

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

HOSE: MWG

Thương mại bán lẻ

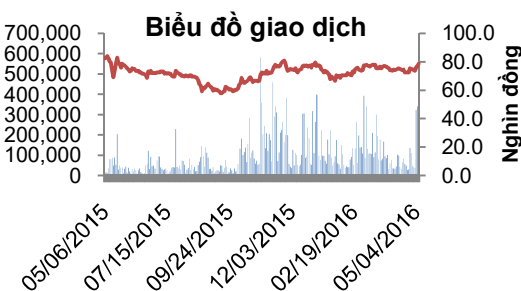
Giá mục tiêu (VND) 84,000

Giá thị trường (VND) 77,500

Tỷ lệ tăng giá 8.4%

Suất sinh lợi cổ tức 1.9%

Tỷ suất sinh lợi 10.3%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	0	3.3	9.2	-3.1
Tương đối	-6.6	-2.3	-3.4	-15.5

Nguồn: Stockplus, so với VNI

Thông kê 12/05/2016

Thấp/Cao 52 tuần (VND) 59k-87.2k

SL lưu hành (triệu cp) 146.64

Vốn hóa (tỷ đồng) 11,363.04

Vốn hóa (triệu USD) 510.93

% khối ngoại sở hữu 49%

Tỷ lệ cp tự do (%) 39.7

KLGD TB 3 tháng (cp) 114,747

VND/USD 22,240

Index: VNIndex / HNX 612.12/81

Cơ cấu sở hữu 12/05/2016

Công ty TNHH Tư vấn 13.15%

Đầu tư thế giới Bán lẻ

Mekong Enterprise 10.92%

Fund II, Ltd. 9.86%

Công ty TNHH Trí Tâm 7.07%

PYN Elite Fund (Non-Ucits) 5.70%

NTAsian Discovery 5.27%

Master Fund 48.03%

CDH Electric Bee Ltd.

Cổ đông khác

Lê Thị Nu

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1460

Nu.lt@kisvn.vn

www.kisvn.vn

CTCP ĐẦU TƯ THẾ GIỚI DI ĐỘNG (HOSE: MWG) đi tìm động lực tăng trưởng

Thế Giới Di Động là một trong những tập đoàn bán lẻ thiết bị điện tử và thiết bị hàng tiêu dùng lớn nhất tại Việt Nam. Sau khi phát triển cửa hàng mẫu một cách cẩn thận, MWG đã phát triển từ một vài cửa hàng ban đầu thành một mạng lưới toàn quốc, nhanh chóng chiếm lĩnh thị phần và phần đầu trở thành tập đoàn bán lẻ hùng mạnh nhất Việt Nam.

Năm 2015 đánh dấu sự tăng trưởng vượt bậc của Thế Giới Di Động trên cả phương diện hoạt động kinh doanh và mở rộng thị trường. Cụ thể, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế đều tăng 60% so với cùng kỳ, tương ứng đạt 25,253 tỷ đồng và 1,076 tỷ đồng; số lượng cửa hàng thegioididong.com và Điện máy Xanh tăng 220 và 52 cửa hàng, tương đương 1 cửa hàng mới được mở mỗi ngày. Với sự phát triển của thương mại điện tử, doanh thu online cũng tăng trưởng mạnh mẽ, doanh thu online tăng trưởng 94% so với cùng kỳ lên mức 1,650 tỷ đồng năm 2015.

Năm 2016, dựa trên kết quả kinh doanh khả quan tại quý 1, chúng tôi kỳ vọng MWG sẽ đạt được mục tiêu 34,166 tỷ đồng doanh thu và 1,388 tỷ đồng lợi nhuận, tương ứng tăng 35% và 29%. Theo đó, mỗi cổ phiếu MWG sẽ kiếm được 9,154 đồng lợi nhuận cuối năm 2016.

Tuy nhiên, trong dài hạn, chúng tôi lo ngại rằng mạng lưới quá lớn và phân tán dẫn tới gia tăng hàng tồn kho, tăng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp từ đó ảnh hưởng tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của MWG. Hơn nữa, trong khi tăng trưởng của thegioididong.com được dự báo sẽ chậm lại, các động lực tăng trưởng khác vẫn chưa rõ ràng. Chúng tôi định giá MWG ở mức 84,000 đồng mỗi phần dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền, tạo ra tổng mức sinh lời là 10.3% so với mức giá hiện tại là 77,500 nên chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối cổ phiếu này.

Tỷ đồng	2013	2014	2015	2016E	2017E
DT Thuần	9,499	15,757	25,253	37,016	45,451
Tăng trưởng (%)	29	66	60	47	23
EBIT	372	871	1,401	1,782	1,869
Biên lợi nhuận (%)	3.9	5.5	5.5	4.8	4.1
LNST	258	674	1,076	1,403	1,476
Biên lợi nhuận (%)	2.7	4.3	4.3	3.8	3.2
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1,360	348	7,297	9,154	9,634
Tăng trưởng (%)	96	-74	1,998	31	5
ROE (%)	41	59	54	46	34
Nợ ròng/VCSH (%)	26	28	69	58	38
Nợ ròng/ EBITDA (x)	0.5	0.4	1.1	1.02	0.81
PE (x)	57.0	16.2	10.6	8.5	8.0
PB (x)	1.1	5.9	4.6	3.2	2.4
EV/EBITDA (x)	28.6	12.0	8.2	6.5	5.7
Cổ tức (VND)	0	0	0	1,500	1,500
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	1.9	1.9

Mô hình kinh doanh

Sau 12 năm thành lập vào tháng 3/2004, Tập đoàn Thế giới Di Động hiện nay là một trong nhà bán lẻ lớn nhất Việt Nam. Hiện tại, MWG sở hữu và vận hành trên 700 cửa hàng thiết bị di động với thương hiệu thegioididong.com và 90 cửa hàng điện máy tiêu dùng với thương hiệu Điện máy Xanh.

Chuỗi thegioididong.com

Dòng sản phẩm chính tại chuỗi thegioididong.com là các sản phẩm sản phẩm kỹ thuật số di động bao gồm điện thoại di động, máy tính bảng, laptop, hướng tới nhóm khách hàng mục tiêu là thanh niên và trung niên sẵn sàng trả giá cao hơn để được trải nghiệm dịch vụ tốt hơn. Với cửa hàng đầu tiên tại 89A, Nguyễn Đình Chiểu, Thành phố Hồ Chí Minh vào tháng 10/2004, hiện nay số lượng cửa hàng thegioididong.com đã lên tới con số 740 tại thời điểm 5/2016, phủ sóng 63/63 tỉnh thành tại Việt Nam, tập trung tại các thành phố lớn: Tp.HCM, Hà Nội, Hải Phòng, Đà Nẵng, Cần Thơ và khu vực Đông Nam Bộ.

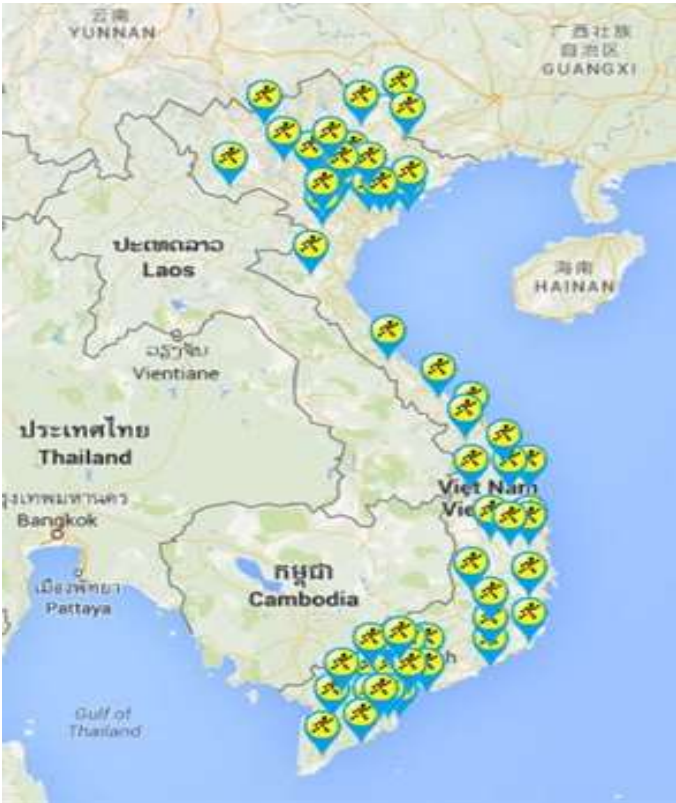


Chuỗi Điện máy Xanh

Chuỗi Điện máy Xanh tập trung bán lẻ đồ gia dụng, đồ nhà bếp ...cũng như các thiết bị điện tử. Với diện tích trung bình từ 800- 1000 m2, khách hàng mục tiêu của Điện máy là nhóm khách hàng gia đình thích đi mua sắm tại các trung tâm bán lẻ điện máy lớn. Khác với người anh em, chuỗi không cung cấp đa dạng các sản phẩm điện tử và điện máy mà tập trung vào các sản phẩm có nhu cầu nhiều nhất nhằm tiết giảm chi phí.

BÁO CÁO PHÂN TÍCH –MWG – TRUNG LẬP

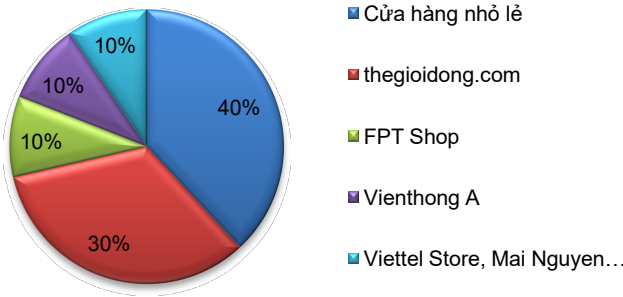
Chuỗi Điện máy Xanh ra đời muộn hơn vào tháng 11/2011 với cửa hàng đầu tiên tại 561 Xô Viết Nghệ Tĩnh, Tp.HCM với tên thương hiệu Dienmay.com; tháng 05/2015, hệ thống siêu thị điện máy dienmay.com được đổi tên thành Điện Máy Xanh. Tháng 5/2016, MWG sở hữu 96 cửa hàng Điện máy Xanh có mặt tại 52 tỉnh, thành và hướng tới mục tiêu cuối năm 2016 sẽ có cửa hàng tại 63 tỉnh, thành của Việt Nam.



Khả năng cạnh tranh cao

Trên thị trường bán lẻ thiết bị di động, các cửa hàng truyền thống đang nắm giữ thị phần cao nhất với 40%, theo sau đó là MWG với 30%, theo báo cáo của GFK. Các nhà bán lẻ lớn khác như FPT Shop, Vienthong A, Viettel...chia nhau 30% thị phần còn lại. Với mạng lưới cửa hàng rộng khắp và chất lượng dịch vụ vượt trội, chuỗi cửa hàng thegioididong.com dần dần chiếm dần thị phần của các cửa hàng nhỏ lẻ. Theo thông tin cập nhật từ MWG, thời điểm cuối quý 1/2016, MWG đã lấy thêm 5% thị phần từ các cửa hàng này và đang nắm giữ 35% thị phần.

Thị phần thiết bị di động 2015



Nguồn: GFK

BÁO CÁO PHÂN TÍCH –MWG – TRUNG LẬP

So với các đối thủ khác, giá máy tính bảng của thegioididong.com cao hơn, cụ thể, cao hơn 3% so với FPT Shop, 4.7% so với Vienthong A và 1% so với Viettel store. Mặc dù cả FPT Shop và thegioididong.com đều mua hàng trực tiếp thì Apple nhưng giá sản phẩm Iphone của thegioididong rẻ hơn của FPT Shop cho thấy qui mô lớn hơn của thegioididong.com. Giá của Iphone bán tại Viettel Store thấp hơn so với các chuỗi khác, tuy nhiên Iphone của Viettel Store thường được coi là phiên bản “lock” nên chúng tôi không so sánh với giá tại Viettel Store.

Tuy nhiên, trong thị trường thiết bị di động, Vienthong A cung cấp mức giá thấp nhất tại tất cả các mặt hàng: điện thoại di động, laptop, máy tính bảng...

Chi tiết giá một số sản phẩm được thể hiện trong bảng sau¹:

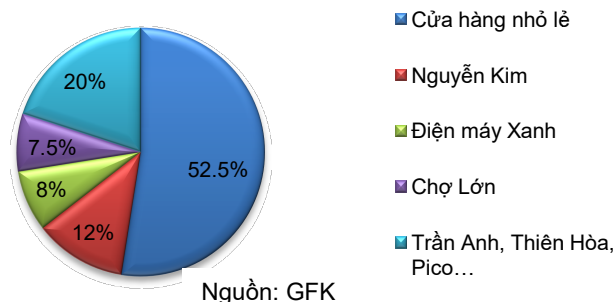
Loại	Sản phẩm	thegioididong.com	FPT Shop	Vienthong A	Viettel Store
Iphone	Iphone 5S 16GB	7,990,000	7,999,000	7,690,000	7,690,000
	Iphone 6 16GB	14,990,000	14,999,000	N/a	N/a
	Iphone 6 64GB	17,490,000	18,499,000	17,450,000	N/a
	Iphone 6 plus 16GB	17,490,000	18,499,000	N/a	17,490,000
	Iphone 6S 16GB	18,490,000	18,499,000	18,450,000	17,490,000
	Iphone 6 Plus 64GB	20,590,000	21,599,000	20,550,000	22,690,000
	Iphone 6S plus 16GB	21,790,000	21,799,000	21,750,000	N/a
	Iphone 6S 64GB	21,790,000	21,799,000	21,750,000	19,790,000
	Iphone 6S plus 64GB	24,690,000	24,699,000	24,650,000	22,690,000
	Iphone 6S 128GB	24,690,000	24,699,000	24,650,000	22,690,000
	Iphone 6s Plus 128GB	27,490,000	27,499,000	N/a	25,490,000
Thương hiệu điện thoại khác	Samsung Galaxy J2	2,990,000	2,990,000	2,990,000	2,990,000
	Samsung Galaxy Grand Prime G531	3,290,000	n/a	3,249,000	3,190,000
	Samsung Galaxy J3	3,490,000	3,490,000	3,490,000	3,490,000
	Oppo Neo 7	3,690,000	3,690,000	3,690,000	3,690,000
	Samsung Galaxy J5	3,990,000	3,990,000	3,990,000	3,990,000
	Samsung Galaxy Tab 4 7.0	4,490,000	4,490,000	N/a	4,190,000
	Oppp R7 Lite	4,990,000	4,950,000	N/a	4,990,000
	Sony Xperia M4 Aqua Dual	4,990,000	4,990,000	4,990,000	4,990,000
	Samsung Galaxy J7	4,990,000	4,990,000	4,990,000	4,990,000
	Oppp F1	5,490,000	5,490,000	N/a	5,490,000
	Samsung Galaxy A5 2016	8,990,000	8,990,000	N/a	N/a
	Oppo R7s	8,990,000	8,990,000	8,990,000	8,990,000
Máy tính bảng	Ipad Mini 2 Retina 16G/Wifi	6,990,000	N/a	6,790,000	6,190,000
	Ipad Mini 4 Wifi 16GB	9,900,000	9,999,000	9,790,000	9,490,000
	Ipad Pro Wifi 32GB	19,900,000	19,999,000	19,090,000	N/a
	Samsung Galaxy Tab 3V T116	3,290,000	3,290,000	3,290,000	3,290,000
	Samsung Galaxy Tab 4 7.0	4,490,000	4,490,000	4,490,000	N/a
	Samsung Galaxy Tab A 9.7	7,990,000	7,990,000	N/a	7,490,000
	Samsung Galaxy Tab S2 8	11,990,000	9,990,000	9,990,000	9,990,000
Laptop	Lenovo Idea Pad 100 14IBY	5,990,000	N/a	N/a	7,490,000
	Lenovo Yoga 500 14IBD i3	11,690,000	11,690,000	N/a	N/a

¹ Tại ngày 12/05/2016

BÁO CÁO PHÂN TÍCH –MWG – TRUNG LẬP

Đối với thị phần điện máy, mặc dù là người đến sau, Điện máy Xanh đã mở rộng nhanh chóng trên cả phương diện số lượng cửa hàng và doanh thu, vượt qua các hãng khác nhanh chóng vươn lên vị trí dẫn đầu. Theo thông tin cập nhật từ MWG, cuối quý 1/2016, thị phần Điện máy Xanh tăng lên mức 10%.

Thị phần bán lẻ điện máy 2015



Trong thị trường bán lẻ điện máy, Trần Anh và Chợ Lớn bán với giá thấp hơn ở tất cả các loại sản phẩm so với Điện máy Xanh, tuy nhiên, Nguyễn Kim có giá thấp hơn đối với sản phẩm TV và máy giặt nhưng lại có giá cao hơn ở các sản phẩm máy lạnh và điều hòa so với Điện máy Xanh, lưu ý rằng sự chênh lệch này là không lớn.

Sự khác biệt về giá sản phẩm được thể hiện trong bảng sau²:

Loại	Sản phẩm	Điện máy Xanh	Nguyễn Kim	Chợ Lớn	Trần Anh
TV	Sony 32 inch- 32R300C	5,600,000	5,600,000	5,590,000	5,600,000
	Internet Sony 40 inch- 40W650D	10,400,000	10,400,000	10,390,000	10,400,000
	Smart Sony 43 inch- 43W800C	13,900,000	13,900,000	13,900,000	13,900,000
	Internet Samsung 32 inch- UA32H4303	6,600,000	N/a	6,590,000	N/a
	Smart Samsung 43 inch- UA43J5500	10,690,000	10,890,000	10,690,000	N/a
	TCL 28 inch-L28D2700	3,900,000	3,790,000	3,890,000	N/a
	Internet TCL 40 inch- L40D2780	6,390,000	6,990,000	N/A	N/a
	LG 42 inch-42LF550T	7,390,000	N/a	7,390,000	N/a
	Smart LG 43 inch-43LF631V	10,690,000	N/a	N/a	N/a
	Smart Toshiba 40 inch-40L5550	8,490,000	9,350,000	8,490,000	7,490,000
	Toshiba 32 inch-32L2550	5,290,000	5,390,000	5,290,000	4,490,000
	Smart Sharp 58 inch-58UE630X	33,900,000	34,000,000	N/a	N/a
	Panasonic 40 inch - TH-40C400V	7,300,000	7,300,000	5,990,000	7,290,000
Tủ lạnh	Sanyo 186l SR-P205PN	5,790,000	5,800,000	N/a	5,649,000
	Panasonic Inverter 234l NR-BL267	7,290,000	7,290,000	7,390,000	N/a
	Toshiba 226l GR-S25VPB	6,390,000	5,950,000	6,290,000	N/a
	Aqua 186l AQR-S205BN	4,990,000	5,200,000	4,990,000	N/a
	LG Inverter 208l GN-L225BF	7,590,000	7,600,000	7,590,000	7,590,000
Điều hòa	Daikin Inverter 1.5HP FTKC35QVMV	13,690,000	13,700,000	13,690,000	12,890,000
	Toshiba Inverter 2HP RAS-H18G2KCV-V	19,490,000	18,300,000	19,490,000	17,490,000
	Sharp Inverter 2 HP AH-X18SEW	16,190,000	16,150,000	N/a	N/a
Máy giặt	Sanyo 8.5 kg ASW-U850ZT	6,200,000	6,000,000	5,999,000	5,690,000
	Toshiba 9.5 kg ME1050GV	6,890,000	6,900,000	6,900,000	6,799,000

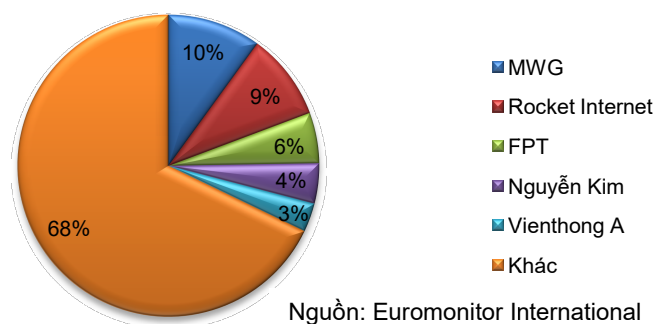
² Tại ngày 12/05/2016

BÁO CÁO PHÂN TÍCH –MWG – TRUNG LẬP

LG 10 kg WF-S1015DB	6,190,000	6,500,000	6,190,000	6,190,000
Samsung 8KG WW80J3283KW/SV	11,190,000	11,500,000	11,190,000	7,990,000
Sharp 10KG ES-S1000EV	6,990,000	N/a	N/a	6,990,000

Đồng thời, theo Euromonitor International MWG cũng được là nhà bán lẻ thiết bị điện tử và điện máy tiêu dùng trực tuyến lớn nhất Việt Nam năm 2015. Trong khi Thế Giới Di Động tin tưởng rằng kênh bán hàng trực tuyến sẽ là điểm sáng đối với hỏa động kinh doanh của công ty trong thời gian tới, bán hàng trực tuyến cũng sẽ hưởng lợi thế từ hệ thống cửa hàng offline rộng khắp cả nước về giao hàng, bảo hành, chăm sóc khách hàng so với các hãng khác.

Thị phần bán lẻ trực tuyến Việt Nam 2015



Sức mạnh tài chính

Khả năng thanh khoản

	2013	2014	2015	Q1/2016
Thanh toán hiện hành	1.36	1.48	1.29	1.34
Thanh toán nhanh	0.39	0.27	0.20	0.22

Năm 2015, tài sản ngắn hạn tăng 117% chủ yếu đến từ sự gia tăng của hàng tồn kho- tăng 2,737 tỷ đồng, tương đương tăng 125% và các khoản phải thu tăng 340 tỷ đồng, tương ứng tăng 144%; bên cạnh đó, tiền và tương đương tiền tăng 131 tỷ đồng. Hàng tồn kho chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tài sản ngắn hạn với 81% (chủ yếu là điện thoại di động và thiết bị điện tử với 59% và 20%), điều này đã dẫn đến sự chênh lệch đáng kể giữa chỉ số thanh toán nhanh và chỉ số thanh toán hiện hành. Các khoản phải thu chiếm khoảng 10% tài sản ngắn hạn, trong đó chủ yếu là trả trước cho người bán và các khoản phải thu khác: phải thu từ nhà cung cấp, bao gồm phần lớn là các khoản chiết khấu thương mại, chiết khấu thanh toán và bảo vệ giá; phải thu từ khách hàng chiếm tỷ trọng không đáng kể trong bán lẻ với phương thức thanh toán COD.

Năm 2015, nợ ngắn hạn tăng 147%, trong đó phải trả người bán tăng 100% và vay nợ ngắn hạn tăng 232% so với năm 2014. Để đáp ứng nhu cầu tồn kho dịp Tết và phục vụ cho các cửa hàng mới mở, công ty đã gia tăng vay nợ ngắn hạn cũng như các khoản phải trả nhà cung cấp, đây là nhân tố kéo các chỉ số khả năng thanh khoản của công ty năm 2015 giảm sút so với các năm trước.

BÁO CÁO PHÂN TÍCH –MWG – TRUNG LẬP

Quý 1/2016, mặc dù nợ ngắn hạn tăng 6%, nhưng tài sản ngắn hạn tăng 10%, chủ yếu là do tăng tiền và tương đương tiền và hàng tồn kho nên khả năng thanh khoản của công ty được cải thiện so với năm 2015.

Nhìn chung, các doanh nghiệp trong ngành bán lẻ thường có tỷ lệ hàng tồn kho tương đối cao, tuy nhiên tỷ lệ này đang có xu hướng gia tăng trong những năm gần đây tại MWG, điều này một phần được lý giải bởi số lượng cửa hàng tăng một cách vượt bậc cũng như việc tiếp cận các khu vực vùng sâu vùng xa.

Khả năng trả nợ

	2013	2014	2015	Q1/2016
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	176%	130%	193%	175%
Tổng nợ/Tổng tài sản	63%	56%	66%	64%

Một lần nữa, đòn bẩy tài chính có xu hướng tăng trong giai đoạn 2013-2015 chủ yếu do sự gia tăng của vay nợ ngắn hạn để đáp ứng nhu cầu tăng lên của hàng tồn kho.

Hiệu quả hoạt động

	2013	2014	2015
Vòng quay tổng tài sản	4.96	5.59	4.73
Vòng quay hàng tồn kho	7.13	7.51	5.87
Vòng quay khoản phải thu	302.96	341.61	416.07

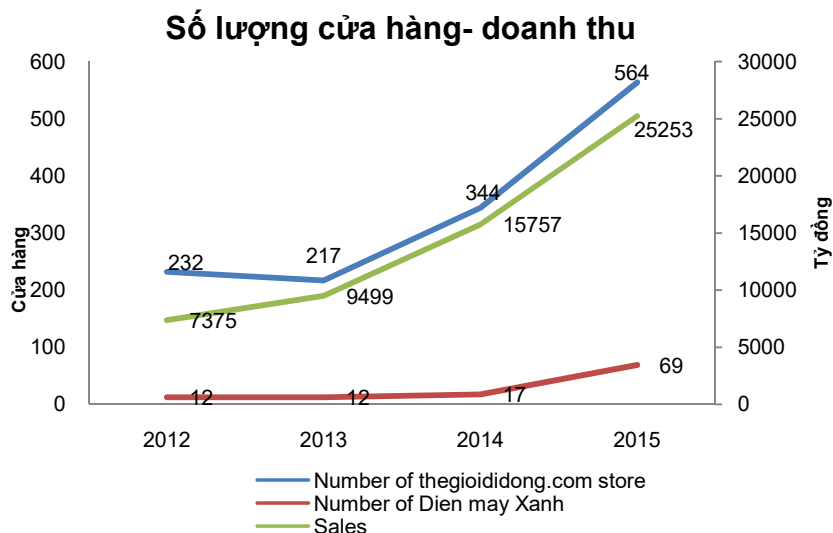
Vòng quay tổng tài sản và vòng quay hàng tồn kho có xu hướng giảm trong giai đoạn 2013-2015. Tốc độ gia tăng của tài sản nhanh hơn so với tốc độ gia tăng của doanh thu; đặc biệt trong năm 2015 khi số lượng cửa hàng tăng vượt bậc so với các năm trước. Thời gian tồn kho bình quân tăng mạnh trong năm 2015 lên 61 ngày từ 48 ngày năm 2014. Để không diễn ra hiện tượng thiếu hàng cục bộ khi phát triển hệ thống, Ban giám đốc công ty đã tăng mức tồn kho cho phép với hệ thống thegioididong.com từ 30 ngày lên 45 ngày và 60 ngày lên 75 ngày đối với Điện máy Xanh.

Do đặc thù ngành bán lẻ chủ yếu với phương thức COD nên MWG thường thu tiền trong ngày; hơn nữa, vòng quay khoản phải thu liên tục tăng trong giai đoạn 2013-2015 cho thấy công ty đã quản lý rất tốt khoản phải thu.

Kết quả kinh doanh

Tỷ đồng	2014	2015	%n/n	Q1/2016	%n/n
Doanh thu	15,757	25,253	60%	9,627	75%
EBITDA	929	1,470	58%	591	78%
(Không bao gồm LN khác)					
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	5.9	5.8		6.1	
Chi phí lãi vay ròng	28	40	43%		
Lợi nhuận khác	25.4	24.5		6	
LNST	674	1,076	60%	418	79%
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	4.3	4.3		4.3	
EPS điều chỉnh (VND)	348	7,297			
ROA (%)	24	20			
ROE (%)	59	54			

Năm 2015, việc gia tăng số lượng các cửa hàng đã mang lại hiệu quả rõ rệt đối với hiệu quả hoạt động kinh doanh của MWG.



Cụ thể, năm 2015, doanh thu tăng 60% so với cùng kỳ từ 15,757 tỷ đồng năm 2014 lên 25,253 tỷ đồng. Tuy nhiên với mức tăng 74% của chi phí bán hàng và biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ xuống 5.8% đã làm cho tốc độ tăng của EBITDA thấp hơn tốc độ tăng của doanh thu.

Đáng chú ý, chi phí tài chính (chủ yếu là chi phí lãi vay) tăng 91% trong năm 2015 do sự gia tăng của số lượng cửa hàng.

Trong Q1/2016, MWG ghi nhận biên lợi nhuận gộp ở mức 6.1%, chủ yếu từ sự suy giảm của giá vốn hàng bán khi MWG đang cố gắng áp dụng chiến lược “go direct”, trong đó bao gồm việc mua hàng trực tiếp từ nhà sản xuất. Thực tế, từ tháng 10/2015, MWG đã được mua Iphone trực tiếp từ Apple thay vì thông qua FPT Trading.

Chi phí bán hàng tăng nhanh 98% do sự tăng lên của các chi phí khuyến mại nhân dịp Tết và khai trương các cửa hàng mới. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng 218% do khoản trích trước tiền thưởng cuối năm cho nhân viên. Chi phí trích trước dựa trên sự thay đổi 2% giữa tỷ lệ ESOP cũ là 5% và tỷ lệ mới là 3%, nhân viên sẽ được thưởng tiền mặt thay vì thưởng cổ phiếu. Chi phí này được dự đoán sẽ tiếp tục trong tương lai, ít nhất là trong năm nay.

Theo chính sách ESOP được thông qua tại Đại hội đồng cổ đông thường niên năm 2016, theo đó, tỷ lệ ESOP dự kiến sẽ bằng tăng trưởng lợi nhuận sau thuế nhân với 0.1, nếu tăng trưởng lợi nhuận <10% thì sẽ không có ESOP và tỷ lệ ESOP tối đa là 3%. Hơn nữa, nếu giá trung bình của MWG của 2016 so với 2015 không cao tăng cao hơn mức tăng/giảm của chỉ số VNIndex của năm 2016 so với 2015 ở mức 10%, số cổ phiếu ESOP được thưởng sẽ bị giảm 20%.

Trong khi đó, chi phí tài chính tăng 150%, chủ yếu do sự tăng lên của chi phí lãi vay. Sự tăng lên của các chi phí này đã giảm tác dụng của biên lợi nhuận gộp được cải thiện nêu trên, giữ tỷ lệ lãi ròng ở mức 4.3%

Bách hóa Xanh và hoạt động đầu tư ra nước ngoài

Thế giới di động đang triển khai thử nghiệm mô hình chuỗi cửa hàng tiêu dùng nhanh, học hỏi từ mô hình chuỗi Alfamart- chuỗi siêu thị mini lớn nhất Indonesia. Với khẩu hiệu “nhanh và rẻ”, Bách hóa Xanh hiện tại đã mở 15 cửa hàng tại quận Tân Phú và Bình Tân và kỳ vọng đánh bại các đối thủ hiện tại ở Việt Nam như Satra Food trong tương lai. Chúng tôi vẫn chưa đưa Bách hóa Xanh vào mô hình định giá.

Thế Giới Di Động cũng đang tìm kiếm thị trường nước ngoài cho kế hoạch mở rộng trong tương lai. Tuy nhiên, thị trường bán lẻ Việt Nam cũng đang rất mở cho các ông lớn bán lẻ toàn cầu nhờ vào các hiệp định thương mại tự do sắp tới và đang có hiệu lực, cạnh tranh khốc liệt hơn có thể khiến Thế Giới Di Động thua trận ngay trên sân nhà.

Triển vọng kinh doanh 2016

Năm 2016, MWG tiếp tục chiến lược mở các cửa hàng mới, chiếm lĩnh thị phần của các cửa hàng nhỏ lẻ, tập trung phục vụ khu vực phía Bắc và miền Trung- khu vực chưa đạt được thị phần kỳ vọng ở mức 40%; dự kiến trong năm 2016, MWG sẽ có 850-900 cửa hàng và đưa Điện máy Xanh trở thành chuỗi bán lẻ duy nhất phủ sóng 63/63 tỉnh thành của Việt Nam.

MWG đặt mục tiêu doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 34,166 tỷ đồng và 1,388 tỷ đồng năm 2016, tương đương tăng 35% và 29% so với cùng kỳ. Với năng lực hoạt động hiện tại, cũng như kết quả kinh doanh khả quan của Q1/2016, chúng tôi kỳ vọng MWG sẽ đạt được mục tiêu đã đề ra.

Định giá

Chúng tôi định giá cp MWG ở mức 84,000 đồng theo phương pháp FCFF.

	2016	2017	2018	2019	2020
NOPAT	1,425	1,495	1,536	1,474	1,410
FCFF	-71	585	1,529	1,807	1,751
WACC	10.5	11.6	13.2	15.0	15.0
PV của FCF 2017-2020	3,955				
Tốc độ tăng trưởng bền vững	5%				
PV của những năm tăng trưởng bền vững	11,005				
Định giá DCF/ cổ phiếu (PLN)	83,800				

Theo giả định của chúng tôi, tới năm 2020, MWG sẽ có khoảng 1,221 cửa hàng, trong đó bao gồm 1,019 cửa hàng thegioididong.com và 203 cửa hàng Điện máy Xanh, tương đương tăng 455 và 134 cửa hàng so với năm 2015.

Trong giai đoạn 2016-2020, tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm ước tính là 8%, với lợi thế thương lượng nhờ qui mô lớn và chiến lược “go direct”, biên lợi nhuận gộp được kỳ vọng tăng lên mức 15.2% so với mức 15.1% trong năm 2015. Tuy nhiên, do sự tăng lên của chi phí bán hàng cũng như chi phí quản lý doanh nghiệp, biên lợi nhuận ròng giảm xuống mức là 3.2%. Với giả định chi phí sử dụng vốn bình quân là 15% và tốc độ tăng trưởng bền vững từ sau năm 2020 là 5%, chúng tôi ước tính giá cổ phiếu MWG cuối năm 2016 là 84,000 VND.

BÁO CÁO PHÂN TÍCH –MWG – TRUNG LẬP

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH MWG	Giá hiện tại (VND): 77,500		Giá mục tiêu (VND): 82,000		Vốn hóa (tỷ đồng): 11,363	
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Doanh thu thuần	7,375	9,499	15,757	25,253	37,016	45,451
Tăng trưởng (%)	37	29	66	60	47	23
GVHB	6,180	8,091	13,361	21,330	31,316	38,542
Chi phí bán hàng và QLDN	978	1,061	1,590	2,600	4,035	5,181
EBITDA (Không bao gồm LN khác)	246	406	987	1,598	2,083	2,319
Biên lợi nhuận EBITDA (%)	3.3	4.3	6.3	6.3	5.6	5.1
Khấu hao	28	34	116	197	302	449
Lợi nhuận từ HĐKD	218	372	871	1,401	1,782	1,869
Biên LN HĐKD (%)	3.0	3.9	5.5	5.5	4.8	4.1
Chi phí lãi vay ròng	55	30	28	40	64	71
% so với nợ ròng	21.6	11.9	9.1	3.8	3.3	3.5
Khả năng chi trả lãi vay(x)	4.0	12.6	31.1	35.2	27.7	26.2
Lãi/lỗ khác	4.8	8.4	25.4	24.6	36.0	47.0
Thuế	42	92	194	310	351	369
Thuế suất hiệu dụng (%)	25	26	22	22	20	20
Lợi nhuận ròng	126	258	674	1,076	1,403	1,476
Biên lợi nhuận ròng (%)	1.7	2.7	4.3	4.3	3.8	3.2
Lợi ích cổ đông thiểu số	-2	1	3	6	4	2
LN dành cho công ty mẹ	125	256	668	1,072	1,401	1,474
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	11	11	112	147	153	153
EPS hiệu chỉnh (VND)	694	1,360	4,774	7,297	9,154	9,634
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)	-26	96	251	53	25	5
Cổ tức (VND)	0	0	0	0	1,500	1,500
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0	0	0	0	16	16

BÁO CÁO PHÂN TÍCH –MWG – TRUNG LẬP

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Vòng quay khoản phải thu (x)	490	303	342	416	416	416
Vòng quay hàng tồn kho (x)	6.8	7.2	7.7	6.0	6	6
Vòng quay khoản phải trả (x)	7.4	9.9	12.2	10.6	11	11
Thay đổi vốn lưu động	191	278	610	1,783	1,176	843
Capex	36	147	268	587	621	517
Các khoản mục dòng tiền khác	-32	102	-121	-205	-100	-100
Dòng tiền tự do	-106	-31	-209	-1,301	-193	465
Phát hành cp	39	109	14	0	0	0
Cổ tức	0	0	3	2	230	230
Thay đổi nợ ròng	67	-78	197	1,303	423	-235
Nợ ròng cuối năm	287	208	406	1,709	2,132	1,896
Giá trị doanh nghiệp (EV)	11,674	11,617	11,799	13,093	13,518	13,282
Tổng VCSH	456	800	1,475	2,484	3,657	4,903
Lợi ích cổ đông thiểu số	3	24	9	0	2	2
VCSH	453	776	1,466	2,484	3,655	4,901
Giá trị sổ sách/cp (VND)	43	71	13	17	24	32
Nợ ròng / VCSH (%)	63	26	28	69	58	39
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.2	0.5	0.4	1.1	1.02	0.82
Tổng tài sản	1,595	2,232	3,407	7,266	8,862	9,873

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
ROE (%)	33	41	59	54	46	34
ROA (%)	8	14	24	20	17	16
ROIC (%)	10.7	14.7	24.7	20.7	18.0	16.4
WACC (%)	15.5	13.8	13.3	10.1	10.5	11.6
EVA (%)	-4.8	0.9	11.4	10.7	7.6	4.8
PER (x)	111.7	57.0	16.2	10.6	8.5	8.0
EV/EBITDA (x)	47.5	28.6	12.0	8.2	6.5	5.7
EV/FCF (x)	-110.3	-377.3	-56.5	-10.1	-70.0	28.6
PBR (x)	1.8	1.1	5.9	4.6	3.2	2.4
PSR (x)	1.5	1.2	0.7	0.5	0.3	0.3
EV/sales (x)	1.6	1.2	0.7	0.5	0.4	0.3
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	1.9

BÁO CÁO PHÂN TÍCH –MWG – TRUNG LẬP

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 8) 3914 8585
Fax: (+84 8) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q.Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp

Hoàng Huy
(+84 8) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích – Năng lượng, hàng hóa, logistics

Trần Hà Xuân Vũ
(+84 8) 3914 8585 (x1459)
vu.th@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích – Tiêu dùng

Lê Thị Nụ
(+84 8) 3914 8585 (x1460)
nu.lt@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô

Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô

Bạch An Viễn
(+84 8) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

Chuyên viên Phân tích Kỹ thuật

Từ Vĩ Trí
(+84 8) 3914 8585 (x1451)
tri.tv@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế

Giám đốc Quan hệ Khách hàng định chế

Lâm Hạnh Uyên
(+84 8) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

BÁO CÁO PHÂN TÍCH –MWG – TRUNG LẬP

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.