

## CTCP ĐT THẾ GIỚI DI ĐỘNG (MWG) – CẬP NHẬT

|                       |                     |                       |                    |              |
|-----------------------|---------------------|-----------------------|--------------------|--------------|
| <b>Giá thị trường</b> | <b>Giá mục tiêu</b> | <b>Tỷ suất cổ tức</b> | <b>Khuyến nghị</b> | <b>Ngành</b> |
| VND137.000            | VND180.500          | 0,73%                 | KHẢ QUAN           | Bán lẻ       |

Ngày 03/12/2021

|                             |                 |
|-----------------------------|-----------------|
| <b>Triển vọng ngắn hạn:</b> | <b>Tích cực</b> |
| <b>Triển vọng dài hạn:</b>  | <b>Tích cực</b> |
| <b>Định giá:</b>            | <b>Tích cực</b> |

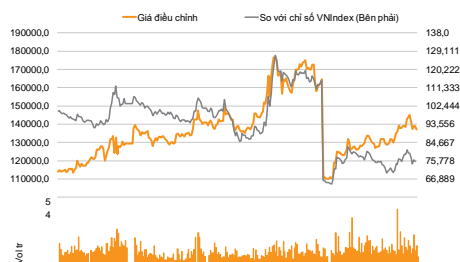
Consensus\*: Mua:11 Giữ:4 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 9,1%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Tăng LNR năm 22/23 lên 0,4%/24,3%

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

|                         |         |
|-------------------------|---------|
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 176.600 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 110.200 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr VND) | 182.936 |
| Thị giá vốn (tỷ VND)    | 99.013  |
| Free float (%)          | 65      |
| P/E trượt (x)           | 22,7    |
| P/B hiện tại (x)        | 5,3     |

### Cơ cấu sở hữu

|  |       |
|--|-------|
| Dragon capital và liên quan                    | 12,1% |
| Công ty TNHH MTV Tư vấn Đầu tư Thế giới Bán lẻ | 11,4% |
| Amersham Industries Limited                    | 10,0% |
| Khác   | 66,5% |

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Phan Như Bách**

bach.phannhu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

### Trở lại quỹ đạo tăng trưởng

- Trong T10/21, doanh thu (DT) và lợi nhuận ròng (LNR) của MWG đạt 12.186 tỷ đồng (+39% svck) và 568 tỷ đồng (+86% svck).
- Lũy kế 10T21, DT và LN ròng của MWG đạt mức 99.006 tỷ đồng (+10% svck) và 3.906 tỷ đồng (+19% svck), hoàn thành 79% dự phóng.
- Nâng đánh giá lên KHẢ QUAN với giá mục tiêu 180.500 đồng.

### Doanh thu của DMX&TGDD tăng trưởng mạnh mẽ sau giãn cách xã hội

Trong T10/21, DT của MWG đạt 12.186 tỷ đồng (+39% svck) và LN ròng đạt 568 tỷ đồng (+86% svck) nhờ vào (1) toàn bộ cửa hàng TGDD (Chuỗi điện thoại di động) & DMX (Chuỗi điện tử gia dụng) hoạt động trở lại sau giãn cách xã hội; (2) hiệu ứng nhu cầu bị dồn nén cao; và (3) doanh thu điện thoại thông minh tăng trưởng mạnh nhờ sự ra mắt của iPhone thế hệ 13 cùng với sự ra đời của chuỗi cửa hàng Topzone. Trong 10T21, DT của MWG đạt 99.006 tỷ đồng (+10% svck) và LN ròng đạt 3.906 tỷ đồng (+19% svck), hoàn thành 79% dự phóng.

### Trong Q3/21, lần đầu tiên chuỗi Bách Hóa Xanh lãi trước thuế

Với DT trung bình hàng tháng đạt 1,59 tỷ đồng/ cửa hàng, BHX lần đầu tiên có lợi nhuận ròng dương trong Q3/21, cho thấy khả năng đáp ứng nhu cầu cao với hệ thống hậu cần mạnh mẽ và khẳng định tiềm năng tăng trưởng của BHX. Tuy nhiên, với việc người dân từ các trung tâm kinh tế - công nghiệp phía Nam về quê và mở cửa nền kinh tế trở lại, BHX sẽ gặp khó khăn trong 3-6 tháng tới trước khi trở lại giai đoạn tăng trưởng. Do đó, chúng tôi đã điều chỉnh giảm dự báo doanh thu của mỗi cửa hàng BHX hàng tháng cho năm 2022/23 xuống 12,7%/8,5% so với báo cáo trước, đạt 1,44 tỷ đồng/1,73 tỷ đồng mỗi cửa hàng.

### DT các sản phẩm Apple sẽ là động lực tăng trưởng cho chuỗi TGDD

Vào T9/21, MWG đã ra mắt chuỗi cửa hàng ủy quyền của Apple với tên gọi Topzone. Với 1) thị phần bán các sản phẩm Apple của MWG chỉ chiếm khoảng 23% tạo điều kiện cho MWG có thể mở rộng, 2) quy định mới siết chặt sản phẩm xách tay, và 3) Chính sách bảo hành mới của Apple chỉ áp dụng cho các sản phẩm chính hãng tại Việt Nam sẽ giúp DT các sản phẩm Apple của MWG trở thành động lực tăng trưởng cho chuỗi TGDD trong năm 2022/23. Do đó, chúng tôi đã tăng DT chuỗi TGDD thêm 13,3%/21,8% so với dự báo trước.

### Thay đổi dự phóng năm 2022-23

Chúng tôi thay đổi DT của MWG trong năm 2022/23 lần lượt -2,1%/+0,2% so với dự báo trước để phản ánh những thay đổi đã được đề cập ở trên nhưng tăng lợi nhuận tài chính ròng lên 24,2%/126,6% so với dự báo trước nhờ thời kỳ lãi suất thấp kéo dài. Do đó, chúng tôi nâng dự báo LNR năm 2022/23 thêm 0,4%/24,3% lên mức 6.598 tỷ đồng (+40,3% svck)/8.329 tỷ đồng (+26,2% svck).

### Nâng đánh giá lên KHẢ QUAN với giá mục tiêu 180.500 đồng

| Tổng quan tài chính (VND) | 12-20A  | 12-21E  | 12-22E  | 12-23E  |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần (tỷ)      | 108.546 | 123.071 | 149.513 | 177.459 |
| Tăng trưởng DT thuần      | 6,2%    | 13,4%   | 21,5%   | 18,7%   |
| Biên lợi nhuận gộp        | 22,1%   | 22,8%   | 22,9%   | 22,7%   |
| Biên EBITDA               | 7,6%    | 6,7%    | 7,4%    | 7,6%    |
| LN ròng (tỷ)              | 3.918   | 4.702   | 6.598   | 8.329   |
| Tăng trưởng LN ròng       | 2,2%    | 20,0%   | 40,3%   | 26,2%   |
| Tăng trưởng LN cốt lõi    |         |         |         |         |
| EPS cơ bản                | 5.494   | 6.594   | 8.894   | 10.942  |
| EPS điều chỉnh            | 5.494   | 6.594   | 8.894   | 10.942  |
| BVPS                      | 21.698  | 28.273  | 35.460  | 44.251  |
| ROAE                      | 28,4%   | 26,4%   | 28,4%   | 27,8%   |

Nguồn: VND RESEARCH

## TRỞ LẠI QUỸ ĐẠO TĂNG TRƯỞNG

### Nâng khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu **180.500 đồng**

#### Chúng tôi ưa thích MWG vì:

- Đối với mảng kinh doanh điện thoại di động và điện tử tiêu dùng (DTTD), sau khi bị ảnh hưởng nặng nề bởi Covid-19, doanh thu của mảng này đã tăng trưởng mạnh mẽ trong T10/21, củng cố vị thế của MWG trên thị trường bán lẻ với thị phần thống trị (hơn 45% đối với DTTD và 55% cho điện thoại di động) với hệ thống kinh doanh hoạt động hiệu quả. Chuỗi DTTD của MWG sẽ tiếp tục phát triển trong tương lai nhờ tăng trưởng thị phần các sản phẩm Apple cũng như chuỗi cửa hàng DMX supermini (DMS) tiếp tục giúp MWG mở rộng thị phần.
- Đối với mảng bách hóa, BHX đạt lợi nhuận ròng lần đầu tiên vào Q3/21 vừa qua, cho thấy khả năng đáp ứng nhu cầu cao với hệ thống hậu cần mạnh mẽ và khẳng định tiềm năng tăng trưởng của BHX. Bất chấp những khó khăn sau Covid-19 trong vòng 3-6 tháng tới, chúng tôi tin rằng doanh thu chuỗi BHX sẽ sớm phục hồi và sớm trở lại mức có lãi.
- Ngoài ra, MWG liên tục triển khai các chuỗi cửa hàng mới bao gồm BlueJi, BlueKids, BlueSport, BlueFashion. Các chuỗi cửa hàng mới này có thể sẽ là những động lực tăng trưởng mới của MWG trong tương lai, tương tự như chuỗi BHX và chuỗi DMS trước đây.

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 180.500 đồng bằng phương pháp tổng hợp thành phần của hai mảng kinh doanh cốt lõi của MWG: điện tử tiêu dùng (chuỗi TGDD và DMX) ở mức 89.000 đồng/cổ phiếu và bách hóa (chuỗi BHX) ở mức 91.500 đồng (WACC: 11,6%).

- Chúng tôi nâng định giá chuỗi TGDD & DMX thêm 65,4% lên 89.000 đồng/cổ phiếu nhờ 1) chuyển định giá sang năm 2022, 2) doanh thu bổ sung từ các sản phẩm của Apple trong 2022/23 và giai đoạn sau đó và 3) tăng biên lợi nhuận gộp của chuỗi này so với báo cáo trước từ mức 18% - 20,5% lên mức 20% - 21,5% trong giai đoạn 2022-31 do TGDD & DMX đang gia tăng khả năng đàm phán và tăng tỷ trọng bán các sản phẩm thương hiệu riêng.
- Chúng tôi nâng định giá chuỗi BHX thêm 45,2% lên mức 91.500 đồng/cổ phiếu nhờ 1) chuyển định giá sang năm 2022, 2) tăng biên lợi nhuận gộp của chuỗi BHX so với báo cáo trước đó từ mức 25% - 26% lên mức 26 % cho giai đoạn 2022-31 do Bách Hóa Xanh tăng cường bán các sản phẩm tươi sống và tăng tỷ trọng sản phẩm thương hiệu riêng để bù đắp mức giảm doanh thu BHX trong năm 2022/23 là 12,6%/8,6% và 3) giảm WACC xuống cấp độ công ty, ở mức 11,6% so với 14% trong báo cáo trước do Bách Hóa Xanh thể hiện hiệu quả kinh doanh mạnh mẽ và có lãi lần đầu tiên vào Q3/21, giúp giảm lo ngại về khả năng sinh lời và mở rộng so với báo cáo trước.

**Rủi ro giảm giá:** một đợt giãn cách xã hội trên diện rộng khiến MWG phải đóng cửa các cửa hàng DMX và TGDD, hiện đóng góp 80% vào tổng doanh thu của MWG, việc mở cửa hàng BHX & DMX chậm hơn dự kiến và doanh thu dự kiến trên mỗi cửa hàng của từng chuỗi thấp hơn dự phóng.

**Tiềm năng tăng giá:** tốc độ mở rộng chuỗi nhanh hơn dự kiến, DT trên mỗi cửa hàng cao hơn dự kiến hoặc biên lợi nhuận gộp cao hơn dự kiến và thành công trong các chuỗi mới như BlueJi, BlueFashion, BlueKids hoặc BlueSports.

**Hình 1: Giá mục tiêu**

|              | Phương pháp | Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng) |
|--------------|-------------|-----------------------------|
| TGDD & DMX   | DCF         | 89.000                      |
| BHX          | DCF         | 91.500                      |
| Giá mục tiêu |             | 180.500                     |

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 2: Định giá DCF chuỗi TGDD&DMX

|  |             |
|--|-------------|
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do               | 42.127      |
| Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng) | 23.207      |
| Giá trị doanh nghiệp                               | 65.334      |
| Tổng nợ  | 8.180       |
| Tiền và tương đương tiền                           | 6.324       |
| Giá trị vốn  | 63.470      |
| SL cổ phiếu  | 713.065.495 |
| Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)                       | 89.000      |

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 3: Định giá DCF chuỗi BHX

|  |             |
|--|-------------|
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do               | 34.431      |
| Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (2% tăng trưởng) | 37.425      |
| Giá trị doanh nghiệp                               | 71.856      |
| Tổng nợ  | 8.180       |
| Tiền và tương đương tiền                           | 1.581       |
| Giá trị vốn  | 65.257      |
| SL cổ phiếu  | 713.065.495 |
| Giá / mỗi cổ phiếu (đồng/cp)                       | 91.500      |

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 4: Giả định WACC

|                            |              |
|----------------------------|--------------|
| <b>Chi phí sử dụng vốn</b> |              |
| Beta                       | 0,9          |
| Phần bù rủi ro thị trường  | 11,0%        |
| Lãi suất phi rủi ro        | 3,0%         |
| Chi phí sử dụng vốn        | 13,3%        |
| Chi phí sử dụng nợ vay     | 8,00%        |
| <b>WACC</b>                | <b>11,6%</b> |

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 5: So sánh ngành

| Công ty                          | Mã Bloomberg  | Khuyến nghị | đồng của (Đv tiền bán) | Giá mục tiêu (Đv tiền bán đja) | Vốn hóa (tr US\$) | P/E (x)     |             |             | Tăng trưởng EPS 3 năm (%) | P/BV (x)   |            |            | ROE (%)      |              |              | ROA (%)     |              |              |
|----------------------------------|---------------|-------------|------------------------|--------------------------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|---------------------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
|                                  |               |             |                        |                                |                   | TTM         | 2022        | 2023        |                           | TTM        | 2022       | 2023       | TTM          | 2022         | 2023         | TTM         | 2022         | 2023         |
| <b>CTCP DT Thế giới di động</b>  | <b>MWG VN</b> | <b>KQ</b>   | <b>138.900</b>         | <b>180.500</b>                 | <b>4.360</b>      | <b>22,7</b> | <b>15,6</b> | <b>12,7</b> | <b>18,0%</b>              | <b>5,3</b> | <b>3,9</b> | <b>3,1</b> | <b>25,2%</b> | <b>28,4%</b> | <b>27,8%</b> | <b>9,4%</b> | <b>11,3%</b> | <b>11,9%</b> |
| <b>Ngành điện máy</b>            |               |             |                        |                                |                   |             |             |             |                           |            |            |            |              |              |              |             |              |              |
| Erajaya Swasembada Tbk PT        | ERAA IJ       | na          | 610,0                  | na                             | 678               | 9,4         | 9,3         | 7,9         | 58,8%                     | 1,7        | 1,5        | 1,3        | 18,9%        | 17,4%        | 18,1%        | 9,9%        | 9,1%         | 9,6%         |
| CTCP bán lẻ kỹ thuật số FPT      | FRT VN        | na          | 61.500                 | na                             | 214               | 42,5        | 30,9        | 22,8        | -36,4%                    | 3,7        | 3,8        | 3,4        | 9,0%         | 12,9%        | 16,2%        | 1,7%        | na           | na           |
| Challenger Technologies Ltd      | CHLG SP       | na          | 0,56                   | na                             | 165               | 8,4         | na          | na          | 14,7%                     | 1,6        | na         | na         | 19,6%        | na           | na           | 13,7%       | na           | na           |
| Sunfar Computer Co Ltd           | 6154 TT       | na          | 18,05                  | na                             | 52                | 11,6        | na          | na          | -13,1%                    | 1,1        | na         | na         | 10,0%        | na           | na           | 5,9%        | na           | na           |
| Tsann Kuen Enterprise Co Ltd     | 2430 TT       | na          | 40,55                  | na                             | 244               | 12,0        | na          | na          | 7,4%                      | 1,3        | na         | na         | 11,5%        | na           | na           | 3,8%        | na           | na           |
| <b>Trung bình ngành điện máy</b> |               |             |                        |                                |                   | <b>16,8</b> | <b>20,1</b> | <b>15,3</b> | <b>6,3%</b>               | <b>1,9</b> | <b>2,6</b> | <b>2,4</b> | <b>13,8%</b> | <b>15,2%</b> | <b>17,2%</b> | <b>7,0%</b> | <b>9,1%</b>  | <b>9,6%</b>  |
| <b>Trung vị ngành điện máy</b>   |               |             |                        |                                |                   | <b>11,6</b> | <b>20,1</b> | <b>15,3</b> | <b>7,4%</b>               | <b>1,6</b> | <b>2,6</b> | <b>2,4</b> | <b>11,5%</b> | <b>15,2%</b> | <b>17,2%</b> | <b>5,9%</b> | <b>9,1%</b>  | <b>9,6%</b>  |
| <b>Ngành bách hóa</b>            |               |             |                        |                                |                   |             |             |             |                           |            |            |            |              |              |              |             |              |              |
| Taiwan FamilyMart Co Ltd/Tai     | 5903 TT       | na          | 252,5                  | na                             | 2.035             | 38,5        | 34,6        | 24,3        | 14,8%                     | 9,6        | 9,0        | 7,5        | 24,4%        | 20,9%        | 31,8%        | 2,4%        | 3,0%         | 4,3%         |
| Sumber Alfaria Trijaya Tbk PT    | AMRT IJ       | na          | 1.195                  | na                             | 3.458             | 32,3        | 29,9        | 24,4        | 61,0%                     | 6,1        | 5,8        | 5,1        | 20,5%        | 20,1%        | 21,4%        | 5,9%        | 6,0%         | 6,8%         |
| <b>Trung bình ngành bách hóa</b> |               |             |                        |                                |                   | <b>35,4</b> | <b>32,3</b> | <b>24,3</b> | <b>37,9%</b>              | <b>7,8</b> | <b>7,4</b> | <b>6,3</b> | <b>22,5%</b> | <b>20,5%</b> | <b>26,6%</b> | <b>4,1%</b> | <b>4,5%</b>  | <b>5,5%</b>  |

Dữ liệu tại ngày 1/12/2021

Nguồn: VND RESEARCH, Bloomberg

**10T21: LNR giảm trong Q3/21 nhưng tăng trưởng mạnh mẽ trong T10/21**

**LNR Q3/21 giảm do giãn cách xã hội**

Trong Q3/21, DT của MWG giảm 5,4% svck xuống 24.333 tỷ đồng do giãn cách xã hội đã khiến khoảng 60% -70% cửa hàng TGDD & DMX ngừng hoạt động, dẫn đến doanh thu chuỗi TGDD và DMX giảm lần lượt là 34,3% svck và 33,9% svck. Ngược lại, doanh thu chuỗi BHX tăng 62,2% svck nhờ doanh thu trên mỗi cửa hàng tăng 36,1% và tổng số cửa hàng tăng 19,2% svck. Doanh thu trên mỗi cửa hàng của BHX tăng đột biến đến từ 1) giãn cách xã hội thúc đẩy nhu cầu tích trữ các mặt hàng thiết yếu và 2) các chuỗi bán lẻ hiện đại như BHX được duy trì hoạt động trong suốt giai đoạn này.

Biên LN gộp trong Q3/21 đạt 25,02%, tăng 2,66 điểm % svck, do 1) thay đổi về cơ cấu sản phẩm với đóng góp cao hơn từ chuỗi BHX (37,8% tổng doanh thu, so với 22,1% trong Q3/20), có biên LN gộp cao hơn chuỗi TGDD&DMX, và 2) tỷ trọng hàng tươi sống trong doanh thu của BHX chiếm 51% (so với khoảng 43-47% trong 6T21), giúp biên LN gộp của BHX ở mức cao hơn trong 3Q21.

Tuy nhiên, số lượng cửa hàng BHX của MWG tăng 19,2% svck và 601 cửa hàng DMS vào cuối Q3/21, cũng như các chương trình khuyến mại nhằm đẩy mạnh doanh thu chuỗi TGDD&DMX đã khiến tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu tăng 2,95 điểm % lên 17,5%. Như vậy, LN ròng trong Q3/21 giảm 17,4% svck xuống còn 785 tỷ đồng.

Hình 6: KQKD 9T21 (Đơn vị: tỷ đồng)

|                                | Q3/20         | Q3/21         | %svck          | 9T20          | 9T21          | %svck         | Dự phóng 2021 của VND | % so với dự phóng của VND | Ghi chú   |
|--------------------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|-----------------------|---------------------------|---|
| Số lượng cửa hàng (cuối kỳ)    |               |               |                |               |               |               |                       |                           |   |
| TGDD                           | 962           | 950           | -1,25%         | 962           | 950           | -1,25%        | 927                   | 102,5%                    |   |
| DMX                            | 1124          | 1180          | 4,98%          | 1124          | 1180          | 4,98%         | 1.170                 | 100,9%                    |   |
| BHX                            | 1623          | 1934          | 19,16%         | 1623          | 1934          | 19,16%        | 2.038                 | 94,9%                     |   |
| DMS                            | 52            | 601           | 1055,77%       | 52            | 601           | 1055,77%      | 902                   | 66,6%                     | Dưới kỳ vọng của chúng tôi do giãn cách xã hội trong Q3/21 làm chậm tốc độ mở DMS   |
| Doanh thu mỗi cửa hàng (tháng) |               |               |                |               |               |               |                       |                           |   |
| TGDD                           | 2,60          | 1,71          | -34,27%        | 2,54          | 2,40          | -5,54%        | 2,38                  | 100,6%                    |   |
| DMX                            | 3,72          | 2,46          | -33,89%        | 4,37          | 3,67          | -16,04%       | 4,19                  | 87,6%                     |   |
| BHX                            | 1,16          | 1,59          | 36,13%         | 1,04          | 1,30          | 25,20%        | 1,45                  | 89,4%                     |   |
| DMS                            | -             | 0,78          |                | -             | 0,81          |               | 0,69                  | 118,5%                    |   |
| <b>Doanh thu</b>               | <b>25.714</b> | <b>24.333</b> | <b>-5,37%</b>  | <b>81.352</b> | <b>86.820</b> | <b>6,72%</b>  | <b>128.267</b>        | <b>67,69%</b>             | <b>Thấp hơn dự phóng</b>  |
| TGDD                           | 7.499         | 4.868         | -35,09%        | 21.965        | 20.490        | -6,72%        | 26.512                | 77,28%                    |   |
| DMX                            | 12.541        | 8.704         | -30,59%        | 44.255        | 39.010        | -11,85%       | 58.842                | 66,30%                    |   |
| BHX                            | 5.672         | 9.201         | 62,22%         | 15.131        | 22.573        | 49,19%        | 35.485                | 63,61%                    | Dưới kỳ vọng của chúng tôi chủ yếu là do doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng BHX không duy trì cao như kỳ vọng trong T9/21 do 1) nới lỏng giãn cách xã hội khiến các chợ truyền thống và cửa hàng buôn bán mở cửa trở lại và 2) làn sóng công nhân quay trở lại quê hương làm giảm nhu cầu ở miền nam. |
| DMS                            |               | 1.400         |                |               | 4.400         |               | 7.428                 | 59,24%                    | Thấp hơn dự phóng   |
| Giá vốn hàng bán               | 19.964        | 18.245        | -8,61%         | 63.672        | 66.563        | 4,54%         | 99.549                | 66,86%                    |   |
| Lợi nhuận gộp                  | 5.750         | 6.089         | 5,90%          | 17.680        | 20.257        | 14,58%        | 28.718                | 70,54%                    | Thấp hơn dự phóng   |
| Biên LNG                       | 22,36%        | 25,02%        | 2,66 điểm %    | 21,73%        | 23,33%        | 1,60 điểm %   | 22,39%                | -0,94 điểm %              |   |
| Lợi nhuận tài chính ròng       | 125           | 124           | -0,52%         | 104           | 393           | 279,99%       | 542                   | 72,56%                    | Phù hợp với dự phóng  |
| Chi phí bán hàng               | 3.753         | 4.270         | 13,77%         | 11.075        | 13.061        | 17,94%        | 18.003                | 72,55%                    |   |
| Chi phí QLDN                   | 840           | 975           | 16,05%         | 2.621         | 3.164         | 20,72%        | 4.746                 | 66,66%                    |   |
| Chi phí BH&QLDN                | 4.594         | 5.246         | 14,19%         | 13.695        | 16.225        | 18,47%        | 22.749                | 71,32%                    | Phù hợp với dự phóng  |
| Chi phí bán hàng / DT          | 14,6%         | 17,5%         | 2,95 điểm %    | 13,6%         | 15,0%         | 1,43 điểm %   | 14,0%                 | -1,04 điểm %              |   |
| Chi phí QLDN / DT              | 3,3%          | 4,0%          | 0,74 điểm %    | 3,2%          | 3,6%          | 0,42 điểm %   | 3,7%                  | 0,06 điểm %               |   |
| Chi phí BH&QLDN / DT           | 17,9%         | 21,6%         | 3,69 điểm %    | 16,8%         | 18,7%         | 1,85 điểm %   | 17,7%                 | -0,99 điểm %              |   |
| Lợi nhuận hoạt động            | 1.279         | 966           | -24,50%        | 4.084         | 4.418         | 8,17%         | 6.511                 | 67,85%                    |   |
| Lợi nhuận trước thuế           | 1.278         | 968           | -24,26%        | 4.076         | 4.422         | 8,48%         | 6.511                 | 67,91%                    |   |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>          | <b>950,54</b> | <b>785</b>    | <b>-17,37%</b> | <b>2.976</b>  | <b>3.336</b>  | <b>12,11%</b> | <b>4.937</b>          | <b>67,58%</b>             | <b>Thấp hơn dự phóng</b>  |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

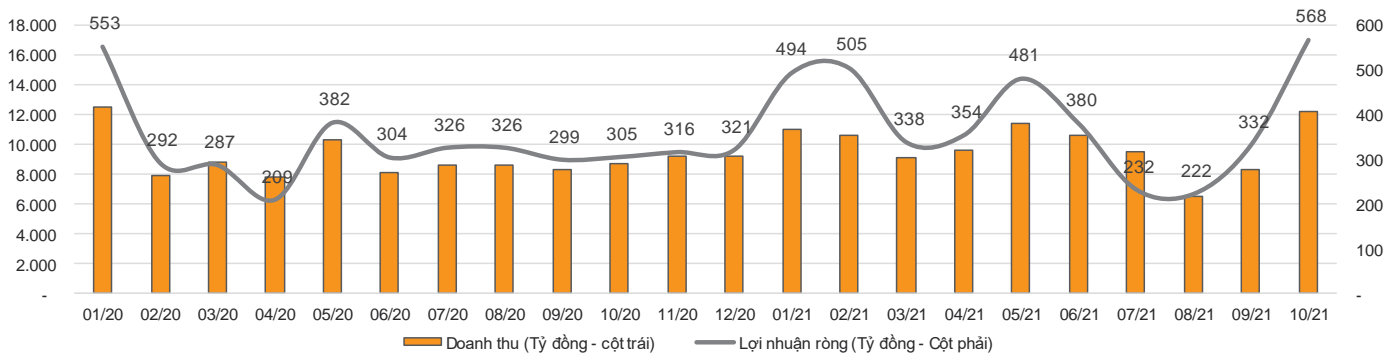
### T10/21: DT chuỗi DMX & TGDD tăng trưởng mạnh mẽ sau giãn cách xã hội

Trong T10/21, tất cả các cửa hàng TGDD&DMX đã trở lại hoạt động sau 3 tháng bị ảnh hưởng bởi giãn cách xã hội, DT của MWG đạt 12.186 tỷ đồng (+39% svck) và LN ròng đạt 568 tỷ đồng (+86% svck).

- Doanh thu của TGDD&DMX đạt 10.200 tỷ đồng (+52% svck) nhờ vào 1) nhu cầu dồn nén sau giãn cách xã hội trong Q3/21 và 2) thể hệ Iphone 13 mới kết hợp với sự ra mắt của chuỗi cửa hàng Topzone đã thúc đẩy doanh thu bán hàng ngay khi mở cửa.
- Doanh thu của BHX đạt 2.027 tỷ đồng, tương đương 1,04 tỷ đồng doanh thu mỗi cửa hàng trong T10/21, thấp hơn nhiều so với giai đoạn T7-T8/21 do 1) người dân khu vực phía Nam di chuyển về quê, đặc biệt là người dân ở các trung tâm kinh tế - công nghiệp như TP HCM, Đồng Nai, Bình Dương, dẫn đến nhu cầu đối với các sản phẩm của BHX tại khu vực này giảm và 2) các chợ truyền thống và cửa hàng bán lẻ cá nhân đã mở cửa sau giai đoạn giãn cách xã hội gia tăng mức cạnh tranh với BHX.

Trong 10T21, MWG công bố doanh thu 99.006 tỷ đồng và lợi nhuận ròng đạt 3.906 tỷ đồng, hoàn thành 79% và thấp hơn dự báo của chúng tôi.

Hình 7: Doanh thu và LN ròng hàng tháng của MWG giai đoạn 2020-21



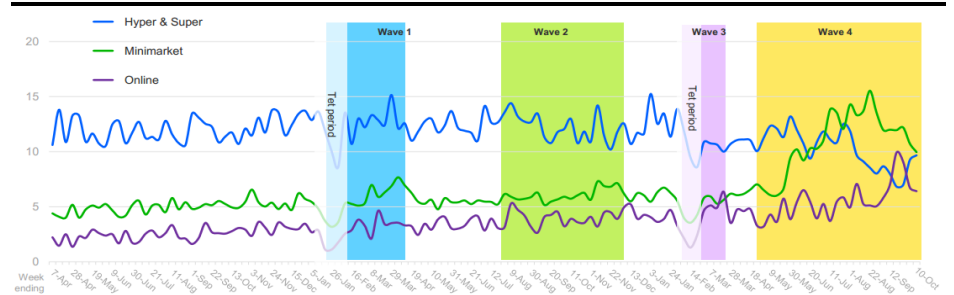
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

### Triển vọng 2022-23: Trở lại quỹ đạo tăng trưởng

#### Lần đầu tiên Bách Hóa Xanh có lợi nhuận ròng

Theo Kantar Worldpanel, Vào giữa T10/21, thị phần của kênh siêu thị nhỏ đã giảm xuống 10% từ mức đỉnh - trên 14% - vào T7/21, vẫn duy trì ở mức thị phần cao hơn so với mức trước đợt Covid-19 lần thứ 4 (từ T5/21 trở về trước) khoảng 5 điểm % mặc dù giãn cách xã hội đã nổi lóng kể từ giữa T9/21. Con số này đã củng cố xu hướng chuyển dịch tiêu dùng sang kênh thương mại hiện đại như kênh siêu thị nhỏ, đặc biệt tác động tích cực tới chuỗi Bách Hóa Xanh.

Hình 8: Thị phần theo kênh – hàng hóa FMCG hàng tuần (4 thành phố lớn) từ 04/21 – 10/21



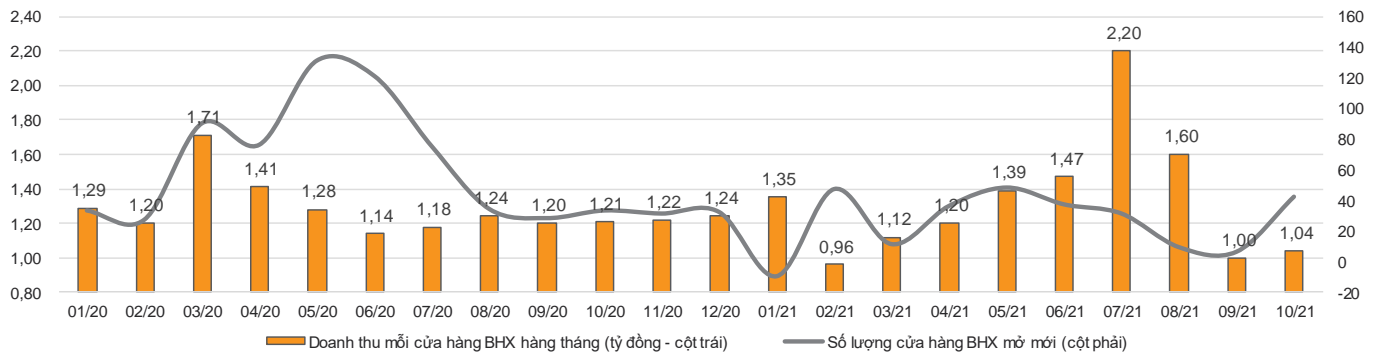
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Kantar Worldpanel

Với doanh thu trung bình hàng tháng là 1,59 tỷ đồng/cửa hàng, BHX lần đầu tiên đạt lợi nhuận ròng trong Q3/21, cho thấy khả năng đáp ứng nhu cầu cao với hệ thống hậu cần mạnh mẽ và khẳng định tiềm năng tăng trưởng của BHX.

Tuy nhiên, doanh thu trên mỗi cửa hàng của BHX trong giai đoạn từ T9/21 đến T10/21 giảm mạnh xuống 1,00 tỷ đồng - 1,04 tỷ đồng/cửa hàng sau khi tăng trưởng mạnh trong giai đoạn T6/21 – T8/21 cho thấy BHX đang gặp khó khăn hơn so với thị trường nói chung do 1) tiêu thụ giảm khi người dân từ các trung tâm kinh tế - công nghiệp phía Nam trở về quê, 2) cạnh tranh từ thị trường chợ truyền thống và các cửa hàng bán lẻ nhỏ lẻ khi mở cửa trở lại và 3) thông tin tiêu cực trên phương tiện truyền thông có tác động xấu đến BHX hơn chúng tôi dự kiến trong báo cáo trước.

Chúng tôi kỳ vọng trong vòng 3-6 tháng tới, khi Việt Nam, đặc biệt là khu vực phía Nam, được tiêm chủng đầy đủ, dịch vụ và sản xuất trở lại hoạt động bình thường sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng đối với chuỗi Bách Hóa Xanh. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu hàng tháng của mỗi cửa hàng BHX cho năm 2022/23 xuống 12,7%/8,5% so với báo cáo trước, đạt 1,44 tỷ đồng/1,73 tỷ đồng mỗi cửa hàng. Như vậy, doanh thu của chuỗi BHX sẽ giảm lần lượt 12,6%/8,6% so với báo cáo trước.

Hình 9: Doanh thu hàng tháng của chuỗi BHX và số lượng cửa hàng mở mới trong giai đoạn 2020-2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

### DT các sản phẩm Apple sẽ là động lực tăng trưởng cho chuỗi TGDD

T9/21, MWG đã khai trương chuỗi cửa hàng Topzone (<https://www.topzone.vn/>) là chuỗi cửa hàng ủy quyền của Apple tại Việt Nam chuyên bán các sản phẩm của Apple như iPhone, iPad, Apple Watch, Macbook và phụ kiện. MWG có kế hoạch mở 50-60 cửa hàng Topzone từ nay đến hết Q1/22 để chiếm thêm thị phần các sản phẩm Apple và điện thoại di động tại Việt Nam.

Theo MWG, thị phần tiêu thụ các sản phẩm Apple của MWG chiếm khoảng 23% tại Việt Nam. Như vậy, chiến lược mở cửa hàng Topzone và quy định hạn chế hàng xách tay theo Nghị định số 98/2020/NĐ-CP sẽ thúc đẩy doanh số bán các sản phẩm Apple của MWG để giành thị phần, mà chúng tôi ước tính mục tiêu đạt khoảng 40% trong 2 năm tới.

Với ước tính 1) Quy mô thị trường của Apple vào khoảng 33.750 tỷ đồng (1,5 tỷ USD), 2) Doanh số bán các sản phẩm Apple của MWG hiện vào khoảng 7.900 tỷ đồng (350 triệu USD) và 3) mục tiêu thị phần bán các sản phẩm Apple của MWG chiếm 40% vào năm 2023, DT sản phẩm của Apple sẽ giúp chuỗi TGDD tăng khoảng 2.700 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2022/23.

Do đó, chúng tôi tăng dự phóng DT hàng tháng trên mỗi cửa hàng TGDD thêm 9,9%/17,8% so với báo cáo trước lên mức 2,67 tỷ đồng/2,91 tỷ đồng để phản ánh doanh thu tăng thêm từ các sản phẩm của Apple. Do đó, doanh thu chuỗi TGDD tăng 13,3%/21,9% so với báo cáo trước.

Hình 10: Cửa hàng Topzone của MWG



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 11: Bên trong cửa hàng Topzone của MWG



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Ra mắt các mô hình bán lẻ mới để tìm động lực tăng trưởng dài hạn

Bên cạnh chuỗi Topzone, MWG đang tiếp tục tung ra các chuỗi bán lẻ khác với các sản phẩm mới bao gồm chuỗi BlueJi, BlueKids, BlueSport, BlueFashion:

- BlueJi: chuỗi bán lẻ trang sức và phụ kiện thời trang, với 5 cửa hàng tại TP.HCM đã đi vào hoạt động từ 20/11/21 vừa qua. Sản phẩm của chuỗi bán lẻ này chủ yếu là trang sức bạc và trang sức đá, hướng đến người dùng phổ thông với giá cả hợp lý.
- BlueKids: chuỗi cửa hàng bán lẻ đồ dùng cho mẹ và bé.
- BlueFashion: chuỗi bán lẻ sản phẩm thời trang.
- BlueSport: chuỗi bán lẻ quần áo thể thao, phụ kiện, đồng hồ thông minh và xe đạp.

Chúng tôi tin rằng bằng cách ra mắt các chuỗi này, MWG có thể có được những cơ hội mới để phát triển trong tương lai, nhờ 1) chi phí thử nghiệm chuỗi cửa hàng thấp do MWG sử dụng hệ thống phân phối và nguồn nhân lực hiện có, 2) mở rộng sang các ngành hàng mà các nhà bán lẻ nhỏ đang gặp khó khăn do đại dịch như BlueJi/BlueFashion.

Hình 12: Cửa hàng BlueSport



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 13: Quầy BlueJi trong cửa hàng DMX



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### **Kế hoạch tái cơ cấu tập đoàn để phát triển dài hạn**

MWG đã công bố kế hoạch tái cấu trúc tập đoàn trong giai đoạn 2021-22 như sau:

- Công ty TNHH 4k Farm và Công ty TNHH Dịch vụ Bảo hành - Lắp đặt Tận Tâm chuyển thành công ty cổ phần.
- Chuyển sở hữu chuỗi nhà thuốc An Khang sang Bách Hóa Xanh để tối ưu hóa việc quản lý hai chuỗi này.
- Thành lập công ty cổ phần mới chuyên về Logistics - Giao nhận do Tập đoàn MWG kiểm soát.
- Tăng vốn cho Bách Hóa Xanh thêm 3.200 tỷ đồng và TGDD 800 tỷ đồng để phục vụ kế hoạch mở rộng kinh doanh.

Với quá trình tái cấu trúc như trên và theo HĐQT, MWG sẽ 1) mở rộng dịch vụ hậu cần và giao nhận từ phục vụ nhu cầu nội bộ sang nhu cầu cả bên trong lẫn bên ngoài để tăng doanh thu của MWG vì đã có sẵn hệ thống hậu cần, đội ngũ vận hành, xe tải và kho bãi; và 2) MWG có thể thực hiện IPO của các công ty con, đặc biệt là chuỗi Bách Hóa Xanh, do đó, việc IPO này có thể định giá lại các công ty con của MWG ở mức giá cao hơn, dựa trên quan điểm của chúng tôi.

### **Thay đổi dự phóng năm 2022-23**

**Chúng tôi thay đổi dự báo của mình như sau:**

- Chúng tôi giảm số lượng cửa hàng DMS (Điện Máy Xanh supermini) trong năm 2022/23 lần lượt 100 cửa hàng/100 cửa hàng do MWG giảm tốc độ mở rộng số lượng cửa hàng DMS, vốn đã bị trì hoãn bởi Covid-19 trong Q3/21.
- Chúng tôi tăng số lượng cửa hàng TGDD trong năm 2022/23 lên 31 cửa hàng/31 cửa hàng để phù hợp với sự thay đổi về số lượng cửa hàng TGDD trong 10T21.
- Chúng tôi giảm doanh thu trên mỗi cửa hàng BHX trong năm 2022/23 xuống 12,7%/8,5% do doanh thu trên mỗi cửa hàng BHX thấp hơn dự kiến trong T9/21 – T10/21.
- Chúng tôi tăng doanh thu trên mỗi cửa hàng TGDD trong năm 2022/23 lên 9,9%/17,8% để phản ánh doanh thu bổ sung từ các sản phẩm của Apple trong 2022/23.
- Doanh thu của MWG trong năm tài chính 22/23 thay đổi -2,1%/+ 0,16% so với dự báo trước đó.
- Chúng tôi tăng biên lợi nhuận gộp thêm 0,2 điểm %/0,4 điểm % lên 22,9%/22,7% trong năm 2022/23 do MWG đang tăng khả năng đàm phán và tiếp tục tăng tỷ trọng các sản phẩm nhãn riêng và độc quyền với biên lợi nhuận gộp cao hơn trong tất cả các mảng kinh doanh.
- Chúng tôi cũng tăng lợi nhuận tài chính ròng của MWG trong năm 2022/23 lên 24,2%/126,6% so với dự báo trước do giai đoạn lãi suất thấp kéo dài, MWG đã chuyển khoảng 5.053 tỷ đồng từ đầu tư tài chính ngắn hạn sang đầu tư tài chính dài hạn để đạt được nhiều lợi nhuận tài chính hơn.
- Do đó, chúng tôi giảm 0,4% dự báo LN ròng năm 2022 xuống mức 6.598 tỷ đồng (+40,3% svck) và nâng dự báo LN ròng năm 2023 lên 8.329 tỷ đồng (+26,2% svck).

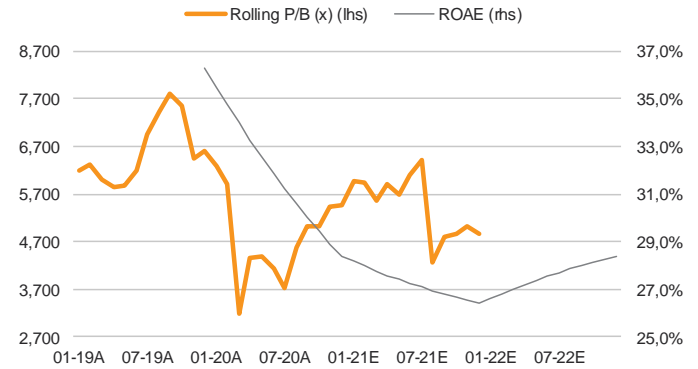
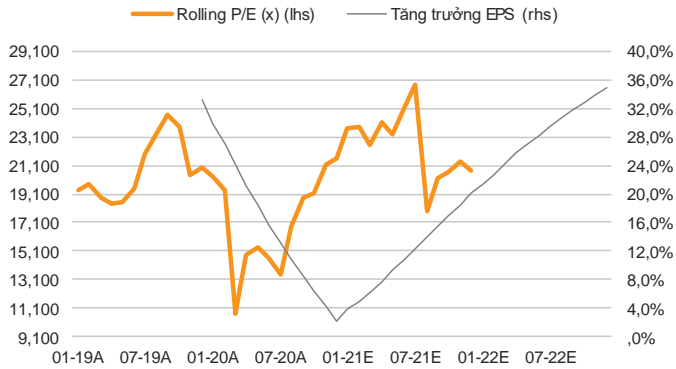


Hình 14: Thay đổi dự phóng giai đoạn 2021-23

|                                 | Dự phóng cũ    |                |                | Dự phóng mới   |                |                | % thay đổi          |                     |                    |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------------|---------------------|--------------------|
|                                 | 2021           | 2022           | 2023           | 2021           | 2022           | 2023           | 2021                | 2022                | 2023               |
| <b>Số lượng cửa hàng</b>        |                |                |                |                |                |                |                     |                     |                    |
| TGDD                            | 927            | 927            | 927            | 958            | 958            | 958            | 31 cửa hàng         | 31 cửa hàng         | 31 cửa hàng        |
| DMX                             | 1.170          | 1.170          | 1.170          | 1.170          | 1.170          | 1.170          | 0 cửa hàng          | 0 cửa hàng          | 0 cửa hàng         |
| BHX                             | 2.038          | 2.398          | 2.598          | 2.038          | 2.398          | 2.598          | 0 cửa hàng          | 0 cửa hàng          | 0 cửa hàng         |
| DMS                             | 902            | 1.302          | 1.702          | 802            | 1.202          | 1.602          | -100 cửa hàng       | -100 cửa hàng       | -100 cửa hàng      |
| <b>Doanh thu mỗi cửa hàng</b>   |                |                |                |                |                |                |                     |                     |                    |
| TGDD                            | 2,38           | 2,43           | 2,47           | 2,34           | 2,67           | 2,91           | -1,68%              | 9,88%               | 17,81%             |
| DMX                             | 4,19           | 4,52           | 4,97           | 4,19           | 4,52           | 4,97           | 0,00%               | 0,00%               | 0,00%              |
| BHX                             | 1,45           | 1,65           | 1,89           | 1,26           | 1,44           | 1,73           | -13,10%             | -12,73%             | -8,47%             |
| DMS                             | 0,69           | 0,94           | 1,03           | 0,68           | 0,96           | 1,06           | -1,45%              | 2,13%               | 2,91%              |
| <b>Doanh thu</b>                | <b>128.267</b> | <b>152.736</b> | <b>177.174</b> | <b>123.071</b> | <b>149.513</b> | <b>177.459</b> | <b>-4,05%</b>       | <b>-2,11%</b>       | <b>0,16%</b>       |
| TGDD                            | 26.512         | 27.068         | 27.439         | 26.890         | 30.656         | 33.434         | 1,43%               | 13,26%              | 21,85%             |
| DMX                             | 58.842         | 63.427         | 69.768         | 58.842         | 63.427         | 69.768         | 0,00%               | 0,00%               | 0,00%              |
| BHX                             | 35.485         | 47.501         | 58.927         | 30.762         | 41.534         | 53.880         | -13,31%             | -12,56%             | -8,56%             |
| DMS                             | 7.428          | 14.740         | 21.040         | 6.577          | 13.896         | 20.377         | -11,46%             | -5,73%              | -3,15%             |
| Giá vốn hàng bán                | (99.549)       | (118.075)      | (137.612)      | (95.034)       | (115.291)      | (137.229)      | -4,54%              | -2,36%              | -0,28%             |
| Lợi nhuận gộp                   | 28.718         | 34.661         | 39.562         | 28.037         | 34.222         | 40.230         | -2,37%              | -1,27%              | 1,69%              |
| <i>Biên LNG</i>                 | <i>22,4%</i>   | <i>22,7%</i>   | <i>22,3%</i>   | <i>22,8%</i>   | <i>22,9%</i>   | <i>22,7%</i>   | <i>0,40 điểm %</i>  | <i>0,20 điểm %</i>  | <i>0,40 điểm %</i> |
| Lợi nhuận tài chính ròng        | 542            | 492            | 327            | 505            | 611            | 741            | -6,83%              | 24,19%              | 126,61%            |
| Chi phí bán hàng                | (18.003)       | (21.138)       | (24.848)       | (17.954)       | (21.240)       | (24.338)       | -0,27%              | 0,48%               | -2,05%             |
| Chi phí QLDN                    | (4.746)        | (5.346)        | (6.201)        | (4.554)        | (5.233)        | (6.211)        | -4,05%              | -2,11%              | 0,16%              |
| Chi phí BH&QLDN                 | (22.749)       | (26.484)       | (31.049)       | (22.508)       | (26.473)       | (30.549)       | -1,06%              | -0,04%              | -1,61%             |
| <i>Chi phí bán hàng / DT</i>    | <i>-14,0%</i>  | <i>-13,8%</i>  | <i>-14,0%</i>  | <i>-14,6%</i>  | <i>-14,2%</i>  | <i>-13,7%</i>  | <i>-0,60 điểm %</i> | <i>-0,40 điểm %</i> | <i>0,30 điểm %</i> |
| <i>Chi phí QLDN / DT</i>        | <i>-3,7%</i>   | <i>-3,5%</i>   | <i>-3,5%</i>   | <i>-3,7%</i>   | <i>-3,5%</i>   | <i>-3,5%</i>   | <i>0,00 điểm %</i>  | <i>0,00 điểm %</i>  | <i>0,00 điểm %</i> |
| <i>Chi phí BH&amp;QLDN / DT</i> | <i>-17,7%</i>  | <i>-17,3%</i>  | <i>-17,5%</i>  | <i>-18,3%</i>  | <i>-17,7%</i>  | <i>-17,2%</i>  | <i>-0,60 điểm %</i> | <i>-0,40 điểm %</i> | <i>0,30 điểm %</i> |
| Lợi nhuận hoạt động             | 5.969,0        | 8.177,0        | 8.513,0        | 5.529,0        | 7.749,0        | 9.681,0        | -7,37%              | -5,23%              | 13,72%             |
| LN trước thuế                   | 6.511          | 8.669          | 8.840          | 6.034          | 8.360          | 10.422         | -7,33%              | -3,56%              | 17,90%             |
| <b>LN ròng</b>                  | <b>4.937</b>   | <b>6.573</b>   | <b>6.703</b>   | <b>4.702</b>   | <b>6.598</b>   | <b>8.329</b>   | <b>-4,76%</b>       | <b>0,38%</b>        | <b>24,26%</b>      |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

| (tỷ VND)                              | 12-21E         | 12-22E         | 12-23E         |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Doanh thu thuần                       | 123.071        | 149.513        | 177.459        |
| Giá vốn hàng bán                      | (95.034)       | (115.291)      | (137.229)      |
| Chi phí quản lý DN                    | (4.554)        | (5.233)        | (6.211)        |
| Chi phí bán hàng                      | (17.954)       | (21.240)       | (24.338)       |
| <b>LN hoạt động thuần</b>             | <b>5.529</b>   | <b>7.749</b>   | <b>9.681</b>   |
| EBITDA thuần                          | 7.077          | 9.555          | 11.674         |
| <b>Chi phí khấu hao</b>               | <b>(1.548)</b> | <b>(1.806)</b> | <b>(1.993)</b> |
| <b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>5.529</b>   | <b>7.749</b>   | <b>9.681</b>   |
| Thu nhập lãi                          | 1.204          | 1.500          | 1.770          |
| Chi phí tài chính                     | (699)          | (889)          | (1.029)        |
| Thu nhập ròng khác                    | (0)            | 0              | 0              |
| TN từ các Cty LK & LD                 | 0              | 0              | 0              |
| <b>LN trước thuế</b>                  | <b>6.034</b>   | <b>8.360</b>   | <b>10.422</b>  |
| Thuế                                  | (1.327)        | (1.756)        | (2.084)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số              | (5)            | (7)            | (8)            |
| <b>LN ròng</b>                        | <b>4.702</b>   | <b>6.598</b>   | <b>8.329</b>   |
| Thu nhập trên vốn                     | 4.702          | 6.598          | 8.329          |
| Cổ tức phổ thông                      | (238)          | (742)          | (1.142)        |
| <b>LN giữ lại</b>                     | <b>4.464</b>   | <b>5.856</b>   | <b>7.187</b>   |

**Bảng cân đối kế toán**

| (tỷ VND)                         | 12-21E        | 12-22E        | 12-23E        |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền và tương đương tiền         | 7.904         | 13.284        | 22.812        |
| Đầu tư ngắn hạn                  | 3.704         | 4.500         | 5.342         |
| Các khoản phải thu ngắn hạn      | 2.490         | 2.925         | 3.368         |
| Hàng tồn kho                     | 25.477        | 27.846        | 30.571        |
| Các tài sản ngắn hạn khác        | 1.142         | 1.515         | 1.702         |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>     | <b>40.718</b> | <b>50.070</b> | <b>63.795</b> |
| Tài sản cố định                  | 6.820         | 6.901         | 6.244         |
| Tổng đầu tư                      | 5.069         | 5.067         | 5.060         |
| Tài sản dài hạn khác             | 990           | 1.381         | 1.686         |
| <b>Tổng tài sản</b>              | <b>53.597</b> | <b>63.418</b> | <b>76.784</b> |
| Vay & nợ ngắn hạn                | 15.527        | 15.630        | 17.949        |
| Phải trả người bán               | 11.680        | 14.087        | 16.756        |
| Nợ ngắn hạn khác                 | 5.382         | 6.727         | 7.940         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>          | <b>32.589</b> | <b>36.444</b> | <b>42.646</b> |
| Vay & nợ dài hạn                 | 834           | 649           | 424           |
| Các khoản phải trả khác          |               |               |               |
| Vốn điều lệ và                   | 7.131         | 7.418         | 7.612         |
| LN giữ lại                       | 12.477        | 18.333        | 25.521        |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>            | <b>20.160</b> | <b>26.304</b> | <b>33.686</b> |
| Lợi ích cổ đông thiểu số         | 14            | 21            | 29            |
| <b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b> | <b>53.597</b> | <b>63.418</b> | <b>76.784</b> |

**Báo cáo LCTT**

| (tỷ VND)                        | 12-21E         | 12-22E         | 12-23E         |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>LN trước thuế</b>            | <b>6.034</b>   | <b>8.360</b>   | <b>10.422</b>  |
| Khấu hao                        | 1.548          | 1.806          | 1.993          |
| Thuế đã nộp                     | (1.327)        | (1.756)        | (2.084)        |
| Các khoản điều chỉnh khác       | (505)          | (353)          | (373)          |
| <b>Thay đổi VLB</b>             | <b>(3.489)</b> | <b>928</b>     | <b>901</b>     |
| <b>LC tiền thuần HĐKD</b>       | <b>2.260</b>   | <b>8.985</b>   | <b>10.858</b>  |
| Đầu tư TSCĐ                     | (1.875)        | (1.892)        | (1.264)        |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ      | 3              | 4              | 4              |
| Các khoản khác                  | (270)          | (104)          | (189)          |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác   | (663)          | (794)          | (835)          |
| <b>LC tiền từ HĐĐT</b>          | <b>(2.804)</b> | <b>(2.786)</b> | <b>(2.283)</b> |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH     | 1              | 3              | 2              |
| Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ     | 0              | 0              | 0              |
| Tiền vay ròng nhận được         | 1.276          | (81)           | 2.094          |
| Dòng tiền từ HĐTC khác          | 0              | 0              | 0              |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH       | (238)          | (742)          | (1.142)        |
| <b>LC tiền thuần HĐTC</b>       | <b>1.039</b>   | <b>(820)</b>   | <b>954</b>     |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì  | 7.410          | 7.904          | 13.284         |
| <b>LC tiền thuần trong năm</b>  | <b>495</b>     | <b>5.379</b>   | <b>9.529</b>   |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 7.904          | 13.284         | 22.812         |

**Các chỉ số cơ bản**

|                                 | 12-21E | 12-22E | 12-23E |
|---------------------------------|--------|--------|--------|
| <b>Dupont</b>                   |        |        |        |
| Biên LN ròng                    | 3,8%   | 4,4%   | 4,7%   |
| Vòng quay TS                    | 2,47   | 2,56   | 2,53   |
| ROAA                            | 9,4%   | 11,3%  | 11,9%  |
| Đòn bẩy tài chính               | 2,80   | 2,52   | 2,34   |
| ROAE                            | 26,4%  | 28,4%  | 27,8%  |
| <b>Hiệu quả</b>                 |        |        |        |
| Số ngày phải thu                | 1,9    | 1,6    | 1,4    |
| Số ngày nắm giữ HTK             | 97,9   | 88,2   | 81,3   |
| Số ngày phải trả tiền bán       | 44,9   | 44,6   | 44,6   |
| Vòng quay TSCĐ                  | 17,28  | 21,79  | 27,00  |
| ROIC                            | 12,9%  | 15,5%  | 16,0%  |
| <b>Thanh khoản</b>              |        |        |        |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn    | 1,2    | 1,4    | 1,5    |
| Khả năng thanh toán nhanh       | 0,5    | 0,6    | 0,8    |
| Khả năng thanh toán tiền mặt    | 0,4    | 0,5    | 0,7    |
| Vòng quay tiền                  | 54,9   | 45,2   | 38,2   |
| <b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b> |        |        |        |
| Tăng trưởng DT thuần            | 13,4%  | 21,5%  | 18,7%  |
| Tăng trưởng LN từ HĐKD          | 6,0%   | 40,2%  | 24,9%  |
| Tăng trưởng LN ròng             | 20,0%  | 40,3%  | 26,2%  |
| Tăng trưởng EPS                 | 20,0%  | 34,9%  | 23,0%  |

Nguồn: VND 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)

### Phan Như Bách – Chuyên viên Phân tích

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>