



CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ THẾ GIỚI DI ĐỘNG

Nhạc vẫn đang chạy

Cập nhật cổ phiếu 01/12/2016

MUA - Tiềm năng tăng trưởng 17.2%

Chúng tôi khuyến nghị MUA cho MWG vì các lý do sau đây:

- Doanh thu và lợi nhuận 9T16 tăng mạnh nhờ tốc độ mở nhanh các cửa hàng mới. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2016 dự kiến vượt kế hoạch năm lần lượt là 28% và 18%.** MWG đạt 30.8 nghìn tỉ đồng doanh thu thuần và 1.2 nghìn tỉ đồng lợi nhuận sau thuế trong 9T16, tương ứng mức tăng ấn tượng 76% và 65% so với cùng kì 9T15. Chúng tôi cho rằng sự tăng trưởng này đến từ việc mở rộng nhanh chóng chuỗi bán lẻ, với 469 cửa hàng mở mới từ đầu năm đến nay so với con số 318 trong cả năm 2015. Chúng tôi ước tính MWG sẽ kết thúc năm 2016 với 44 nghìn tỉ đồng doanh thu và 1.6 nghìn tỉ đồng lợi nhuận sau thuế, vượt kế hoạch năm lần lượt là 28% và 18%.
- Nhạc vẫn đang chạy: dienmayxanh.com (DMX) đang dần thay thế thegioididong.com (TGDD) để trở thành đầu tàu tăng trưởng của MWG, cho thấy doanh thu và lợi nhuận vẫn sẽ tăng trưởng khả quan trong giai đoạn 2017-2018.** Chúng tôi nghĩ rằng chuỗi TGDD đã bước vào giai đoạn cuối của chu kỳ mở rộng trong khi chuỗi DMX vẫn ở trong giai đoạn tăng trưởng, cho thấy DMX sẽ thay thế TGDD để trở thành đầu tàu tăng trưởng của MWG trong 2017-2020. Căn cứ vào kế hoạch mở rộng cho DMX theo chia sẻ từ Giám đốc điều hành Công ty, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức 2 con số trong giai đoạn 2017-2018.
- Biên lợi nhuận ngắn hạn sẽ giảm khi cơ cấu doanh thu nghiêng về mảng kinh doanh DMX có biên lợi nhuận thấp hơn.** Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp đạt đỉnh tại 16.3% trong 2016 nhưng sau đó sẽ giảm 30 bps xuống 16% trong 2017-2018 do sự thay đổi trong cơ cấu doanh thu nghiêng về mảng kinh doanh DMX có biên lợi nhuận thấp hơn (biên lợi nhuận gộp của DMX là 13-14% so với của TGDD là 17%). Trong khi đó, biên lợi nhuận ròng sẽ giảm 20 bps xuống 4% trong năm nay và thêm 30 bps nữa xuống 3.7% trong 2017-2018 theo do chi phí mở rộng DMX. Sau thời gian này, biên lợi nhuận gộp sẽ phục hồi khi quy mô DMX đạt đỉnh và có thể thương lượng với các nhà cung cấp để được mức chiết khấu cao hơn, từ đó giúp đẩy biên lợi nhuận ròng trở lại mức 4.2% vào 2020.
- Động lực tăng trưởng mới từ 2018 trở đi.** MWG đã tiết lộ động lực tăng trưởng mới cho giai đoạn sau 2017 khi DMX đã trưởng thành là chuỗi bách hóa bachhoaxanh.com (BHX) và trang website thương mại điện tử B2C vuivui.com, và cả hai đều đang trong quá trình thí điểm. Trong khi nhiều khả năng MWG sẽ mở rộng chuỗi BHX trên toàn quốc từ 2018 trở đi, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng đối với thành công của vuivui.com.
- Định giá hấp dẫn ngay cả trong bối cảnh toàn cầu.** Giá mục tiêu 12T của chúng tôi theo phương pháp DCF là 190,000 đồng - tăng 17.2% so với giá hiện tại. MWG hiện giao dịch thấp hơn 15% so với mức EV / EBITDA trung bình toàn cầu, trong khi biên EBITDA cao hơn 13% so với chuẩn quốc tế. Dựa trên kết quả định giá, cùng dự phóng doanh thu và lợi nhuận sẽ tăng trưởng tốt trong 2017-2018, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu này.
- Các rủi ro chính.** (1) sự kết hợp tiềm ẩn nhiều yếu tố không chắc chắn giữa chuỗi bán lẻ cũ (TGDD và DMX) và mới (BHX), (2) mô hình tăng trưởng gần đây dựa trên việc mở thêm cửa hàng mới có vẻ không bền vững trong dài hạn, và (3) sự mở rộng ra thị trường quốc tế của chuỗi TGDD chứa đựng nhiều rủi ro liên quan tới chuỗi cung ứng và khác biệt văn hóa.

Dong Quang Trung, Associate
trungdq@tvs.vn

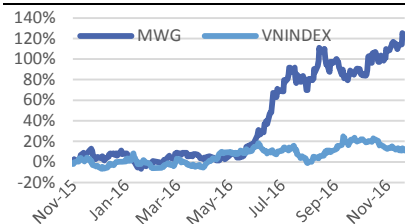
Giá mục tiêu 12 tháng: VND 190,000

Dữ liệu giao dịch và các chỉ số chính

Mã	MWG
Ngành	Bán lẻ điện tử
Niêm yết từ	07-2014
Giá tại 24/11/2016	162,100
Khoảng giá trong 52 tuần (VND'000)	67/161
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	23,796
Cổ phiếu lưu hành (triệu)	146.9
Cổ phiếu trôi nổi (triệu)	57.1
Khối lượng trung bình 15 ngày	169,425
2015 P / BV (x)	4.6
2015 P / E (x)	10.7
Cổ tức (%)	0.98
Nợ trên vốn chủ sở hữu (x)	0.8x

Nguồn: TVS Research, Thomson Reuters Data

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	3M	12M	YTD
	11	100	105

Nguồn: Bloomberg

Thông Tin Công Ty

Công ty Cổ phần Đầu tư Thế giới di động (MWG) là một nhà bán lẻ B2C các thiết bị điện tử hàng đầu tại Việt Nam. Công ty vận hành 2 chuỗi bán lẻ là thegioididong.com và dienmayxanh.com tương ứng chuyên bán lẻ các thiết bị di động (35% thị phần) và đồ gia dụng (10% thị phần). MWG cũng đang thí điểm chuỗi tạp hóa bachhoaxanh.com sẽ đi vào hoạt động từ năm 2018 trở đi. Lợi thế cạnh tranh chính của Công ty bao gồm: (1) mạng lưới cửa hàng trên toàn quốc và (2) hệ thống ERP tự phát triển. Cổ đông lớn là những người sáng lập và các bên liên quan (35.0%), Quỹ PYN Elite (6.74%) và Mekong Capital (5.46%).

Công ty Cổ phần Chứng khoán Thiên Việt (TVS) muốn hợp tác kinh doanh với các công ty được nhắc tới trong các báo cáo nghiên cứu. Do đó, nhà đầu tư nên lưu ý rằng công ty có thể có những xung đột lợi ích có thể ảnh hưởng đến tính khách quan của báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem xét báo cáo này như là một trong nhiều yếu tố trong việc đưa ra quyết định đầu tư của mình. Xin vui lòng xem các khuyến cáo quan trọng hơn trong những trang cuối.

2 CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ MOBILEWORLD (MWG) - CẬP NHẬT CÔNG TY

Kết quả kinh doanh (tỉ VND)	2015A	2016F	2017F	2018F
Doanh thu ròng	25,253	44,032	58,779	69,427
Chi phí bán hàng	21,330	36,944	49,365	58,085
Lợi nhuận gộp	3,922	7,088	9,414	11,343
Chi phí bán hàng	2,351	4,259	5,652	6,558
Chi phí quản lý chung	249	782	1,044	1,233
Thu nhập hoạt động khác / (chi phí)	23	22	29	34
EBITDA	1,543	2,341	3,167	4,112
Khấu hao và phân bổ	197	272	420	527
EBIT	1,345	2,068	2,746	3,585
Thu nhập lãi thuần / (chi phí)	40	(14)	(19)	(22)
Thu nhập đầu tư ròng	0	0	0	0
Khác (định kỳ)	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	1,386	2,054	2,727	3,563
Thuế thu nhập	310	411	545	713
Thuế suất (%)	22%	20%	20%	20%
Thiểu số	4	4	4	4
Thu nhập ròng	1,072	1,639	2,178	2,847
EPS (VND cơ bản, như báo cáo)	7,297	10,629	13,710	17,397
Khối lượng cổ phiếu lưu hành bình quân (triệu)	147	154	159	164
Cổ tức thông thường tuyên bố	0	0	0	0
DPS (đồng)	1,425	1,500	1,500	1,500
Tỷ lệ cổ tức thanh toán (%)	20%	14%	11%	9%
Tỉ suất giữa lãi ròng và cổ tức (X)	5.1x	7.1x	9.1x	11.6x

Tăng trưởng và Margin (%)				
Tăng trưởng doanh thu (%)	60.3	74.4	33.5	18.1
	65.1	51.7	35.3	29.9
Tăng trưởng EBITDA (%)				
Tăng trưởng EBIT (%)	64.5	53.7	32.8	30.6
Tăng trưởng thu nhập ròng (%)	60.4	52.9	32.9	30.7
Tăng trưởng EPS (%)	22.3	45.7	29.0	26.9
Biên gộp (%)	15.5	16.1	16.0	16.3
Biên EBITDA (%)	6.1	5.3	5.4	5.9
Biên EBIT (%)	5.3	4.7	4.7	5.2
Biên thu nhập ròng (%)	4.2	3.7	3.7	4.1

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F	2018F
Lợi nhuận trước thuế	1,386	2,054	2,727	3,563
Điều chỉnh cho:				
Khấu hao và khấu trừ	197	272	420	527
Thay đổi hàng tồn kho	(2,756)	(4,392)	(3,135)	(922)
Thay đổi các khoản phải thu thương mại	(477)	(138)	(17)	(23)
Thay đổi các khoản phải trả thương mại	1,235	3,185	1,429	373
Dòng tiền hoạt động khác	(227)	(1,528)	(650)	(2,026)
Dòng tiền từ hoạt động	(641)	(547)	774	1,493
Chi phí vốn ròng	(587)	(1,349)	(1,266)	(1,029)
Mua lại	(72)	0	0	0
Thoái vốn	0	0	0	0
Khoản đầu tư khác, ròng	1	(667)	(304)	(219)
Dòng tiền từ đầu tư	(658)	(2,015)	(1,569)	(1,248)
Vốn chủ sở hữu ban hành	0	73	120	94
Tổng vay	1,434	3,185	1,429	373
Cổ tức cho cổ đông	(2)	(220)	(231)	(238)
Dòng tiền từ tài chính	(2)	0	0	0
	1,430	3,039	1,317	229
Dòng Tiền Ròng				
Dòng Tiền đầu kì	131	477	522	473
Dòng Tiền cuối kì	213	344	574	821
Lợi nhuận trước thuế	0	0	0	0
Điều chỉnh cho:	344	821	1,096	1,294

Cân đối kế toán (tỉ VND)	2015A	2016F	2017F	2018F
Tiền và các khoản tương đương	344	821	1,096	1,294
Đầu tư tài chính	0	0	0	0
Tài khoản phải thu	77	215	232	255
Hàng tồn kho	4,933	9,325	12,460	13,382
Chi phí trả trước, CA khác	823	1,477	1,972	2,329
Tổng tài sản hiện tại	6,176	11,838	15,760	17,260
Tài sản và thiết bị				
Chi phí	1,183	2,419	3,580	4,523
Khấu hao lũy kế	(356)	(628)	(1,048)	(1,575)
Tài sản và thiết bị ròng	827	1,791	2,532	2,948
Tài sản vô hình ròng	22	27	26	26
Tổng vốn đầu tư	240	907	1,211	1,430
Tài sản dài hạn khác	7,266	14,563	19,528	21,665
Các khoản phải trả	1,971	4,034	5,400	6,065
Nợ ngắn hạn	2,053	5,238	6,667	7,040
Nợ ngắn hạn khác, CL	758	1,754	2,342	2,766
Tổng số nợ hiện tại	4,782	11,027	14,408	15,871
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả dài hạn	0	0	0	0
Vốn cổ đông	2,484	3,536	5,120	5,793
Vốn chủ sở hữu chung	1,469	1,542	1,589	1,636
Cổ phiếu quỹ	(2)	(3)	(3)	(3)
Thặng dư vốn	978	1,956	3,494	4,120
Lợi nhuận giữ lại	38	38	38	38
Nguồn kinh phí và quỹ khác	2	2	2	2
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	7,266	14,563	19,528	21,665
Vốn cho thuê	0	0	0	0
Vốn sử dụng	2,484	3,536	5,120	5,793

Ratios				
ROE (%)	43.2	46.4	42.5	49.1
ROA (%)	14.8	11.3	11.2	13.1
ROIC (%)	43.2	46.4	42.5	49.1
Ngày tồn kho	84	92	92	84
Ngày thu	1	2	1	1
Ngày thanh toán	30	36	36	36
Doanh thu tài sản (x)	56	58	58	50
Tổng nợ / vốn chủ sở hữu (x)	3.5x	3.0x	3.0x	3.2x
Lãi vay - EBIT (x)	0.8x	1.5x	1.3x	1.2x

Định giá				
EV / EBITDA	8.3x	10.7x	8.1x	6.4x
P/E	10.7x	15.2x	11.8x	9.3x
Cổ tức (%)	1.8x	0.93	0.93	0.93
P/B	4.6x	16.2x	16.2x	16.2x

Ghi chú: CA = Tài sản hiện tại; CL = nợ ngắn hạn;
 Nguồn: Thomson Reuters, TVS

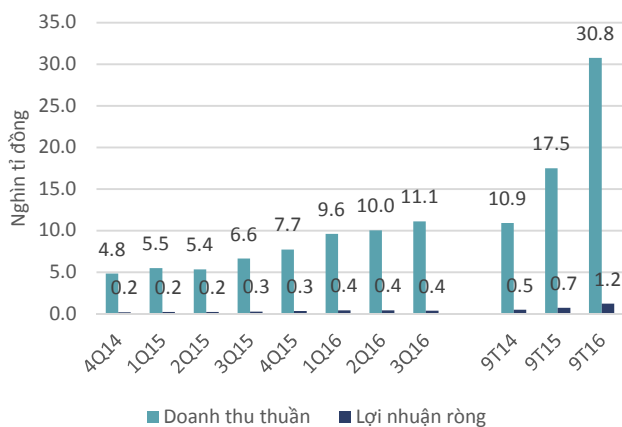
CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG 9T2016 & TRIỂN VỌNG

Động lực tăng trưởng chính trong 9T16 là việc mở rộng nhanh chóng chuỗi bán lẻ, với 469 cửa hàng mở mới từ đầu năm đến nay so với con số 318 trong cả năm 2015

Doanh thu và lợi nhuận 9T16 tăng mạnh nhờ mở thêm nhiều cửa hàng mới

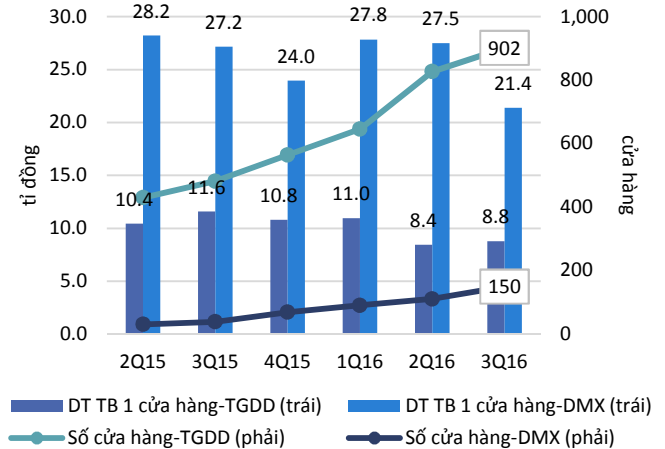
MWG (Công ty) đạt 30.8 nghìn tỉ đồng doanh thu thuần và 1.2 nghìn tỉ đồng lợi nhuận sau thuế trong 9T16, tương ứng mức tăng ấn tượng 76% và 65% so với 9T15 bất chấp khoản giảm trừ doanh thu 484 tỉ đồng do vấn đề thu hồi Galaxy Note 7 trong Q3-16. TheGioiDiDong.com (TGDD) vẫn là mảng kinh doanh chủ lực tạo ra 70% tổng doanh thu (21.9 nghìn tỉ đồng) trong khi DienMayXanh.com (DMX) đang dần tăng tỉ trọng của mình lên 30% (8.8 nghìn tỉ đồng) từ mức 18% năm ngoái. Chúng tôi cho rằng nhân vật chính trong câu chuyện tăng trưởng này là việc mở rộng nhanh chóng chuỗi bán lẻ, với 469 cửa hàng mở mới từ đầu năm đến nay (365 TGDD và 104 DMX) so với 318 trong cả năm 2015, hơn là sự gia tăng tăng đột biến trong nhu cầu mua sắm vì toàn ngành chỉ tăng trưởng 18.4% so với cùng kỳ¹. Động thái phát triển thị trường mạnh mẽ này đã giúp MWG chiếm 38% thị phần điện thoại di động (+8% so với năm 2015) và 17% thị phần điện tử & gia dụng (+7% so với năm 2015).

Hình 1: Doanh thu và lợi nhuận 9T16 tăng mạnh nhờ mở rộng chuỗi bán lẻ...



Nguồn: MWG, TVS Research

Hình 2: ...điều này đồng thời dẫn đến sự sụt giảm doanh thu trung bình quý mỗi cửa hàng



Nguồn: MWG, TVS Research

SSSG vẫn ổn định ở mức 10% cho TGDD và 13% cho DMX trong 9T16 nhưng doanh thu trung bình quý mỗi cửa hàng giảm xuống mức thấp nhất lịch sử, cho thấy rằng cửa hàng mới đang tạo ra doanh thu ít hơn so với những cửa hàng hiện hữu

Theo nghiên cứu của chúng tôi, SSSG² vẫn ổn định ở mức 10% cho TGDD và 13% cho DMX trong 9T16. Tuy nhiên, doanh thu trung bình hàng quý mỗi cửa hàng đã giảm xuống mức thấp nhất trong lịch sử là 8.8 tỉ đồng cho TGDD và 21.4 tỉ đồng cho DMX trong 3Q16, cho thấy rằng cửa hàng mới đang tạo ra doanh thu ít hơn so với những cửa hàng hiện hữu. Nghiên cứu của chúng tôi cho thấy sự sụt giảm khoảng 30-50% trong doanh thu khi so sánh các cửa hàng mới với các cửa hàng cũ, điều này khá hợp lý trong bối cảnh chiến lược của MWG hướng đến mở rộng kinh doanh ở khu vực nông thôn, nơi có sức mua yếu hơn khu đô thị. Cũng nên lưu ý chiến lược này đã kéo

¹ Theo Euromonitor International

² Same-store sales growth (SSSG) đo lường tăng trưởng doanh thu giữa 2 năm của 1 hoặc 1 số cửa hàng so với chính cửa hàng đó

Biên lợi nhuận gộp 9T16 đã đạt đỉnh kỉ lục là 16.3% trong khi lợi nhuận ròng giảm 20 bps xuống 4% do trích trước tiền thưởng cho nhân viên và tăng chi phí xây dựng thương hiệu cho dienmayxanh.com

Ngành Bán Lẻ Điện Tử của Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ 20% so với năm trước trong năm 2015 (quy mô thị trường trị giá 140 nghìn tỉ đồng), Điện Tử & Thiết Bị Gia Dụng vẫn là các mảng phát triển nhanh nhất (+31.9% với quy mô 65 nghìn tỉ đồng và +18.3% với quy mô 51 nghìn tỉ đồng)

Phân khúc viễn thông dự kiến tăng trưởng 26.7% so với năm ngoái trong 2016F, nhưng sau đó chậm lại trong 2017F-2020F

dài vòng quay tồn kho lên 92 ngày (năm 2015: 84 ngày) do (1) vận chuyển hàng hóa tới các cửa hàng ở vùng nông thôn thường mất nhiều thời gian và (2) tốc độ bán hàng ở nông thôn khá chậm. Tuy nhiên, vòng quay tiền mặt vẫn ổn định tại 58 ngày (năm 2015: 56 ngày) do Công ty đã cải thiện vòng quay phải thu lên 36 ngày (năm 2015: 30 ngày), và nhờ đó chúng tôi cho rằng chiến lược tiến về nông thôn sẽ không gây áp lực lên vốn lưu động của Công ty.

Biên lợi nhuận gộp đã đạt đỉnh kỉ lục là 16.3% trong 9T16 (so với bình quân 2012-2015 15.2%) nhờ vào sự cải thiện trong biên lợi nhuận gộp của TGDD (15% lên 17%) trong khi chỉ số của DMX vẫn ở mức 13%. Chúng tôi cho rằng rằng quy mô doanh thu vượt trội của TGDD đã cho phép MWG thương lượng được mức chiết khấu cao hơn từ nhà cung cấp, và điều này đã trực tiếp nâng cao biên lợi nhuận gộp. Ngược lại, biên lợi nhuận ròng 9T16 lại giảm 20 bps xuống 4% (so với 4,2% trong năm 2015) do (1) khoản trích trước tiền thưởng cho nhân viên, dự kiến cao hơn 2015 vì doanh thu và lợi nhuận 9T16 đã hoàn thành khoảng 90% kế hoạch năm, và (2) chi phí quảng bá thương hiệu khoảng 100 tỷ đồng cho DMX trong 3Q16. Thực tế thì chỉ số SG&A/Doanh thu trong 9T16 đã tăng 140 bps lên 11.2% từ mức 9.9% cùng kỳ 2015.

Triển vọng 2017-2020 của ngành Bán Lẻ Điện Tử cho thấy tăng trưởng chậm lại

Ngành Bán Lẻ Điện Tử của Việt Nam năm 2015 ghi nhận mức tăng trưởng 20% với tổng quy mô thị trường đạt 140 nghìn tỉ đồng (năm 2014: 116 nghìn tỉ đồng). Ngành hàng Viễn Thông (điện thoại thông minh, máy tính bảng v.v.) và Điện Tử Gia Dụng (TV, tủ lạnh v.v.), hai thị trường cốt lõi của MWG, tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng toàn ngành. Cụ thể, ngành hàng Viễn Thông có mức tăng trưởng 31.9% với quy mô 65 nghìn tỉ đồng và Điện Tử Gia Dụng tăng trưởng 18.3% với quy mô 51 nghìn tỉ đồng.

Chúng tôi cho rằng yếu tố tăng trưởng của ngành hàng Viễn Thông bao gồm:

- Sự phổ biến của mạng Internet, thông qua số lượng lớn các điểm Wi-Fi công cộng và kết nối 3G & 4G tốc độ cao, đã thúc đẩy nhu cầu đối với điện thoại di động, đặc biệt điện thoại thông minh vốn đang tạo ra 2/3 giá trị ngành hàng,
- Giá bán trung bình của điện thoại di động đã giảm nhiều nhờ vào tiến bộ công nghệ; hiện nay giá bán trung bình chỉ khoảng 1 triệu VNĐ cho điện thoại phổ thông và 4 triệu VNĐ cho điện thoại thông minh³, và
- Sự linh hoạt của chương trình mua trả góp (trung bình 4/10 khách hàng của MWG sử dụng phương thức thanh toán này⁴) đã thu hút nhiều người mua điện thoại lần đầu, cũng như cho phép người dùng hiện tại thay thế thiết bị của mình thường xuyên hơn để tận hưởng những tính năng tốt nhất của các mẫu máy mới.

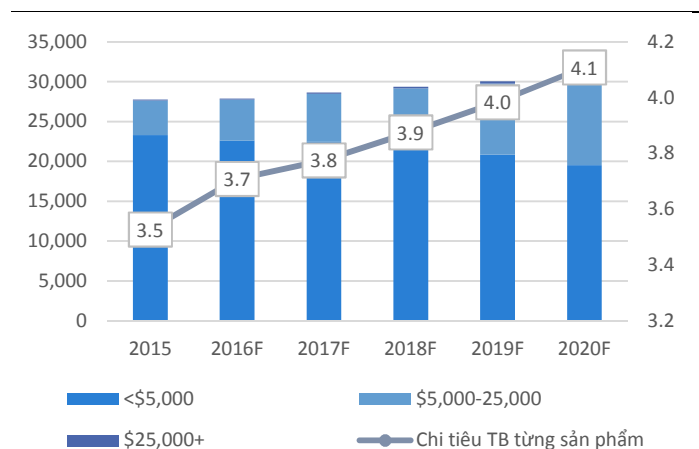
Mặc dù dự báo của chúng tôi chỉ ra những yếu tố này sẽ tiếp tục hỗ trợ ngành hàng Viễn Thông đạt mức tăng trưởng cao là 26.7% trong 2016, chúng tôi nhận định ngành

³ Theo Euromonitor International

⁴ Theo MWG

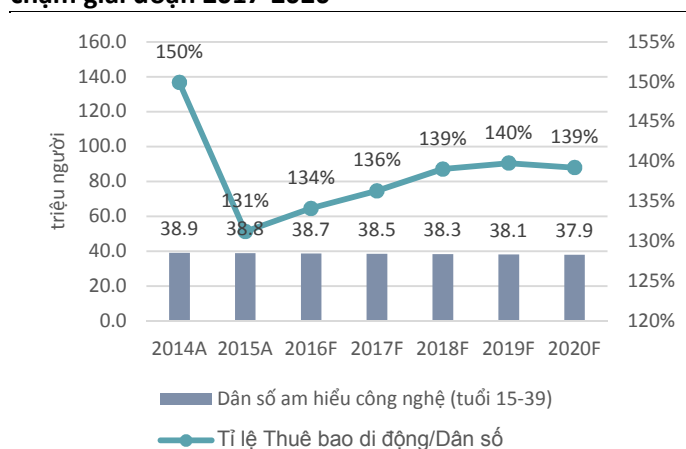
hàng này sẽ tăng trưởng chậm trong 2017-2020 với CAGR khoảng 2%. Nhận định của chúng tôi dựa trên dự đoán về sự sụt giảm nhu cầu đối với điện thoại thông minh do tỷ lệ thâm nhập mạng 3G & 4G sẽ chậm lại cho đến 2020 sau khi vượt qua mức 50% vào năm tới. Hơn nữa, tỷ lệ Số thuê bao điện thoại/Tổng dân số hiện nay đã là 131%, cao hơn nhiều so với trung bình toàn cầu là 97%⁵, cùng với sự giảm dân số trong độ tuổi am hiểu công nghệ (từ 15-39 tuổi) và chu kỳ thay thiết bị mới không ngắn đi (2 năm) cũng hàm ẩn nhiều thách thức cho tăng trưởng ngành trong tương lai.

Hình 3: Sự gia tăng của tầng lớp trung lưu tiếp tục kích thích nhu cầu mua sắm trong ngành Bán Lẻ Điện Tử...



Nguồn: BMI, Euromonitor, GfK, TVS Research

Hình 4: ...tuy nhiên sự sụt giảm dân số trong độ tuổi am hiểu công nghệ và tốc độ thâm nhập chậm lại của thuê bao di động cho thấy ngành sẽ tăng trưởng ngành chậm giai đoạn 2017-2020



Nguồn: BMI, GSO, VNTA, TVS Research

Ngành hàng Điện Tử Gia Dụng sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức hai con số là 14.3% trong 2016 trước khi điều chỉnh về 7-10% trong 2017F-2020F (CAGR 8.2%)

Chuỗi thegioididong.com (TGDD) đã bước vào giai đoạn trưởng thành của chu kỳ phát triển trong khi chuỗi dienmayxanh.com (DMX) vẫn đang ở giai đoạn tăng trưởng; chúng tôi dự báo DMX sẽ thay thế TGDD làm cổ máy bán hàng của MWG trong 2017F-2020F

Ngành hàng Điện Tử Gia Dụng sẽ tiếp tục tăng trưởng 14.3% trong năm nay, chủ yếu nhờ gia tăng số hộ gia đình đạt mức thu nhập trung bình (thu nhập ròng hằng năm khoảng 5,000-25,000 USD) và điều này khuyến khích họ chi tiêu nhiều hơn vào việc hiện đại hóa nhà cửa. Dự báo của Euromonitor cho thấy chi tiêu trung bình cho một sản phẩm trong toàn ngành sẽ tăng lên 4.1 triệu đồng vào 2020 từ mức hiện tại là 3.7 triệu đồng. Nghiên cứu của chúng tôi chỉ ra tốc độ tăng trưởng của ngành hàng Điện Tử Gia Dụng sẽ điều chỉnh về 7-10% trong giai đoạn 2017-2020 (CAGR 8.2%).

Nhạc vẫn đang chạy: DMX sẽ thay thế TGDD để trở thành đầu tàu tăng trưởng kế tiếp của MWG

Sau khi tham dự Hội nghị nhà đầu tư gần đây, chúng tôi nghĩ rằng chuỗi thegioididong.com (TGDD) đã bước vào giai đoạn cuối của chu kỳ mở rộng trong khi chuỗi dienmayxanh.com (DMX) vẫn đang ở giai đoạn tăng trưởng. Giám đốc điều hành Công ty ông Nguyễn Đức Tài đã chia sẻ kế hoạch đầy tham vọng của MWG để mảng Điện Tử Gia Dụng có thể chiếm lĩnh 30% thị phần trong năm tới (hiện nay 17%) bằng cách (1) tăng gấp đôi số lượng các cửa hàng DMX và (2) chi ít nhất 100 tỷ đồng

⁵ Theo International Telecommunication Union (<https://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Documents/facts/ICTFactsFigures2015.pdf>)

cho hoạt động xây dựng thương hiệu DMX. Trong khi đó, MWG sẽ mở ít cửa hàng TGDD hơn vào năm tới để đảm bảo hiệu quả trong việc quản lý các cửa hàng hiện tại, vốn đã đạt hơn 900 cửa hàng vào cuối 3Q16 (mục tiêu của MWG là 1,100 cửa hàng TGDD vào cuối năm 2017). Thông điệp này ngụ ý rằng DMX sẽ thay thế TGDD để trở thành đầu tàu tăng trưởng chính của MWG trong 2017F-2020F. Chúng tôi ước tính MWG sẽ kết thúc năm 2016 với 44 nghìn tỉ đồng doanh thu và 1.6 nghìn tỉ đồng lợi nhuận sau thuế, lần lượt vượt kế hoạch năm 28% và 18%.

Chúng tôi dự báo SSSG của TGDD sẽ duy trì ở mức 10% cho đến cuối 2016 trước khi giảm xuống còn 5% trong 2017 và 2,5% trong 2019. Dự báo của chúng tôi đã tính đến các yếu tố (1) sự suy giảm của ngành hàng Viễn Thông như đã thảo luận ở phần trước, (2) rủi ro tự tước đoạt doanh thu do DMX cũng bán các sản phẩm tương tự như TGDD, và (3) TGDD không còn được ưu tiên mở rộng kể từ 2017 trở đi.

Ngược lại, chúng tôi ước tính SSSG của DMX sẽ tăng lên 15% trong giai đoạn 2016-2017 nhờ (1) ngành hàng Điện Tử Gia Dụng vẫn tiếp tục tăng trưởng tốt và (2) MWG sẽ tăng đầu tư xây dựng thương hiệu cho DMX trong 2017. SSSG sẽ giảm xuống còn 10% trong 2018 khi MWG có thể chuyển hướng tập trung phát triển lĩnh vực kinh doanh mới (sẽ được thảo luận sau). Dựa trên dữ liệu lịch sử, chúng tôi dự đoán doanh thu các cửa hàng mới của cả hai chuỗi, nhiều khả năng được mở bên ngoài khu vực đô thị, sẽ bằng 50% doanh thu của các cửa hàng hiện hữu.

Bảng 1: Dự phóng tăng trưởng số cửa hàng và doanh thu của TGDD và DMX

	2015A	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Thegioididong (TGDD)						
SSSG	10.0%	10.0%	5.0%	5.0%	2.5%	2.5%
Doanh thu cửa hàng mới/Cửa hàng cũ	59%	45%	50%	50%	50%	50%
Số lượng cửa hàng cũ	295	564	984	1,184	1,284	1,334
Số lượng cửa hàng mới	269	420	200	100	50	30
Tổng số cửa hàng	564	984	1,184	1,284	1,334	1,364
DThu TB tháng_cửa hàng cũ (tỉ đồng)	4.6	3.7	2.7	2.6	2.6	2.6
DThu TB tháng_cửa hàng mới (tỉ đồng)	2.7	1.7	1.4	1.3	1.3	1.3
Tổng doanh thu (tỉ đồng)	20,769	30,625	35,424	38,766	40,509	41,988
% tăng trưởng hàng năm	54%	47%	16%	9%	4%	4%
Dienmayxanh (DMX)						
SSSG	13.0%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%	5.0%
Doanh thu cửa hàng mới/Cửa hàng cũ	57%	56%	50%	50%	50%	50%
Số lượng cửa hàng cũ	20	69	220	440	660	830
Số lượng cửa hàng mới	49	151	220	220	170	130
Tổng số cửa hàng	69	220	440	660	830	960
DThu TB tháng_cửa hàng cũ (tỉ đồng)	15.0	9.0	5.6	4.6	4.3	4.0
DThu TB tháng_cửa hàng mới (tỉ đồng)	8.5	5.0	2.8	2.3	2.1	2.0
Tổng doanh thu (tỉ đồng)	4,482	12,927	22,299	30,661	38,071	43,105
% tăng trưởng hàng năm	97%	188%	73%	38%	24%	13%

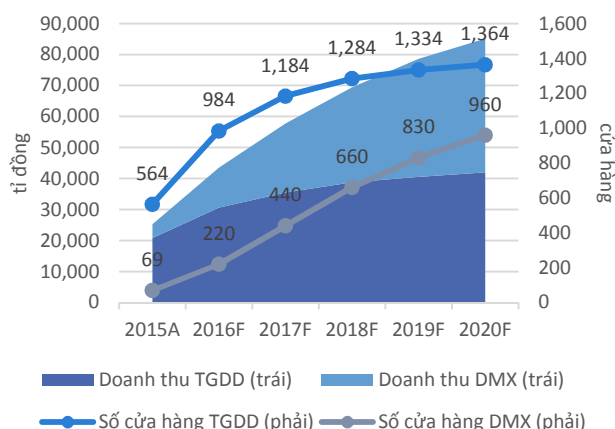
Nguồn: MWG, TVS Research

Ghi chú: DMX có 2 định dạng cửa hàng là DMX-mini và DMX-thường với diện tích sàn lần lượt là 300-400 m² và 500-1,000 m²; chúng tôi dự đoán tỉ lệ DMX-mini/DMX-thường là 2:1 vì tìm điểm thuê cho DMX-thường sẽ khó hơn

Phân tích của chúng tôi chỉ ra MWG và DMX sẽ chiếm 46% và 53% thị phần vào năm 2020

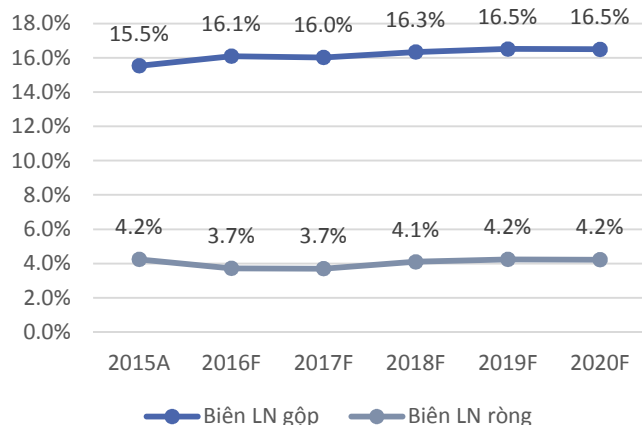
Tăng trưởng về quy mô doanh số sẽ giúp MWG giành thị phần từ các đối thủ cạnh tranh trực tiếp. Căn cứ vào tính toán của chúng tôi về quy mô thị trường, TGDD và DMX sẽ chiếm 46% và 53% vào năm 2020 từ mức hiện tại là 38% và 17% về giá trị, dựa trên giả định không có nhà bán lẻ điện tử lớn nào thâm nhập thị trường.

Hình 5: DMX sẽ thay thế TGDD để trở thành đầu tàu tăng trưởng của MWG trong giai đoạn 2017-2020...



Nguồn: MWG, TVS Research

Hình 6: ...tuy nhiên biên lợi nhuận sẽ giảm trong 2 năm tới vì quá trình chuyển đổi này



Nguồn: MWG, TVS Research

Biên lợi nhuận giảm trong ngắn hạn khi cơ cấu doanh thu nghiêng về mảng kinh doanh DMX có biên lợi nhuận thấp hơn

Biên lợi nhuận gộp đạt đỉnh tại 16.3% trong năm 2016 trước khi giảm 30 bps xuống 16% và đứng tại mức này trong 2017-2018 do sự thay đổi trong cơ cấu doanh thu nghiêng về mảng kinh doanh DMX có biên lợi nhuận thấp hơn

Nghiên cứu của chúng tôi cho thấy biên lợi nhuận gộp hiện tại của TGDD và DMX lần lượt là c.17% và c.13-14%. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp toàn tập đoàn sẽ đạt đỉnh tại 16.3% trong năm 2016, tăng 80 bps nhờ việc mở rộng của TGDD vốn là mảng kinh doanh có biên lợi nhuận cao hơn. Tỷ lệ này sau đó sẽ giảm 30 bps xuống 16% và xoay quanh mức này trong giai đoạn 2017-2018 do sự thay đổi trong cơ cấu doanh thu nghiêng về mảng kinh doanh DMX có biên lợi nhuận thấp hơn, trước khi hồi phục trở lại vào năm 2019 khi DMX đã trưởng thành và có thể phát huy khả năng thương lượng với các nhà cung cấp để có mức chiết khấu tốt hơn. Cụ thể, chúng tôi hy vọng biên lợi nhuận gộp của TGDD duy trì ở mức 17% trong khi DMX tăng thêm 1-3% lên mức 14-16% trong vòng 3 năm tới.

Biên lợi nhuận ròng giảm 20 bps xuống 4% trong 2016 (2015: 4.2%) và 30 bps nữa trong 2017-2018 do nguyên nhân chi phí mở rộng cho DMX; chúng tôi dự báo tỷ lệ này sau đó tăng trở lại trong vào năm 2019

Ngược lại, chúng tôi dự đoán biên lợi nhuận ròng sẽ giảm 20 bps trong năm nay do chi phí mở rộng DMX, bao gồm (1) chi phí xây dựng thương hiệu khoảng 100 tỷ đồng trong 4Q16 và (2) Chi phí khấu hao cao hơn cho các cửa hàng DMX vốn có chi phí xây dựng cơ bản cho mỗi cửa hàng là 200,000 USD cho DMX-mini và 300,000 USD cho DMX lớn (so với 100,000 USD cho mỗi cửa hàng TGDD). Do DMX sẽ mở rộng với tốc độ nhanh cho đến 2018 theo chia sẻ từ Giám đốc điều hành, phân tích của chúng tôi cho thấy biên lợi nhuận ròng sẽ giảm thêm 30 bps trong 2 năm tiếp theo. Sự phục hồi của biên lợi nhuận gộp như đã phân tích ở trên vào 2019 sẽ đẩy biên lợi nhuận ròng lên 4.2% vào 2020.

Động lực tăng trưởng mới cho giai đoạn sau năm 2017**Hình 7: Lộ trình mở rộng của các chuỗi bán lẻ của MWG**

	2015A	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
TGDD		Peak				
DMX				Peak		
BHX						Peak

Nguồn: MWG, TVS Research

Lưu ý: "Peak" cho biết giai đoạn dự kiến mà mảng kinh doanh tương ứng sẽ đạt đỉnh trong chu kỳ mở rộng

Động cơ tăng trưởng mới cho giai đoạn sau năm 2017 khi DMX trưởng thành là những chuỗi cửa hàng bachhoaxanh.com & trang web thương mại điện tử B2C vuivui.com

MWG đã tiết lộ động lực tăng trưởng mới cho giai đoạn sau năm 2017, khi DMX đi vào cuối chu kỳ phát triển, là chuỗi cửa hàng bachhoaxanh.com (BHX) và trang web thương mại điện tử B2C vuivui.com, và cả hai đều đang ở giai đoạn thí điểm. Chúng tôi cảm thấy MWG khá thận trọng với BHX khi dành trọng 2 năm (2016 & 2017) để nghiên cứu mô hình kinh doanh mới này, vốn nhắm tới thị trường bán lẻ bách hóa trị giá 1.37 nghìn tỉ đồng (61.5 tỉ USD) hiện đang nằm trong tay các nhà bán lẻ truyền thống (các chợ địa phương và các quầy bán lẻ đường phố chiếm 95% thị phần theo giá trị). Theo Giám đốc điều hành, MWG sẽ mở 40 cửa hàng BHX vào năm 2016 và tăng qui mô lên 80 cửa hàng trong năm tiếp theo để đánh giá kỹ lưỡng hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lợi. Với tiêu chí đầu tư của Công ty cho BHX là (1) doanh thu hàng tháng 1 cửa hàng 500 triệu đồng và (2) EBITDA dương cho mỗi cửa hàng, chúng tôi nghĩ rằng nhiều khả năng MWG sẽ mở rộng chuỗi BHX trên toàn quốc trong 2 năm tiếp theo bởi vì doanh thu trung bình hàng tháng của các cửa hàng thí điểm đã đạt 1.2 tỷ đồng tính tới 11/2016.

Trong khi chúng tôi ước tính tốc độ mở rộng cửa hàng BHX trong giai đoạn này cho mục đích tham khảo (780 cửa hàng và 12.4 nghìn tỷ đồng doanh thu vào năm 2020) ...

Mặc dù hiện tại chúng tôi không đưa số liệu dự phóng của BHX từ 2018 trở đi vào mô hình định giá do sự không chắc chắn trong việc triển khai chuỗi bán lẻ này, chúng tôi vẫn ước tính tốc độ mở rộng cửa hàng BHX trong giai đoạn 2017-2020 cho mục đích tham khảo. Cụ thể, chúng tôi tham khảo chuỗi Vinmart + đã mở 830 cửa hàng với diện tích trung bình 100 mét vuông mỗi cửa hàng trong 2 năm qua. Do diện tích 1 cửa hàng BHX vào khoảng 150-400 mét vuông, hoặc trung bình 300 mét vuông, chúng tôi ước tính tốc độ mở rộng của BHX sẽ bằng 1/3 của Vinmart +, tương đương 140 cửa hàng mở mới trong 2018. Trong kịch bản tốt nhất khi mà BHX tăng trưởng có lợi nhuận, chúng tôi dự báo tốc độ mở rộng cửa hàng hằng năm đạt 200% đối với BHX trong 2 năm 2019 và 2020 sau khi xét đến xu hướng mở rộng trong quá khứ của TGDD và DMX. Chúng tôi cũng giả định SSSG cho chuỗi này là 10% và tỉ lệ doanh thu cửa hàng mới/cửa hàng hiện hữu đạt 75-100% trong giai đoạn dự báo. Biên lợi nhuận gộp của BHX được dự báo ở mức 15% và chi phí xây dựng cho mỗi cửa hàng là 50,000 USD, dựa trên mục tiêu của Ban giám đốc.

Bảng 2: Dự phóng tăng trưởng số cửa hàng và doanh thu của MHX

	2015A	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Bachhoaxanh (BHX)						
SSSG			10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Doanh thu cửa hàng mới/Cửa hàng cũ			100.0%	100.0%	100.0%	75.0%
Số lượng cửa hàng cũ	0	1	40	80	220	500
Số lượng cửa hàng mới	1	39	40	140	280	280
Tổng số cửa hàng	1	40	80	220	500	780
DThu TB tháng_cửa hàng cũ (tỉ đồng)	0.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5
DThu TB tháng_cửa hàng mới (tỉ đồng)		1.0	1.1	1.2	1.3	1.1
Tổng doanh thu (tỉ đồng)	0	480	1,056	3,194	7,986	12,474
% tăng trưởng hàng năm			120%	203%	150%	56%

Nguồn: MWG, TVS Research

... Chúng tôi nghĩ rằng vẫn còn hơi sớm để thảo luận về tác động của vuivui.com đối với hiệu quả và hoạt động tài chính của MWG, và sẽ quay trở lại vấn đề này trong bản cập nhật sau

Về vuivui.com, chúng tôi nghĩ rằng vẫn còn hơi sớm để thảo luận về tác động của website này đối với tình hình hoạt động và tài chính của MWG. Theo Giám đốc điều hành, MWG có tham vọng đưa vuivui.com trở thành một Amazon của Việt Nam, đồng nghĩa với việc đưa trang web thương mại điện tử vào cuộc chiến trực tiếp với các đối thủ mạnh như Tiki, Lazada và Sendo. Vì vậy, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng đối với vuivui.com này do (1) sự cạnh tranh khốc liệt trong lĩnh vực thương mại điện tử và (2) sự không chắc chắn về cách mà vuivui.com sẽ khác biệt hóa bản thân so với đối thủ cùng lĩnh vực. Chúng tôi sẽ quay trở lại vấn đề này sau buổi họp báo giới thiệu vuivui.com vào 12/2016.

CÁC RỦI RO CHÍNH

Sự kết hợp tiềm ẩn nhiều yếu tố không chắc chắn giữa chuỗi bán lẻ cũ (TGDD và DMX) và mới (BHX)

BHX có mô hình kinh doanh khác hoàn toàn so với TGDD và DMX, đòi hỏi đội ngũ quản lý của MWG giải quyết bài toán quản lý hàng tồn kho có vòng đời ngắn. Bên cạnh đó, 95% thị trường bán lẻ tạp hóa đang nằm trong tay các nhà bán lẻ truyền thống, trong khi 5% là cuộc chiến quyết liệt giữa các chuỗi tạp hóa hiện đại khác. Điều này đã đặt ra một câu hỏi về sự khác biệt của BHX để giành thị phần. Do MWG chuyên bán lẻ thiết bị điện tử với đặc tính sản phẩm khá bền và ít hư hỏng, có một rủi ro tiềm ẩn là công ty không thể tận dụng kinh nghiệm và kiến thức sẵn có của mình để vận hành hiệu quả BHX.

Mô hình tăng trưởng dựa trên việc mở rộng cửa hàng mới sẽ không bền vững trong dài hạn

Như đã thảo luận ở trên, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng vượt trội của doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn gần đây phần lớn dựa trên việc mở rộng rất nhanh cửa hàng mới, thay vì nhờ vào sự gia tăng đột biến trong nhu cầu thực. Điều này ngụ ý các mô hình tăng trưởng hiện tại có vẻ không bền vững, và một cuộc suy thoái kinh tế sẽ tác động nghiêm trọng tới hiệu quả kinh doanh của MWG.

Sự mở rộng ra thị trường quốc tế của chuỗi TGDD chứa đựng nhiều rủi ro cố hữu

Trong sự kiện Nhà Đầu Tư gần đây, Giám đốc điều hành của MWG đã chia sẻ kế hoạch mở rộng ra thị trường quốc tế bắt đầu với 10-15 cửa hàng TGDD mở tại Campuchia trong năm tới. Mặc dù chúng tôi nhìn nhận tích cực về chiến lược quốc tế hóa mảng kinh doanh di động vì nó cho thấy ý định của Ban quản lý MWG trong việc đa dạng hóa cơ cấu doanh thu, chúng tôi vẫn cho rằng hoạt động ở nước ngoài sẽ chứa đựng nhiều rủi ro tiềm tàng gồm (1) chuỗi cung ứng không hiệu quả và (2) sự khác biệt trong văn hóa kinh doanh.

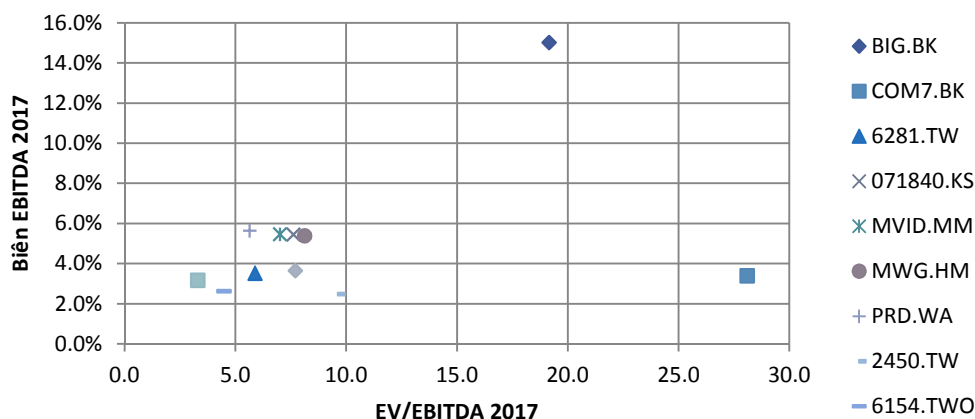
ĐỊNH GIÁ và KHUYẾN NGHỊ

Giá mục tiêu 12 tháng của chúng tôi là 190,000 đồng – mức tăng 17.2%, sử dụng phương pháp DCF. Dựa trên kết quả định giá này, cùng việc doanh thu và lợi nhuận dự báo tăng trưởng lạc quan trong giai đoạn 2017-2018, chúng tôi khuyến nghị MUA cho MWG.

Phương pháp DCF

Giá mục tiêu 1 năm của chúng tôi theo phương pháp DCF là 190,000 đồng với mức EV / EBITDA 2017 là 10x. EV / EBITDA 2017 của MWG hiện là 8.1x, khá hấp dẫn vì mức này thấp hơn 15% so với trung bình toàn cầu (9.3x) trong khi biên EBITDA của MWG lại cao hơn 13% so với tiêu chuẩn quốc tế (5.4% so với 4.8%).

Hình 8: Kết quả định giá hấp dẫn kể cả trong bối cảnh toàn cầu



Nguồn: TVS Research cho MWG, Thomson Reuters cho các cổ phiếu khác

Bảng 3: Định giá theo DCF cho MWG

(VND bn)		2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
EBIT		2,068	2,746	3,585	4,198	4,527	4,729	4,839	4,930	4,950	4,970
EBIT (1-tax)		1,655	2,197	2,868	3,358	3,622	3,783	3,871	3,944	3,960	3,976
Chi phí khấu hao		272	420	527	583	596	637	659	671	678	680
Thay đổi trong vốn lưu động		(2,125)	(1,694)	(212)	(2,065)	(718)	(521)	(217)	(446)	(30)	(57)
Đầu tư XDCB		(1,349)	(1,266)	(1,029)	(720)	(513)	(538)	(552)	(563)	(565)	(567)
Dòng tiền tự do		(1,547)	(342)	2,154	1,156	2,987	3,361	3,761	3,606	4,042	4,032
Hiện giá dòng tiền tự do		(1,533)	(310)	1,787	877	2,074	2,134	2,185	1,916	1,965	1,793
Beta	1.06										
WACC	9.3%										
Tăng trưởng vĩnh viễn	0.5%										
Giá trị kết thúc	18,710										
Giá trị doanh nghiệp	31,598										
Trừ: Nợ thuần	2,221										
Giá trị vốn cổ phần	29,377										
Số lượng cổ phiếu (triệu)	154										
Giá cổ phiếu (VND)	190,000										

Nguồn: TVS Research

XÁC NHẬN

Tôi, **Đồng Quang Trung**, xác nhận rằng tất cả các quan điểm thể hiện trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của tôi về công ty hoặc các công ty hay chứng khoán của họ. Tôi cũng xác nhận rằng không có phần nào trong lương của tôi đã, đang hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp, liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Mua (M), Nắm Giữ (G), Bán (B) – Các chuyên viên phân tích khuyến nghị Mua hoặc Bán chứng khoán dựa trên quan điểm cá nhân của họ. Việc khuyến nghị Mua hoặc Bán một phần được xác định bởi tổng lợi nhuận (TSR) chứng khoán đem lại, là sự chênh lệch giữa giá hiện tại và giá mục tiêu trong vòng 12 tháng đẩy cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Chứng khoán không được khuyến nghị Mua hoặc Bán thì xem như Nắm Giữ

Các định nghĩa về Mức khuyến nghị

Xếp Hạng 12 Tháng	Định Nghĩa
Mua	Tổng Lãi Tiềm Năng Của Cổ Phiếu > 15%
Trung lập	Tổng Lãi Tiềm Năng Của Cổ Phiếu giữa (-15%) & 15%
Bán	Total Stock's Return Potential < (-15%)
Xếp Hạng Ngắn Hạn	Định Nghĩa
Mua	Giá chứng khoán kỳ vọng sẽ tăng trong vòng 03 tháng dựa trên các sự kiện riêng biệt.
Bán	Giá chứng khoán kỳ vọng sẽ giảm trong vòng 03 tháng dựa trên các sự kiện riêng biệt.
Không Khuyến nghị	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu sẽ không được đưa ra bởi vì không đầy đủ nghiên cứu cơ bản để xác định.

KHUYẾN CÁO

Bản quyền năm 2016 thuộc về Công ty cổ phần chứng khoán Thiên Việt (TVS). Tất cả các quyền được bảo lưu. Bảng báo cáo này được lập ra để phục vụ cho khách hàng của TVS và không được sao chép, in ấn, hoặc xuất bản lại toàn bộ hoặc từng phần báo cáo vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của TVS. Các thông tin, dự báo, và khuyến nghị trong báo cáo này (bao gồm cả các nhận định cá nhân) được dựa trên các nguồn thông tin tin cậy; tuy nhiên TVS không đảm bảo chắc chắn sự chính xác hoàn toàn và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. TVS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần thông tin hoặc ý

Văn phòng Hồ Chí Minh
63A Võ Văn Tần, Quận 3
Lầu 9, Tòa nhà Bitexco Nam Long

Điện thoại : +84 8 2992099 | Fax : +84 8 2992088

Văn phòng Hà Nội
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa
Tòa nhà TDL

Điện thoại : +84 4 2203228 | Fax : +84 4 2203227

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU

Nguyễn H. Duy, Trưởng phòng
Thị trường cổ phiếu
duynh@tvs.vn

Vũ T.T. Trang, Chuyên viên cao cấp
Vật liệu cơ bản
trangvvt@tvs.vn

Nguyễn T. Sơn, Chuyên viên cao cấp
Bất động sản
sonnt@tvs.vn

Đồng Q. Trung, Chuyên viên
Hàng tiêu dùng
trungdq@tvs.vn

Nguyễn K.V. Bách, Chuyên viên
Năng lượng
bachnkv@tvs.vn

Lương T. Quang, Chuyên viên
Hỗ trợ
quanglt@tvs.vn

Bộ ngân ngân hàng đầu tư

ib.hcm@tvs.vn

Bộ phận Môi giới

brokerage.hcm@tvs.vn