

**CTCP ĐT thế giới di động - MWG**

**KHẢ QUAN**

**Trở lại quỹ đạo tăng trưởng trong năm 2023**

Giá mục tiêu (12M)

Dịch vụ tiêu dùng | CẬP NHẬT

VND61.500

Consensus\*: Mua:15 Giữ:1 Bán:0

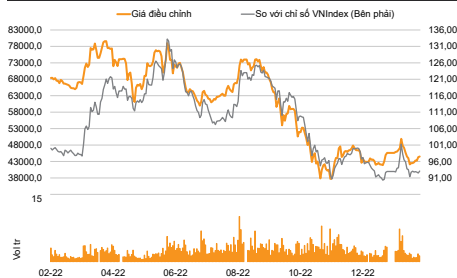
Giá mục tiêu / Consensus: -8,5%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

- Giảm LN ròng 2023/24 32,5%/24,3%
- Giảm giá mục tiêu 21,5%

Previous rating	KHẢ QUAN
Previous TP	VND78.300
Giá thị trường	VND44.500
Cao nhất 52 tuần (VND)	79.580
Thấp nhất 52 tuần (VND)	37.700
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	108.732
Thị giá vốn (tỷ VND)	64.828
Free float	47%
Tỷ suất cổ tức	0,37%
P/E trượt (x)	13,3
P/B hiện tại (x)	3,2

**Diễn biến giá**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

Công ty Tư vấn ĐT thế giới bán lẻ	10,5%
Arisaig Asia Consumer Fund	7,0%
Nguyễn Đức Tài	2,3%
Khác	80,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Phan Như Bách**

bach.phannhu@vndirect.com.vn

- MWG đánh mất đà tăng trưởng LN ròng kể từ 2012 với LN ròng 2022 giảm 16,3% svck, thấp hơn nhiều so với dự phóng của chúng tôi.
- Chúng tôi giảm 32,5%-24,3% dự phóng EPS năm 2023-24 khi tiêu dùng trong nước yếu đi rõ rệt, khiến giá mục tiêu giảm xuống còn 61.500 đồng.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan do đợt điều chỉnh giá vừa qua đã phản ánh các yếu tố tiêu cực và BHX đang trên đà có lãi trong 2023.

**KQKD Q4/22: Suy yếu bởi sự sụt giảm tiêu dùng nội địa**

Doanh thu Q4/22 của Bách Hóa Xanh (BHX) tăng trưởng 27,8% svck nhờ tái cấu trúc hệ thống chuỗi. Tuy nhiên, doanh thu Thế Giới Di Động & Điện Máy Xanh (TGDD&DMX) trong Q4/22 lại giảm 26,5% svck. Do đó, MWG chỉ đạt mức doanh thu 30.588 tỷ đồng (-15,4% svck) và LN ròng 619 tỷ đồng (-60,4% svck) trong Q4/22. Biên lợi nhuận hoạt động trong Q4/22 giảm 2,5 điểm % xuống 3,15% do tăng cường khuyến mãi trong giai đoạn tiêu dùng nội địa yếu. Trong năm 2022, doanh thu của MWG tăng trưởng 8,5% svck nhưng LN ròng giảm 16,3% svck, chỉ hoàn thành 92%/77% dự phóng của chúng tôi.

**Thời điểm để BHX bắt đầu có lợi nhuận?**

Doanh thu hàng tháng mỗi cửa hàng của BHX tăng lên 1,38 tỷ đồng trong Q4/22, tăng 2% so với quý trước và 56,8% svck nhưng thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi là 1,45 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp đạt 27% trong Q4/22 và không ghi nhận chi phí thanh lý tài sản giúp BHX thu hẹp mức lỗ còn 350 tỷ đồng trong Q4/22 từ mức lỗ trung bình ~850 tỷ đồng trong ba quý trước đó. Với việc dừng mở rộng và biên lợi nhuận gộp được giữ ở mức ổn định 26%, chúng tôi cho rằng doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng là chỉ số chính cần quan sát để theo dõi khả năng sinh lời của BHX. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng BHX sẽ có lãi trong Q3/23 khi doanh thu hàng tháng mỗi cửa hàng đạt 1,50-1,55 tỷ đồng (tăng trưởng 8,7%-12% so với Q4/22) nhờ giá trị giỏ hàng tăng khi tiêu dùng phục hồi và lượng người đến BHX tiếp tục tăng.

**Vượt qua khó khăn 6T23 để quay về quỹ đạo tăng trưởng nửa cuối năm 2023**

Nợ ròng/cổ phiếu 2022 giảm còn 963 đồng, tốt hơn so với 8.794 đồng vào 2021 khi MWG giảm nợ và hàng tồn kho để đảm bảo dòng tiền trước khó khăn khi nhu cầu tiêu dùng giảm mạnh. Chúng tôi ước tính LN ròng của MWG trong 6T23 sẽ giảm 16% svck với LN TGDD&DMX giảm 39% svck và BHX lỗ 434 tỷ đồng. Trong nửa cuối 2023, với việc các yếu tố vĩ mô tốt hơn, chúng tôi ước tính LN ròng của MWG sẽ tăng gấp 2 lần svck với TGDD&DMX tăng 16,7% svck và BHX ghi nhận mức lãi 67 tỷ đồng. Nhìn chung, chúng tôi ước tính DT/LN ròng của MWG sẽ tăng trưởng 3,6%/25,8% svck trong 2023, 15%/19,1% svck trong 2024.

**Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với mức giá mục tiêu 61.500 đồng/cp**

Chúng tôi hạ giá mục tiêu 1 năm xuống 21,5% sau khi giảm dự phóng EPS 32,5%/24,3% trong 2023/24. Rủi ro giảm giá: sụt giảm tiêu dùng kéo dài hoặc BHX sinh lời chậm hơn dự kiến. Động lực tăng giá: kế hoạch mở rộng mới cho BHX sau hòa vốn, doanh số từng chuỗi tốt hơn kỳ vọng.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	122.958	133.405	138.194	158.957
Tăng trưởng DT thuần	13,3%	8,5%	3,6%	15,0%
Biên lợi nhuận gộp	22,5%	23,1%	21,6%	21,7%
Biên EBITDA	8,2%	8,3%	5,2%	6,5%
LN ròng (tỷ)	4.898	4.099	5.158	6.141
Tăng trưởng LN ròng	25,0%	(16,3%)	25,8%	19,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	3.347	2.801	3.436	4.014
EPS điều chỉnh	3.347	2.801	3.436	4.014
BVPS	13.916	16.324	18.573	21.428
ROAE	27,3%	18,5%	19,9%	20,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Trở lại quỹ đạo tăng trưởng trong năm 2023

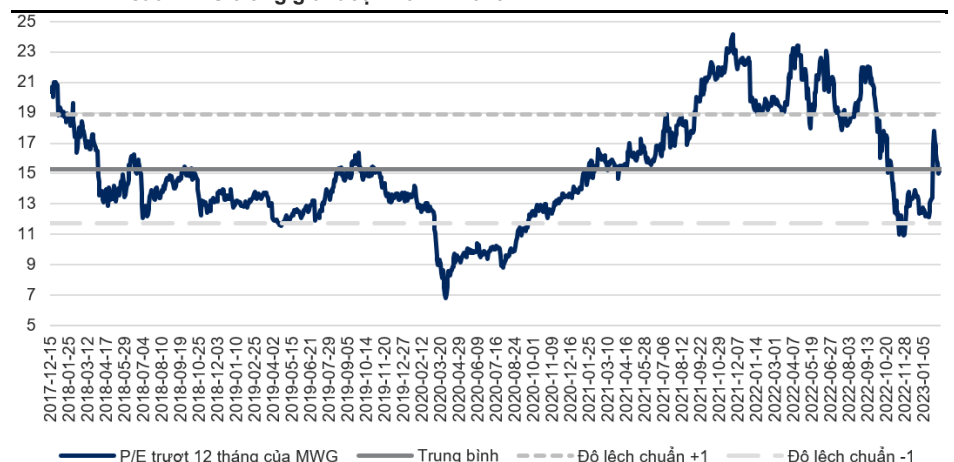
Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với mức giá mục tiêu **61.500 đồng/cp**

Chúng tôi ưa thích MWG vì:

- MWG là cổ phiếu đầu ngành trong mảng điện thoại và điện máy và tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng tăng trưởng tiêu dùng của Việt Nam và xu hướng tiêu dùng hướng tới kênh thương mại hiện đại. Mặc dù chịu tác động tiêu cực từ sự sụt giảm tiêu dùng, đặc biệt là tiêu dùng các sản phẩm không thiết yếu (TGDD&ĐMX), nhưng chúng tôi cho rằng tác động tiêu cực này diễn ra ngắn hạn và sẽ phục hồi nhanh chóng nếu nền kinh tế Việt Nam và thế giới ổn định trở lại sau giai đoạn suy yếu.
- Bách Hóa Xanh đang dần lấy lại niềm tin của người tiêu dùng sau tái cấu trúc với doanh thu BHX vẫn trong xu hướng tăng và lưu lượng truy cập website Bách Hóa Xanh từ Q4/22 tăng gấp 3 lần so với giai đoạn trước tái cấu trúc (Q1/21 – Q1/22), cho thấy doanh thu cửa hàng có thể duy trì được tăng trưởng bền vững và kỳ vọng mạnh hơn trong nửa cuối 2023 trong bối cảnh nền kinh tế dần ổn định và giá trị giỏ hàng tăng trở lại so với hiện tại. Chúng tôi kỳ vọng BHX có thể hòa vốn trong Q3/23 với doanh thu mỗi cửa hàng hàng tháng đạt 1,50-1,55 tỷ đồng (+8,7% đến 12% so với Q4/22) sẽ giúp MWG không còn ghi nhận giá trị lỗ lên đến gần 3.000 tỷ đồng vào năm 2022, và giúp LN ròng của MWG tăng mạnh trong năm 2022 (+25,8% yoy) dù mảng TGDD&ĐMX đang suy giảm trong giai đoạn này.
- Với mức giá MWG là 44.300đ/cp, P/E 2023 của MWG ở mức 12,9x, thuộc vùng định giá thấp, nằm trong biên độ -1 độ lệch chuẩn của P/E trong 5 năm qua.

Chúng tôi cho rằng cơ hội đầu tư vào MWG sẽ rõ ràng trong nửa cuối 2023 khi các tín hiệu vĩ mô và tiêu dùng khả quan xuất hiện sẽ giúp lợi nhuận của MWG trở lại quỹ đạo tăng trưởng. Chúng tôi ước tính LN ròng của MWG trong 6T23 sẽ giảm 16% svck với TGDD&ĐMX giảm 39% svck và BHX lỗ 434 tỷ đồng. Trong nửa cuối 2023, với việc các yếu tố vĩ mô tốt hơn, chúng tôi ước tính LN ròng của MWG sẽ tăng gấp 2 lần so với cùng kỳ với TGDD&ĐMX tăng 16,7% svck và BHX ghi nhận mức lãi 67 tỷ đồng.

Hình 1: P/E của MWG trong giai đoạn 2017 - 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Dstock

**Chúng tôi hạ giá mục tiêu 1 năm xuống 61.500 đồng từ mức 78.300 đồng**

Chúng tôi định giá MWG theo từng chuỗi bán lẻ: TGDD&DMX, BHX và An Khang của MWG với các giả định (WACC: 13,1%, lãi suất phi rủi ro: 4,0%). Chúng tôi hạ giá mục tiêu 1 năm 21,5% so với báo cáo trước xuống còn 61.500 đồng/cp để phản ánh LN ròng của MWG trong năm 2023/24 sẽ giảm 32,5%/24,3% so với dự báo trước đây của chúng tôi.

**Rủi ro giảm giá:** Thời kỳ tiêu dùng yếu kéo dài hoặc BHX có lãi chậm hơn dự kiến.

**Động lực tăng giá:** các chuỗi mở rộng nhanh hơn kỳ vọng, doanh thu trên mỗi cửa hàng cao hơn kỳ vọng hay biên lợi nhuận gộp của TGDD và DMX cao hơn kỳ vọng, BHX đạt mức hòa vốn nhanh hơn kỳ vọng hay IPO Bách Hóa Xanh thành công với giá mức giá / kế hoạch mở rộng mới cho BHX sau khi hòa vốn.

**Hình 2: Giá mục tiêu (đồng)**

	Phương pháp	Cũ	Mới	Thay đổi
TGDD+DMX	DCF	43.700	33.600	-23,11%
BHX	DCF	33.100	26.800	-19,03%
An Khang	DCF	1.500	1.100	-26,67%
<b>MWG</b>		<b>78.300</b>	<b>61.500</b>	<b>-21,46%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 3: Định giá DCF – TGDD và DMX (đồng)**

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	35.732
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng)	26.791
Giá trị doanh nghiệp	62.523
Tổng nợ	13.272
Tiền và tương đương tiền	0
Giá trị vốn	49.240
SL cổ phiếu	1.463.551.859
Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	33.600

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 4: Định giá DCF – BHX (đồng)**

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	10.661
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng)	15.860
Giá trị doanh nghiệp	26.521
Tổng nợ	3.318
Tiền và tương đương tiền	15.984
Giá trị vốn	39.187
SL cổ phiếu	1.463.551.859
Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	26.800

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: Định giá DCF – An Khang (đồng)**

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1.364
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng)	241
Giá trị doanh nghiệp	1.605
Tổng nợ	0
Tiền và tương đương tiền	0
Giá trị vốn	1.605
SL cổ phiếu	1.463.551.859
Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)	1.100

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 6: Các giả định**

<b>Chi phí sử dụng vốn</b>	
Beta	0,9
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Chi phí sử dụng vốn	14,3%
Chi phí sử dụng nợ vay	8,00%
<b>WACC</b>	<b>13,1%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 7: So sánh cùng ngành bán lẻ điện thoại, điện máy và bách hóa**

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại		Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (lần)		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
		Nội tệ	Nội tệ			2023	2024		2023	2024	2023	2024	2023	2024
<b>Ngành điện máy</b>														
Erajaya Swasembada Tbk PT	ERAA U	540	N/A	N/A	568	8,6	7,3	36,3	1,3	1,1	8,1	8,2	15,4	16,1
CTCP Bán lẻ kỹ thuật số FPT	FRT VN	76.000	N/A	N/A	378	21,0	16,6	636,7	N/A	N/A	8,5	11,4	20,7	N/A
Challenger Technologies Ltd	CHLG SP	N/A	N/A	N/A	147	N/A	N/A	(14,9)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Sunfar Computer Co Ltd	6154 TT	16	N/A	N/A	42	N/A	N/A	69,7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tsann Kuen Enterprise Co Ltd	2430 TT	47	N/A	N/A	180	N/A	N/A	51,0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<i>Trung bình</i>						14,8	12,0	155,8	1,3	1,1	8,3	9,8	18,1	16,1
<i>Trung vị</i>						14,8	12,0	51,0	1,3	1,1	8,3	9,8	18,1	16,1
<b>Ngành bách hóa</b>														
Taiwan FamilyMart Co Ltd Taiwan	5903 TT	201	N/A	N/A	1.477	26,0	21,5	(2,4)	6,5	5,8	2,9	3,5	25,0	27,5
Sumbar Alfaria Trijaya Tbk PT	AMRT U	3.040	N/A	N/A	8.326	46,4	37,4	50,1	11,7	9,8	N/A	N/A	26,8	27,8
<i>Trung bình</i>						36,2	29,4	23,9	9,1	7,8	2,9	3,5	25,9	27,7
<i>Trung vị</i>						36,2	29,4	23,9	9,1	7,8	2,9	3,5	25,9	27,7
<b>Ngành điện máy và bách hóa</b>														
CTCP đầu tư Thế giới Di động	MWG VN	44.300	61.500	KHẢ QUAN	2.722	12,9	11,0	0,2	2,4	2,1	8,5	8,9	19,9	20,2

Dữ liệu ngày 20/02/2023

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

## KQKD Q4/22: Suy yếu bởi sự sụt giảm tiêu dùng nội địa

MWG đạt doanh thu Q4/22 là 30.588 tỷ đồng (-15,4% svck) do doanh thu của TGDD&DMX giảm 26,5% svck trong bối cảnh tiêu dùng sụt giảm mạnh và khan hàng một số sản phẩm hot như dòng iPhone 14 do hoạt động sản xuất của Apple bị gián đoạn trong Q4/22 bởi Covid-19 tại Trung Quốc.

Ngược lại, doanh thu của Bách Hóa Xanh tăng 27,8% svck nhờ thành công trong quá trình tái cấu trúc, mang lại doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng Bách hóa Xanh trong Q4/22 đạt 1,38 tỷ đồng, tăng 56,8% svck.

Biên lợi nhuận gộp trong Q4/22 tăng lên 25,9% (+5,5% svck) do MWG giải phóng hàng tồn kho có biên lợi nhuận cao như phụ kiện, máy tính xách tay, đồng hồ và kính với khuyến mãi cao. Nhưng điều này lại khiến chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp tăng mạnh 24,9% svck (Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp/doanh thu đạt 22,5%, +7,2 điểm % svck).

MWG cũng ghi nhận chi phí tài chính ròng là 70 tỷ đồng trong Q4/22, trong khi họ ghi nhận thu nhập tài chính ròng là 159 tỷ đồng trong Q4/21. Do đó, biên lợi nhuận hoạt động trong Q4/22 giảm 2,5 điểm % xuống 3,15% khiến lợi nhuận ròng của Q4/22 của MWG chỉ đạt 619 tỷ đồng, -60,4% svck.

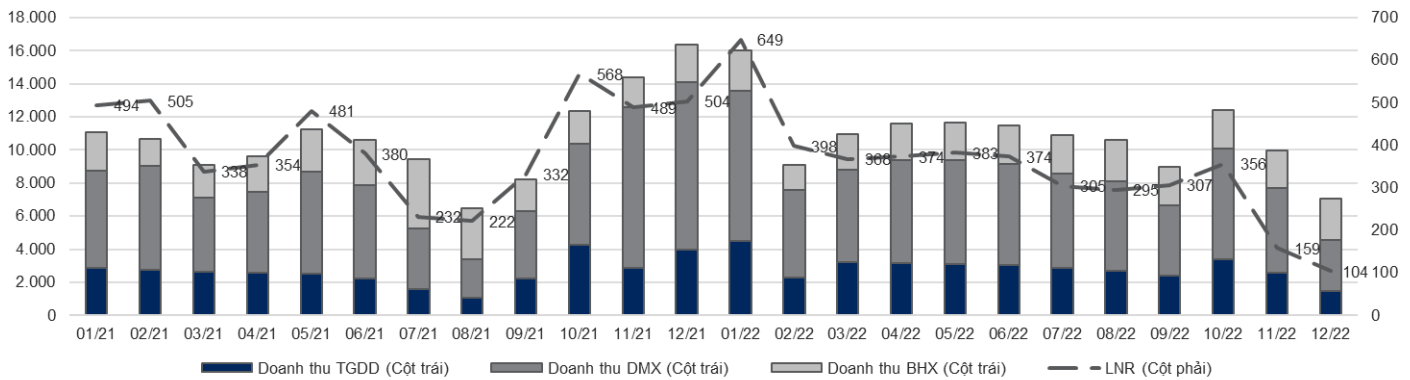
Cho cả năm 2022, doanh thu MWG tăng 8,5% svck lên mức 133.405 tỷ đồng nhưng LN ròng giảm 16,3% so với cùng kỳ xuống 4.100 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 77% dự báo của chúng tôi.

Hình 8: So sánh KQKD Q4/22 và 2022 (đơn vị: tỷ đồng)

	Q4/21	Q4/22	%svck	2021	2022	%svck	Dự phóng của VND	So với dự phóng của VND	Ghi chú
<b>Số lượng cửa hàng</b>									
TGDD	980	1.190	21,4%	980	1.190	21,4%	1.118	106%	
DMX	1.992	2.284	14,7%	1.992	2.284	14,7%	2.232	102%	
BHX	2.106	1.728	-17,9%	2.106	1.728	-17,9%	1.731	100%	
<b>Doanh thu hàng tháng / cửa hàng</b>									
TGDD	3,78	2,08	-45,0%	2,69	2,43	-9,7%	2,85	85%	Dưới dự phóng
DMX	3,23	2,17	-32,8%	2,62	2,52	-3,8%	2,86	88%	Dưới dự phóng
BHX	0,88	1,38	56,8%	1,11	1,31	18,0%	1,34	98%	Phù hợp với dự phóng
Doanh thu	36.138	30.588	-15,4%	122.958	133.405	8,5%	145.113	92%	Dưới dự phóng
TGDD	11.111	7.439	-33,0%	31.600	34.685	9,8%	38.233	91%	Dưới mức dự phóng của chúng tôi do 1) tiêu dùng suy giảm trong Q4/22 đã ảnh hưởng đến nhu cầu điện thoại thông minh và điện tử tiêu dùng và 2) sự gián đoạn chuỗi cung ứng đối với các sản phẩm của Apple, ước tính đóng góp khoảng 20% doanh thu điện thoại tiêu dùng và điện thoại thông minh trong Q4/22.
DMX	19.299	14.889	-22,9%	62.709	68.970	10,0%	76.695	90%	
BHX	5.584	7.135	27,8%	28.157	27.081	-3,8%	27.837	97%	Phù hợp với dự phóng
GVHB	-28.763	-22.659	-21,2%	-95.326	-102.623	7,7%	-113.548	90%	Dưới dự phóng
Lợi nhuận gộp	7.375	7.930	7,5%	27.632	30.782	11,4%	31.565	98%	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>20,4%</b>	<b>25,9%</b>	<b>5,5 điểm %</b>	<b>22,5%</b>	<b>23,1%</b>	<b>0,6 điểm %</b>	<b>21,8%</b>	<b>1,3 điểm %</b>	<i>Vượt dự phóng của chúng tôi do MWG tập trung bán các sản phẩm có biên lợi nhuận cao để giảm hàng tồn kho trong bối cảnh tiêu thụ yếu, bao gồm máy tính xách tay, phụ kiện, đồng hồ và mắt kính, dẫn đến tổng hàng tồn kho của MWG giảm 10,4% so với quý trước, 11,9% so với cùng kỳ trong Q4/22</i>
Lợi nhuận tài chính ròng	159	-70	-143,9%	573	-69	-112,1%	-134	52%	Lãi suất tăng khiến MWG không còn được hưởng lợi từ chênh lệch lãi suất như năm 2021, khiến thu nhập tài chính thuần 573 tỷ đồng năm 2021 chuyển thành chi phí tài chính thuần 69 tỷ đồng. Tuy nhiên, tỷ giá hạ nhiệt trong T12/22 giúp MWG không bị ảnh hưởng bởi lỗ tỷ giá như chúng tôi ước tính, khiến chi phí tài chính thuần chỉ đạt 52% dự báo.
Chi phí bán hàng	-4.853	-6.603	36,1%	-17.914	-21.790	21,6%	-20.541	106%	
Chi phí QLDN	-666	-292	-56,1%	-3.823	-2.348	-38,6%	-3.483	67%	
Chi phí BH&QLDN	-5.519	-6.896	24,9%	-21.738	-24.138	11,0%	-24.024	100%	
Chi phí bán hàng / DT	-13,4%	-21,6%	8,2 điểm %	-14,6%	-16,3%	1,7 điểm %	-14,2%	2,1 điểm %	
Chi phí QLDN / DT	-1,8%	-1,0%	-0,8 điểm %	-3,1%	-1,8%	-1,3 điểm %	-2,4%	-0,6 điểm %	
Chi phí BH&QLDN / DT	-15,3%	-22,5%	7,2 pts	-17,7%	-18,1%	0,4 pts	-16,6%	1,5 pts	<i>Vượt trên dự phóng của chúng tôi do MWG đẩy mạnh nhiều chương trình khuyến mãi trong Q4/22, trong bối cảnh tiêu thụ yếu dẫn đến tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu cao hơn ước tính của chúng tôi.</i>
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	2.027	964	-52,4%	6.466	6.575	1,7%	7.541	87%	Dưới dự phóng
<b>Biên LN HĐKD</b>	<b>5,61%</b>	<b>3,15%</b>	<b>-2,5 điểm %</b>	<b>5,26%</b>	<b>4,93%</b>	<b>-0,3 điểm %</b>	<b>5,20%</b>	<b>0,3 điểm %</b>	
Thu nhập khác	23	-31	-233,0%	6	-518				Thu nhập khác năm 2022 của MWG đến từ việc thanh lý khi đóng khoảng 40% cửa hàng Bách Hóa Xanh kể từ Q2/22.
Lợi nhuận trước thuế	2.050	933	-54,5%	6.472	6.056	-6,4%	7.407	82%	
Chi phí thuế	-487	-314	-35,4%	-1.570	-1.955	24,5%			
Thuế suất	-23,7%	-33,7%	10,0%	-24,3%	-32,3%	-8,0%	-28,3%	4%	
Lợi nhuận ròng	1.562	619	-60,4%	4.899	4.100	-16,3%	5.313	77%	Dưới dự phóng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 9: Doanh thu theo từng mảng và lợi nhuận ròng của MWG theo tháng kể từ 2021 (Đơn vị: tỷ đồng)**

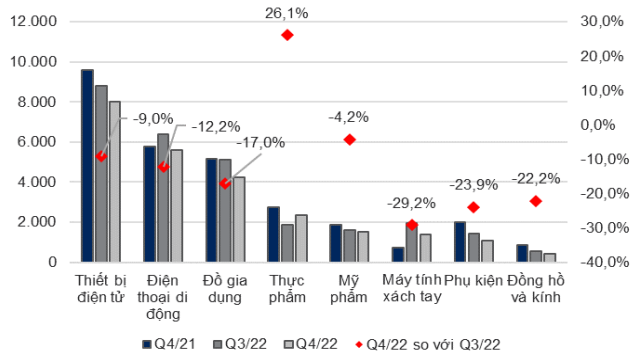


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Bảng cân đối tốt hơn:** Cùng với việc ngừng mở rộng chuỗi cửa hàng trong bối cảnh sức tiêu thụ yếu và bất ổn vĩ mô, MWG đã giảm quy mô hàng tồn kho trong Q4/22, lần lượt giảm 10,4% so với quý trước, giảm 11,9% svck, đặc biệt là ở mặt hàng máy tính xách tay và phụ kiện với lượng hàng tồn kho của các sản phẩm này giảm giảm mạnh nhất theo quý, ở mức -29,2% và -23,9%. Ngoài ra, dòng tiền hoạt động kinh doanh Q4/22 của MWG đạt mức cao nhất kể từ năm 2019 sau khi ngừng mở rộng và hạ mức tồn kho để ưu tiên bảo vệ hoạt động kinh doanh cốt lõi, đạt giá trị 5.932 tỷ đồng.

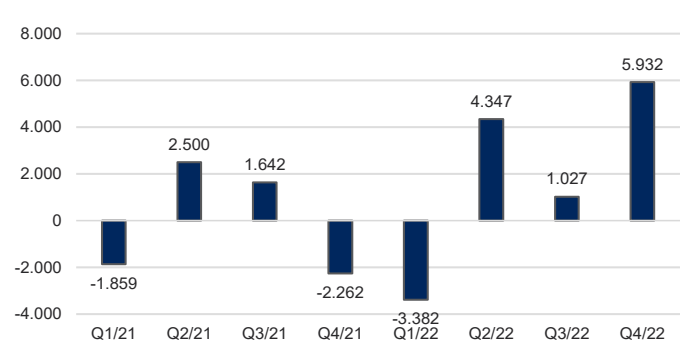
MWG cũng cơ cấu nợ trong bối cảnh lãi suất cao, giúp tỷ lệ D/E giảm còn 0,7 lần, so với 1,1 – 1,2 lần trong năm 2019-2021. Nợ ròng trên mỗi cổ phiếu cũng được cải thiện mạnh mẽ, đạt 963 đồng vào cuối năm 2022, so với 8.794 đồng vào cuối năm 2021.

**Hình 10: Hàng tồn kho của MWG trong Q4/21, Q3/22 và Q4/22 (đơn vị: tỷ đồng)**



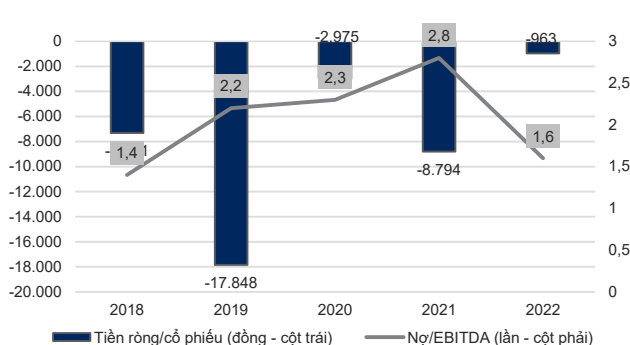
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 11: Dòng tiền hoạt động kinh doanh của MWG theo quý giai đoạn 2021 – 2022 (đơn vị: tỷ đồng)**



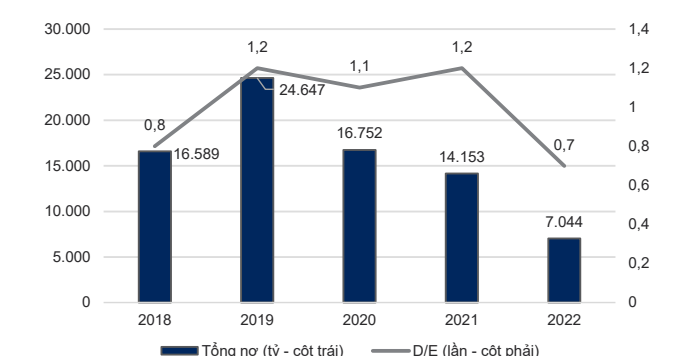
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 12: Tiền ròng và chỉ số Nợ/EBITDA giai đoạn 2018 - 2022**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Dstock

**Hình 13: Tổng nợ và chỉ số D/E giai đoạn 2018 - 2022**



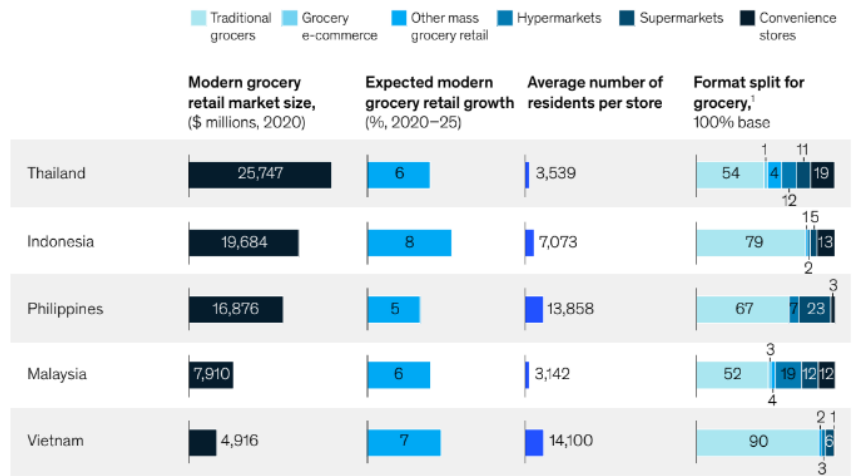
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Thời điểm để BHX bắt đầu có lợi nhuận?**

Chúng tôi tin rằng tiêu dùng bách hóa ít bị ảnh hưởng hơn so với các sản phẩm không thiết yếu khác trong thời kỳ suy giảm tiêu dùng, đặc biệt là ở thị trường còn nhiều tiềm năng tăng trưởng về bách hóa tại Việt Nam

Theo báo cáo của MCKinsey và dữ liệu của Euromonitor, năm 2020, 90% thị phần của thị trường bách hóa thuộc về cửa hàng truyền thống, trong khi chuỗi bán lẻ bách hóa hiện đại chỉ chiếm khoảng 1% thị phần. Chúng tôi ước tính thị phần của các chuỗi bán lẻ bách hóa hiện đại đã đạt thị phần 5% trong tổng mức tiêu thụ các sản phẩm bách hóa - khoảng 2.096 nghìn tỷ đồng vào năm 2022, khẳng định tiềm năng phát triển mạnh mẽ của các chuỗi bán lẻ tạp hóa hiện đại tại Việt Nam.

**Hình 14: Thống kê thị trường bách hóa ASEAN năm 2020**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MCKinsey, Euromonitor

Trong các giai đoạn suy thoái kinh tế trước đây, theo nghiên cứu của Bank of America, mức tiêu thụ hàng bách hóa ở Mỹ bằng hoặc cao hơn mức tiêu thụ hàng bách hóa trong 12 tháng trước đó, cho thấy phân khúc hàng bách hóa sẽ ít bị ảnh hưởng bởi nhu cầu thấp hơn trong thời kỳ suy thoái. Chúng tôi kỳ vọng điều tương tự sẽ xảy ra ở Việt Nam và là một dấu hiệu tích cực cho các chuỗi cửa hàng bách hóa ở Việt Nam để duy trì đà tăng trưởng hoạt động kinh doanh của họ.

**Hình 15: Tỷ lệ trên tổng số Tiêu dùng cá nhân Chỉ tiêu cho thực phẩm tại nhà và thực phẩm không tại nhà tại thời điểm trước và trong thời kỳ suy thoái (%) ở Hoa Kỳ**

	Tiêu thụ bách hóa tại nhà			Tiêu thụ không tại nhà (nhà hàng)		
	12 tháng trước	Trong khủng hoảng	Chênh lệch	12 tháng trước	Trong khủng hoảng	Chênh lệch
T2 - T7/1980	13.75	13.76	0.01	6.42	6.37	-0.05
T8/1981 - T11/1982	13.38	12.99	-0.39	6.35	6.27	-0.08
T8/1990 - T3/1991	10.25	10.29	0.04	6.13	6.16	0.03
T4-T11/2001	7.99	7.98	-0.003	5.21	5.18	-0.03
T1/2008-T6/2009	7.57	7.73	0.16	5.23	5.25	0.02
T3-T4/2020	7.13	9.36	2.23	5.91	4.26	-1.64

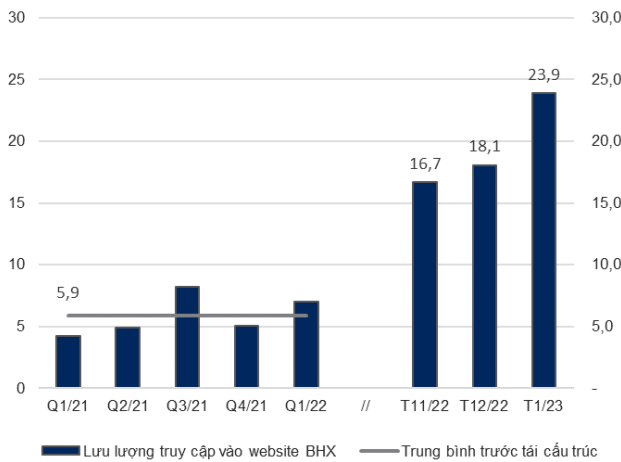
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BOFA

**Chúng tôi nhận thấy sự cải thiện về lưu lượng và kết quả BHX trong quý vừa qua**

Đối với BHX, theo số liệu từ Similarweb, lượng truy cập vào website Bachhoaxanh.com giai đoạn 22/11 - 23/1 gấp 3,0 lần so với giai đoạn trước tái cấu trúc (Q1/21 – Q1/22), điều này cũng tương đồng với kết quả của Bách Hóa Xanh từ 22/11 – 22/12 do doanh thu trong những tháng này duy trì xu hướng tăng trưởng đạt 1,38 tỷ đồng – 1,42 tỷ đồng so với khoảng 1,0 tỷ đồng vào đầu năm 2022, cho thấy sự cải thiện tốt trong việc thu hút khách hàng quay lại BHX. Tính đến 23/1, trong thời gian Tết, lượng truy cập vào website BHX tăng trưởng mạnh với mức tăng 32% so với tháng trước lên 23,9 triệu lượt người truy cập.

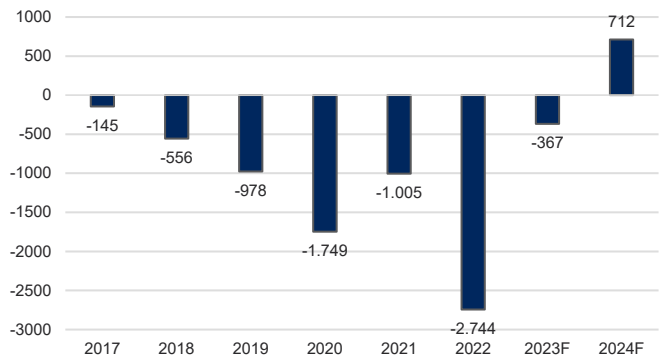
Trong Q4/2022, nếu không tính chi phí phát sinh, chúng tôi ước tính mức lỗ của BHX ở cấp công ty chỉ khoảng 350 tỷ đồng, tương đương với EBIT là -5% (so với -10 đến -12% trong Q1/22 đến Q3/22), cho thấy kết quả của sự nỗ lực mà BHX thực hiện tái cấu trúc kể từ Q2/22.

**Hình 16: Lượng truy cập website Bách Hóa Xanh từ 2021 – T1/23 (triệu lượt)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SimilarWeb

**Hình 17: Khoản lỗ của Bách Hóa Xanh dựa trên biên bản quyết toán thuế của công ty và tờ khai thuế từ 2017-2022 và ước tính kết quả của BHX trong 2023-24 của chúng tôi (tỷ đồng). (Chúng tôi ước tính con số thực tế cao hơn so với mức lỗ trong hình do khác biệt về thuế và kế toán)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Chỉ số chính cần theo dõi: doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng**

Theo chúng tôi, hiện tại, yếu tố quan trọng nhất cần theo dõi tại chuỗi Bách hóa Xanh là doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng – chỉ số quan trọng để biết khi nào MWG đạt điểm hòa vốn. Theo MWG, giá trị mỗi đơn hàng trong quý 4/22 giảm khoảng 15% so với đầu năm 2022 cho thấy ảnh hưởng của xu hướng chuyển dịch sang các sản phẩm giá thấp đã khiến tăng trưởng doanh thu của BHX không cao như kỳ vọng. Chúng tôi cho rằng giá trị đơn hàng sẽ dần cải thiện trong Q3/23, khi các yếu tố vĩ mô ổn định trở lại. Bên cạnh đó, họ có thể thu hút thêm khách hàng và tăng tần suất mua hàng thông qua phần thưởng thành viên (Quatangvip).

Bảng dưới đây là ước tính của chúng tôi cho từng kịch bản đối với biên lợi nhuận gộp và doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng Q3/23, Bách Hóa Xanh sẽ giữ biên lợi nhuận gộp ở mức 26% (tương đương mức năm 2022) và doanh thu hàng tháng/cửa hàng ở mức 1,50 tỷ đồng – 1,55 tỷ đồng (+8,7% đến 12% so với Q4/22) để đạt điểm hòa vốn.

Hình 18: Ma trận cho ước tính của chúng tôi về EBIT hàng quý của BHX, với biên lợi nhuận gộp dao động từ 24%-27%, doanh thu bình quân mỗi cửa hàng BHX hàng tháng từ 1,2 tỷ đồng – 1,65 tỷ đồng (đơn vị: tỷ đồng)

Biên LN gộp (%) / Doanh thu hàng tháng mỗi cửa hàng BHX	24%	24,50%	25%	25,50%	26%	26,50%	27%
1,2	-529	-497	-466	-435	-403	-372	-340
1,25	-466	-433	-401	-368	-335	-303	-270
1,3	-404	-370	-335	-301	-267	-233	-199
1,35	-341	-306	-270	-235	-200	-164	-129
1,4	-278	-242	-205	-168	-132	-95	-58
1,45	-216	-178	-140	-102	-64	-26	12
1,5	-153	-114	-74	-35	4	43	83
1,55	-90	-50	-9	32	72	113	153
1,6	-28	14	56	98	140	182	224
1,65	35	78	122	165	208	251	294

Vùng khoanh là phạm vi EBIT của BHX mà chúng tôi kỳ vọng MWG có thể đạt được trong Q3/23

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cho cả năm 2023/24, chúng tôi ước tính doanh thu hàng tháng của cửa hàng BHX sẽ đạt 1,4 tỷ đồng/1,56 tỷ đồng, đưa doanh thu chuỗi BHX đạt 30.145 tỷ đồng (+11,3% svck)/35.675 tỷ đồng (+18,3% svck), vẫn ghi nhận khoản lỗ 367 tỷ đồng vào năm 2023 nhưng lãi 712 tỷ đồng vào năm 2024.

### Nhưng sau khi hòa vốn, từ 2024, liệu MWG có tìm ra công thức duy trì tốc độ mở rộng và khả năng sinh lời?

Trong 3 quý tái cơ cấu BHX của MWG vừa qua, chúng tôi nhận thấy MWG đã có những thay đổi quan trọng để tiếp tục mở rộng chuỗi sau khi hòa vốn, mặc dù chúng tôi ước tính tốc độ mở mới sẽ chậm hơn 5 năm qua nhưng sẽ giúp các cửa hàng mới sớm đạt hòa vốn nhờ vào:

- Chiến lược xây dựng 1 cửa hàng kiểu chuẩn để dễ dàng quản lý, vận hành đồng bộ và thống nhất, dễ sao chép và xử lý khi gặp sự cố, thống nhất bố cục sản phẩm và không ảnh hưởng đến các cửa hàng hiện có (so với đóng cửa hàng để nâng cấp lên dạng mới ở giai đoạn trước).
- Xây dựng bộ dữ liệu thống nhất về nhu cầu và bố cục sản phẩm theo khu vực và dễ dàng điều chỉnh thay đổi để đáp ứng sự thay đổi của nhu cầu khách hàng. Đây là số liệu thống nhất được MWG xây dựng kể từ sau khi tái cơ cấu.
- Xây dựng lại chiến lược bán hàng tươi sống, công bố thời gian hàng tươi sống có hàng tại Bách Hóa Xanh, đẩy mạnh dịch vụ online giao hàng tận kho để đảm bảo hàng tươi ngon, tránh hủy hàng.

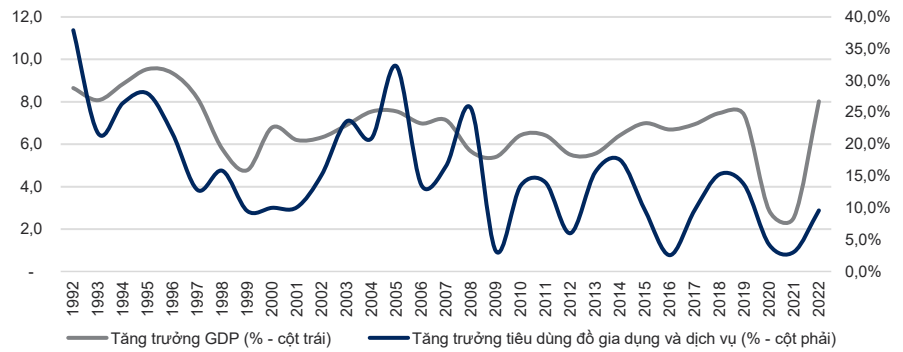
Do đó, chúng tôi chờ đợi điểm hòa vốn của Bách Hóa Xanh và các chiến lược tiếp theo để Bách Hóa Xanh tăng trưởng mạnh mẽ hơn kể từ năm 2024.

### Điện tử tiêu dùng: Chờ tín hiệu tiêu thụ tốt hơn trong nửa cuối 2023

**Chúng tôi cho rằng sự suy giảm tiêu dùng chỉ là tác động ngắn hạn:** Theo dữ liệu từ Euromonitor, chúng tôi thấy rằng tốc độ tăng trưởng chi tiêu của người tiêu dùng Việt Nam đối với hàng hóa và dịch vụ gia đình thường chậm lại, dưới 10% trong thời gian ngắn chỉ khoảng một năm (2009 / 2012 / 2016 / 2020-21) trước khi quay trở lại nhịp độ tăng trưởng mạnh trên 10% hàng năm, kéo dài khoảng 2-3 năm sau đó. Vì vậy, chúng tôi cho rằng đà suy giảm tiêu dùng kể từ Q3/22 nhiều khả năng sẽ kết thúc trong nửa cuối năm 2023, sau khi các yếu tố vĩ mô dần ổn định, trong bối cảnh tăng trưởng GDP của Việt Nam duy trì ở mức trên 6% trong năm 2023, để tạo ra mức tăng trưởng chi tiêu tiêu dùng từ 5-10% vào năm 2023.



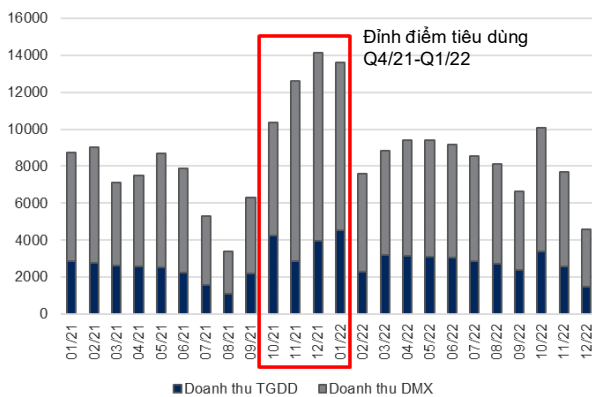
**Hình 19: Tăng trưởng GDP Việt Nam (% - cột trái) và tăng trưởng chi tiêu tiêu dùng hàng hóa và dịch vụ của hộ gia đình (% - cột phải) từ 1992 - 2022**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Euromonitor

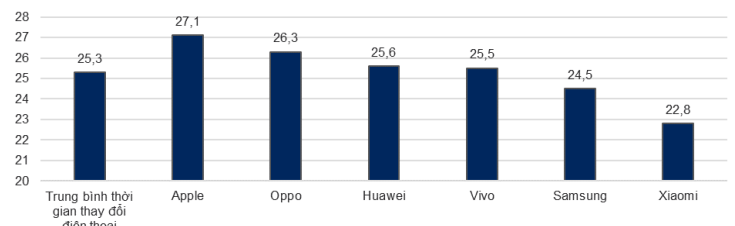
**Chúng tôi kỳ vọng chu kỳ thay đổi điện thoại khoảng 2 năm sẽ tạo ra hiệu ứng nhu cầu dồn nén Q4/23:** Theo báo cáo của China Mobile Terminal Lab (Via Cankaoxiaoxi) vào năm 2021, chu kỳ thay thế điện thoại thông minh sang các thiết bị mới hơn là 25,3 tháng, khoảng 2 năm. Đây cũng là khoảng thời gian các thiết bị Android ngừng hỗ trợ nâng cấp phần mềm mới và bắt đầu nhận thấy sự xuống cấp của phần cứng điện thoại. Do đó, nếu năm 2022, khi người tiêu dùng ngừng mua điện thoại mới do ảnh hưởng thu nhập giảm, thì Q4/23 sẽ là thời điểm nhu cầu đổi điện thoại bùng nổ, rơi vào thời điểm 2 năm trong chu kỳ đổi của điện thoại mà người tiêu dùng đã mua trong giai đoạn đỉnh cao doanh số điện thoại thông minh trong Q4/21 – Q1/22.

**Hình 20: Chúng tôi dự báo nhu cầu sử dụng điện thoại thông minh của người tiêu dùng muốn đổi máy mới từ mức tiêu thụ cao điểm trong Q4/21 – Q1/22 sẽ rơi vào Q4/23**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SimilarWeb

**Hình 21: Chu kỳ thay thế điện thoại thông minh theo thương hiệu (tháng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, China Mobile Terminal Lab

Bên cạnh đó, thời điểm ra mắt các mẫu điện thoại mới, đặc biệt là các dòng điện thoại như Iphone 15, Samsung Zfold 5,... thường diễn ra trong khoảng thời gian từ tháng 8 – tháng 12 hàng năm sẽ thúc đẩy nhu cầu của người tiêu dùng, trong bối cảnh chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế dần phục hồi trong nửa cuối.

**Hình 22: Thời điểm ra mắt các dòng điện thoại mới giai đoạn 2017-2022**

2017	2018	2019	2020	2021	2022
iPhone 8 series - T9	iPhone Xs/Xr - T9	iPhone 11 series - T9	iPhone SE - T4	iPhone 13 series - T9	iPhone 14 series - T9
iPhone X - T11			iPhone 12 series - T10		
Samsung Galaxy S8 series - T3	Samsung Galaxy S9 Series - T3	Samsung Galaxy S10 series - T2	Samsung Galaxy S20 series - T3	Samsung Galaxy S21 series - T1	Samsung Galaxy S22 series - T2
		Samsung Galaxy Fold - T9	Samsung Galaxy Fold 2 - T9	Samsung Galaxy Z Fold 3 - T8	Samsung Galaxy Z Fold 4 - T8
			Samsung Galaxy Z Flip - T2	Samsung Galaxy Z Flip 3 - T8	Samsung Galaxy Z Flip 4 - T8
Xiaomi Mi 6 - T4	Xiaomi Mi 8 - T5	Xiaomi Mi 9 series - T5	Xiaomi Mi 10 Ultra - T8		Xiaomi Mi 12 - T1
			Xiaomi Mi 11 Series - T12		
OPPO R11 - T6	OPPO Find X - T6	OPPO Reno - T4	OPPO Find X2 & X2 Pro - T3	OPPO Find X3 - T3	OPPO Find X4 & X4 Pro - T3
				OPPO Find X3 Pro - T5	OPPO Find X5 Pro - T5

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, thông tin tổng hợp

Do đó, chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ điện thoại và sản phẩm điện tử sẽ phục hồi mạnh nhờ tăng trưởng vĩ mô ổn định để bắt đầu một chu kỳ tiêu dùng mới trong Q4/23. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của chuỗi TGDD&ĐMX sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu lần lượt là 1,0% svck/13,8% svck lên 104.697 tỷ đồng/119.093 tỷ đồng trong năm 2023/24. Tuy nhiên, do sức tiêu thụ giảm khiến MWG đẩy mạnh khuyến mại hơn, chúng tôi dự báo LNTT của TGDD&ĐMX sẽ giảm 37%/4% svck trong năm 2023/24.

### Thay đổi dự phóng 2023/24

Chúng tôi giảm doanh thu mỗi cửa hàng hàng tháng của BHX lần lượt 7,9%/8,2% xuống 1,40 tỷ đồng/1,56 tỷ đồng trong năm 2023/24 để phản ánh tác động của hiệu ứng mua hàng giá thấp hơn trong môi trường lạm phát gia tăng. Do đó, doanh thu của BHX giảm 8,0%/7,9% so với dự báo trước đó.

Chúng tôi giảm doanh thu của chuỗi TGDD 14,1%/14,3% cho năm 2023/24 để phản ánh tác động của tiêu thụ yếu đi kể từ Q4/22. Chúng tôi cũng giảm doanh thu chuỗi ĐMX 18,8%/0,7% trong năm 2023/24 vì lý do tương tự.

Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu MWG trong năm 2023/24 tương ứng 15,5%/14,7% so với báo cáo trước đó.

Chúng tôi điều chỉnh thu nhập tài chính thuần là 364 tỷ đồng/205 tỷ đồng trong năm tài chính 2023/24 trong báo cáo trước thành chi phí tài chính thuần là 273 tỷ đồng/212 tỷ đồng để phản ánh mức lãi suất cao hơn chúng tôi dự kiến.

Chúng tôi giảm chi phí bán hàng & quản lý 11,4%/10,7% trong năm 2023/24 chủ yếu do doanh thu của MWG giảm.

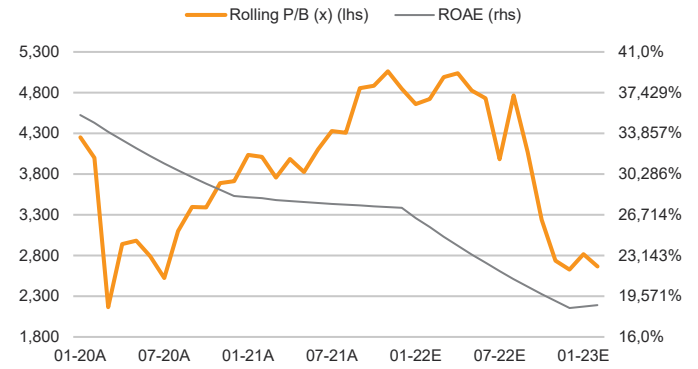
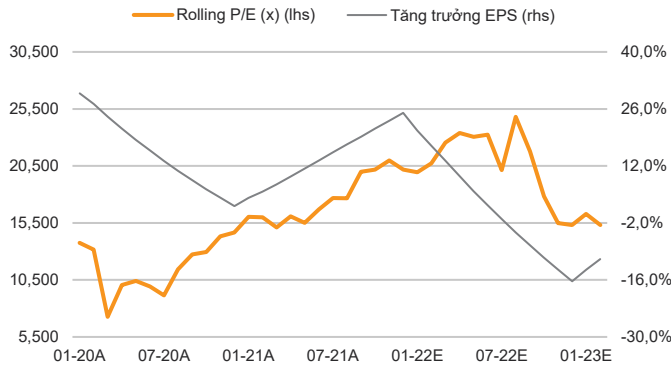
Do đó, chúng tôi giảm lợi nhuận trước thuế 29,9%/25,7% cho năm 2023/24 so với báo cáo trước đó. Do đó, lợi nhuận ròng 2023/24 được điều chỉnh giảm 32,5%/24,3% so với báo cáo trước đó.

Hình 23: Thay đổi dự phóng 2023-24 (đơn vị: tỷ đồng)

	Dự phóng cũ		Dự phóng mới		Thay đổi (%)	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024
<b>Số lượng cửa hàng</b>						
TGDD	1.118	1.118	1.118	1.118	0 cửa hàng	0 cửa hàng
DMX	2.412	2.442	2.412	2.442	0 cửa hàng	0 cửa hàng
BHX	1.851	1.901	1.851	1.901	0 cửa hàng	0 cửa hàng
<b>Doanh thu hàng tháng / cửa hàng</b>						
TGDD	3,07	3,39	2,64	2,91	-14,0%	-14,2%
DMX	2,95	2,75	2,39	2,73	-19,0%	-0,7%
BHX	1,52	1,70	1,40	1,56	-7,9%	-8,2%
<b>Doanh thu</b>						
TGDD	41.254	45.503	35.441	39.018	-14,1%	-14,3%
DMX	85.326	80.604	69.256	80.075	-18,8%	-0,7%
BHX	32.762	38.722	30.145	35.657	-8,0%	-7,9%
GVHB	(128.580)	(146.418)	(108.353)	(124.388)	-15,7%	-15,0%
Lợi nhuận gộp	34.984	39.982	29.841	34.569	-14,7%	-13,5%
<i>Biên LN gộp</i>	21,4%	21,4%	21,6%	21,7%	0,2 điểm %	0,3 điểm %
Lợi nhuận tài chính ròng	364	205	(273)	(212)	-175,0%	-203,4%
Chi phí bán hàng	(21.481)	(24.440)	(19.214)	(22.042)	-10,6%	-9,8%
Chi phí QLDN	(4.416)	(5.592)	(3.731)	(4.769)	-15,5%	-14,7%
Chi phí BH&QLDN	(25.897)	(30.032)	(22.945)	(26.811)	-11,4%	-10,7%
<i>Chi phí bán hàng / DT</i>	-13,1%	-13,1%	-13,9%	-13,9%	-0,8 điểm %	-0,8 điểm %
<i>Chi phí QLDN / DT</i>	-2,7%	-3,0%	-2,7%	-3,0%	0,0 điểm %	0,0 điểm %
<i>Chi phí BH&amp;QLDN / DT</i>	-15,8%	-16,1%	-16,6%	-16,9%	-0,8 điểm %	-0,8 điểm %
Lợi nhuận HKKD	9.087,0	9.950,0	6.896,0	7.758,0	-24,1%	-22,0%
Lợi nhuận trước thuế	9.451	10.155	6.623	7.546	-29,9%	-25,7%
Lợi nhuận ròng	7.643	8.116	5.158	6.141	-32,5%	-24,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	133.405	138.194	158.957
Giá vốn hàng bán	(102.623)	(108.353)	(124.388)
Chi phí quản lý DN	(2.348)	(3.731)	(4.769)
Chi phí bán hàng	(21.790)	(19.214)	(22.042)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>6.644</b>	<b>6.896</b>	<b>7.758</b>
EBITDA thuần	10.226	6.087	9.276
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(3.582)</b>	<b>809</b>	<b>(1.518)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>6.644</b>	<b>6.896</b>	<b>7.758</b>
Thu nhập lãi	1.313	1.095	1.113
Chi phí tài chính	(1.383)	(1.368)	(1.325)
Thu nhập ròng khác	(518)	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>6.056</b>	<b>6.623</b>	<b>7.546</b>
Thuế	(1.955)	(1.465)	(1.405)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2)	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>4.099</b>	<b>5.158</b>	<b>6.141</b>
Thu nhập trên vốn	4.099	5.158	6.141
Cổ tức phổ thông	(1.464)	(1.501)	(1.530)
<b>LN giữ lại</b>	<b>2.635</b>	<b>3.657</b>	<b>4.611</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	5.925	4.017	8.481
Đầu tư ngắn hạn	10.059	10.365	11.922
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.045	2.759	3.093
Hàng tồn kho	25.696	31.456	32.808
Các tài sản ngắn hạn khác	(121)	1.325	1.537
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>44.604</b>	<b>49.922</b>	<b>57.841</b>
Tài sản cố định	9.796	13.660	13.930
Tổng đầu tư	241	41	48
Tài sản dài hạn khác	1.165	1.534	1.618
<b>Tổng tài sản</b>	<b>55.806</b>	<b>65.157</b>	<b>73.437</b>
Vay & nợ ngắn hạn	10.688	12.204	13.553
Phải trả người bán	8.746	13.285	15.013
Nợ ngắn hạn khác	6.565	6.026	6.904
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>25.999</b>	<b>31.515</b>	<b>35.470</b>
Vay & nợ dài hạn	5.901	5.743	5.170
Các khoản phải trả khác			
Vốn điều lệ và	14.639	15.013	15.298
LN giữ lại	8.724	12.381	16.991
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>23.891</b>	<b>27.884</b>	<b>32.782</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	15	15	15
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>55.806</b>	<b>65.157</b>	<b>73.437</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>6.056</b>	<b>6.623</b>	<b>7.546</b>
Khấu hao	3.582	(809)	1.518
Thuế đã nộp	(1.805)	(1.465)	(1.405)
Các khoản điều chỉnh khác	(3.156)	580	(373)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>3.246</b>	<b>(3.476)</b>	<b>986</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>7.923</b>	<b>1.453</b>	<b>8.272</b>
Đầu tư TSCĐ	(4.412)	(955)	(1.467)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	4	4	4
Các khoản khác	5.053	(285)	(126)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	957	(106)	(1.563)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>1.602</b>	<b>(1.342)</b>	<b>(3.152)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	193	4	3
Trả vốn góp CSH, mua CP quý	(5)	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(8.062)	(522)	776
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(732)	(1.501)	(1.530)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(8.606)</b>	<b>(2.019)</b>	<b>(751)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5.006	5.925	4.017
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>919</b>	<b>(1.908)</b>	<b>4.369</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5.925	4.017	8.386

**Các chỉ số cơ bản**

	12-22E	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	3,1%	3,7%	3,9%
Vòng quay TS	2,25	2,28	2,29
ROAA	6,9%	8,5%	8,9%
Đòn bẩy tài chính	2,68	2,34	2,28
ROAE	18,5%	19,9%	20,2%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	0,5	1,8	1,6
Số ngày nắm giữ HTK	91,4	106,0	96,5
Số ngày phải trả tiền bán	31,1	44,8	44,2
Vòng quay TSCĐ	13,68	11,78	11,52
ROIC	10,1%	11,3%	11,9%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,7	1,6	1,6
Khả năng thanh toán nhanh	0,7	0,6	0,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,6	0,5	0,6
Vòng quay tiền	60,8	63,0	53,9
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	8,5%	3,6%	15,0%
Tăng trưởng LN từ HKKD	12,8%	3,8%	12,5%
Tăng trưởng LN ròng	(16,3%)	25,8%	19,1%
Tăng trưởng EPS	(16,3%)	22,7%	16,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Thanh Tuấn – Phó giám đốc Phân tích

Email: [tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn](mailto:tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn)

### Phan Như Bách – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [bach.phannhu@vndirect.com.vn](mailto:bach.phannhu@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>