nếu giá trung bình trong năm của MWG không tăng cao hơn so với mức tăng/giảm của VNIndex.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Xác định Beta:

Theo thống kê các doanh nghiệp cùng ngành kinh doanh với MWG của Bloomberg, chúng tôi lấy nhóm doanh nghiệp có vốn hóa +50% so với MWG, lấy beta 5 năm cùng với tỷ lệ D/E và thuế suất trung bình của nhóm doanh nghiệp đó. Sử dụng phương pháp unleverage và leverage để xác định beta cho MWG.

Beta 5 năm = 1

D/E trung bình = 0,34

Effective Tax rate = 0,27

Unlevered Beta = Levered Beta / (1 + ((1 – Tax Rate) x (Debt/Equity))) = 0,81

Levered Beta = Unlevered Beta x (1 + ((1 – Tax Rate) x (Debt/Equity))) = 1,17

Xác định Total Equity Risk Premium:

1, Market risk premium (tính theo S&P500; tham khảo Damodaran calculation) = 6,25%

2, Country risk premium của Việt Nam (tính theo phương pháp CDS, tham khảo Damodaran calculation) = CDS Spread (với USA) * Standard deviation of equity/ Standard deviation of bond = 4,38%

→ Total Equity Risk Premium = 6,25% + 4,38% = 10,63%

Xác định kd và ke:

Ke = rf + beta * Total Equity Risk Premium = 18,54%

Kd = 6,5% (để tăng mức độ thận trọng, chúng tôi giả định là 6,5% bằng lãi suất vay ngắn hạn phổ biến trên thị trường, trên thực tế chi phí vay của MWG trung bình chỉ khoảng 4,2% trong 3 năm gần đây).

TRƯỜNG HỢP 1: Định giá Chưa bao gồm chuỗi Bách hóa Xanh

Chúng tôi lựa chọn phương pháp định giá FCFF và PE tỷ lệ 3/4 và 1/4 để định giá cổ phiếu MWG do **(1)** Dòng tiền của MWG được dự báo sẽ tiếp tục dương trong các năm tới; **(2)** Phương pháp so sánh PE bị hạn chế do phạm vi các doanh nghiệp so sánh là toàn cầu và sử dụng chế độ kế toán khác nhau.

Chi phí vốn bình quân (WACC)	
Total Equity Risk Premium	10.63%
Rf	6.10%
beta	1.17
ke	18.54%
kd	6.50%
E/A	37.19%
D/A	62.81%
Tax rate	20%
WACC	10.16%
g	3.00%

Nguồn: BSC Research

I, Phương pháp FCFF gồm 2 giai đoạn:

- (1) Giai đoạn 1 (2016 – 2021): Tiếp tục duy trì và phát triển chuỗi thegioidong.com và Điện máy Xanh. Giảm số lượng cửa hàng mở mới từ năm 2017 trở đi.
- (2) Giai đoạn 2 (từ năm 2021 trở đi): giả định doanh nghiệp tăng trưởng trong dài hạn ở mức $g = 3\%$.

II, Phương pháp PE:

Với mảng bán lẻ Điện thoại – Điện máy, theo thống kê các doanh nghiệp cùng ngành với MWG trên toàn cầu của Bloomberg, chúng tôi chọn ra các doanh nghiệp có Vốn hóa trong khoảng $\pm 50\%$ với MWG để xác định PE so sánh. PE so sánh là 12,61x.

III, Kết quả định giá

Kết quả định giá (Chưa bao gồm dự án Bách hóa Xanh)

Phương pháp	Giá theo từng PP	Giá hợp lý
FCFF	VND 158.651	VND 151.831
PE	VND 131.371	

Nguồn: BSC dự báo

TRƯỜNG HỢP 2: Định giá Bao gồm chuỗi Bách hóa Xanh

Để đánh giá tính khả thi của dự án Bách hóa Xanh, chúng tôi xác định NPV của dự án. Trong đó, các tỷ lệ tài chính của Bách hóa Xanh lần lượt là tỷ lệ trung bình của Alfamart trong giai đoạn 2008 – 2012 (là giai đoạn có biên lợi nhuận ổn định trung bình ở mức 15,43%, từ năm 2013 trở đi biên LNG của Alfamart tăng mạnh và duy trì trên mức 18% – mức tương đối cao so với một chuỗi mới thành lập như Bách hóa Xanh), cụ thể:

- Biên lợi nhuận gộp áp cho BHX là 5% năm 2016, tăng lên trên 15,43% từ năm 2017 trở đi do tăng quy mô.
- Chi phí hoạt động / Doanh thu thuần = 13,26%
- Vay nợ / Doanh thu thuần = 5,7%
- Phải thu / Doanh thu thuần = 1,98%
- Hàng tồn kho / Doanh thu thuần = 8,28%
- Tài sản ngắn hạn khác / Doanh thu thuần = 1,49%
- Phải trả / Doanh thu thuần = 12,99%
- Nợ ngắn hạn khác / Doanh thu thuần = 1,32%

Xác định NPV của chuỗi Bách hóa Xanh (dựa theo các tỷ lệ tài chính của Alfamart)

MÔ HÌNH FCFE	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Terminal Value
Lợi nhuận sau thuế	(22.79)	83.15	326.35	553.49	780.64	1,007.79	
(+) Khấu hao	2.40	53.17	203.51	323.86	420.22	497.37	
(-) NWCInv	(6.73)	(127.94)	(404.04)	(404.04)	(404.04)	(404.04)	
(-) FCInv	23.82	280.79	807.47	807.47	807.47	807.47	
(+) Net Borrowing	15.05	285.99	903.14	903.14	903.14	903.14	

FCFE	(22.43)	269.46	1,029.55	1,377.06	1,700.57	2,004.86	13,290.82
Month	5	17	29	41	53	65	65
ke	18.54%						
g	3.00%						
PV(FCFE)	(20.89)	211.77	682.60	770.22	802.42	798.07	5,290.63
Total PV	8,534.84						
Số lượng cổ phiếu	146,619,931						
Giá hợp lý / cp	58,211						

Nguồn: BSC dự báo

Do đó, Giá trị hợp lý cho 1 cổ phiếu MWG

Trường hợp 1, giá 1 cp MWG = 151,831	Tỷ lệ chiết khấu giá trị của chuỗi BHX (*)	Giá hợp lý 1 cp MWG (VND)
	0%	151,831
	30%	169,294
	50%	180,936
	80%	198,399
	100%	210,041
	Trung bình	182,100

(*) Để dự báo trên quan điểm thận trọng, BSC áp một số kịch bản chiết khấu giá trị cho Bách hóa Xanh

Nguồn: BSC dự báo

CÁC RỦI RO

Chúng tôi cho rằng những yếu tố sau sẽ có thể đem lại rủi ro:

- (1) **Thay đổi công nghệ.** Sản phẩm của MWG là những sản phẩm công nghệ cao, do đó nếu công nghệ thay đổi trong khi cơ cấu sản phẩm và các chính sách bán hàng không bắt kịp sẽ làm ảnh hưởng đến lượng hàng tồn kho, doanh thu, lợi nhuận... (ví dụ như ảnh hưởng của Microsoft Window phone và iPhone tới FPT Trading và DGW).
- (2) **Thái độ phục vụ của nhân viên và các chính sách chăm sóc khách hàng không được tiếp tục cải thiện.** Khi người tiêu dùng đã quen dần với phong cách phục vụ chuyên nghiệp sẽ đòi hỏi mức độ đáp ứng cao hơn, cùng với đó việc đối thủ cạnh tranh học tập cũng sẽ tạo áp lực phát triển các chính sách mới nhằm lôi cuốn khách hàng.
- (3) **Thương mại điện tử và vấn đề an ninh mạng.** Thương mại điện tử ở Việt Nam chưa đe dọa lớn đến các cửa hàng offline do nhiều hạn chế (tâm lý, logistic, tài khoản ngân hàng...), dự kiến tối đa sẽ chiếm 15 – 20% dung lượng thị trường. Tuy nhiên vấn đề an ninh mạng và bảo mật thanh toán có ảnh hưởng rất lớn đến sự tồn tại của một trang thương mại điện tử.
- (4) **Ảnh hưởng trong việc phát triển nhà cung cấp cho chuỗi Bách hóa Xanh.** Từ bài học thất bại của chuỗi G7 Mart là đối đầu trực tiếp với chính nhà sản xuất, phải mua hàng với giá cao hơn các nhà phân phối khác, thường xuyên trong tình trạng thiếu hàng hóa, thuê đơn vị khác làm

logistic.... Do đó, việc phát triển chuỗi cung ứng trực tiếp với nhà sản xuất, hệ thống logistic, hệ thống cửa hàng quy mô lớn là yếu tố quan trọng quyết định thành công.

- (5) **Tăng trưởng kinh tế có thể chững lại.** Trong tháng 7/2016, World Bank tiếp tục hạ dự báo tăng trưởng kinh tế Việt Nam năm 2016 từ 6,2% xuống còn 6% nguyên nhân do tác động của hạn hán tới ngành nông nghiệp và tốc độ công nghiệp hóa chậm chạp.
- (6) **Lãi suất tăng trong tương lai,** ảnh hưởng đến chi phí tài chính của những doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy cao như MWG.
- (7) **Thị trường mới Lào – Campuchia – Myanmar nhiều thách thức.** Năm 2017, MWG sẽ mở rộng thị trường bán lẻ điện thoại di động sang Lào – Campuchia – Myanmar. Mặc dù hệ thống bán lẻ ở 3 nước này chưa được phủ rộng như Việt Nam, nhưng những khó khăn phải đối mặt như:
 - Chính sách và các thủ tục pháp luật tại nước sở tại
 - Thói quen tiêu dùng khác Việt Nam
 - Thị trường Lào ưa chuộng dùng hàng Thái Lan và các nhà bán lẻ Thái Lan. Tuy nhiên cơ hội là xu hướng khách hàng chạy theo các dòng smartphone cao cấp nhiều hơn Việt Nam và chưa có chuỗi cửa hàng bán lẻ có quy mô như Thegioididong.com.
 - Thị trường Campuchia. Theo khảo sát 2015 của the Asia Foundation, Smartphone đang phát triển mạnh tại Campuchia, tỷ lệ thâm nhập Smartphone năm 2015 là 39,5% (năm 2014 là 26,1% và 2013 là 19,8%). Cơ hội cho MWG là tỷ lệ điện thoại Nokia đang chiếm tới 45% tổng điện thoại tại Campuchia, theo sau là Samsung (21,5%), Apple (9,8%) và Metfone (5,6%), khả năng thay mới sẽ cao; và chưa có chuỗi cửa hàng bán lẻ quy mô như Thegioididong.com.
 - Thị trường Myanmar. Theo GSMA, tháng 3/2015, 40% dân số Myanmar tuổi từ 15 – 65 đã có điện thoại, 41% dự kiến sẽ có trong tương lai. Phụ nữ có xu hướng sử dụng điện thoại ít hơn nam giới do khoảng một nửa số phụ nữ tuổi từ 15 – 65 làm nội trợ, không đi làm, giảm động lực mua điện thoại cầm tay.

Phụ lục 1
Định giá cổ phiếu bằng phương pháp FCFF (Trường hợp 1)

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		8.66%	9.16%	9.66%	10.16%	10.66%	11.16%	11.66%
Giá cổ phần	0.5%	148,146	136,305	125,806	116,440	108,040	100,467	93,610
	1.0%	158,071	144,907	133,316	123,039	113,871	105,647	98,233
	1.5%	169,382	154,632	141,747	130,400	120,339	111,364	103,312
	2.0%	182,391	165,716	151,278	138,663	127,555	117,705	108,917
	2.5%	197,511	178,464	162,140	148,004	135,654	124,777	115,133
	3.0%	215,303	193,281	174,633	158,651	144,810	132,717	122,067
	3.5%	236,543	210,716	189,154	170,895	155,246	141,693	129,851
	4.0%	262,340	231,529	206,240	185,127	167,248	151,923	138,650
	4.5%	294,338	256,809	226,638	201,874	181,198	163,688	148,679
	5.0%	335,078	288,164	251,412	221,866	197,613	177,363	160,214
	5.5%	388,709	328,087	282,142	246,147	217,209	193,455	173,621

Nguồn: BSC dự báo

Phụ lục 2
Các công ty con

Tên Công ty	Tỷ lệ sở hữu	Vốn đầu tư	Ngành nghề kinh doanh
CTCP Thế giới di động	99.95%	1,027,352,771,000	Thương mại sp điện tử
CTCP Thế giới điện tử	99.95%	129,952,000,000	Thương mại thực phẩm

Nguồn: BCTC MWG

Phụ lục 3

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị: tỷ đồng	1H2016	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
TÀI SẢN NGẮN HẠN	6,584.88	8,405.12	12,941.57	17,991.88	23,132.34	28,815.76	34,607.65
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	596.04	332.19	497.22	575.55	573.24	526.77	905.50
II. Các khoản phải thu ngắn hạn	657.96	959.20	1,312.09	1,795.87	2,292.01	2,874.17	3,482.85
III. Hàng tồn kho	5,083.30	6,761.57	10,650.53	14,961.11	19,425.59	24,359.60	28,940.60
IV. Tài sản ngắn hạn khác	247.59	352.16	481.72	659.34	841.49	1,055.22	1,278.70
TÀI SẢN DÀI HẠN	1,409.73	1,788.78	1,601.33	1,464.96	1,392.16	1,372.89	1,294.48
I. Các khoản phải thu dài hạn	137.72	108.16	119.45	121.78	116.46	119.23	119.15
II. Tài sản cố định	1,094.47	1,528.00	1,316.80	1,184.33	1,113.73	1,093.25	1,014.14
III. Tài sản dở dang dài hạn	57.21	50.03	53.62	51.83	52.72	52.27	52.50
IV. Tài sản dài hạn khác	120.33	102.60	111.46	107.03	109.25	108.14	108.69
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	7,994.61	10,193.90	14,542.90	19,456.83	24,524.50	30,188.65	35,902.13
C. NỢ PHẢI TRẢ	4,896.39	6,402.57	8,634.86	10,654.19	11,880.55	12,669.63	12,359.23
I. Nợ ngắn hạn	4,896.39	6,402.57	8,634.86	10,654.19	11,880.55	12,669.63	12,359.23
D. VỐN CHỦ SỞ HỮU	3,098.22	3,791.33	5,908.04	8,802.65	12,643.95	17,519.02	23,542.91
I. Vốn chủ sở hữu	3,098.22	3,791.33	5,908.04	8,802.65	12,643.95	17,519.02	23,542.91
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	7,994.61	10,193.90	14,542.90	19,456.83	24,524.50	30,188.65	35,902.13

Nguồn: BSC dự báo

Phụ lục 4
Báo cáo kết quả kinh doanh

<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>	1H2016	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	19,649.60	41,674.00	57,005.84	78,024.49	99,579.93	124,872.74	151,317.64
Giá vốn hàng bán	16,465.71	35,170.70	48,097.23	65,813.38	83,923.16	105,180.42	127,335.82
Lợi nhuận gộp	3,183.89	6,503.30	8,908.61	12,211.11	15,656.76	19,692.32	23,981.82
Doanh thu tài chính	47.35	94.70	102.64	111.42	121.16	131.98	137.43
Chi phí tài chính	55.69	100.18	124.63	142.54	131.23	104.27	50.19
Chi phí lãi vay	55.48	99.80	124.15	142.00	130.72	103.87	50.00
Chi phí bán hàng	1,813.41	4,042.38	5,266.48	7,208.29	9,199.69	11,536.37	13,979.48
Chi phí QLDN	325.82	572.47	783.09	1,071.82	1,367.93	1,715.37	2,078.64
LN từ hoạt động kinh doanh	1,036.32	1,882.97	2,837.05	3,899.88	5,079.08	6,468.30	8,010.94
Thu nhập khác	16.64	40.36	55.20	75.56	96.43	120.93	146.54
Chi phí khác	2.72	12.99	17.77	24.33	31.05	38.93	47.18
Lợi nhuận khác	13.92	27.36	37.43	51.23	65.39	81.99	99.36
LNTT	1,050.24	1,910.33	2,874.48	3,951.11	5,144.46	6,550.29	8,110.29
Chi phí thuế TNDN	219.23	382.07	574.90	790.22	1,028.89	1,310.06	1,622.06
Thu nhập thuế TNDN hoãn lại	3.91	-	-	-	-	-	-
LNST	834.91	1,528.26	2,299.59	3,160.89	4,115.57	5,240.23	6,488.24
LNST cty mẹ	834.45	1,527.50	2,298.44	3,159.31	4,113.51	5,237.61	6,484.99
LNST cổ đông không kiểm soát	0.46	0.76	1.15	1.58	2.06	2.62	3.24
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	5,690	10,418					

Nguồn: BSC dự báo

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E , P/B , $EV/EBIT$, $EV/EBITDA$); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF , $DVMA$, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV , $RNAV$).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.