

**MWG – TRUNG LẬP**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 12/05/2023)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	39.000
KLGD TB 10 ngày	2.033.800
Vốn hoá (tỷ đồng)	57.071
Số lượng CPLH	2.807.796

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Phạm Phương Thảo  
[ppthao@vcbs.com.vn](mailto:ppthao@vcbs.com.vn)  
+84-4 3936 6425 ext 116

**Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS**

[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

**MWG: NỖ LỰC TĂNG TRƯỞNG NHỜ CHIẾN LƯỢC GIÁ**

**KQKD:** Quý 1.2023, MWG ghi nhận DTT đạt 27.105 tỷ đồng và LNST đạt 21.2 tỷ đồng, lần lượt giảm 26% và 98% svck năm 2022. Nguyên nhân của sự suy giảm nghiêm trọng này đến từ bối cảnh âm ảm chung của ngành bán lẻ, đặc biệt là đối với mặt hàng không thiết yếu (điện thoại, laptop...) khiến lợi nhuận MWG theo quý lùi về mức thấp nhất trong 10 năm trở lại đây.

**Triển vọng:**

- (1) Mảng bán lẻ ICT nội địa kì vọng phục hồi trong 2 quý cuối năm 2023 trong khi chuỗi EraBlue đón nhận tín hiệu tích cực từ thị trường Indonesia
- (2) Bách Hóa Xanh tiếp tục cải thiện doanh thu và biên lợi nhuận ròng

**Rủi ro:**

- (1) Nhu cầu đối với các sản phẩm điện thoại, điện máy phục hồi chậm hơn kì vọng
- (2) Quá trình cải thiện Bách Hóa Xanh không đạt hiệu quả mong muốn

**Khuyến nghị đầu tư:**

Chúng tôi cho rằng MWG đang trải qua giai đoạn khó khăn nhất khi chịu tác động kép của hoạt động kinh doanh cốt lõi suy giảm nặng nề (TGDD và DMX) trong khi các mảng tăng trưởng cao (FMCG & dược phẩm) chưa thể tự đứng vững. Ảnh hưởng tiêu cực này cũng càng khó có thể kết thúc trước Q3.2023 khi các dấu hiệu của việc hồi phục vẫn chưa rõ ràng. Cho năm 2023, chúng tôi hạ dự phóng DTT và LNST của MWG giảm còn **123.923 tỷ** và **2.519 tỷ**, EPS fwd 2023 ước tính đạt **1.721 đồng/CP**, giảm 39% yoy. Trong ngắn hạn, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu **MWG**, nhưng cũng lưu ý rằng (1) MWG đang được giao dịch với định giá rất thấp (P/B = 2.4 tương đương với tháng 3/2020) và (2) Điểm đảo chiều có thể đến với MWG trong các quý cuối năm khi mảng bán lẻ ICT có chuyển biến tích cực và BHX cải thiện lợi nhuận. Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu đối với MWG là **42.500 đồng/CP**, tương ứng với tiềm năng tăng giá 9% so với mức đóng cửa ngày 12/05/2023.

Chỉ tiêu tài chính	2020	2021	2022	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	108,546	122,958	133,405	123,923	140,810
+/- yoy (%)	6.2%	13.3%	8.5%	-7.1%	13.6%
LNST (tỷ đồng)	3,918	4,899	4,100	2,519	3,715
+/- yoy (%)	2.2%	25.0%	-16.3%	-38.5%	47.5%
TS LN gộp (%)	22.1%	22.5%	23.1%	19.5%	20.5%
TS LN ròng (%)	3.6%	4.0%	3.1%	2.0%	2.6%
EPS (đồng)	8,654	6,897	2,810	1,721	2,538

## CẬP NHẬT KQKD Q1.2023

### KQKD Q1.2023

Quý 1.2023, MWG ghi nhận DTT đạt 27.105 tỷ đồng và LNST đạt 21.2 tỷ đồng, lần lượt giảm 26% và 98% svck năm 2022. Nguyên nhân của sự suy giảm nghiêm trọng này đến từ bối cảnh ảm đạm chung của ngành bán lẻ, đặc biệt là đối với mặt hàng không thiết yếu (điện thoại, laptop...) khiến lợi nhuận MWG theo quý lùi về mức thấp nhất trong 10 năm trở lại đây.

- (1) **Bán lẻ ICT:** Tổng doanh thu 2 chuỗi **Điện máy xanh** và **Thế giới di động** đạt 20.031 tỷ đồng, chiếm 73,9% tổng doanh thu toàn công ty và giảm 34% so với quý 1/2022. Hầu hết các ngành hàng đều có mức giảm từ 25-35% trong đó số lượng tiêu thụ giảm 10-15% và mặt bằng giá sản phẩm giảm 15-20% theo ước tính của chúng tôi. Lợi nhuận ước tính của TGDD & DMX là 537 tỷ đồng trong Q1, tương ứng với biên LNR chỉ đạt khoảng 2.7%, giảm 450 bps so với Q1.22.
- (2) **Era Blue:** Chuỗi EraBlue là điểm sáng của MWG trong Q1 khi các cửa hàng bán lẻ tại Indonesia đạt doanh thu ổn định 4-5 tỷ đồng/CH/tháng (từ tháng 12/2022). Đây là mô hình bán lẻ mang đến làn gió mới vào thị trường nước này khi tập trung vào nhu cầu khách hàng (customer centric) thay vì bán sản phẩm (product centric)
- (3) **Bách Hóa Xanh:** DTT BHX ước tính đạt 6.397 tỷ đồng trong Q1 (+5% yoy) và lỗ sau thuế khoảng 353 tỷ đồng (tương đương biên LNR -5.5%). Trên đà cải thiện KQKD, BHX tiếp tục gia tăng lượng khách vào cửa hàng nhưng giá trị hóa đơn giảm còn 85% svck phản ánh sức mua nhìn chung yếu. DT trung bình/CH đạt 1.3 tỷ đồng trong Q1 và biên LNR tăng khoảng 460 bps svck năm 2022 (đã điều chỉnh chi phí 1 lần)

**Về số cửa hàng:** MWG không có sự biến động lớn về số cửa hàng trong Q1, trong đó mở mới 7 CH BHX và 10 nhà thuốc An Khang, đóng 18 cửa hàng BHX và 2 CH TGDD. Phần lớn sự thay đổi này đến từ các vấn đề về đàm phán mặt bằng thay vì những thay đổi căn bản trong chiến lược mở mới của doanh nghiệp.

## TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ 2023

### Mảng bán lẻ ICT nội địa sẽ tiếp tục khó khăn tới hết Q2.2023

Mảng bán lẻ điện thoại di động và điện máy của MWG bị ảnh hưởng nặng nề trong Q1 không chỉ bởi nhu cầu yếu, tín dụng thắt chặt mà còn vì mất cân bằng chuỗi cung ứng khiến cung lớn hơn nhiều so với cầu. MWG cũng như các nhà bán lẻ khác như FRT, CellphoneS, Điện máy chợ lớn, ... đã phải giảm giá các mặt hàng từ 15 – 20%, điều này dự kiến sẽ kéo dài sớm nhất tới hết Q2.2023 và chậm nhất tới hết Q4.2023.

**Về số cửa hàng của TGDD và DMX,** MWG cũng sẽ không mở mới cửa hàng trong nửa đầu 2023, và bất kì hành động mở rộng nào trong nửa sau 2023 cũng sẽ rất thận trọng. Do đó, chúng tôi giả định số cửa hàng TGDD và DMX sẽ không thay đổi nhiều với thời điểm Q1.2023, và hạ ước tính DTT của TGDD và DMX xuống còn 80.753 tỷ đồng (-16% yoy). Cụ thể, ở mảng điện thoại, chúng tôi ước tính phần doanh thu từ TopZone sẽ giảm mạnh trong Q1,2 nhưng hồi phục tốt hơn thị trường chung vào Q3,4 khi xét đến triển vọng dài hạn vẫn được duy trì của điện thoại cao cấp tại Việt Nam, DTT dự phóng đạt 45.668 tỷ đồng (-14.4% yoy). Đối với mảng điện máy, chúng tôi nhận thấy có sự đồng pha tương đối lớn với doanh số bán nhà của thị trường bất động sản Việt Nam. Với nhận định thị trường BĐS khó hồi phục trước 2024, DTT dự phóng cho mảng bán lẻ điện máy của MWG trong 2023 đạt khoảng 35.084 tỷ đồng (-17.8% yoy) trước khi phục hồi vào 2024.

**Về biên lợi nhuận,** theo quan sát của chúng tôi, chiến lược giá của MWG trước đây là luôn đặt cao hơn đối thủ 5-10% dựa trên lợi thế về độ phủ sản phẩm và chất lượng dịch vụ. Điều này làm nên sự

vượt trội của công ty về cả biên gộp và biên lãi ròng (khoảng 6-7% đối với mảng ICT trong khi FRT chỉ đạt 2-3%). Tuy nhiên kể từ tháng 3 năm nay, MWG xác định sẽ đi theo chiến lược giảm giá bán để cạnh tranh với các đối thủ trên thị trường.

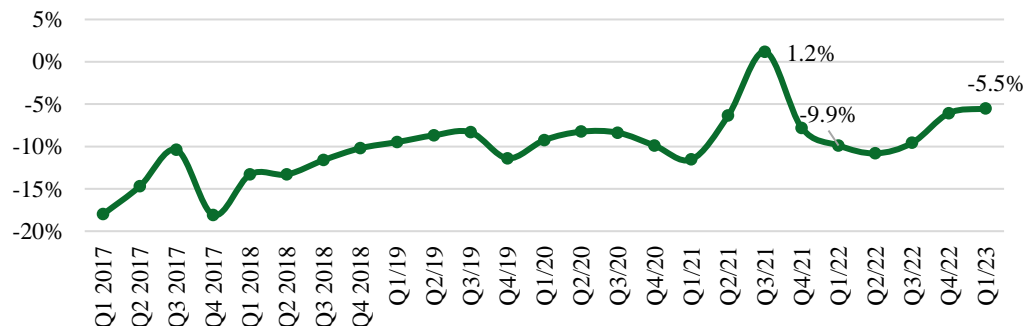
Trong buổi gặp mặt NĐT Q1.2023, BLD cho rằng đây sẽ là một hướng tăng trưởng mới cho TGDD và BHX để gia tăng thị phần trong phân khúc khách hàng nhạy cảm về giá. Trên số liệu thực tế, DTT sơ bộ của TGDD và BHX trong T4.2023 đã +30% MoM và dự kiến sẽ tiếp tục tăng khoảng 20% trong tháng 5. Chúng tôi cho rằng bước đi này là chiến lược hợp lí trong bối cảnh tiêu dùng thắt chặt và thị phần của MWG ở cả hai chuỗi đều đã đạt > 50%. Trong dài hạn, nó cũng có thể giúp công ty tiếp cận tập người dùng thu nhập thấp, nhưng tăng trưởng cũng sẽ không quá lớn theo đánh giá của chúng tôi. Cho năm 2023, chúng tôi dự phóng biên lãi ròng của MWG với 2 chuỗi này chỉ đạt 3% trong Q2 trước khi phục hồi lên khoảng 5-6% trong 2 quý cuối, khiến biên LNR trung bình cả năm sụt giảm đáng kể so với cùng kì.

Điểm sáng đối với MWG trong Q1 ở mảng này là với chuỗi Era Blue, BLD MWG thể hiện sự lạc quan vào tiềm năng của thị trường Indonesia và mô hình bán lẻ mới này. Lợi thế lớn nhất của EraBlue là cách tiếp cận hoàn toàn mới so với các chuỗi bán lẻ hiện hữu tại nước này. EraBlue tập trung vào dịch vụ giao hàng, lắp đặt và hậu mãi trong khi các đối thủ chỉ tập trung vào bán hàng, ngoài ra chuỗi cũng khắc phục được những điểm yếu của đối thủ khi tọa lạc tại các trục đường lớn, giúp khách hàng mua sắm thuận tiện và tiết kiệm thời gian. Đi vào hoạt động từ tháng 12.2022, MWG đã mở 5 CH Era, đến nay DTT/CH trung bình đã đạt 5.5 tỷ đồng/tháng (+20% so với đầu năm 2023). Công ty kì vọng sẽ mở được 50 cửa hàng Era tại Indonesia trong năm 2023 và đang tiếp tục hoàn thiện mô hình kinh doanh cửa hàng.

**Trong khi mảng Bách hóa đang đi đúng hướng trên đà cải thiện lợi nhuận**

Xét riêng mảng thực phẩm, **chuỗi BHX của MWG vẫn đi đúng hướng nhận định của chúng tôi khi tiếp tục ghi nhận tăng trưởng về doanh thu (+5% yoy) và biên LNR (+ 400 bps)**. Doanh thu/CH/tháng đạt 1.3 tỷ đồng, trong đó đóng góp từ FMCG tương đương cùng kì và đóng góp từ gia dụng giảm do BHX đã loại một số hàng gia dụng ra khỏi danh mục sản phẩm. Lượng khách vào cửa hàng duy trì tăng trưởng tích cực trong khi giá trị hóa đơn chỉ bằng 85% do tâm lý thắt chặt chi tiêu. Điểm tích cực tiếp theo đến từ việc cải thiện biên LNR của BHX. Biên LNR của chuỗi trong Q1.2023 ước tính đạt -5.5%, mức cao nhất kể từ Q3.2021 khi DN hưởng lợi từ yếu tố COVID 19. Theo BLD chia sẻ trong cuộc họp NĐT Q1.23, chi phí logistic của BHX đã giảm khoảng 15% svck trong Q1 và sẽ hướng tới giảm thêm 10% nữa cho tới cuối năm.

**Biên LNR BHX qua các quý sau điều chỉnh chi phí 1 lần năm 2022**

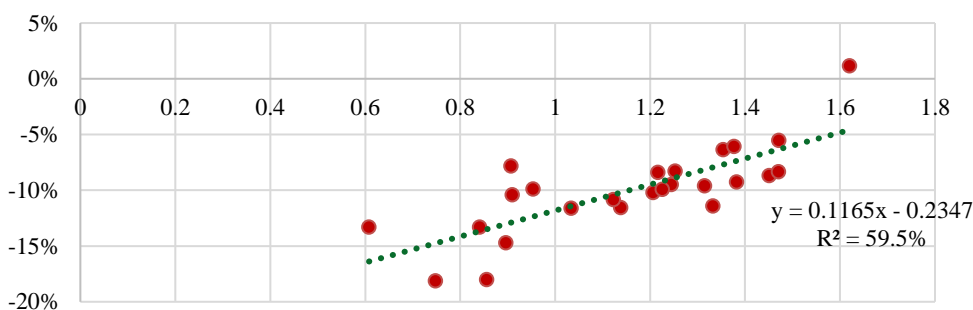


Về triển vọng 2023, BLD chia sẻ BHX sẽ vẫn tập trung cải thiện DT trung bình/CH trước khi tối ưu chi phí. Công ty chia sẻ đã tìm ra mô hình phù hợp để đáp ứng mong đợi về chất lượng và số lượng sản phẩm, song vẫn kiểm soát tốt được chi phí với kỳ vọng sẽ hòa vốn BHX vào cuối năm nay. Theo ước tính của chúng tôi dựa trên tương quan giữa doanh thu tháng và biên lợi nhuận ròng, BHX sẽ đạt

được điểm hòa vốn khi DT trung bình/CH /tháng đạt khoảng 1.5 – 1.6 tỷ đồng. Các chiến lược của BLĐ đặt ra với BHX bao gồm:

- (1) Tập trung cung cấp và nâng cao tỷ trọng hàng tươi sống, dùng hàng tươi sống như yếu tố thu hút lượng khách vào cửa hàng (Tỷ lệ 40% cuối Q1.23)
- (2) Triển khai chương trình khách hàng thân thiết VIP từ tháng 11/2022 cho tất cả các chuỗi bán lẻ của MWG bao gồm BHX (số lượng đăng kí 7 triệu đến cuối T4.23)
- (3) Tăng tỷ lệ hàng bán qua BHX online và nâng cao chất lượng dịch vụ vận chuyển. Theo BLĐ chia sẻ việc tập trung vận chuyển hàng qua DC online sẽ giúp MWG tối ưu tốt hơn chi phí logistics
- (4) Kế hoạch mở cửa hàng thận trọng 2023 sẽ được bắt đầu từ tháng 5,6 tại các tỉnh thành BHX đã có cửa hàng, trước khi Bắc tiến và Trung tiến.

**Tương quan BLN ròng (%) và DTT/CH/tháng (tỷ đồng)**



*Nguồn: MWG, VCBS tổng hợp*

Chúng tôi ước tính doanh thu thuần của BHX cho cả năm 2023 đạt khoảng 28.350 tỷ đồng, tăng nhẹ 9% svck dựa trên giả định số cửa hàng tăng nhẹ svck và DTT/CH trung bình cả năm đạt 1.35 tỷ đồng. Hiện nay chúng tôi giả định thận trọng biên lãi ròng của BHX ở mức -4.5% trong 2023, giả định sẽ được cập nhật thường xuyên theo sát diễn biến của chuỗi này.

## Mảng được chậm lại chờ đợi những thay đổi mới

Theo BLĐ, MWG sẽ tạm ngưng mở mới An Khang để tập trung toàn lực cho BHX. Kết quả kinh doanh của An Khang cũng chưa đạt như mức kỳ vọng khi DTT/CH trung bình trong 3 tháng đầu năm đạt 350 triệu đồng, giảm khoảng 20% so với mức 400-500 triệu cùng kỳ. Lỗ ước tính của An Khang trong Q1 cũng khoảng 74 tỷ, tương đương biên LNR khoảng -12%. Doanh nghiệp cho biết đang cân nhắc thuê chuyên gia bên ngoài để tham gia tư vấn danh mục sản phẩm phù hợp và chiến lược phát triển dài hạn đối với mảng được phẩm bên cạnh việc phát triển hệ thống thu nhập dữ liệu từng khu vực để tăng doanh thu cho cửa hàng.

## DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

### Dự phóng KQKD

Dự phóng doanh thu và LNST của MWG năm 2023 được trình bày chi tiết trong bảng dưới đây.

## Số cửa hàng

	TGDD	DMX	BHX	Topzone	An Khang
Q1.2023	1.188	2.291	1.710	100	510
2023F	1.190	2.300	1.750	100	510
2024F	1.200	2.350	1.850	150	510

## Doanh thu và LNST

Tỷ đồng	2022	2023F	2024F
<b>Thiết bị di động</b>			
Doanh thu	53.362	47.203	52.754
% yoy	7.4%	-11.5%	12%
<b>Điện máy &amp; gia dụng</b>			
Doanh thu	42.690	37.820	43.878
% yoy	9.5%	-11.4%	16%
<b>FMCG &amp; Dược phẩm</b>			
Doanh thu	26.681	28.350	31.080
% yoy		6.3%	9.6%
<b>Khác</b>			
Doanh thu	10.672	10.550	13.097
% yoy		-1%	20%
<b>Doanh thu thuần MWG</b>	<b>133.405</b>	<b>123.923</b>	<b>140.810</b>
% yoy	8.5%	-7%	14%
<b>LNST</b>	<b>4.100</b>	<b>2.519</b>	<b>3.715</b>
% yoy		-39%	48%

## ĐỊNH GIÁ

### Phương pháp so sánh tương đối

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh tương đối P/E và P/S để xác định giá trị hợp lý của MWG. Trong môi trường vĩ mô nhiều biến động, kế hoạch kinh doanh khó chắc chắn khiến chúng tôi cho rằng định giá DCF sẽ thiếu sự tin cậy.

**Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới của MWG là 42.500 đồng/CP.** Đối với chuỗi TGDD và DMX, chúng tôi sử dụng mức P/E mục tiêu là 12 lần trên cơ sở so sánh với các doanh nghiệp bán lẻ ICT cùng khu vực. Với BHX và An Khang, mức P/S mục tiêu khoảng 0.5. Chi tiết định giá từng phần của MWG được trình bày trong bảng dưới đây.

<b>Bán lẻ ICT</b>	
LNST 2023 (tỷ đồng)	3.919
P/E mục tiêu	12
Tỷ lệ sở hữu	99,95%
Giá trị (đồng/CP)	32.125
<b>Bách Hóa Xanh</b>	
DTT	28.350
P/S mục tiêu	0.5
Tỷ lệ sở hữu	99,95%
Giá trị (đồng/CP)	9.684

## Được phẩm

Doanh thu	1.836
P/S mục tiêu	0.5
Tỷ lệ sở hữu	99,99%
Giá trị (đồng/CP)	627
<b>Giá trị hợp lý MWG</b>	<b>42.500</b>

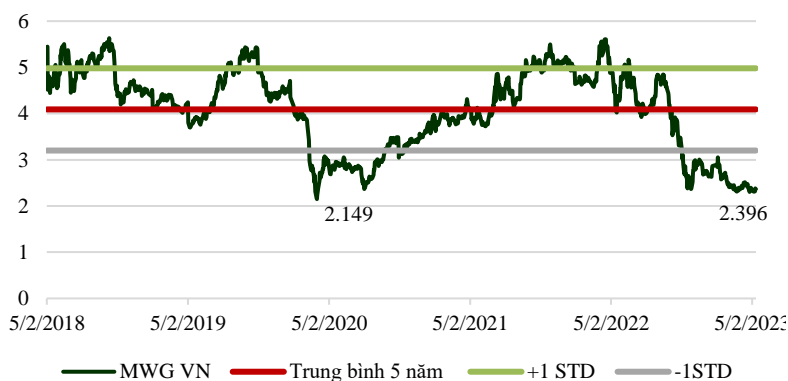
## Doanh nghiệp so sánh

Mã CK	BB ID	Market Cap (bil. VND)	EPS LTM	P/E LTM	P/B	ROE	ROA	NPM
MWG VN	MWG VN	58,901	2,831	14.22	2.46	17.1%	7.3%	3.1%
<b>Bán lẻ ICT</b>								
ERAA IJ	ERAA IJ	12,270	101	7.62	1.15	14.1%	5.9%	2.0%
COM7 TB	COM7 TB	45,604	866	22.06	9.39	41.9%	15.9%	4.8%
FRT	FRT VN Equity	7,961	3,295	20.39	3.96	19.0%	3.7%	1.3%
Trung bình điều hòa		24,916	262.92	12.15	2.17	19.6%	8.2%	2.9%
<b>Được phẩm</b>								
Laobaixing Pharmacy Chain JSC	603883 CH	67,754	4,421	26.20	3.14	15.6%	4.4%	4.1%
Yixintang Pharmaceutical Group Co Ltd	002727 CH	64,669	4,827	22.48	2.63	12.5%	5.8%	5.2%
Yifeng Pharmacy Chain Co Ltd	603939 CH	123,443	4,833	35.39	4.46	12.9%	6.0%	5.7%
Trung bình điều hòa		78,281	4,685.50	27.05	3.25	13.6%	5.3%	4.9%

Nguồn: Bloomberg

Xét trên P/B, MWG cũng đang giao dịch ở mức rất thấp, chỉ tương đương với P/B ở thời điểm tháng 3/2020. Với mức P/B này, chúng tôi cho rằng MWG đang trong quá trình tích lũy dài hạn trong thời gian chờ đợi điểm uốn về kết quả kinh doanh.

Lịch sử giao dịch P/B của MWG



Nguồn: Bloomberg

## Rủi ro

- (1) Nhu cầu đối với các sản phẩm điện thoại, điện máy phục hồi chậm hơn kì vọng
- (2) Quá trình cải thiện Bách Hóa Xanh không đạt hiệu quả mong muốn

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu đạt **44.500 đồng/cp**

Chúng tôi cho rằng MWG đang trải qua giai đoạn khó khăn nhất khi chịu tác động kép của hoạt động kinh doanh cốt lõi suy giảm nặng nề (TGDD và DMX) trong khi các mảng mới (FMCG & dược phẩm) chưa thể tự đứng vững. Ảnh hưởng tiêu cực này cũng khó có thể kết thúc trước Q3.2023 khi các dấu hiệu của việc hồi phục vẫn chưa rõ ràng. Cho năm 2023, chúng tôi hạ dự phóng DTT và LNST của MWG giảm còn **123.923 tỷ** và **2.519 tỷ**, EPS fwd 2023 ước tính đạt 1.721 đồng/CP, giảm 39% yoy. Trong ngắn hạn, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu **MWG**, nhưng cũng lưu ý rằng (1) MWG đang được giao dịch với định giá rất thấp (P/B = 2.4 tương đương với tháng 3/2020) và (2) Điểm đảo chiều đối với MWG sẽ xảy ra khi mảng bán lẻ ICT có chuyển biến tích cực và BHX cải thiện lợi nhuận. Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu đối với MWG là 42.500 đồng/CP, tăng giá 9% so với mức đóng cửa ngày 12/05/2023.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

**Lê Đức Quang, CFA**

Trưởng nhóm PT Ngành - DN

ldquang@vcbs.com.vn

**Phạm Phương Thảo**

Chuyên viên phân tích

ppthao@vcbs.com.vn

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**

<http://www.vcbs.com.vn>