



CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG)

MUA +32,1%

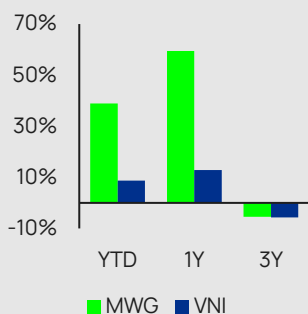
Ngành	Bán lẻ
Ngày báo cáo	04/12/2024
Giá hiện tại	60.200 VND
Giá mục tiêu	79.000 VND
Giá mục tiêu gần nhất	78.100 VND
TL tăng	+31,2%
Lợi suất cổ tức	0,8%
Tổng mức sinh lời	+32,1%
GT vốn hóa	82,5 nghìn tỷ đồng
Room KN	1,6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	595 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	1,46 tỷ
Pha loãng	1,46 tỷ

	MWG	VNI
P/E (trượt)	29,0x	14,4x
P/B (hiện tại)	3,2x	1,6x
ROE	11,7%	12,5%
ROA	4,6%	1,9%

Tổng quan Công ty

MWG sở hữu chuỗi bán lẻ ĐTDĐ và điện máy hàng đầu cùng với chuỗi bán lẻ bách hóa hiện đại tại Việt Nam.

Diễn biến giá cổ phiếu



Huỳnh Thu Hà
Chuyên viên cao cấp

Hoàng Nam
Phó Giám đốc

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	118.280	133.212	143.079	155.829	168.992
% YoY	-11,3%	12,6%	7,4%	8,9%	8,4%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	168	3.784	5.775	7.764	8.509
% YoY	-95,9%	2156,9%	52,6%	34,4%	9,6%
EPS					
% YoY	-95,9%	2156,9%	50,4%	31,8%	8,3%
Biên LN gộp	19,0%	20,3%	20,3%	20,8%	21,1%
Biên EBITDA	2,9%	4,9%	6,0%	6,8%	6,7%
Biên LN từ HĐKD	0,3%	3,5%	4,1%	5,0%	5,0%
Biên LN ròng	0,1%	2,8%	4,0%	5,0%	5,0%
DTTD/doanh thu	10,6%	4,7%	5,0%	5,7%	5,7%
EV/EBITDA	23,3x	12,3x	9,4x	7,6x	7,1x
P/E	525,4x	23,3x	15,5x	11,7x	10,9x
ROE	0,7%	14,7%	18,7%	20,9%	19,2%
ROIC	0,2%	7,3%	8,6%	10,4%	9,7%

Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ dù cho dự báo ICT thấp hơn

- Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 1% và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA cho CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG). Giá cổ phiếu MWG đã điều chỉnh giảm 14% trong 3 tháng qua, đưa định giá của cổ phiếu về mức hấp dẫn, với hệ số P/E dự phóng năm 2025 là 15 lần so với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) EPS giai đoạn 2024-2027 là 29%.
- Chúng tôi tăng giá mục tiêu do chúng tôi cập nhật mô hình định giá đến cuối năm 2025, một phần bị ảnh hưởng bởi mức giảm 12% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2027 của mảng ICT của MWG, do chúng tôi giảm 80 điểm cơ bản đối với dự báo biên lợi nhuận gộp cho mảng ICT trong năm 2025 do đà phục hồi chung của ngành ICT Việt Nam chậm hơn dự kiến, ảnh hưởng đến triển vọng cải thiện biên lợi nhuận gộp.
- Chúng tôi giảm 12% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025, do chúng tôi giảm 14% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cho mảng ICT. Điều này được bù đắp một phần bởi mức tăng 6% trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cho BHX do chúng tôi nhận thấy hiệu quả hoạt động 9T 2024 tốt hơn dự kiến. Chúng tôi điều chỉnh giảm 14% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 cho MWG do mức tăng 68% trong dự báo chi phí bất thường của chúng tôi.
- Yếu tố hỗ trợ/rủi ro:** Lợi nhuận ICT cao hơn/thấp hơn dự kiến; hoạt động mở rộng cửa hàng và hiệu quả hoạt động tại BHX mạnh hơn/yếu hơn dự kiến.

Vị thế dẫn đầu thị trường minimart tại Việt Nam, cùng với lợi thế cạnh tranh mạnh trong mảng thực phẩm tươi sống của MWG sẽ giúp công ty tận dụng tốt nhu cầu ngày càng tăng về bán lẻ tiện lợi:

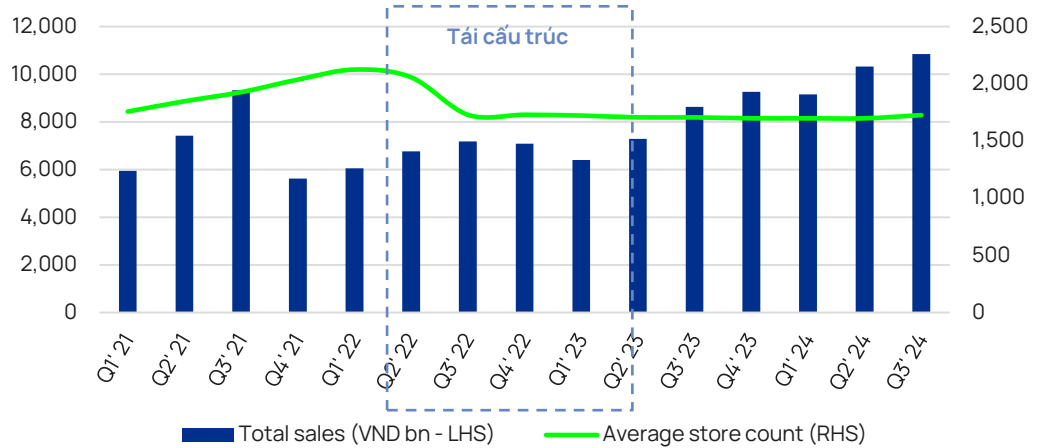
Sau khi biên lợi nhuận ròng chuyển dương ở mức 0,1% trong quý 2/2024, BHX đã ghi nhận mức biên lợi nhuận ròng là 0,8% trong quý 3/2024 nhờ mức doanh số mạnh từ mảng thực phẩm tươi sống (chiếm 40% tổng doanh số quý 3/2024) (Hình 1 và 2). BHX đã khởi động lại kế hoạch mở rộng số lượng của hàng với 57 cửa hàng mới (cao hơn so với dự báo của chúng tôi là 18 cửa hàng), chủ yếu tập trung tại miền Nam và miền Trung Việt Nam. BHX vẫn còn nhiều cơ hội để mở rộng trên khắp Việt Nam (Hình 3 và 4), đặc biệt là tại miền Nam, nơi BHX là chuỗi bách hóa hiện đại hàng đầu. Chúng tôi dự báo BHX sẽ sở hữu trên 2.100/3.000 cửa hàng vào cuối các năm 2026/2029. Chúng tôi dự kiến BHX sẽ lần lượt mở thêm 150/200 cửa hàng trong các năm 2025/2026, và trung bình 300 cửa hàng/năm trong giai đoạn 2027-2029, qua đó thúc đẩy CAGR doanh số giai đoạn 2024-2029 đạt mức 14% và biên lợi nhuận ròng tăng lên mức 3% vào năm 2029.

Mảng kinh doanh ICT đã nâng cao quyền thương lượng trong 2 năm qua với mức tăng trưởng của thị phần:

Theo công bố của MWG và dữ liệu từ GfK, chúng tôi ước tính thị phần giá trị trong mảng smartphone của MWG đã tăng 4 điểm % kể từ năm 2022 đến 9 tháng đầu năm 2024, đạt gần 50% trong giai đoạn 9 tháng đầu năm 2024. Theo ban lãnh đạo, MWG cũng duy trì mức thị phần trên 50% trong thị trường điện máy và thiết bị gia dụng. Do đó, vai trò chiến lược của MWG đối với các đối tác tin dụng tiêu dùng ngày càng tăng, vì chúng tôi cho rằng điện thoại, điện tử, và

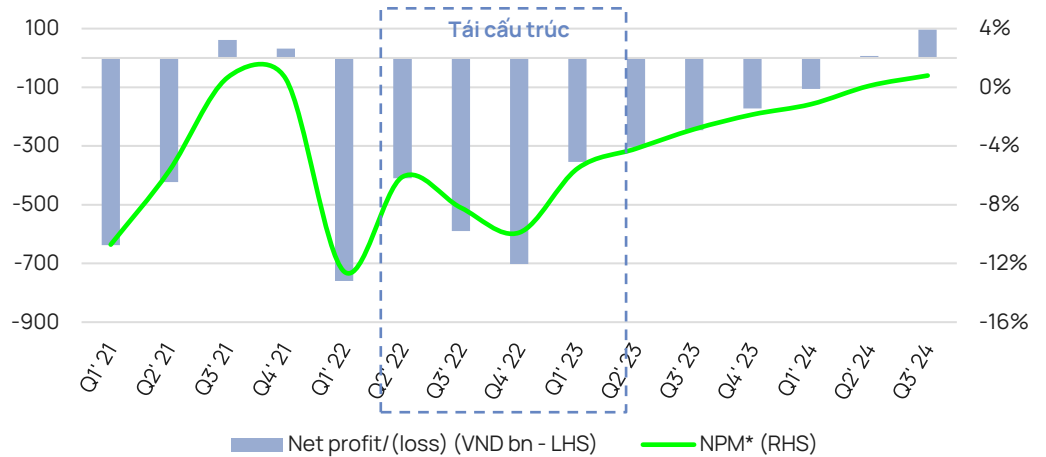
thiết bị gia dụng sẽ chiếm mức tỷ trọng lớn trong lĩnh vực tín dụng hàng tiêu dùng lâu bền tại Việt Nam. Trong quý 4/2023, MWG đã hợp tác với Home Credit, sau đó ký một thỏa thuận chiến lược với Shinhan Finance vào quý 4/2024, nhằm cung cấp các điều khoản tín dụng ưu đãi hơn cho khách hàng của MWG (ví dụ: lãi suất thấp hơn, cùng với mức lãi suất 0% cho một số sản phẩm). Chúng tôi cho rằng điều này sẽ giúp cho CAGR doanh số giai đoạn 2024-2027 của MWG đạt mức 5% (vượt mức tăng trưởng ngành) trong tương lai. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng việc đóng 216 cửa hàng trong năm nay sẽ cải thiện hiệu quả vận hành đối với mảng ICT của MWG trong năm 2025. Sự phục hồi hoàn toàn của tiêu dùng tại Việt Nam dự kiến sẽ hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận gộp ở mức 50 điểm cơ bản/30 điểm cơ bản trong các năm 2026/2027, và đạt 19,4% vào năm 2027.

Hình 1: Diễn biến KQKD của BHX - Tổng doanh số so với số lượng cửa hàng



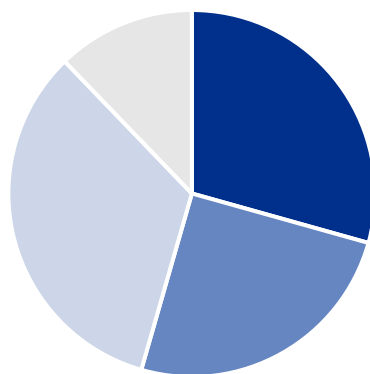
Nguồn: MWG, Vietcap

Hình 2: Diễn biến KQKD của BHX - Khả năng sinh lời



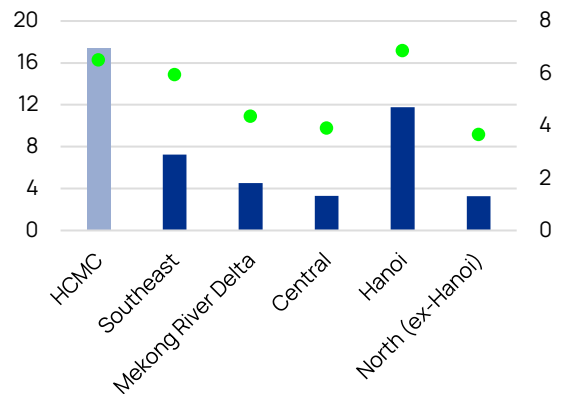
Nguồn: MWG, Vietcap; *Biên lợi nhuận ròng của BHX tương đương với biên lợi nhuận từ HĐKD do hầu như không có chi phí lãi vay trong kỳ

Hình 3: Số lượng cửa hàng của BHX theo khu vực



■ HCMC ■ Southeast
■ Mekong River Delta ■ Central

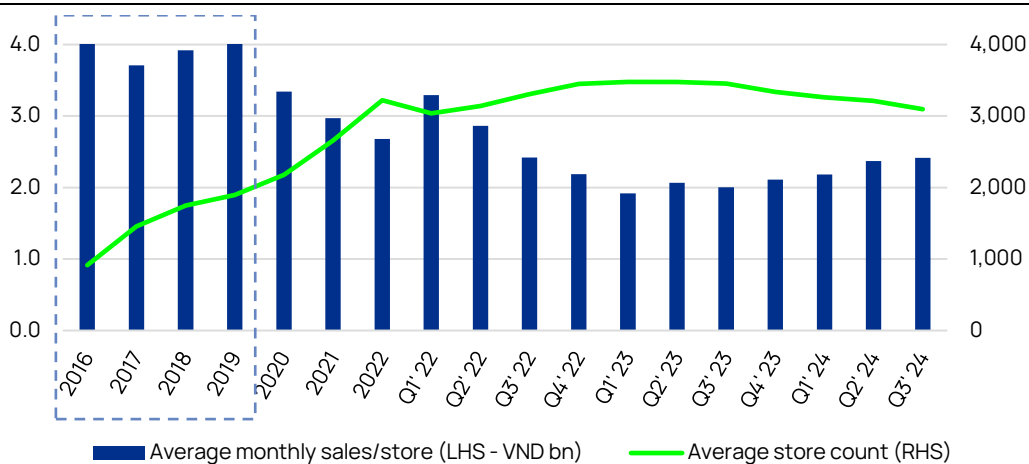
Hình 4: Cơ hội tăng trưởng lớn trên khắp các khu vực



■ No. of modern grocery stores/100k people* (LHS)
● Average monthly income/capita** (RHS - VNDmn)

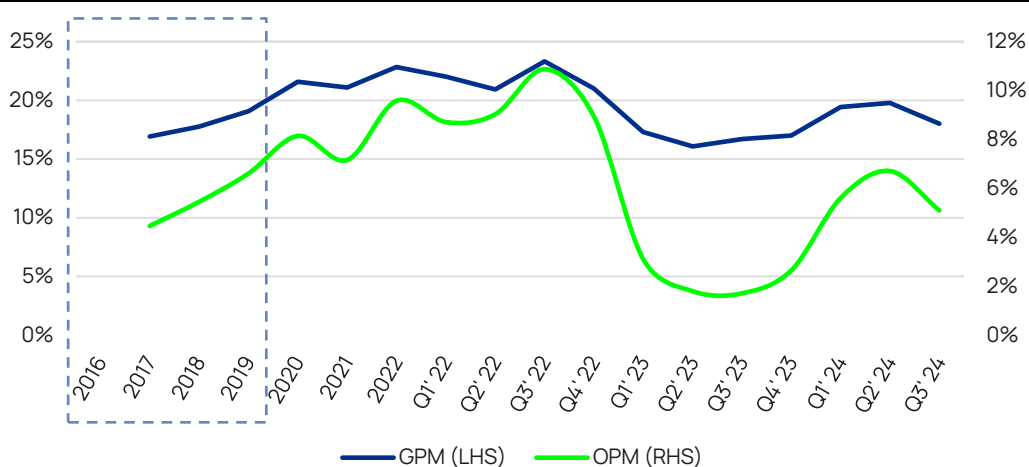
Nguồn: Dữ liệu công ty, GSO, Vietcap; * Tổng số lượng cửa hàng từ 8 thương hiệu bách hóa hiện đại lớn nhất tại Việt Nam, dữ liệu tính đến tháng 09/2024; ** Dữ liệu tính đến năm 2023.

Hình 5: Diễn biến KQKD của TGDD & ĐMX – Doanh số/cửa hàng so với số lượng cửa hàng



Nguồn: MWG, Vietcap

Hình 6: Diễn biến KQKD của TGDD & ĐMX – Khả năng sinh lời



Nguồn: MWG, Vietcap

Dự báo năm 2024: Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giảm 14%, chủ yếu do chi phí bất thường dự kiến tăng 68%

Hình 7: Dự báo năm 2024 của Vietcap

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024 trước đây	Dự báo 2024 mới	Dự báo 2024 mới YoY	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	118.280	133.212	133.212	13%	
- TGDD	28.269	30.036	30.036	6%	* Chủ yếu nhờ mức tăng trưởng doanh số bán hàng trên cùng của hàng (SSSG) 7% tại cả TGDD (không bao gồm TopZone) và các cửa hàng TopZone. Chúng tôi dự báo chuỗi này sẽ đóng cửa 55 cửa hàng trong năm 2024, qua đó giảm tổng số cửa hàng xuống mức 1.023 cửa hàng.
- ĐMX	55.237	58.797	58.797	6%	* Chủ yếu nhờ SSSG đạt 10%. Chúng tôi dự báo chuỗi này sẽ đóng cửa 160 cửa hàng trong năm 2024, qua đó giảm tổng số cửa hàng xuống còn 2.030 cửa hàng.
- BHX	31.603	41.874	41.874	33%	* Phần lớn nhờ SSSG đạt 36%, qua đó giúp cho doanh thu trung bình/cửa hàng đạt khoảng 2,1 tỷ đồng trong năm 2024. Chúng tôi dự báo BHX sẽ mở thêm 57 cửa hàng mới trong năm nay (tăng từ mức dự báo trước đó là 18 cửa hàng).
- An Khang	2.214	2.505	2.505	13%	* Chủ yếu nhờ SSSG đạt 10% thông qua các tác động tích cực từ (1) mức tăng đối với tỷ trọng doanh số của mảng thuốc và (2) các hoạt động nâng cấp cửa hàng trong năm 2023. Chúng tôi dự báo An Khang sẽ đóng cửa 227 có KQKD kém khả quan trong năm 2024.
Doanh số online ¹	16.630	17.381	17.381	5%	
Lợi nhuận gộp	22.521	27.274	27.005	20%	
Chi phí SG&A	-22.114	-22.087	-22.333	1%	
Lợi nhuận từ HĐKD	407	5.187	4.672	11,5x	
Thu nhập tài chính ròng	611	918	917	50%	
Lợi nhuận/(lỗ) từ công ty liên kết	0	-82	-45	N.M.	* Mức lỗ dự kiến sẽ giảm 45% nhờ KQKD tốt hơn kỳ vọng của Era Blue trong quý 3/2024.
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	-328	-451	-757	131%	* Các khoản chi phí bất thường dự kiến cho năm 2024 bao gồm: (1) 440 tỷ đồng cho việc đóng cửa các cửa hàng và xóa bỏ một phần giá trị của CTCP Thế giới số Trần Anh (diễn ra trong giai đoạn 9 tháng đầu năm 2024) sau khi công ty này giải thể, và (2) khoản chi phí bất thường dự kiến trong quý 4/2024, bao gồm việc xóa bỏ phần giá trị ghi sổ ròng còn lại của Trần Anh (tương đương 107 tỷ đồng) và chi phí bảo trì của hàng, theo kế hoạch của MWG công bố tại cuộc họp với nhà đầu tư vào tháng 11/2024.
LNST sau lợi ích CĐTS	168	4.424	3.784	22,6x	
- TGDD & ĐMX	1.717	4.579	3.990	132%	* LNST sau lợi ích CĐTS của TGDD & ĐMX tăng so với cùng kỳ năm trước chủ yếu do biên lợi nhuận hoạt động cải thiện 3,1 điểm % nhờ: (1) sự cải thiện của biên lợi nhuận gộp và (2) mức giảm so với cùng kỳ năm trước của tỷ lệ bán hàng & quản lý (SG&A)/doanh số nhờ các biện pháp cắt giảm chi phí trong quý 4/2023.
- BHX	-1.210	133	135	N.M.	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng trưởng ~36% của doanh thu trên mỗi cửa hàng.
- An Khang	-340	-272	-332	-2%	
Biên lợi nhuận gộp	19,0%	20,5%	20,3%		
- TGDD & ĐMX	17,1%	18,9%	18,6%		* Chúng tôi điều chỉnh giảm 30 điểm cơ bản đối với dự báo của chúng tôi nhằm phản ánh KQKD quý 3/2024.
- BHX	25,4%	24,0%	24,0%		
Chi phí SG&A/Doanh thu	18,7%	16,6%	16,8%		
Biên LN từ HĐKD	0,3%	3,9%	3,5%		
- TGDD & ĐMX	2,3%	6,0%	5,4%		
- BHX	-3,3%	0,3%	0,3%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	0,1%	3,3%	2,8%		

Nguồn: MWG, Vietcap; ¹ Bao gồm trong tổng doanh thu của TGDD, ĐMX & BHX.

Dự báo năm 2025: BHX dự kiến sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính

Hình 8: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng	Dự báo 2024 mới	Dự báo 2025	Dự báo 2025 YoY	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	133.212	143.079	7%	
– TGDD	30.036	31.904	6%	* Chủ yếu nhờ SSSG đạt 5% tại cả TGDD (không bao gồm TopZone) và các cửa hàng TopZone. Chúng tôi dự kiến sẽ không có cửa hàng mới nào được mở trong năm 2025.
– ĐMX	58.797	61.720	5%	* Chủ yếu nhờ mức SSSG 5%. Chúng tôi dự kiến sẽ không có cửa hàng mới nào được mở trong năm 2025.
– BHX	41.874	46.700	12%	* Phần lớn nhờ vào (1) 150 cửa hàng mới được mở trong năm 2025, (2) SSSG đạt 5%, và (3) đóng góp cả năm từ 57 cửa hàng được mở trong năm 2024.
– An Khang	2.505	2.754	10%	* Chủ yếu nhờ SSSG đạt 10% do chúng tôi kỳ vọng An Khang sẽ tiếp tục tinh chỉnh danh mục sản phẩm và định vị giá trị trong năm 2025.
Doanh số online ¹	17.381	19.858	14%	
Lợi nhuận gộp	27.005	29.113	8%	
Chi phí SG&A	-22.333	-23.255	4%	
Lợi nhuận từ HĐKD	4.672	5.857	25%	
Thu nhập tài chính ròng	917	1.220	33%	* Chủ yếu do tổng số dư tiền mặt, đầu tư ngắn hạn và các khoản cho vay ngắn hạn tăng 16% YoY.
Lợi nhuận/(lỗ) từ công ty liên kết	-45	21	N.M.	* Chúng tôi kỳ vọng EraBlue sẽ đóng góp khoản lợi nhuận cả năm từ các công ty liên kết cho MWG trong năm 2025.
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	-757	0	N.M.	* Chúng tôi dự báo sẽ không ghi nhận khoản chi phí bất thường nào trong năm 2025.
LNST sau lợi ích CĐTS	3.784	5.775	53%	
– TGDD & ĐMX	3.990	5.109	28%	* Chủ yếu nhờ tác động tích cực của việc đóng cửa các cửa hàng có KQKD kém khả quan trong năm 2024 đối với biên LN từ HĐKD trong năm 2025.
– BHX	135	838	519%	
– An Khang	-332	-175	-47%	
Biên lợi nhuận gộp	20,3%	20,3%		
– TGDD & ĐMX	18,6%	18,6%		
– BHX	24,0%	24,0%		
Chi phí SG&A/Doanh thu	16,8%	16,3%		
Biên LN từ HĐKD	3,5%	4,1%		
– TGDD & ĐMX	5,4%	5,5%		
– BHX	0,3%	1,9%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	2,8%	4,0%		

Nguồn: MWG, Vietcap; ¹ Bao gồm trong tổng doanh thu của TGDD, ĐMX & BHX.

Định giá

Chúng tôi tiếp tục duy trì phương pháp định giá của chúng tôi bao gồm: (1) mô hình Chiết khấu dòng tiền (CKDT) 5 năm cho mảng kinh doanh ICT, (2) mô hình CKDT 10 năm cho mảng bách hóa, (3) mô hình định giá P/S cho chuỗi nhà thuốc An Khang với P/S mục tiêu là 0,5 lần, và (4) mô hình định giá P/S cho liên doanh Era Blue tại Indonesia, với P/S mục tiêu là 0,8 lần.

Chúng tôi định giá MWG cao hơn 1% so với Báo cáo Cập nhật trước đây của chúng tôi, chủ yếu do chúng tôi cập nhật giá mục tiêu của chúng tôi đến cuối năm 2025. Điều này bị ảnh hưởng một phần bởi việc chúng tôi giảm 12% đối với dự báo LNST sau lợi ích CBTS mảng kinh doanh ICT giai đoạn 2025-27 của MWG, do chúng tôi điều chỉnh giảm 80 điểm cơ bản đối với dự báo biên lợi nhuận gộp mảng kinh doanh ICT năm 2025, nhằm phản ánh sự phục hồi diện rộng chậm hơn dự kiến của ngành ICT tại Việt Nam, từ đó làm giảm triển vọng cải thiện của biên lợi nhuận gộp.

Nhằm tính đến tác động pha loãng của các đợt phát hành ESOP hàng năm từ góc độ của một cổ đông phổ thông, chúng tôi đặt tỷ lệ dòng tiền tự do/vốn chủ sở hữu (FCFE) dự kiến của chúng tôi với các trọng số phản ánh mức độ pha loãng tích lũy của các đợt phát hành ESOP dự kiến trong tương lai.

Hình 9: Tóm tắt định giá của Vietcap cho MWG

Phương pháp	100% Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu của MWG	Giá trị vốn chủ sở hữu đóng góp (tỷ đồng)
ICT CKDT (FCFE)	75.995	100%	75.995
Bách hóa CKDT (FCFE)	40.583	95%	38.549
Dược phẩm P/S (0,5x) ¹	1.625	100%	1.625
EraBlue P/S (0,8x) ¹	3.914	45%	1.761
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu của MWG			117.931
Số lượng cổ phiếu lưu hành cuối năm 2025 (triệu)			1.493
Giá mục tiêu			79.000
P/E dự phóng năm 2025/2026 tương ứng giá mục tiêu cho MWG			20x/15x
P/E dự phóng năm 2025/2026 tương ứng giá mục tiêu cho mảng ICT			15x/13x
P/S dự phóng năm 2025/2026 tương ứng giá mục tiêu cho BHX			0,9x/0,8x

Nguồn: Vietcap; ¹ Dự báo doanh số trung bình của chúng tôi cho năm 2025.

Chiết khấu dòng tiền – TGDD & DMX

Hình 10: Định giá FCFE

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Thu nhập ròng	5.109	5.977	6.764	7.134	7.926
- Vốn đầu tư XDCB	-421	-437	-446	-431	-335
+ Khấu hao	1.706	2.420	2.451	2.382	2.395
- Tăng vốn hoạt động	-1.869	-1.382	-1.298	-1.350	-837
+ Nợ ròng	1.388	1.150	1.392	1.112	539
+ Số tiền thu được từ ESOP	293	299	152	0	0
FCFE + số tiền thu được từ ESOP (1)	6.205	8.027	9.016	8.847	9.688
Tỷ trọng điều chỉnh theo ESOP (2)	99%	97%	95%	95%	95%
FCFE phân bổ được điều chỉnh theo ESOP (1 x 2)	6.114	7.753	8.601	8.419	9.220
Giá trị hiện tại của FCFE phân bổ	5.363	5.966	5.805	4.985	4.788
Giá trị hiện tại lũy kế của FCFE phân bổ	9.614	15.580	21.385	26.370	31.158

Chi phí vốn chủ sở hữu	Cũ	Mới	FCFE (5 năm)	Tỷ đồng
Beta	1,0	1,0	GTHT của dòng tiền tự do (DTTD)	31.158
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của giá trị cuối (TT = 3,0%)	44.837
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0	GTHT của DTTD và giá trị cuối	75.995
Chi phí vốn chủ sở hữu %	14,0	14,0	Trừ: Lợi ích CBTS	0
			Giá trị vốn chủ sở hữu	75.995

Nguồn: Vietcap

Hình 11: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu của chúng tôi đối với MWG liên quan đến chi phí vốn chủ sở hữu và tốc độ tăng trưởng cuối của phương pháp CKDT của TGDD & DMX, giả định các biến số khác không đổi

		Chi phí vốn chủ sở hữu (Ke)						
		13,1%	13,4%	13,7%	14,0%	14,3%	14,6%	14,9%
Tốc độ TT cuối %	2,0%	80.100	78.700	77.400	76.200	75.100	74.000	72.900
	2,5%	81.700	80.200	78.900	77.600	76.300	75.200	74.100
	3,0%	83.400	81.900	80.400	79.000	77.700	76.400	75.300
	3,5%	85.400	83.700	82.100	80.600	79.200	77.800	76.600
	4,0%	87.500	85.700	84.000	82.300	80.800	79.400	78.000

Nguồn: Vietcap

Chiết khấu dòng tiền - BHX

Hình 12: Định giá FCFE

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
Thu nhập ròng	882	1.993	1.860	2.260	2.210	2.692	3.251	4.230	6.354	7.093
- Vốn đầu tư XDCB	-512	-639	-883	-913	-943	-973	-1.003	-419	-380	-380
+ Khấu hao	1.007	337	475	649	778	870	943	850	667	479
- Tăng vốn hoạt động	-5	-235	-391	-578	-270	-188	-181	261	463	1.110
+ Nợ ròng	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCFE	1.372	1.456	1.061	1.418	1.776	2.401	3.010	4.923	7.104	8.302
Tỷ trọng ¹	99%	97%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
FCFE phân bổ¹	1.352	1.406	1.012	1.350	1.690	2.285	2.865	4.685	6.760	7.900
GTHT của FCFE phân bổ	1.188	1.086	687	805	885	1.052	1.159	1.666	2.112	2.169
GTHT lũy kế	3.085	4.171	4.858	5.662	6.548	7.600	8.759	10.424	12.536	14.705

Chi phí vốn chủ sở hữu			FCFE (10 năm)	
	Cũ	Mới		Tỷ đồng
Beta	N/A	N/A	GTHT của dòng tiền tự do (DTTD)	14.705
Phần bù rủi ro thị trường %	N/A	N/A	GTHT của giá trị cuối (TT = 5,0%)	25.877
Tỷ lệ phi rủi ro %	N/A	N/A	GTHT của DTTD và giá trị cuối	40.583
Chi phí vốn chủ sở hữu %	14,0	14,0	Trừ: Lợi ích CĐTS	0
			Giá trị vốn chủ sở hữu	40.583

Nguồn: Vietcap; ¹ Điều chỉnh theo ESOP.

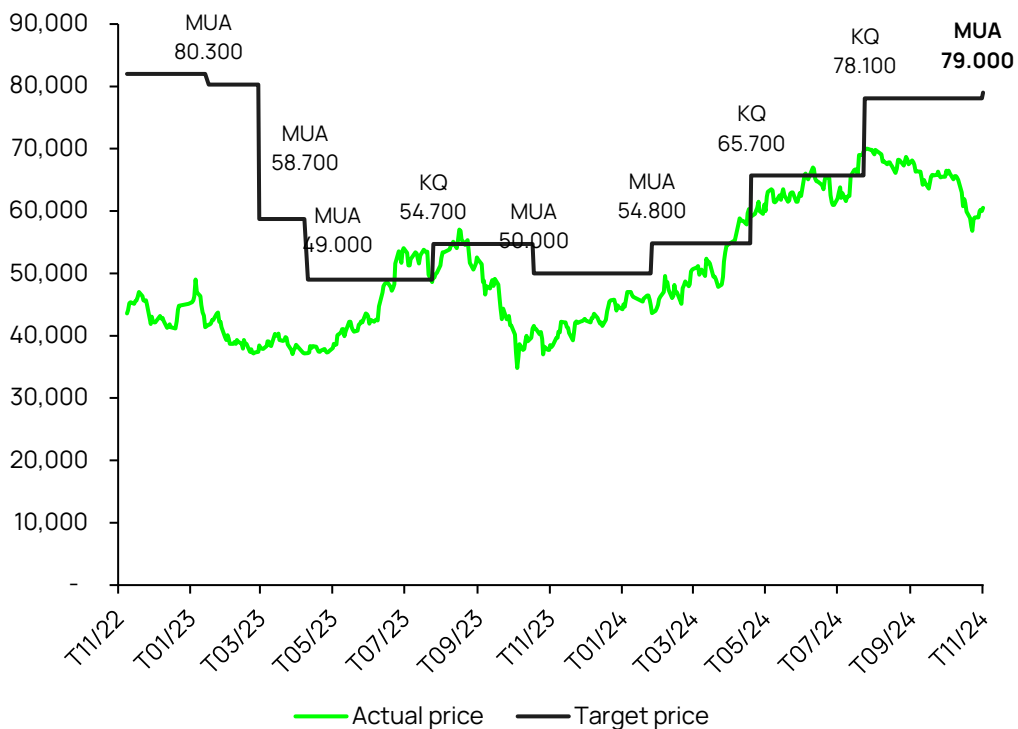
Hình 13: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu của chúng tôi đối với MWG liên quan đến chi phí vốn chủ sở hữu và tốc độ tăng trưởng cuối của BHX, giả định các biến số khác không đổi

		Chi phí vốn chủ sở hữu (Ke)						
		8,0%	10,0%	12,0%	14,0%	16,0%	18,0%	20,0%
Tốc độ TT cuối %	3,0%	117.000	94.600	82.800	75.700	71.000	67.800	65.400
	4,0%	131.000	100.100	85.500	77.200	71.900	68.300	65.800
	5,0%	155.000	107.900	89.000	79.000	73.000	69.000	66.200
	6,0%	205.700	119.700	93.600	81.300	74.200	69.700	66.700
	7,0%	383.300	140.100	100.300	84.300	75.800	70.600	67.200

Nguồn: Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 14: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	118.280	133.212	143.079	155.829
Giá vốn hàng bán	-95.759	-106.206	-113.966	-123.472
Lợi nhuận gộp	22.521	27.005	29.113	32.357
Chi phí bán hàng	-20.917	-20.393	-21.083	-22.109
Chi phí quản lý DN	-1.196	-1.940	-2.173	-2.409
LN thuần HĐKD	407	4.672	5.857	7.840
Doanh thu tài chính	2.167	2.008	2.376	2.685
Chi phí tài chính	-1.556	-1.091	-1.156	-1.217
Trong đó: chi phí lãi vay	-1.448	-1.091	-1.156	-1.217
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	-45	21	52
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-328	-757	0	0
LNTT	690	4.786	7.098	9.361
Thuế TNDN	-522	-995	-1.278	-1.497
LNST trước CĐTS	168	3.791	5.820	7.864
Lợi ích CĐ thiểu số	0	-7	-44	-100
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	168	3.784	5.775	7.764
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh	168	3.784	5.775	7.764
EBITDA	3.459	6.556	8.597	10.618
EPS báo cáo, VND	115	2.586	3.888	5.125
DPS báo cáo, VND	0	500	500	1.000
DPS/EPS (%)	0%	19%	13%	20%

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-11,3%	12,6%	7,4%	8,9%
Tăng trưởng LN HĐKD	-93,9%	1047,9%	25,4%	33,9%
Tăng trưởng LNTT	-88,6%	594,0%	48,3%	31,9%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	-95,9%	2156,9%	50,4%	31,8%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	19,0%	20,3%	20,3%	20,8%
Biên LN từ HĐ %	0,3%	3,5%	4,1%	5,0%
Biên EBITDA	2,9%	4,9%	6,0%	6,8%
Biên LNST sau CĐTS	0,1%	2,8%	4,0%	5,0%
ROE	0,7%	14,7%	18,7%	20,9%
ROA	0,3%	6,1%	8,4%	10,0%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	90,6	73,1	70,5	72,1
Số ngày phải thu	0,8	1,0	1,3	1,6
Số ngày phải trả	33,1	28,9	29,0	29,7
TG luân chuyển tiền	58,2	45,1	42,8	44,0
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,7	2,0	2,1	2,3
CS thanh toán nhanh	0,8	1,1	1,2	1,4
CS thanh toán tiền mặt	0,8	1,1	1,2	1,4
Nợ/Tài sản	42%	36%	34%	31%
Nợ/Vốn sử dụng	52%	45%	42%	38%
Nợ/Vốn CSH	0%	-34%	-45%	-54%
Khả năng thanh toán lãi vay	0,3	4,3	5,1	6,4

BẢNG CӨKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	5.366	7.693	13.398	18.746
Đầu tư TC ngắn hạn	18.937	24.937	25.937	28.937
Các khoản phải thu	308	401	588	768
Hàng tồn kho	21.824	20.709	23.331	25.437
TS ngắn hạn khác	5.512	6.207	6.667	7.261
Tổng TS ngắn hạn	51.947	59.948	69.921	81.150
TS dài hạn (gộp)	20.234	20.371	21.304	22.680
- Khấu hao lũy kế	-13.729	-16.423	-19.185	-22.011
TS dài hạn (ròng)	6.505	3.949	2.119	669
Đầu tư TC dài hạn	747	410	410	410
TS dài hạn khác	910	910	910	910
Tổng TS dài hạn	8.161	5.268	3.438	1.988
Tổng Tài sản	60.108	65.216	73.359	83.138
Phải trả ngắn hạn	7.927	8.724	9.803	10.631
Nợ ngắn hạn	19.129	17.408	18.796	19.946
Nợ ngắn hạn khác	3.706	4.174	4.483	4.883
Tổng nợ ngắn hạn	30.762	30.305	33.082	35.460
Nợ dài hạn	5.985	5.985	5.985	5.985
Nợ dài hạn khác	1	1	1	1
Tổng nợ	36.748	36.292	39.069	41.447
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	14.634	14.634	14.926	15.225
Thặng dư vốn CP	558	1.592	1.592	1.592
Lợi nhuận giữ lại	8.160	11.944	16.973	23.976
Vốn khác	-6	-6	-6	-6
Lợi ích CĐTS	13	760	804	904
Vốn chủ sở hữu	23.360	28.924	34.290	41.691
Tổng cộng nguồn vốn	60.108	65.216	73.359	83.138
CP lưu hành cuối năm (tr)	1.463	1.463	1.493	1.522

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	5.061	5.366	7.693	13.398
Thu nhập ròng	168	3.784	5.775	7.764
Khấu hao	3.381	2.693	2.763	2.825
Thay đổi vốn lưu động	-1.876	1.591	-1.880	-1.653
Điều chỉnh khác	2.876	7	44	100
Tiền từ hoạt động KD	4.549	8.076	6.703	9.036
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-523	-137	-933	-1.375
Đầu tư, ròng	-11.421	-5.663	-1.000	-3.000
Tiền từ HĐ đầu tư	-11.944	-5.800	-1.933	-4.375
Cổ tức đã trả	-731	0	-746	-761
Tăng (giảm) vốn	0	0	293	299
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	8.440	-1.721	1.388	1.150
Tăng (giảm) nợ dài hạn	84	0	0	0
Tiền từ các HĐ TC khác	-84	1.773	0	0
Tiền từ hoạt động TC	7.700	53	935	687
Tổng lưu chuyển tiền tệ	305	2.328	5.704	5.348
Tiền cuối năm	5.366	7.693	13.398	18.746

Nguồn: MWG, dự báo của Vietcap

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

Bất động sản

Lưu Bích Hồng,

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

**Khối môi giới và Giao dịch Chứng
khoán - Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,

Giám đốc

**Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Huỳnh Thu Hà, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.