

Đi tìm động lực tăng trưởng mới

MUA [+11%]

Giá hợp lý 44,700 VND
 Giá hiện tại 40,150 VND

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu) 1,463.55
 Free float (triệu) 1,097.66
 Vốn hóa (tỷ VND) 61,762
 KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu) 4,273,289
 Sở hữu nước ngoài (%) 49%
 Ngày niêm yết đầu tiên 07/07/2014

Ngày cập nhật: 28/11/22

Sơ lược công ty: Công ty Cổ phần Đầu tư Thế Giới Di Động (MWG) được thành lập từ tháng 03/2004, với tiền thân là Công ty TNHH Thế Giới Di Động. Công ty quản lý vận hành các chuỗi cửa hàng bán lẻ Thế Giới Di Động, Điện Máy Xanh, Bách Hoá Xanh, nhà thuốc An Khang với mạng lưới 5.306 cửa hàng trên toàn quốc. MWG niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ tháng 07/2014.

Dự phóng: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của công ty trong năm 2022 và 2023 sẽ đạt lần lượt 136,453 tỷ VND (+11.0% YoY) và 145,254 tỷ VND (+6.4% YoY) thông qua việc mở rộng các chuỗi cửa hàng nhưng sẽ gặp bất lợi từ sức mua yếu do bị ảnh hưởng bởi lạm phát. Lợi nhuận sau thuế có thể đạt 4,271 tỷ VND (+3.1% YoY) và 4,991 (+3.4% YoY) lần lượt cho năm 2022 và 2023, trong khi đó biên lợi nhuận gộp nhiều khả năng sẽ đạt 23.3% vào năm 2023 nhờ vào các nỗ lực cải thiện hiệu quả chuỗi Bách hóa xanh.

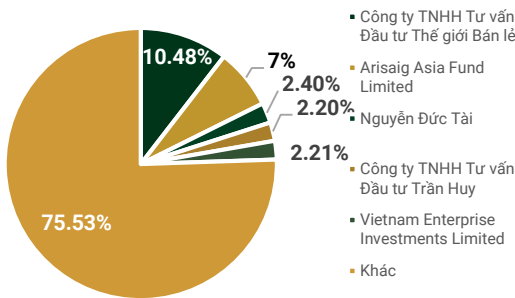
Điểm nhấn đầu tư: (1) Thị trường điện thoại đã qua thời điểm bùng nổ nhờ xu hướng dịch chuyển từ điện thoại phổ thông sang smartphone và đã bước vào giai đoạn bão hòa. Thị trường điện máy cũng tương tự khi Điện máy xanh đã chiếm lĩnh hơn một nửa thị phần hiện tại. Tăng trưởng sắp tới của hai mảng sẽ phụ thuộc vào việc chiếm lĩnh thị phần còn lại và quá trình hợp nhất ngành trong tương lai.

(2) Công ty vẫn đang tiếp tục theo đuổi chiến lược mở rộng để chiếm lĩnh thị phần trước khi hướng đến mục tiêu lợi nhuận trong mảng dược đang rất màu mỡ với chuỗi An Khang. Đối với Bách hóa xanh, công ty vẫn đang phải loay hoay tìm cách cải thiện biên lợi nhuận, cải thiện hiệu suất hoạt động của từng cửa hàng. Có một số lý do khiến chúng tôi tin rằng để tái hiện lại thành công của Điện máy xanh và Thế giới di động là không dễ dàng.

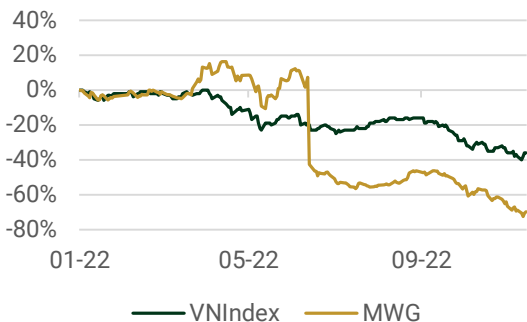
Định giá & khuyến nghị: Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 44,700 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức tăng giá tiềm năng là 11%. Định giá của chúng tôi đã phản ánh con số ước tính dựa trên kịch bản cơ sở trong giai đoạn 5 năm tiếp theo và chưa tính đến kết quả của các chuỗi AVA.

Rủi ro: (1) Tái cấu trúc Bách hóa xanh không đem lại hiệu quả; (2) Sức mua bị suy giảm do lạm phát và suy thoái kinh tế

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI INDEX



LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ



Chỉ số tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	86,516	102,174	108,546	122,958	136,453	145,254
LNST (tỷ VND)	2,880	3,836	3,920	4,901	4,271	4,991
EPS (VND)	6,689	8,657	8,654	6,872	2,917	3,409
Tăng trưởng EPS (%)	-7%	29%	0%	-21%	-58%	17%
Giá trị sổ sách (VND)	20,873	27,418	34,197	28,585	16,725	19,634
P/E	13.0	13.17	13.74	20.66	14.46	13.11
P/B	4.2	4.2	3.5	5.0	2.5	2.3
Cổ tức (%)	15%	15%	15%	15%	N/A	N/A

NỘI DUNG

ĐI TÌM ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG MỚI	1
TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY	3
Cơ cấu tổ chức	3
Các chuỗi cửa hàng	4
TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG	6
Mảng bách hóa nhiều tiềm năng nhưng không dễ dàng	6
Mảng bán lẻ dược phẩm còn phân mảnh	9
ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH	10
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ	11
Thị trường điện thoại và điện máy đang bước vào bão hòa	11
Công thức thành công cũ liệu có còn phù hợp?	12
RỦI RO	17
Tái cấu trúc Bách hóa xanh không đem lại hiệu quả	17
Sức mua bị suy giảm do lạm phát và suy thoái kinh tế	17
BÁO CÁO TÀI CHÍNH	18

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng.

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower, 8 Hoàng Văn Thái, phường Tân Phú, quận 7, Thành phố Hồ Chí Minh

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Web: www.phs.vn





Tổng quan về công ty

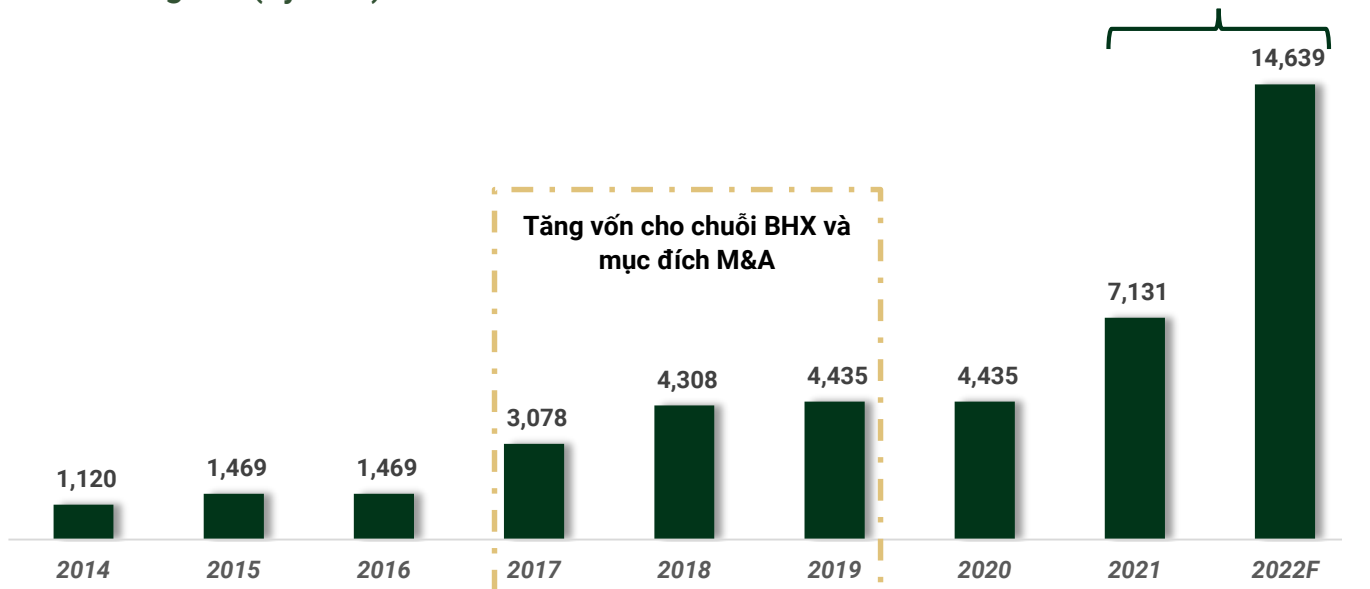
Công ty Cổ phần Đầu tư Thế Giới Di Động (MWG) được thành lập từ tháng 03/2004, với tiền thân là Công ty TNHH Thế Giới Di Động. Công ty quản lý vận hành các chuỗi cửa hàng bán lẻ Thế Giới Di Động, Điện Máy Xanh, Bách Hoá Xanh, nhà thuốc An Khang với mạng lưới 5.306 cửa hàng trên toàn quốc. MWG niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ tháng 07/2014.

MWG sở hữu, vận hành hệ thống bán lẻ với quy mô 5.306 cửa hàng (2021). Trong đó, chuỗi Thế giới Di động có 970 siêu thị trên toàn quốc; chuỗi Điện máy xanh có 1.992 siêu thị trên toàn quốc, trong đó có 800 cửa hàng mô hình supermini; chuỗi Bách Hóa Xanh có 2.106 cửa hàng tại Tp Hồ Chí Minh và 24 tỉnh thành Nam Bộ, Duyên hải Nam Trung Bộ; chuỗi nhà thuốc An Khang có 178 nhà thuốc tại 25 tỉnh thành khu vực phía Nam và Đồng bằng sông Cửu Long; chuỗi Bluetronics có 18 cửa hàng tại Campuchia. Năm 2021, MWG giữ vững vị thế nhà bán lẻ số 1 Việt Nam, là công ty có doanh số lớn nhất trong tổng giá trị thị trường bán lẻ hàng hóa trực tuyến tại Việt Nam. Là công ty Việt Nam duy nhất góp mặt trong Top 100 nhà bán lẻ hàng đầu Châu Á – Thái Bình Dương (Top 100 Retailers in Asia – Pacific). Thế Giới Di Động và Điện Máy Xanh hiện là 2 đơn vị hiện đang giữ vị thế số 1 về bán lẻ thiết bị công nghệ và điện tử tiêu dùng tại Việt Nam; MWG tiếp tục góp mặt trong Top 10 Doanh nghiệp lớn nhất Việt Nam theo bảng xếp hạng VNR500.

Cơ cấu tổ chức

Vào ngày 31 tháng 12 năm 2021, Công ty có 10 công ty con đã được hợp nhất vào báo cáo tài chính hợp nhất của Nhóm công ty. Trong đó, công ty Cổ phần Thế giới di động quản lý hoạt động của 2 chuỗi Thế giới di động và Điện máy xanh còn chuỗi Bách hóa xanh và An Khang được triển khai bởi Công ty CP Thương mại Bách hóa xanh và Công ty Cổ phần Bán lẻ An Khang. Các cửa hàng thuộc Công ty Cổ phần Thế giới số Trần Anh trước đây cũng đã được chuyển đổi thành thương hiệu Điện máy xanh.

Quá trình tăng vốn (Tỷ VND)



(Nguồn: MWG, PHS tổng hợp)

Các chuỗi cửa hàng

Chuỗi Thế giới di động

Gắn liền với tên tuổi và lịch sử hình thành của công ty, sản phẩm chính của chuỗi Thế giới di động là điện thoại di động, máy tính bảng, laptop và phụ kiện khác, ngoài ra còn có các sản phẩm đồng hồ thời trang từ năm 2018. Tính đến Q3.2022 chuỗi đã có 1,116 cửa hàng trải dài khắp cả nước, doanh thu đạt khoảng 27,000 tỷ đồng (chiếm 26% tổng doanh thu của cả tập đoàn). Đặc biệt trong tháng 10/2021, công ty chính thức nhảy vào khai thác sâu dòng sản phẩm Apple thông qua mô hình cửa hàng Mono brand với hai phiên bản là AAR (Apple Authorized Reseller) có diện tích nhỏ khoảng 100-120m² và APR (Apple Premium Reseller) có diện tích từ 180-220 m², tất cả đều phải tuân theo các tiêu chuẩn nghiêm ngặt của Apple. Tính đến nay một cửa hàng Topzone đạt doanh thu trung bình từ 6-8 tỷ đồng/tháng/cửa hàng, đã có cửa hàng cán mốc doanh thu 10 tỷ đồng/tháng/cửa hàng.



Hình: Cửa hàng Thế giới di động và Topzone

Chuỗi Điện máy xanh

Chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của MWG, chuỗi Điện máy xanh tập trung kinh doanh các sản phẩm điện máy, sản phẩm gia dụng như tủ lạnh, điều hòa, máy giặt, tivi và các sản phẩm khác. Vào năm 2018, Thế giới di động đã hoàn tất thu mua cổ phần của công ty điện máy Trần Anh (một trong 3 công ty hàng đầu lúc bấy giờ) để chiếm lĩnh thị phần lớn nhất trên thị trường. Một cửa hàng Điện máy xanh tiêu chuẩn có diện tích từ 800 – 1,000 m² doanh thu từ 8-30 tỷ đồng/tháng, trong khi đó một cửa hàng Điện máy xanh mini có diện tích từ trong khoảng 300-350m² với doanh thu mang về là 4-8 tỷ đồng một tháng. Nhận thấy các mô hình Điện máy xanh tiêu chuẩn ở các trung tâm đô thị lớn đang khó phát triển nhanh, sáng kiến mới nhất được đưa ra là triển khai mô hình Điện máy xanh Supermini (DMS). Một cửa hàng này có diện tích nhỏ, chỉ từ 120-150m², cung cấp khoảng 60 danh mục các sản phẩm điện máy cơ bản, với đầy đủ các dịch vụ hậu mãi, hướng đến phục vụ khách hàng ở khu vực nông thôn. Tính đến Q3.2022, số lượng cửa hàng DMS đã lên đến 1,019 cửa hàng với doanh thu ước tính khoảng tầm 1 tỷ đồng/tháng.



Hình: Cửa hàng Điện máy xanh, Điện máy xanh supermini (phải)

Chuỗi Bách hóa xanh

Được kỳ vọng sẽ là đầu tàu tăng trưởng của MWG trong tương lai khi hai mảng di động và điện máy đang tăng trưởng chậm lại, với tham vọng thay đổi bộ mặt tiêu dùng của Việt Nam, cho đến nay Bách hóa xanh vẫn còn khá loay hoay với bài toán tăng trưởng của chính mình. Các sản phẩm chính trong cửa hàng Bách hóa xanh bao gồm thực phẩm tươi sống, thực phẩm đông lạnh, thực phẩm khô, rau, hoa quả, hàng FMCG. Công ty đã xác định thế mạnh của mình là nguồn hàng truy xuất được nguồn gốc, chất lượng rõ ràng, có thể cạnh tranh trực tiếp được với chợ truyền thống. Tính đến Q3.2022, chuỗi đạt doanh thu xấp xỉ 20,000 tỷ đồng, đã đạt mức 1,727 cửa hàng, giảm 414 cửa hàng so với tháng 4 cùng năm và sẽ dừng mọi kế hoạch mở mới trong phần còn lại của năm. Đây là một phần trong các nỗ lực của công ty nhằm cải thiện hoạt động của các cửa hàng Bách hóa xanh. Công ty đã áp dụng một số biện pháp như thay đổi Layout toàn bộ hệ thống, hạ diện tích cửa hàng xuống chỉ còn khoảng 200-300 m2 và giảm số lượng SKUs (mã hàng hóa) kinh doanh, cải tiến khả năng quản lý hàng tồn kho. Công ty cũng đang có kế hoạch bán 20% vốn điều lệ của chuỗi cho các nhà đầu tư trong khu vực hoặc thế giới, nhưng ngoại trừ các đối thủ cạnh tranh trực tiếp tại Việt Nam. Số tiền có được sẽ giúp Bách hóa xanh đầu tư cho trung tâm phân phối, tài sản cố định, công nghệ, phát triển kênh online, cũng như mở rộng chuỗi.



Hình: Cửa hàng Bách hóa xanh

Chuỗi Nhà thuốc An Khang

Tiền thân là nhà thuốc Phúc An Khang được MWG mua lại vào năm 2017. Bắt đầu chỉ với 14 điểm bán tại TP.Hồ Chí Minh, cho đến nay trên toàn quốc đã có 529 cửa hàng hoạt động, với diện tích trung bình của mỗi cửa hàng trong khoảng từ 30-40m², cửa hàng kinh doanh chủ yếu các mặt hàng thuốc, sản phẩm y tế, thực phẩm chức năng, sức khỏe. Theo ước tính của chúng tôi, mỗi cửa hàng hiện tại đang có doanh thu trung bình khoảng 400-500 triệu đồng. Công ty đang có mục tiêu mở mới 2,000 cửa hàng đến cuối năm 2023 với tham vọng sẽ thống trị thị trường bán lẻ đang rất màu mỡ và còn phân mảnh này.

Tổng quan thị trường

Mảng bách hóa nhiều tiềm năng nhưng không dễ dàng

Thị trường bán lẻ thực phẩm và đồ uống tại Việt Nam ước tính đạt 51 tỷ USD vào năm 2020, và dự báo sẽ tăng đến hơn 66 tỷ USD vào 2023. Theo dự báo của Fitch Solutions, trong giai đoạn từ 2005-2025, chỉ tiêu cho thực phẩm sẽ tăng trưởng với mức CAGR 13.6%, so với mức lạm phát trung bình là 6.5% trong cùng kỳ, cho thấy mức tăng trưởng thực trong khoảng thời gian này. Hiện nay phần lớn doanh thu bán lẻ thực phẩm đang nằm trong kênh truyền thống như chợ truyền thống, tạp hóa thông thường, chiếm 88.6% tổng giá trị trong năm 2021. Đồng thời, kênh này ước tính có đến 637,047 điểm phân phối trong năm 2021, chiếm đến 99% tổng số điểm bán của các kênh cộng lại. Điều này cho thấy tiềm năng tăng trưởng rất lớn cho mảng bách hóa hàng tiêu dùng của MWG khi phần lớn thị trường đang còn phân mảnh, thiếu tổ chức, các sản phẩm còn gặp nhiều vấn đề về an toàn vệ sinh thực phẩm.

Bảng: Số lượng điểm phân phối của các kênh bán lẻ

Kênh bán lẻ	Hình thức bán lẻ	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Đại siêu thị	Đại siêu thị	54	56	59	60	68	69
Siêu thị	Siêu thị	1,672	2,285	3,260	5,202	5,825	5,669
	Siêu thị mini (*)	843	1,338	2,126	3,896	3,950	4,638
Cửa hàng tiện lợi	Cửa hàng tiện lợi	743	903	951	981	1,028	1,005
Kênh truyền thống	Chợ	8,591	8,580	8,475	8,500	8,581	8,549
	Cửa hàng tạp hóa	652,988	658,005	662,592	666,736	670,467	637,047
TOÀN THỊ TRƯỜNG		664,891	671,168	677,464	685,376	689,919	656,977

(*)Lấy đại diện là Winmart+ và Bách hóa xanh

(Nguồn: Euromonitor, PHS Tổng hợp)

Bảng: Doanh thu của các kênh bán lẻ

Kênh bán lẻ	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Đại siêu thị	25,001	26,170	27,280	29,446	31,215	32,973
Siêu thị	46,606	54,538	56,030	69,811	83,513	88,345
Cửa hàng tiện lợi	3,346	4,670	5,863	6,902	7,605	8,017
Kênh truyền thống	887,875	934,804	986,218	1,043,419	1,114,371	1,004,478
TOÀN THỊ TRƯỜNG	962,828	1,020,183	1,075,391	1,149,578	1,236,704	1,133,813

(Nguồn: Euromonitor, PHS Tổng hợp)

Thị trường bán lẻ bách hóa, thực phẩm có thể được phân ra thành kênh truyền thống bao gồm các tiệm tạp hóa, chợ dân sinh có vị trí gần các khu dân cư, tập hợp gồm các tiểu thương, hộ kinh doanh nhỏ lẻ và kênh hiện đại bao gồm đại siêu thị, siêu thị, siêu thị mini và các cửa hàng tiện lợi. Tiêu chí phân loại được thể hiện trong bảng bên dưới, chủ yếu dựa vào diện tích của một cửa hàng và số lượng danh mục sản phẩm. Điểm mạnh của các kênh hiện đại là không gian được tổ chức khoa học, thân thiện, mặt hàng đa dạng, được kiểm tra chất lượng đầu vào đảm bảo cho người tiêu dùng cùng với các chương trình khuyến mãi, khách hàng thân thiết. Trong khi đó thế mạnh lớn nhất của kênh truyền thống là độ tươi sống của thực phẩm, vị trí dễ tiếp cận với khu dân cư và mức giá mềm hơn so với các kênh siêu thị.

Bảng: Dự thảo Quy định về phân loại và quản lý một số loại hình hạ tầng thương mại

Phân loại	Diện tích	Danh mục hàng hóa
Siêu thị hạng I	Lớn hơn 3,500 m ²	20,000 tên hàng trở lên
Siêu thị hạng II	Lớn hơn 2,000 m ²	10,000 tên hàng trở lên
Siêu thị hạng III	Lớn hơn 500 m ²	4,000 tên hàng trở lên
Siêu thị mini	Lớn hơn 80 m ²	500 tên hàng trở lên
Cửa hàng tiện lợi	30-200m ²	Thực phẩm ăn ngay và hàng bách hóa, FMCGs, có thể hoạt động 24 tiếng/ngày

Thâm nhập đầu tiên vào thị trường Việt Nam ở kênh phân phối hiện đại, các siêu thị, đại siêu thị (có diện tích lớn hơn 2,000 m² với hơn 10,000 tên hàng hóa) tiêu biểu có thể kể đến là Lottemart, Mega Market, Coop Extra, Coop Mart hay mới đây nhất là AEON. Mặt hàng chủ yếu của các đơn vị này là đồ khô, thực phẩm đóng hộp, thực phẩm chế biến sẵn, FMCGs. Theo quan sát của chúng tôi, loại hình này đang có dấu hiệu tăng trưởng chậm lại tại Việt Nam khi đại siêu thị có tốc độ mở mới điểm bán giảm từ mức 4% năm 2017 xuống chỉ còn 1% vào năm 2021 và siêu thị giảm từ 37% năm 2017 xuống -3% vào năm 2021. Điều này theo chúng tôi đến từ sự thay đổi trong hành vi tiêu dùng của người Việt Nam khi hiện nay mua sắm tại các trung tâm này mất nhiều thời gian hơn cho việc gửi xe và tính tiền, các trung tâm này do đặc điểm về diện tích nên cũng được đặt tại các vị trí kém thuận lợi trong di chuyển hơn. Trong khi đó, người dùng đã dịch chuyển sang các kênh thương mại điện tử nhằm tiết kiệm thời gian trong quá trình mua sắm đồng thời vẫn nhận được các chương trình ưu đãi, chiết khấu, khách hàng thân thiết – thứ vốn là thế mạnh trước giờ của các kênh siêu thị, đại siêu thị. Các kênh này giờ đây đang chuyển hướng sang nhắm vào nhu cầu giải trí, sinh hoạt gia đình cuối tuần nhờ có mặt bằng, không gian rộng lớn có điều hòa. Xu hướng hiện nay là tích hợp các dịch vụ tiện ích vào trong không gian mua sắm như rạp chiếu phim, cửa hàng thức ăn nhanh,...

Cửa hàng quy mô nhỏ giúp khắc phục các bất lợi của các siêu thị và đại siêu thị nhờ vào vị trí thuận lợi, có thể thâm nhập sâu vào khu dân cư và khâu tính tiền nhanh gọn. Có thể phân ra thành 2 loại là cửa hàng tiện lợi và siêu thị mini. Đối với cửa hàng tiện lợi, đây là các địa điểm

có diện tích từ 30-200 m², với danh mục sản phẩm khoảng 500 mặt hàng và thường hoạt động 24/7. Thống trị kênh này hiện tại là các chuỗi

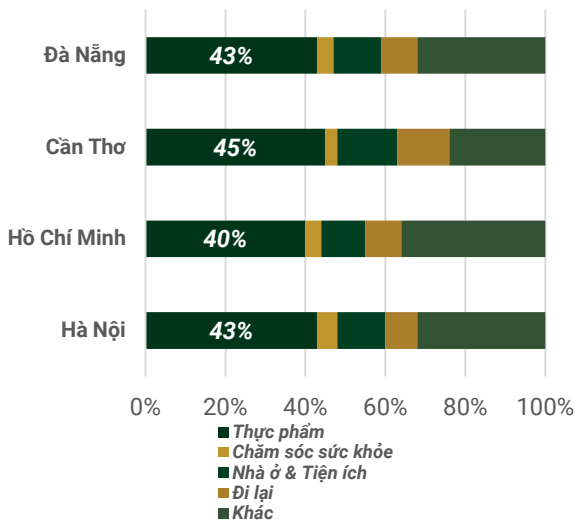


Hình: Khu vực chỗ ngồi cửa hàng tiện lợi

đến từ nước ngoài như Circle K, Family mart, Ministop, B's mart, 7-eleven. Đối tượng chủ yếu mà các cửa hàng này nhắm đến là giới trẻ tại thành thị, giới văn phòng do họ tương đối bận rộn, quan tâm nhiều đến sự tiện lợi, ít quan tâm đến giá cả với các mặt hàng được bày bán trong đây. Các cửa hàng tiện lợi chủ yếu bày bán hàng tiêu dùng nhanh, thực phẩm ăn tại chỗ, nước giải khát. Các mặt hàng tuy không mạnh về một chủng loại bất kỳ nào nhưng lại rất đa dạng vừa đủ để đáp ứng các nhu cầu cần thiết và cấp bách người tiêu dùng tại một thời điểm, đúng với tiêu chí "tiện lợi", cũng vì vậy nên mặt bằng giá trong các chuỗi này cũng cao hơn 10-20% so với thị trường bên ngoài. Thực phẩm chế biến tại chỗ cũng là một thế mạnh tại đây nhờ hợp vệ sinh, menu độc đáo với các sản phẩm như lẩu ăn liền, cơm, mì ăn liền. Các chuỗi này còn là nơi để giới trẻ, học sinh giao lưu, có những cuộc nói chuyện ngắn nhờ vào không gian điều hòa mát mẻ, sạch sẽ, nhân viên dễ chịu. Nhận thấy điều này, hiện nay các cửa hàng tiện lợi đa số đều để dành ra một phần diện tích ngồi ăn uống tự phục vụ trong cửa hàng cho khách hàng nán lại.

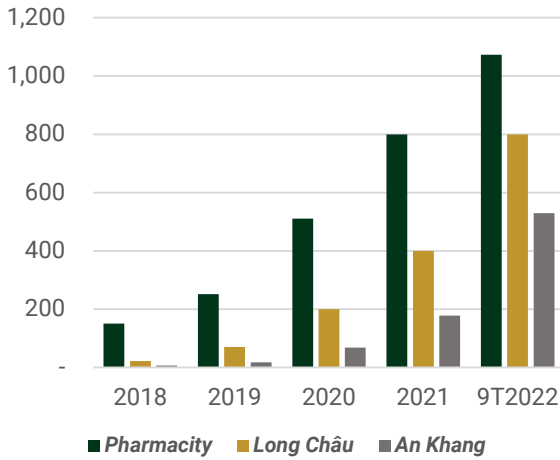
Về các siêu thị mini, đây là mảng có mức độ tăng trưởng ấn tượng trong thời gian qua với tốc độ mở mới cửa hàng trung bình hàng năm lên đến 41% trong giai đoạn 2016-2021. Các đối thủ cạnh tranh hiện tại có thể kể đến bao gồm Bách hóa xanh, Winmart+, Satrafoods, CoopFood. Trong đó, Winmart+ dường như đang chọn kết hợp mô hình cửa hàng tiện lợi, siêu thị mini hoặc cả 2 lại với nhau còn 3 đối thủ còn lại chủ yếu tập trung vào mô hình siêu thị mini thuần túy. Siêu thị dạng này có diện tích trung bình lớn hơn 80 m² với khoảng 500 đơn vị tên hàng trở lên, gồm thực phẩm khô, đồ chế biến, hàng tiêu dùng nhanh và hàng hóa tươi sống vừa đủ để đáp ứng nhu cầu nội trợ thường xuyên. Điểm mạnh của các cơ sở này là nguồn hàng có đầu vào được kiểm soát chặt và đảm bảo các tiêu chuẩn về an toàn thực phẩm, nhân viên thân thiện, giá cả được niêm yết rõ ràng đồng thời có các chương trình khuyến mãi, tích lũy điểm và khách hàng thân thiết. Về vị trí, các cửa hàng này sẽ có thể tọa lạc gần các khu dân cư, khu công nghiệp, thuận tiện trong việc đi lại. Những điểm kể trên cho thấy đối thủ trực tiếp của các cửa hàng dạng này là các chợ dân sinh và tạp hóa truyền thống. Coop Food theo chúng tôi đang là đối thủ có khả năng cạnh tranh trực tiếp với chuỗi Bách hóa xanh do sở hữu những lợi thế về kinh nghiệm trong mảng siêu thị, khả năng vận hành từ công ty mẹ, thương hiệu lâu đời với 418 cửa hàng trên toàn quốc. Các công ty hiện nay đang tham gia vào quy trình xây dựng nguồn cung thực phẩm sạch để đảm bảo chất lượng sản phẩm được đồng nhất. Điển hình là Saigon Coop đã tích cực hỗ trợ các Hợp tác xã về vốn và kinh nghiệm sản xuất, đồng thời cam kết kết bao tiêu hay VinEco cung cấp đến 3,000 tấn thực phẩm sạch mỗi tháng cho hệ thống Winmart/Walmart+ vào năm 2018. Về phần Bách hóa xanh, dù gia nhập muộn hơn so với các đối thủ cùng ngành, MWG đã thành lập dự án 4K Farm vào năm 2020. Mô hình này sẽ hợp tác với các hộ nông dân chuyển giao công nghệ trồng trọt, đảm bảo về hạt giống cây trồng, mỗi bao bì sản phẩm đều có mã QR để truy xuất nguồn gốc và sản phẩm đầu ra sẽ được bảo đảm tiêu thụ. Tuy nhiên, hiện tại đầu vào của các chuỗi siêu thị mini nhìn chung là chưa thể đáp ứng được nhu cầu của thị trường cả về số lượng và chất lượng. Việc chưa có các công ty nông nghiệp tầm cỡ tại Việt Nam đã ảnh hưởng không nhỏ đến khả năng đồng nhất sản phẩm, áp dụng công nghệ, tận dụng lợi thế về quy mô, tối ưu về chi phí logistics. Hàng hóa tươi, thứ mà người Việt Nam rất thích, do đó, vẫn chưa thể so sánh với các kênh bán

Cơ cấu chi tiêu hộ gia đình hàng tháng năm 2020



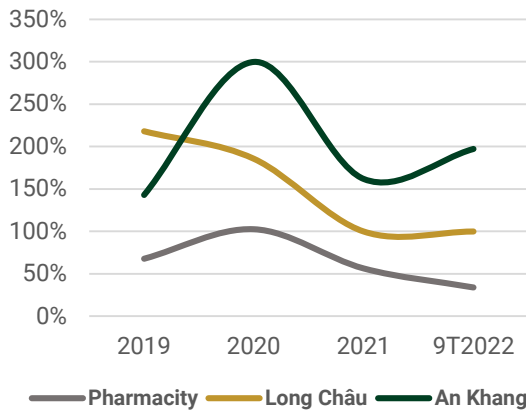
(Nguồn: Statista, PHS tổng hợp)

Số lượng cửa hàng các chuỗi dược phẩm



(Nguồn: Pharmacy, FRT, MWG, PHS tổng hợp)

Tốc độ mở mới cửa hàng



(Nguồn: Pharmacy, FRT, MWG, PHS tổng hợp)

hàng truyền thống về mặt này. Hơn nữa, người Việt Nam tại các thành phố lớn như Hồ Chí Minh, Hà Nội, Đà Nẵng dành từ 40-43% thu nhập để chi tiêu cho thực phẩm tươi và đóng hộp trong năm 2020, theo Statista. Do đó, giá cả đắt hơn tại các siêu thị cũng ảnh hưởng không nhỏ đến quyết định chi tiêu của người tiêu dùng.

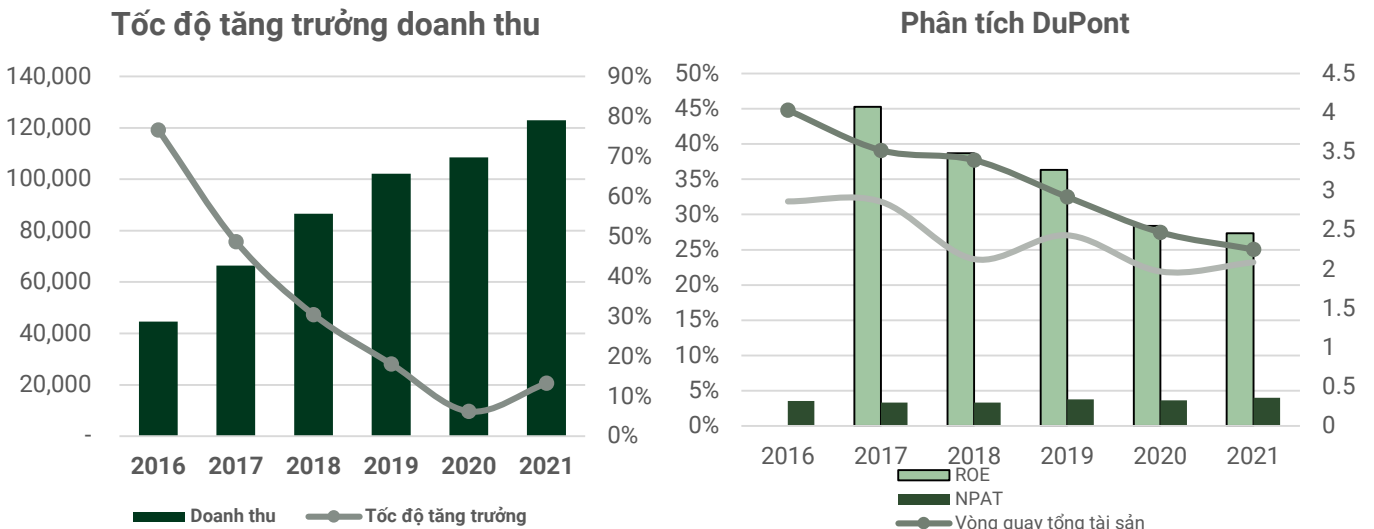
Mảng bán lẻ dược phẩm còn phân mảnh

Tổ chức UQVIA Institute mới đây đã xếp hạng Việt Nam vào nhóm Pharmerging Market- Nhóm 17 nước có mức tăng trưởng ngành dược cao nhất thế giới. Doanh thu từ dược phẩm dự kiến đạt 7.51 tỷ USD vào năm 2025, chiếm 1.78% GDP và 32.2% chi tiêu cho chăm sóc sức khỏe, với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm CAGR trong giai đoạn 2020-2025 là 8%. Theo một báo cáo của World Bank vào năm 2016, số lượng người từ 65 tuổi trở lên sẽ đạt 18.4 triệu người vào năm 2040, khiến Việt Nam trở thành một trong những quốc gia có tốc độ già hóa dân số nhanh nhất thế giới. Tại Việt Nam, bình quân một người từ 65 tuổi trở lên mắc ít nhất 3 bệnh, những người trên 80 tuổi mắc 6.9 bệnh. Chi phí khám chữa bệnh của người cao tuổi gấp 7-10 lần người trẻ. Dự báo chi phí cho y tế của Việt Nam sẽ đạt 23.3 tỷ USD vào năm 2025 và 33.8 tỷ USD vào năm 2030. Ngành bán lẻ dược phẩm hiện chia thành 3 kênh: kênh bệnh viện, phòng khám và nhà thuốc. Trong đó, thị trường bán lẻ dược phẩm có tính phân mảnh rất cao, với hơn 60,000 nhà thuốc hầu hết là cơ sở kinh doanh nhỏ lẻ, còn các nhà thuốc hiện đại chỉ chiếm 3-5%. Bán lẻ thuốc qua kênh OTC cũng gặp một số thuận lợi trong ngắn hạn khi tình trạng ngại đấu thầu thuốc tại các bệnh viện do vướng các quy định đã khiến cho nguồn cung tại đó bị khan hiếm, người tiêu dùng sẽ phải dịch chuyển sang các nhà thuốc ngoài bệnh viện.

Nổi bật trong mảng bán lẻ thuốc hiện nay gồm có 3 thương hiệu: Pharmacy của tập đoàn SK Group, TR Capital và Mekong Capital – được thành lập năm 2011, là một trong những chuỗi bán lẻ dược phẩm đầu tiên tại Việt Nam; kế đến là thương hiệu Long Châu, nhà thuốc lâu đời có tiếng với gần 20 năm hoạt động đã về tay của FPT retail vào năm 2017; cuối cùng là chuỗi An Khang của tập đoàn Thế giới di động, gia nhập cuộc chơi khá muộn màng nếu so với 2 chuỗi còn lại. Định hướng hoạt động của Pharmacy là tích hợp mô hình cửa hàng tiện lợi với rất nhiều mặt hàng FMCG, chăm sóc sức khỏe được bày bán cùng thuốc. Các sản phẩm ngoài thuốc và thực phẩm chức năng của Pharmacy chiếm tỷ trọng cao hơn so với 2 chuỗi còn lại, rơi vào khoảng 60-70%. Chiến lược của chuỗi là mở rộng thật nhanh để có thể thâm nhập thị trường, đến nay Pharmacy đang dẫn đầu về số lượng cửa hàng với 1,073 cửa hàng cuối 9 tháng năm 2022, tuy nhiên các cửa hàng của chuỗi vẫn chưa có được mức sinh lời dương. Điểm yếu lớn nhất của Pharmacy là ít chủng loại thuốc để cung cấp cho thị trường và người Việt Nam vẫn chưa hào hứng về mô hình nhà thuốc kết hợp chăm sóc sức khỏe. Về Long Châu, chuỗi này dường như giống với mô hình nhà thuốc thông thường nhất khi tỷ trọng thuốc, thực phẩm chức năng lên tới 70-80% danh mục, trong đó các sản phẩm thuốc có giá bán thường thấp hơn thị trường 20%. Trái với Pharmacy, Long Châu không cố gắng mở rộng quá nhanh mà tập trung vào chất lượng vận hành và hiệu quả của mỗi cửa hàng, đến hết 9 tháng năm 2022, chuỗi đã có 800 cửa hàng, với doanh thu mỗi cửa hàng trong Quý I rơi vào khoảng 1.4 -15 tỷ đồng và đã nhanh chóng có lãi trước hạn 2 năm (kế hoạch ban đầu đến năm 2023 chuỗi sẽ có lãi). FRT sắp tới sẽ tận dụng cơ hội của mảng dược bằng việc tăng vốn góp tại Long Châu lên gấp đôi, nếu thành công sẽ nâng tỉ lệ sở hữu lên đến 89.83%. Cuối cùng, dù

tham gia vào cuộc chơi trẻ nhất trong số các đối thủ, chuỗi An Khang nhờ vào các thế mạnh từ công ty mẹ MWG, đã có tốc độ tăng trưởng cửa hàng vô cùng ấn tượng, từ 178 cửa hàng năm 2021 lên đến 529 cửa hàng vào năm 2022. Công ty cũng có kế hoạch mở mới 2,000 cửa hàng vào cuối năm 2023 với mục tiêu đứng đầu về thị phần mảng bán lẻ. An Khang chọn cho mình mô hình kết hợp giữa Pharmacity và Long Châu với số lượng thuốc điều trị chiếm khoảng 60% so với tổng sản phẩm, lợi thế mạnh nhất của chuỗi là sự hậu thuẫn từ công ty mẹ, những kinh nghiệm bán lẻ và chất lượng phục vụ hàng đầu.

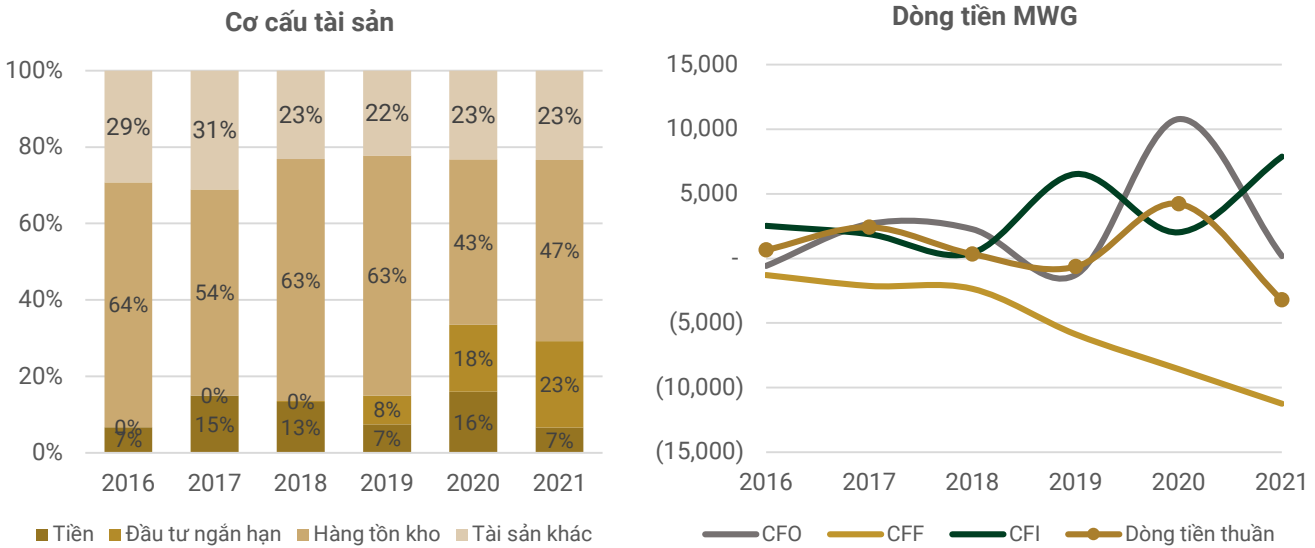
Điểm nhấn tài chính



(Nguồn: MWG, PHS Tổng hợp)

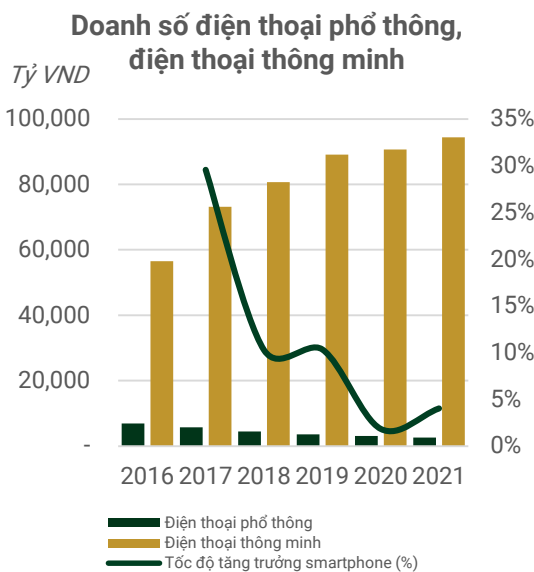
Nhìn vào biểu đồ tăng trưởng doanh thu của MWG, không khó để nhận thấy xu hướng tăng trưởng chậm lại đáng kể của tập đoàn. Tốc độ tăng trưởng đã suy giảm từ mức cao 76.7%/năm vào 2016 xuống chỉ còn 13.3% trong năm 2021. Điều này cũng dễ hiểu khi các động lực tăng trưởng trong quá khứ từ Thế giới di động và Điện máy xanh đã dần chậm lại, yêu cầu công ty phải tìm lời giải cho bài toán tăng trưởng trong thời gian sắp tới.

ROE cũng đã liên tục giảm từ mức 45.3% năm 2017 xuống chỉ còn 22.5% vào năm 2021. Nhìn vào phân tích DuPont có thể thấy hiệu quả sử dụng tài sản của doanh nghiệp đã đi xuống rõ rệt từ mức 4.03 về còn 2.26 trong giai đoạn từ 2016-2021. Điều này có thể giải thích là bởi việc liên tục mở rộng các chuỗi cửa hàng Bách hóa xanh và nhà thuốc An Khang, công ty vẫn đang hướng về mục tiêu chiếm lĩnh thị phần, chưa thể đến được giai đoạn tối ưu hóa hoạt động của từng cửa hàng nhằm nâng cao hiệu quả sử dụng tài sản. Doanh nghiệp cũng đang thu hẹp quy mô đòn bẩy tài chính của mình, thể hiện qua tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu giảm từ 2.9 lần về còn gần 2 lần trong cùng giai đoạn – tỷ số rất an toàn nếu so với mức 4 lần của một doanh nghiệp cùng ngành là FRT. Trong khi đó, tỷ lệ EBITDA/lãi vay thể hiện việc đảm bảo khả năng trả nợ bằng thu nhập từ hoạt động kinh doanh đã giảm từ 19.88 lần về còn 13.07 lần, vẫn còn ở mức rất an toàn. Nhìn chung thì các tỷ lệ nợ vay của MWG vẫn tạo được sự an tâm trong dài hạn.



(Nguồn: MWG, PHS Tổng hợp)

Dòng tiền ròng của MWG biến động khá thất thường, đạt đỉnh vào năm 2020 trong giai đoạn này, khi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tăng lên đáng kể (đạt 10,792 tỷ đồng) nhờ giảm đầu tư vào hàng tồn kho, do nhu cầu điện thoại và đồ điện tử đã bão hòa. Nhìn chung tỷ lệ CFO/doanh thu của MWG cũng không thật sự cao khi chỉ dao động từ -1.3% đến 4% (nếu không tính năm 2020). Phần lớn dòng tiền được dùng cho việc tích trữ hàng tồn kho nhằm thực hiện mục đích mở rộng của các chuỗi, tỷ lệ hàng tồn kho trong cơ cấu tài sản luôn chiếm khá cao từ 43%-64% trong giai đoạn này. Dòng tiền đầu tư cũng đang liên tục âm khi công ty đang tích cực đầu tư tài sản cố định và tận dụng nguồn tiền nhàn rỗi để đầu tư vào các khoản tiền gửi ngân hàng và trái phiếu nắm giữ có kỳ hạn từ 6 tháng đến 1 năm.



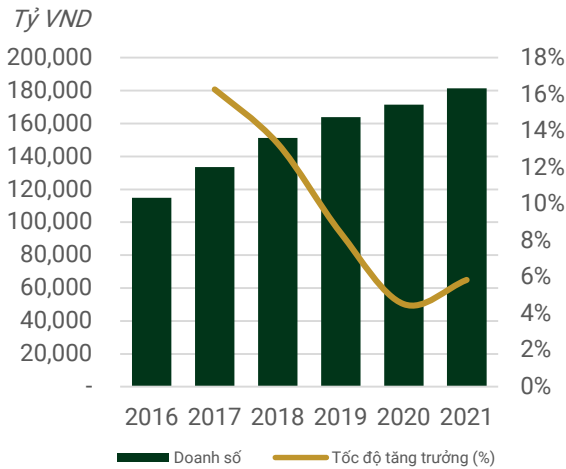
(Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp)

Điểm nhấn đầu tư

Thị trường điện thoại và điện máy đang bước vào bão hòa

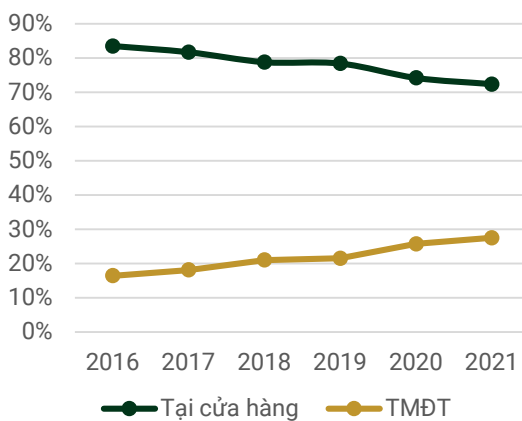
Nhìn chung, thành công của chuỗi là nhờ vào việc đón đầu xu hướng bùng nổ tiêu thụ điện thoại thông minh trong quá khứ, trong bối cảnh Việt Nam chưa có một nhà bán lẻ có tầm cỡ và quy mô tại thời điểm bấy giờ. Tuy nhiên, cho đến nay MWG đã đạt vị thế hàng đầu với các dòng sản phẩm này với thị phần ước tính khoảng từ 50-60% tổng thị trường, xếp sau đó là các chuỗi FPT Shop, Viettelstore và Cellphones. Hiện nay Thế giới di động đang sở hữu mạng lưới cửa hàng lớn nhất (1,116), theo sau đó là FPT Shop (933), Viettelstore (391). Cùng với đó, việc thị trường điện thoại di động đã bão hòa, phần lớn người dân đã sở hữu điện thoại thông minh (tỷ lệ này là 73.5% đối với người trưởng thành – theo số liệu của Cục Viễn Thông), dư địa của xu hướng dịch chuyển từ điện thoại phổ thông sang smartphone cũng đã không còn nhiều (tỷ lệ doanh thu điện thoại phổ thông đã giảm từ 33% trong năm 2016 xuống chỉ còn 15% vào năm 2021, theo Euromonitor). Điện thoại smartphone trong những năm gần đây cũng được đánh giá là không

Doanh số thị trường điện máy



(Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp)

Tỉ lệ phân phối tại cửa hàng và online



(Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp)

có nhiều đột phá về công nghệ và đang bão hòa về mặt này. Chính vì các lý do này, chúng tôi cho rằng chuỗi Thế giới di động sẽ tăng trưởng chậm lại trong các năm tới với tỷ lệ tăng trưởng doanh thu trong năm 2022 và 2023 lần lượt đạt 7% và 5%/năm.

Thị trường điện máy (CE) cũng đã qua thời kỳ tăng trưởng mạnh mẽ nhất của mình, khi mức tăng trưởng đạt 16.3% vào năm 2017 nhưng sau đó giảm chỉ còn 5.8% vào năm 2021, theo Euromonitor. Tăng trưởng giai đoạn này của các công ty chủ yếu đến từ việc gia tăng thị phần do đoạt được từ các công ty nhỏ và quá trình hợp nhất ngành. Hiện tại, điện máy xanh đang chiếm 50% thị phần điện máy tại Việt Nam, 30% thuộc về các nhà bán lẻ khác và 20% thuộc về 20,000 đến 30,000 cửa hàng nhỏ lẻ truyền thống còn lại. Xu hướng chung trong phân phối đồ điện tử hiện nay là dần chuyển dịch sang các kênh online, bằng chứng là tỷ lệ phân phối qua cửa hàng đã giảm từ mức 83.5% vào năm 2016 chỉ còn 72.4% năm 2021, trong khi đó kênh thương mại điện tử đã tăng 11.1 điểm phần trăm trong cùng kỳ. Khách hàng hiện tại có xu hướng tự nghiên cứu và so sánh các sản phẩm trên website của công ty và các trang thương mại điện tử, sau đó sẽ trực tiếp đến các cửa hàng để tận mắt trải nghiệm và ra quyết định. Điều này đồng nghĩa với việc giảm bớt yêu cầu về độ lớn mặt bằng, các cửa hàng có diện tích rộng, phù hợp với định hướng mô hình DMS của MWG.

Công thức thành công cũ liệu có còn phù hợp?

Theo chúng tôi, công thức để đạt được sự thành công rực rỡ với hai chuỗi Thế giới di động và Điện máy xanh của MWG bao gồm 3 yếu tố chính (i) Lợi thế của người tiên phong, (ii) Chất lượng phục vụ hàng đầu, (iii) Khả năng quản lý vượt trội nhờ vào ứng dụng công nghệ, hệ thống ERP hiệu quả. Thế giới di động đã xuất hiện khá sớm trên thị trường di động còn phân mảnh vào những năm 2004, thời kỳ đầu của bùng nổ thị trường điện thoại di động. Công ty đã tăng trưởng doanh thu 200% trong ngay cả trong giai đoạn kinh tế khó khăn từ năm 2007 đến năm 2010. Tận dụng dung lượng thị trường còn lớn, MWG đã liên tục bành trướng thông qua mở mới các chi nhánh (15, 30, 40 cửa hàng qua 2007, 2008 và 2009). Mục đích chính của công ty nhằm chiếm lĩnh thị phần, xây dựng được thương hiệu, độ phủ sau đó sẽ cố gắng cải thiện hiệu suất hoạt động mỗi cửa hàng. Việc mở rộng của các chuỗi cửa hàng cũng đồng nghĩa với những khó khăn trong công tác vận hành, thứ mà các doanh nghiệp Việt Nam còn thiếu kinh nghiệm thời bấy giờ. Cũng chính nhờ sự rót vốn và hỗ trợ về mặt quản trị của Mekong Capital vào năm 2007 đã giúp Thế giới di động cải thiện đáng kể năng lực quản lý thông qua việc áp dụng công nghệ, hệ thống ERP để đảm bảo chất lượng, hiệu suất của các cửa hàng trải dài tại 3 thành phố Hồ Chí Minh, Hà Nội, Đà Nẵng. Cùng với đó, dấu ấn lớn nhất của Thế giới di động trong mắt người tiêu dùng là chất lượng phục vụ cực kỳ tốt. Công ty luôn cố gắng hướng đến trải nghiệm khách hàng, các nhân viên của Thế giới di động còn mang nhiệm vụ tư vấn chứ không chỉ bán hàng. Công ty cũng là chuỗi đầu tiên tăng số ngày đổi trả sản phẩm từ 7 lên 14 ngày, thậm chí vào năm 2016, nó lại tiếp tục là cái tên đầu tiên tăng số ngày đổi trả sản phẩm lên 1 tháng. Trong khâu bảo hành, thay vì đưa đến các trung tâm bảo hành rồi chờ đợi, việc này được thực hiện ở tất cả cửa hàng của Thế giới di động.

Về phần Điện máy xanh, chuỗi này lại không phải là tay chơi đầu tiên trong thị trường điện máy, thị trường trước đó còn những tên tuổi đi

trước khác như điện máy Chợ Lớn, Thiên Hòa, Trần Anh và ông lớn Nguyễn Kim. Tuy vậy Điện máy xanh lại là người tiên phong trong việc áp dụng mô hình Cửa hàng điện máy tiện lợi. Nguyễn Kim thời bấy giờ đã chọn cho mình mô hình Shop-in-shop nhằm tận dụng được nguồn khách hàng mua sắm ở các Trung tâm thương mại. Tuy nhiên, do giá cả các mặt hàng điện máy vẫn còn cao so với thu nhập của người Việt Nam nên sẽ hạn chế hành vi ngẫu hứng mua sắm khi khách hàng đang đi dạo trong các khu thương mại này. Điện máy Trần Anh thì lại chọn cho mình mô hình Đại siêu thị với diện tích lớn nên có thể tích hợp bãi giữ xe, các tiện ích khác, dễ thu hút ánh nhìn, tổ chức sự kiện hấp dẫn người tiêu dùng khu vực xung quanh. Điểm yếu lớn nhất của loại hình này lại nằm ở chi phí mặt bằng quá lớn khiến cho hiệu suất tài chính của mỗi cửa hàng không được cao, dẫn đến khó mở rộng trên quy mô toàn quốc. Hơn nữa, xu hướng dịch chuyển sang xem hàng trước trên các trang website trước khi quyết định mua hàng khiến cho việc trưng bày nhiều mặt hàng tại cửa hàng là không cần thiết. Mô hình của Điện máy xanh trong khi đó đã có thể giải quyết các bất cập này, cộng thêm các lợi thế sẵn có từ công ty mẹ. Các cửa hàng có diện tích nhỏ hơn so với các đối thủ nên rất dễ dàng trong việc tìm kiếm mặt bằng, có lợi cho việc tăng mức độ bao phủ. Người tiêu dùng Việt Nam lại chủ yếu sử dụng xe máy nên nhu cầu cho một bãi giữ xe quá lớn là không cần thiết và đây cũng là phù hợp với xu hướng chuyển dịch online. Dễ dàng nhận thấy chiến lược mở các cửa hàng ĐMS với diện tích chỉ từ 120-150m² để chiếm lĩnh thị phần ngoại thành đã minh chứng cho sự thành công của mô hình này.

Sau khi phân tích những nguyên nhân thành công trước đó của MWG, chúng tôi nhận thấy câu chuyện tại Bách hóa xanh và chuỗi An Khang có nhiều điểm khác biệt, việc “đóng khung” trong một công thức có lẽ sẽ không phù hợp trong trường hợp này. Đầu tiên, hãy xét đến chuỗi Bách hóa xanh. Đối với thị trường mua bán bách hóa và thực phẩm mà chuỗi đang theo đuổi, các tiêu chí quan trọng nhất của người tiêu dùng theo chúng tôi hiện nay là giá cả, độ tươi ngon và mức độ an toàn. Như đã phân tích ở trên, yếu điểm hiện nay của các chuỗi thực phẩm là việc không có một nguồn cung hàng đạt tiêu chuẩn do thiếu vắng các nhà sản xuất nông nghiệp lớn. Nguồn thực phẩm tươi của Bách hóa xanh chủ yếu vẫn phụ thuộc vào các chợ đầu mối – cùng nguồn với các chợ truyền thống. Điều này có nghĩa là chuỗi sẽ đánh mất đi các lợi thế về chất lượng sản phẩm, độ đồng nhất, sự an toàn, cộng thêm việc còn phải tốn thêm các chi phí về logistics, thuê mặt bằng và nhân viên sẽ gây áp lực lên giá bán. Không giống như điện thoại, đồ điện tử, các mặt hàng thực phẩm lại không hề đồng nhất về chất lượng và cực kỳ khó bảo quản. Điều này đồng nghĩa với các áp lực về hệ thống quản trị hàng tồn kho, dự báo nhu cầu. Thói quen tiêu dùng của những đối tượng nội trợ cũng khác hẳn so với người tiêu dùng tại 2 chuỗi kia, họ ưa chuộng tính nhanh gọn, không yêu cầu nhiều tư vấn nên chất lượng dịch vụ - thứ đã giúp Thế giới di động thành công trong quá khứ chưa chắc đã có tác dụng lớn trong trường hợp này. Một điểm mạnh nên đáng được nhắc đến của Bách hóa xanh là các chương trình đổi điểm, khách hàng thân thiết, thứ mà các chợ truyền thống không thể có. Các chương trình này sẽ giúp giữ chân các bà nội trợ, kích thích tiêu dùng nhưng cũng đồng nghĩa với việc chi phí bán hàng sẽ tiếp tục giữ ở mức cao. Công ty có thể chọn chuyển hướng sang việc làm các siêu thị mini mà tỉ trọng đồ khô, hàng tiêu dùng nhanh cao hơn. Nếu vậy, Bách hóa xanh sẽ cạnh

tranh với các mô hình siêu thị, đại siêu thị và thương mại điện tử, những nơi có đa dạng các mẫu mã và mức chiết khấu, ưu đãi cũng tốt. Điều này cũng đồng nghĩa, biên lợi nhuận gộp của Bách hóa xanh sẽ giảm trong thời gian tới do biên lợi nhuận của các sản phẩm này không cao bằng đồ tươi sống (ước tính 25-30% tùy mặt hàng và 12-15% biên gộp hàng khô).



Hình: Nhà thuốc An Khang mở cạnh một nhà thuốc Pharmacy

Đối với chuỗi dược phẩm An Khang, MWG cũng đang thực hiện chiến lược tương tự như bấy lâu nay sau khi quyết định gia nhập vào mảng bán lẻ dược đầy màu mỡ vào năm 2021, số lượng cửa hàng đã tăng từ 178 cửa hàng lên đến 529 cửa hàng chỉ trong năm 2022 và doanh thu chúng tôi ước tính khoảng 2,381 tỷ đồng. Khác với những lần trước, lần này MWG không sở hữu cho mình cả thế mạnh đi trước và thế mạnh về mô hình. Pharmacy đã được thành lập từ đầu những năm 2011 trong khi đó Long Châu đã là một nhà thuốc có tiếng hơn 20 năm nay, An Khang thì chỉ mới có ý định tham gia vào thị trường một cách nghiêm túc từ năm 2021. Mô hình của An Khang khá tương đồng với Long Châu khi các cửa hàng mở mới có diện tích nhỏ, chỉ từ 30-40m², được đặt gần các tiệm thuốc tây nhỏ lẻ trong khu vực và gần các chuỗi cạnh tranh. Khác với An Khang, Long Châu đang cố gắng theo đuổi mục tiêu lợi nhuận từ sớm và đến nay các cửa hàng đã có lãi, trong khi MWG lại hướng đến mục tiêu mở rộng thị phần. Chiến lược này có thể gặp trở ngại bởi thuốc là mặt hàng ảnh hưởng trực tiếp đến sức khỏe người tiêu dùng, yêu cầu trình độ chuyên môn của đội ngũ bán hàng. Thói quen của người Việt Nam hiện nay là sẽ không thông qua thăm khám với bác sĩ có chuyên môn mà sẽ đến trực tiếp các nhà thuốc và nhờ nhân viên bán hàng tư vấn. Chính vì đặc thù này mà tuyển dụng nhân sự bán hàng cho các cửa hàng An Khang sẽ không đơn giản như các chuỗi Thế giới di động và Điện máy xanh. Theo thống kê và đánh giá mới nhất từ Bộ Y tế, từ năm 2017 đến nay, nước ta vẫn luôn xảy ra tình trạng khan hiếm nhân lực Ngành Y Dược. Vô hình trung, điều này đã tạo ra thêm một cuộc cạnh tranh về nguồn nhân lực giữa các chuỗi bán lẻ dược phẩm trong đó Pharmacy đang là nhà tuyển dụng dược sĩ lớn nhất cả nước, với hơn 5,000 dược sĩ làm việc, ở giai đoạn có 5,000 cửa hàng, con số này sẽ tăng lên 25,000 dược sĩ.

Định giá

Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 44,700 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức tăng giá tiềm năng là 11%. Định giá của chúng tôi đã phản ánh con số ước tính dựa trên kịch bản cơ sở trong giai đoạn 5 năm tiếp theo và chưa tính đến kết quả của các chuỗi AVA.

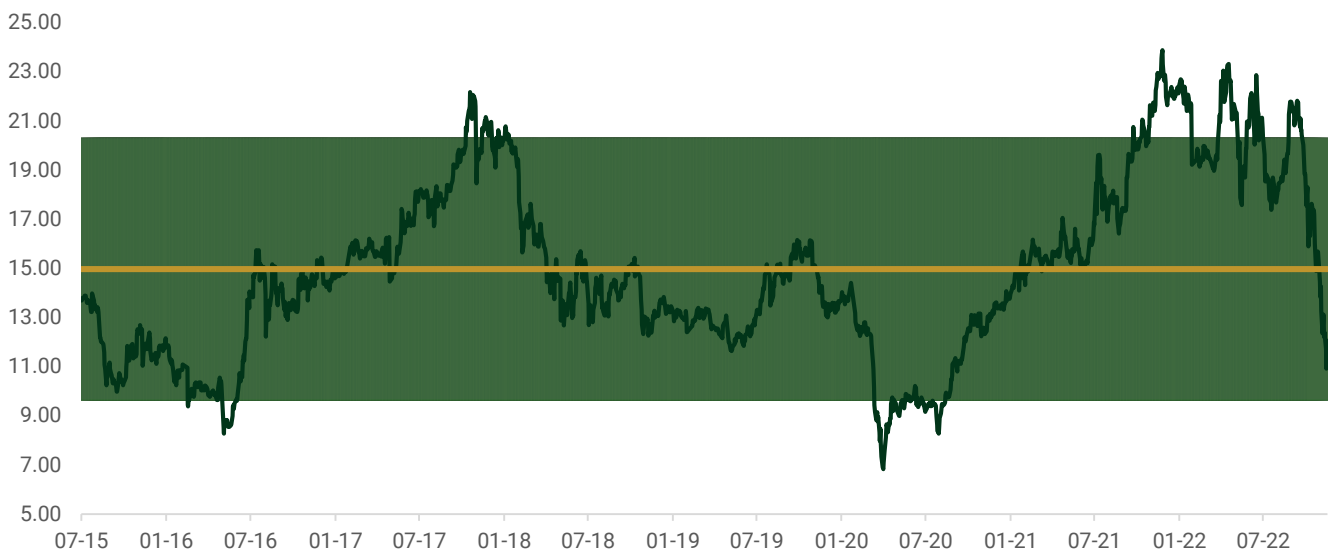
Phương pháp	Tỷ số lựa chọn	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
DCF	NA	39,534	50%
P/E	15.x	49,955	50%
Giá trị hợp lý			44,700

Bảng: Dự phóng dòng tiền (FCFF) từ năm 2023 đến năm 2027

Năm tài chính	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận ròng	4,991	6,414	8,812	9,510	10,666
Cộng: Khấu hao TSCĐ	4,871	5,852	3,836	4,942	6,398
Trừ: Tăng/giảm Vốn lưu động ròng	3,025	(1,321)	(2,241)	(1,747)	(4,853)
Trừ: Mua sắm TSCĐ	(5,108)	(5,591)	(6,201)	(6,737)	(8,308)
Cộng: Chi phí lãi vay sau thuế	960	517	507	569	691
FCFF	8,738	5,871	4,713	6,537	4,593

(Nguồn: PHS tổng hợp)

P/E của MWG



(Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp)

TTM P/E của MWG	12.0
P/E mục tiêu của MWG	15.0

Bảng tính P/E cho MWG

Hiện tại P/E của MWG đang ở mức 12.0, gần ở mức 1.5x độ lệch chuẩn thấp hơn so với giá trị trung bình tính được trong khoảng thời gian 7 năm từ 2015 đến 2022. Chúng tôi chọn mức P/E dự phóng cho MWG để định giá ở mức 15x. Cần lưu ý rằng thu nhập E của công ty bao gồm thu nhập từ mảng ICT và mảng bách hóa, trong đó mảng bách hóa đang lỗ, điều đồng nghĩa với định giá P/E của mảng ICT có thể hấp dẫn hơn so với con số 12.0 hiện tại của toàn công ty.

Bảng: Định giá bằng DCF

Tỷ VND (ngoại trừ Giá trị hợp lý)

Beta	0.98
Risk-Free Rate (Rf) (Lãi suất phi rủi ro)	5%
Equity Risk Premium (Phần bù rủi ro cổ phần)	11.0%
Chi phí sử dụng vốn cổ phần	11.3%
Chi phí sử dụng vốn vay (trước thuế)	8%
Thuế suất	25%
Chi phí sử dụng vốn vay (sau thuế)	8.5%
E/V	0.6
D/V	0.4
WACC	11.9%
Giá trị hiện tại của giá trị đầu cuối (terminal value) (g=3%)	30.129
Giá trị hiện tại của dòng tiền (FCFF)	22,630
Cộng: Tiền & tương đương tiền	6,523
Cộng: Đầu tư tài chính ngắn hạn	15,978
Trừ: Nợ vay ngắn & dài hạn	(17,387)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(-)
Tổng giá trị cổ phần (triệu đồng)	57,873
Số cổ phiếu đang lưu hành	1,463,551,859
Giá trị hợp lý	39.534

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Rủi ro

Tái cấu trúc Bách hóa xanh không đem lại hiệu quả

Bách hóa xanh được kỳ vọng sẽ là mũi nhọn chiến lược để Thế giới di động có thể phát triển trong thời gian sắp tới. Thành công của tập đoàn phụ thuộc rất lớn vào kết quả của các nỗ lực tái cấu trúc Bách hóa xanh. Như đã phân tích phía trên, mô hình bách hóa hàng tươi sống dường như chưa đạt được thời điểm chín muồi tại Việt Nam. Với kinh nghiệm, khả năng của ban lãnh đạo đã được chứng minh qua thời gian, chúng tôi vẫn tin rằng Bách hóa xanh sẽ có thể chuyển đổi sang mô hình bách hóa tập trung vào các mặt hàng đồ khô, tiêu dùng nhanh. Tuy nhiên, đã 7 năm kể từ khi Bách hóa xanh ra mắt từ năm 2015, đến nay chuỗi vẫn chưa thể có được lợi nhuận, ngay cả lãnh đạo công ty cũng chưa thể tự tin vào thời điểm kinh doanh có lãi. Chính vì thế, chúng tôi vẫn đề nghị nên quan sát chặt các kết quả từ việc tái cấu trúc chuỗi.

Sức mua bị suy giảm do lạm phát và suy thoái kinh tế

Thế giới đang bước vào giai đoạn suy thoái và lạm phát cao sau thời kỳ tiền rẻ trong giai đoạn COVID. Theo số liệu của Tổng cục thống kê, lạm phát cơ bản đã tăng từ 0.66% đầu năm lên đến 4.47% trong tháng 10 năm 2022 phản ánh sức ép của lạm phát đã bắt đầu gia tăng và sẽ phản ánh tiêu cực lên sức mua của người tiêu dùng sắp tới. Những căng thẳng địa chính trị vẫn còn bủa vây thế giới tại điểm nóng Ukraine, không loại trừ khả năng leo thang căng thẳng giữa các bên sẽ ảnh hưởng xấu lên nền kinh tế và giá cả hàng hóa.

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần	86,516	102,174	108,546	122,958	136,453	145,254
Giá vốn hàng bán	(71,224)	(82,684)	(84,547)	(95,326)	(105,742)	(111,394)
Lợi nhuận gộp	15,292	19,491	23,999	27,632	30,711	33,860
Chi phí bán hàng	(8,514)	(11,095)	(13,247)	(15,104)	(16,761)	(17,842)
Chi phí QLDN	(1,685)	(1,976)	(3,340)	(3,713)	(4,121)	(4,386)
Lợi nhuận từ HĐKD	5,094	6,420	7,412	8,815	9,829	11,631
Lợi nhuận tài chính	(94)	61	200	573	(159)	(90)
Chi phí lãi vay	(436)	(568)	(594)	(674)	(1,212)	(1,288)
Lợi nhuận trước thuế	3,786	5,053	5,410	6,472	5,733	6,699
Lợi nhuận sau thuế	2,880	3,836	3,920	4,901	4,271	4,991
LNST của cổ đông Công ty mẹ	2,879	3,834	3,918	4,899	4,271	4,991
Cân đối kế toán	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Tài Sản Ngắn Hạn	23,372	35,012	37,317	51,955	46,437	56,194
Tiền và tương đương tiền	3,750	3,115	7,348	4,142	1,477	6,523
Đầu tư tài chính ngắn hạn	51	3,137	8,057	14,237	12,281	15,978
Phải thu ngắn hạn	1,543	1,815	1,595	3,162	3,499	3,724
Hàng tồn kho	17,446	25,745	19,422	29,167	27,925	28,644
Tài sản ngắn hạn khác	583	1,199	895	1,247	1,256	1,326
Tài Sản Dài Hạn	4,751	6,696	8,714	11,016	11,344	11,658
Phải thu dài hạn	314	375	439	482	521	561
Tài sản cố định	3,333	5,404	7,295	9,647	9,930	10,291
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	257	87	133	80	112	49
Đầu tư tài chính dài hạn	60	56	53	-	47	60
Tài sản dài hạn khác	234	283	364	439	428	451
Lợi thế thương mại	553	491	430	368	307	246
Tổng cộng tài sản	28,123	41,708	46,031	62,971	57,782	67,853
Nợ phải trả	19,139	29,565	30,549	42,593	33,299	39,111
Nợ ngắn hạn	17,929	28,442	29,423	42,593	33,299	39,111
Nợ dài hạn	1,210	1,122	1,127	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	8,983	12,144	15,482	20,378	24,483	28,742
Vốn góp	4,435	4,435	4,532	7,131	14,639	14,639
Lợi ích cổ đông thiểu số	6	8	9	12	12	12
Tổng nguồn vốn	28,123	41,708	46,031	62,971	57,782	67,853

Lưu chuyển tiền tệ	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	2,261	(1,286)	10,792	171	7,297	12,096
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(2,344)	(5,873)	(8,574)	(11,255)	(1,229)	(7,624)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	422	6,525	2,014	7,877	(8,733)	574
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	338	(634)	4,233	(3,206)	(2,665)	5,046
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	3,411	3,750	3,115	7,348	4,142	1,477
Ảnh hưởng của chênh lệch tỉ giá	-	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	3,749	3,115	7,348	4,142	1,477	6,522
Chỉ số tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Tăng trưởng						
Doanh thu	30.4%	18.1%	6.2%	13.3%	11.0%	6.4%
Lợi nhuận sau thuế	30.5%	33.2%	2.2%	25.0%	-12.9%	16.9%
Tổng tài sản	23.2%	48.3%	10.4%	36.8%	-8.2%	17.4%
Tổng vốn chủ sở hữu	52.0%	35.2%	27.5%	31.6%	20.1%	17.4%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	17.7%	19.1%	22.1%	22.5%	22.5%	23.3%
Tỷ suất EBIT	4.5%	4.9%	4.8%	4.8%	4.3%	4.7%
Tỷ suất lãi ròng	3.3%	3.8%	3.6%	4.0%	3.1%	3.4%
ROA	10.2%	9.2%	8.5%	7.8%	7.4%	7.4%
ROE	38.7%	36.3%	28.4%	27.3%	19.0%	18.8%
Hiệu quả hoạt động						
Vòng quay khoản phải thu	1.5	0.9	0.8	1.4	1.4	1.4
Vòng quay hàng tồn kho	90.1	114.1	84.8	112.7	97.3	94.7
Vòng quay khoản phải trả	41.7	47.7	47.8	35.8	41.0	34.8
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.3	1.2	1.3	1.2	1.4	1.4
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.3	0.3	0.6	0.5	0.6	0.7
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	2.1	2.4	2.0	2.1	1.4	1.4
Vay ngắn hạn/VCSH	0.6	1.1	1.0	1.2	0.7	0.6
Vay dài hạn/VCSH	0.1	0.1	0.1	-	-	-

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Minh Trí, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,

8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Customer Service:(+84-28) 5 411 8855

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,

107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam,

157 Võ Thị Sáu, Phường 6, Quận 3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex, Trung Hòa

Nhân Chính, Quận Thanh Xuân Hà Nội

Điện thoại: (+84-28) 6 250 9999

Fax: (+84-28) 6 250 6666

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,

251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân Bình, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,

Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận Hai

Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo,

Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912