



Công ty cổ phần Đầu tư Thế giới Di động (MWG – HSX)

Chờ đợi vào khả năng duy trì tăng trưởng

- Chuỗi Thegioididong và DienmayXanh – Cuộc đua đang đến hồi kết
- Chuỗi BachhoaXanh – Kỳ vọng vào hiệu quả hoạt động
- Triển vọng dài hạn – Vẫn còn nhiều lựa chọn cho MWG
- Một góc nhìn về ESOP

Quan điểm và Định Giá:

MWG tiếp tục vị thế dẫn đầu trong ngành bán lẻ điện thoại di động cũng như điện tử gia dụng trong thời điểm hiện tại trên thị trường Việt Nam. Sang năm 2017, chuỗi Thegioididong được nhận định sẽ phần nào chứng lại về tăng trưởng và mở rộng. Thay vào đó, DienmayXanh sẽ là động cơ chính cho sự cải thiện KQKD của MWG trong 2 năm tới. Mặc dù vậy, với tình trạng tương đối bão hòa của thị trường và gia tăng cạnh tranh từ các đối thủ hiện hữu, RongViet Research chưa đánh giá cao khả năng duy trì mức tăng trưởng thần kì trong dài hạn như MWG đã có trước đây với Thegioididong.

Trong tương lai, BachhoaXanh sẽ là quân bài chủ lực tiếp theo nhằm mở rộng hoạt động của MWG cũng như tìm kiếm những cơ hội tăng trưởng mới. 2017 sẽ là năm bản lề thứ 2 cho chuỗi BachhoaXanh với mục tiêu tìm kiếm lợi nhuận và cải thiện hiệu quả hoạt động. Với triển vọng tích cực của thị trường bán lẻ và cửa hàng tiện lợi tại Việt Nam với nhiều dư địa tăng trưởng, đây hứa hẹn là một bước đi sẽ mang lại sự đổi mới cho MWG trong tương lai xa. Ngoài ra, mảng bán hàng online (Vuivui.com) cũng là một câu chuyện đáng để chờ đợi trong dài hạn.

Mặc dù vậy, với những khó khăn từ việc mở rộng và đẩy mạnh chuỗi cửa hàng hiện hữu cũng với những vấn đề hệ thống BachhoaXanh đang gặp phải như trung tâm phân phối hay cạnh tranh gay gắt với các chuỗi cửa hàng khác, Rongviet Research cho rằng con đường của chuỗi Bachhoaxanh sẽ gian nan hơn rất nhiều so với Thegioididong và Dienmayxanh.

Ngoài ra, chương trình ESOP khi tính toán lại sẽ là một chi phí không hề nhỏ cho Cổ Đông so với giá trị lợi nhuận Công ty tạo ra hàng năm (đặc biệt khi giá cổ phiếu ở mặt bằng hiện tại).

Do vậy, mặc dù rất yêu thích sự năng động trong kinh doanh của MWG cũng như sự minh bạch của Ban lãnh đạo đối với nhà đầu tư, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu MWG đang được định giá cao. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** trong **TRUNG HẠN** với cổ phiếu này.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	15.757	25.253	44.786	72.788
% tăng trưởng	66%	60%	77,4%	62,5%
Lợi nhuận sau thuế	668	1.072	1.536	2.230
% tăng trưởng	161%	60,4%	43,3%	45,2%
Tỷ suất LNST (%)	4,2%	4,2%	3,4%	3,1%
ROA (%)	19,6%	14,8%	17,6%	16,9%
ROE (%)	46,5%	43,8%	40,2%	36,7%
EPS (VND)	5.968	7.297	9.862	12.131
EPS đ/chính (VND)	5.968	7.297	9.862	12.131
Giá trị sổ sách (VND)	12.846	16.647	24.763	33.371
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.000	0	1.500	1.500
P/E (x)	14,3	10,6	17,1*	13,9*
P/BV (x)	6,5	4,6	6,8*	5,1*

Nguồn: Báo cáo tài chính MWG Rong Viet tổng hợp và ước tính, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 02/02/2017

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

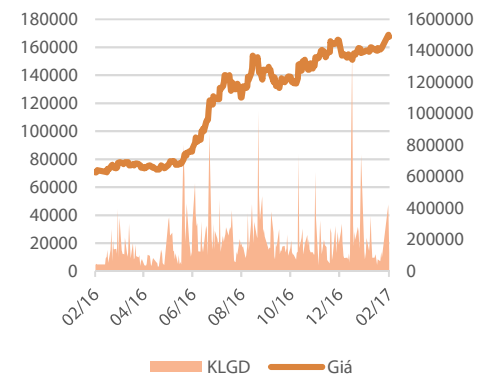
BÁN

Giá thị trường (VND)	169.000
Giá mục tiêu (VND)	134.500

Thời gian đầu tư	Trung hạn
------------------	-----------

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	26.009
SLCPDLH	153.950.927
Beta	0,85
Free Float (%)	29%
Giá cao nhất 52 tuần	169.000
Giá thấp nhất 52 tuần	70.600
KLGD bình quân 20 phiên	419.929



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
MWG	14,7%	137,9%	-
Bán lẻ	11,9%	77,71%	-
VNIndex	1,2%	17,5%	2,3%
VN30 Index	3,5%	30,6%	24,1%

Cổ đông lớn (%)

Công ty TNHH Tư vấn Đầu tư Thế giới Bán lẻ	13,81
Công ty TNHH Tri Tâm	10,36
PYN Fund Elite (Non - Ucits)	5,35
Mekong Enterprise Fund II	5,46
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	0

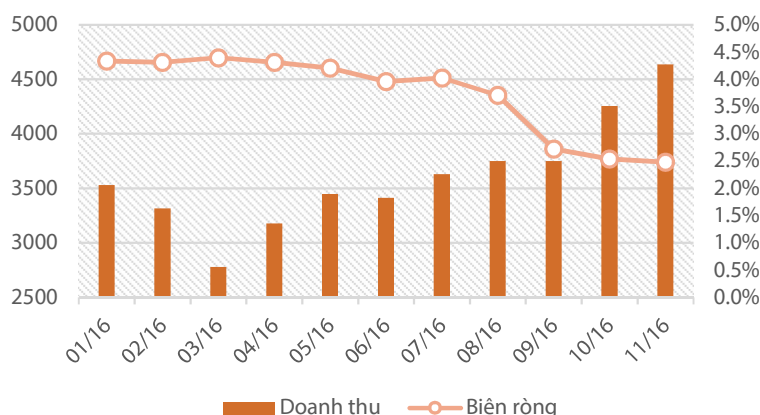
Nguyễn Trung Kiên

(084) 08- 6299 2006 – Ext: 1320

Kien.nt@vdsc.com.vn

Chuỗi Thegioididong và DienmayXanh – Cuộc đua đang đến hồi kết

Hình 1: Kết quả kinh doanh theo tháng của MWG

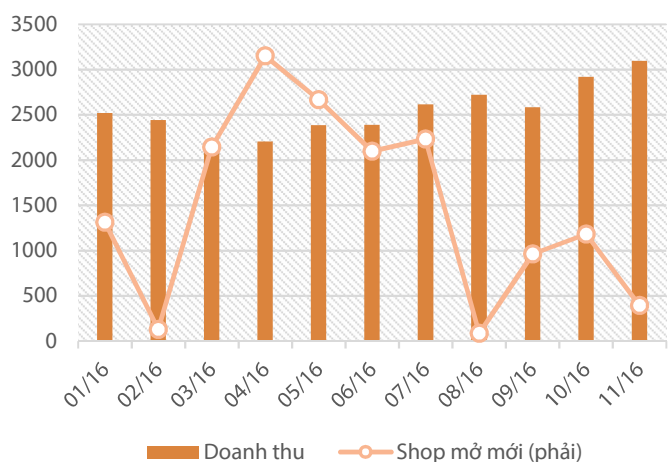


Nguồn: MWG, RongViet Research

Trong 11 tháng đầu năm 2016, Thegioididong và DienmayXanh tiếp tục là những quân bài chủ lực của MWG trong việc mở rộng quy mô hoạt động cũng như làm tiền đề cho sự tăng trưởng KQKD của doanh nghiệp. Theo đó, doanh thu đến từ Thegioididong và DienmayXanh lần lượt là 27.995 tỷ đồng (+50% yoy) và 11.671 tỷ đồng (+207% yoy). Việc đẩy mạnh chuỗi DienmayXanh đã giúp thị phần mảng điện máy tăng trưởng mạnh với 17% thị phần điện tử & gia dụng trong khi con số trên chỉ là 10% trong năm 2015.

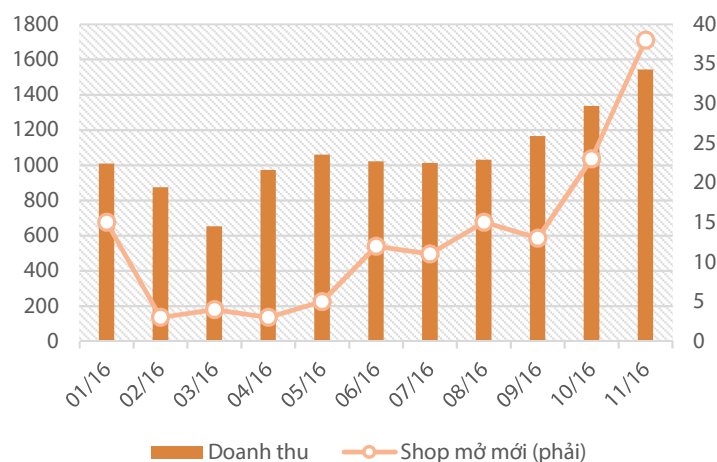
Bên cạnh đó, mặc dù phân khúc di động đã có sự chững lại, MWG vẫn duy trì ngôi vương với xấp xỉ 38% thị phần, bỏ xa các đối thủ cạnh tranh như FPTRetail hay VienthongA. Chỉ tính riêng về số lượng cửa hàng, MWG tính đến thời điểm hiện tại đã có trên 938 cửa hàng Thegioididong trong khi con số trên của FPTRetail là 390 cửa hàng, VienthongA là 239 siêu thị. Về phân khúc điện tử & gia dụng, MWG cũng bỏ xa các đối thủ với tốc độ mở cửa hàng trung bình trong năm 2016 là 2,5 ngày/shop, đạt tổng số shop là 211 tính đến hết tháng 11/2016. Theo ước tính, 6.340 tỷ đồng doanh thu của DienmayXanh trong 2016 (43% tổng doanh thu) sẽ đến từ shop mở mới trong năm.

Hình 2: KQKD và lượng shop mở mới theo tháng của Thegioididong (đvt: tỷ đồng)



Nguồn: MWG, RongViet Research

Hình 3: KQKD và lượng shop mở mới theo tháng của DienmayXanh (đvt: tỷ đồng)



Nguồn: MWG, RongViet Research

Tuy nhiên, không thể bỏ qua sự cạnh tranh trong phân khúc điện máy khi các doanh nghiệp đối thủ của DienmayXanh như Trần Anh hay Nguyễn Kim đang tích cực mở cửa hàng mới nhằm giành lại thị phần đã mất. Theo đó, nhận thấy thị phần bắt đầu có sự sụt giảm, cả hai chuỗi điện máy trên đã tích cực mở rộng với lần lượt 10 và 14 siêu thị mới chỉ trong vòng vài tháng cuối năm 2016.

Bảng 1: Số lượng cửa hàng của các chuỗi điện máy lớn

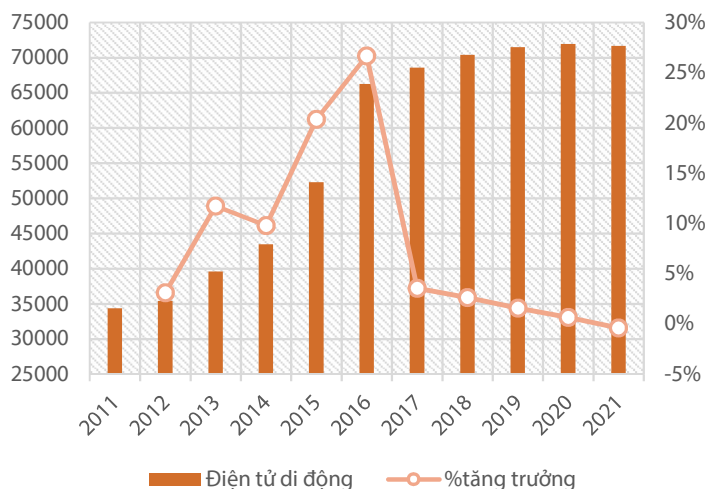
Chuỗi	2015 Tổng	1H2016 Mở mới	2H2016 Mở mới
Điện máy Xanh	69	42	100
Trần Anh	20	3	10
Nguyễn Kim	21	0	14

Nguồn: RongViet Research

RongViet Research đánh giá phản ứng của các chuỗi điện máy trên so với sự bành trướng của MWG là khá chậm chạp. Với quy mô như thời điểm hiện tại, thị trường đang tiến dần đến thời điểm bão hòa và thị phần gần như đã được xác lập. Với chiến lược marketing thời gian gần đây gây được ấn tượng khá mạnh, Trần Anh và Nguyễn Kim cần làm nhiều hơn việc mở mới các siêu thị để giành lại khách hàng. Bên cạnh đó, với số lượng vượt trội, MWG đang bỏ cách đối thủ khá xa về độ phủ, điều này tạo lợi thế lớn cho MWG khi tiếp cận những khu vực vùng sâu vùng xa mặc dù doanh thu bình quân/cửa hàng có khả năng sụt giảm.

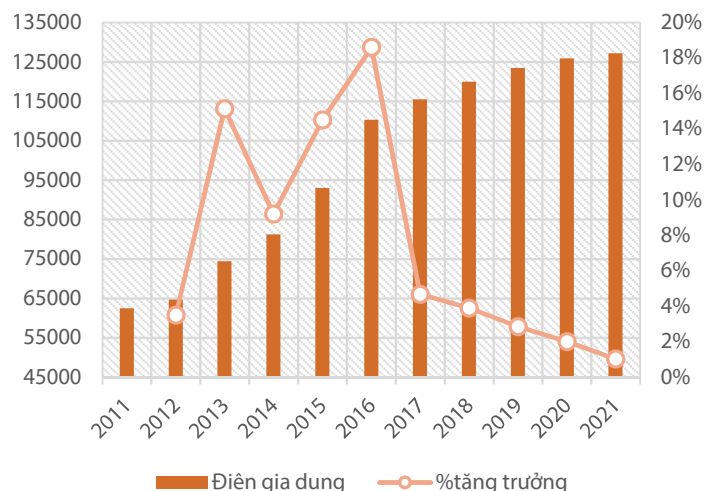
Theo Euromonitor, phân khúc sản phẩm điện tử gia dụng và di động tại thị trường Việt Nam đang có mức tăng trưởng kép (CARG) lần lượt là 12,1% và 14%. Riêng năm 2016, mức tăng trưởng trên vẫn duy trì khá cao với 18,6% và 26,7%. Do đó, hưởng lợi từ đà cải thiện trên, tốc độ tăng trưởng shop hiện hữu (same store sales growth – SSSG) đối với Thegioididong và DienmayXanh khá ấn tượng với lần lượt 10% và 14% yoy cho giai đoạn 2011 – 2016. Có thể nhận thấy tốc độ trên của ngành chưa cho thấy sự tương đồng với sự cải thiện của MWG. Nguyên nhân chính vẫn đến từ sự mở rộng sang các khu vực nông thôn và ngoại ô thành phố, dẫn đến việc tăng trưởng về shop hiện hữu có phần chững lại.

Hình 4: Giá trị thị trường điện tử di động (đvt: tỷ đồng)



Nguồn: Euromonitor, RongViet Research

Hình 5: Giá trị thị trường điện tử gia dụng (đvt: tỷ đồng)



Nguồn: Euromonitor, RongViet Research

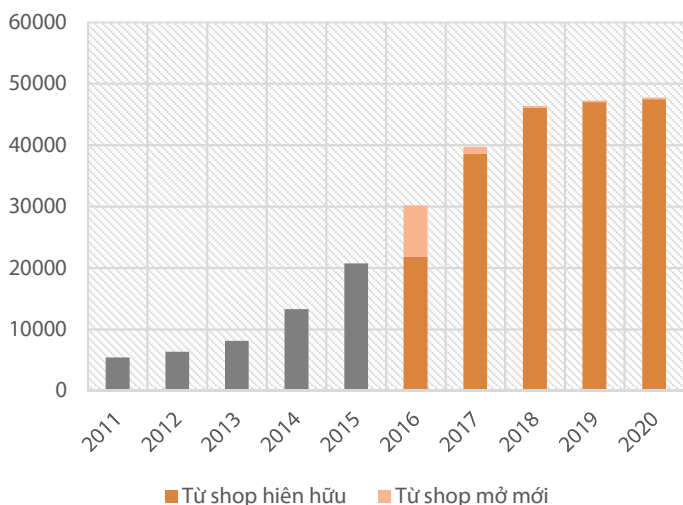
Ngoài ra, một điểm sáng trong KQKD của MWG chính là việc biên lợi nhuận tiếp tục được duy trì ở mức cao, trên 16% với chuỗi Thegioididong và 13,5% đối với DienmayXanh. Mặc dù vậy, biên ròng sụt giảm khá mạnh trong quý 4/2016. Nguyên nhân chính theo đánh giá của RongViet Research đến từ việc đẩy mạnh chiến lược marketing cũng như mở rộng chuỗi DienmayXanh. Có thể thấy chỉ tính từ tháng 8 đến nay, số lượng shop DienmayXanh mở mới liên tục tăng qua các tháng. Điều này cho thấy ý chí của MWG trong việc tập trung vào sự phát triển của mảng này trong cuối năm 2016 cũng như việc phấn đấu duy trì vị thế dẫn đầu vào năm 2017.

Triển vọng tăng trưởng của Thegioididong và DienmayXanh vẫn còn nhưng sẽ chậm lại

Chuyên viên ngành đánh giá việc tốc độ mở mới của 2 chuỗi trên sẽ chậm lại trong thời gian tới do độ bão hòa của thị trường và độ phủ đã đạt ngưỡng phù hợp. Trong 1 đến 2 năm tới, RongViet Research dự phóng Thegioididong và Dienmayxanh sẽ đạt đỉnh về doanh thu và sẽ khó có thể tăng trưởng mạnh nhờ mở rộng. Do đó, MWG sẽ phải dựa vào sự tăng trưởng ngành nhằm duy trì sự cải thiện trong KQKD.

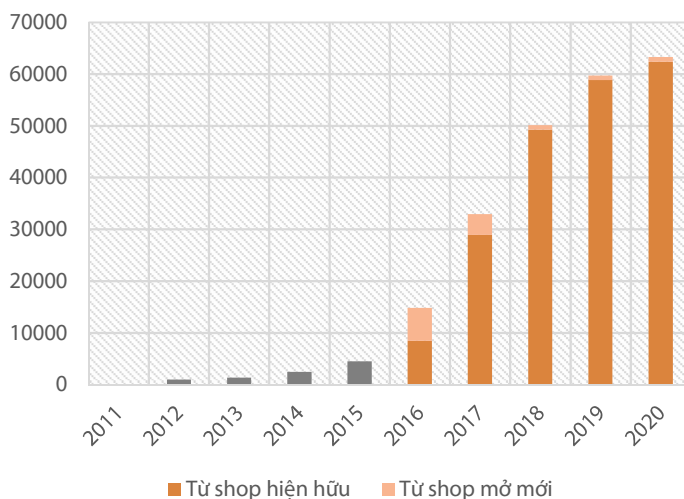
Dự phóng của Euromonitor cho thấy CAGR của mảng di động cũng như điện tử gia dụng cũng sẽ có sự sụt giảm mạnh. Ngoài ra, tầng lớp tiếp cận nhiều nhất với công nghệ trong phạm vi từ 15 đến 30 tuổi được dự báo giảm về tỷ lệ so với dân số cũng đem lại nhiều trở ngại cho sự tăng trưởng của ngành. Theo Tổng cục thống kê (GSO), tỷ lệ trên dự kiến sẽ sụt giảm từ 17,5% xuống còn 16% trong năm 2020. Mặc dù vậy, với sự cải thiện thu nhập của tầng lớp trung lưu cũng như sự mở rộng của tầng lớp này (44 triệu người vào 2020 và 95 triệu người vào 2030), mảng DienmayXanh và Thegioididong sẽ có thể duy trì mức tăng trưởng đều đặn theo toàn ngành trong dài hạn.

Hình 6: Dự phóng KQKD của chuỗi TGDD



Nguồn: RongViet Research

Hình 7: Dự phóng KQKD của chuỗi DMX

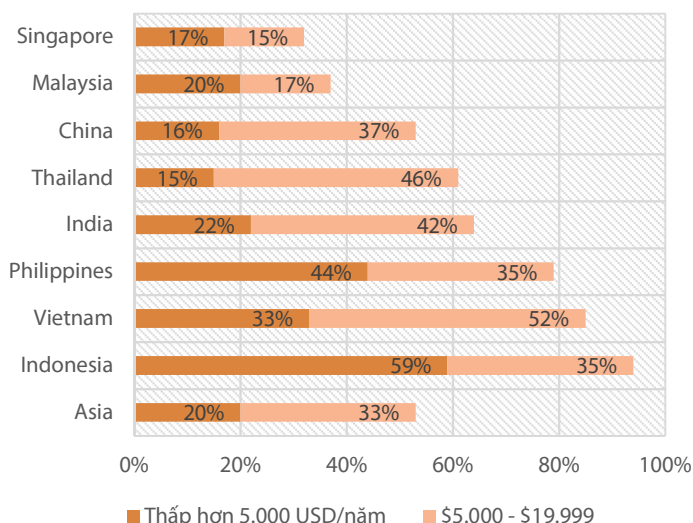


Nguồn: RongViet Research

Chuỗi BachhoaXanh – Kỳ vọng vào hiệu quả hoạt động

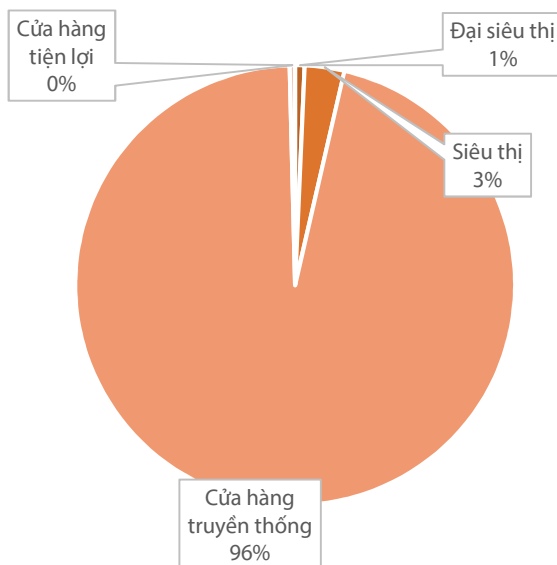
Theo báo cáo của Nielsen, Việt Nam đang nằm trong danh sách những nước có tỷ lệ người dân thu nhập trung bình/tổng dân số cao nhất trong khu vực Đông Nam Á. Đây là phân khúc tiềm năng cho các chuỗi cửa hàng tiện lợi do đặc thù mua sắm của phân khúc này. Chi tiết, trên 50% dân số Việt Nam nằm trong phân khúc thu nhập từ 5.000 USD đến 20.000 USD/năm. Đây sẽ là đối tượng chính được nhắm tới của các chuỗi siêu thị/cửa hàng tiện lợi.

Hình 8: Tỷ lệ dân số theo thu nhập bình quân



Nguồn: Nielsen, RongViet Research

Hình 9: Thị trường Việt Nam vẫn đang được thống trị bởi các cửa hàng truyền thống



Nguồn: Euromonitor, RongViet Research

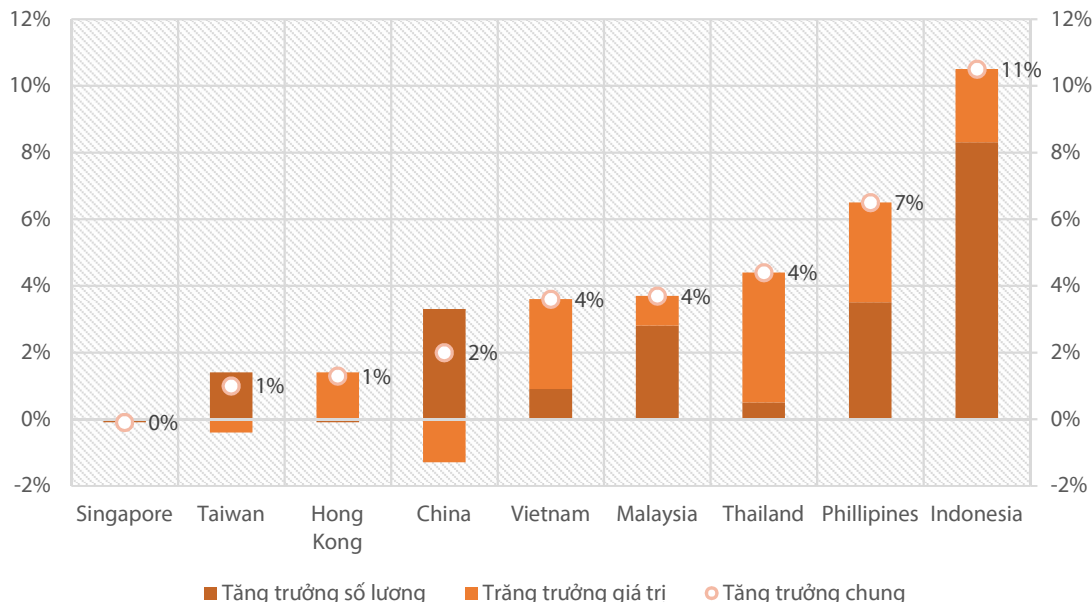
Mặc dù tỷ lệ cửa hàng tiện lợi vẫn còn ở mức rất thấp với giá trị, có thể nhận thấy sự dịch chuyển của thói quen mua sắm từ siêu thị, cửa hàng/chợ truyền thống sang cửa hàng tiện lợi. Hiện tại, có tới hơn 36% người đang đi làm sử dụng cửa hàng tiện lợi trong khi con số trên thấp dần đối với các loại hình mua sắm khác. Bên cạnh đó, cửa hàng tiện lợi phần nào hấp dẫn giới trẻ với tỷ lệ cao. Ngoài ra, phân khúc FMCG tại Việt Nam cũng đang có mức tăng trưởng nhanh nhất trong khu vực với 4,9% vào cuối năm 2015, bỏ xa các nước như Indonesia và Thái Lan cùng vị trí thứ 2 với 3,8%.

Bảng 2: Sự dịch chuyển trong thói quen mua sắm

	Cửa hàng tiện lợi	Siêu thị/Đại siêu thị	Cửa hàng truyền thống	Chợ
<24 tuổi	58%	27%	20%	16%
Công nhân viên chức	36%	26%	20%	21%
Học sinh/sinh viên	23%	11%	6%	4%

Nguồn: Nielsen, RongViet Research

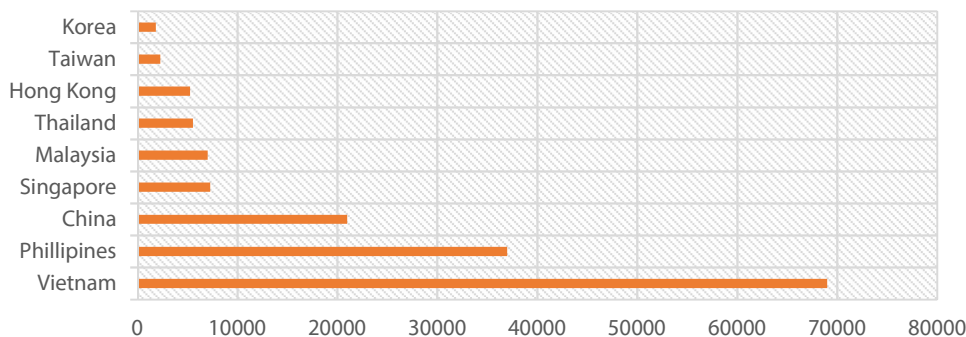
Hình 10: Tăng trưởng thị trường FMCG 2015 (so với 2014)



Nguồn: Nielsen, RongViet Research

Bên cạnh đó, với số lượng cửa hàng tiện lợi đang ở mức rất thấp so với dân số trẻ như hiện tại, đây sẽ là một mảnh đất màu mỡ chưa được khai phá triệt để. So với các nước trong khu vực, Việt Nam đang có tỷ lệ dân số/một cửa hàng tiện lợi rất cao với hơn 69.000 dân. Trong khi đó, tại các nước đang đã có hệ thống cửa hàng phát triển hơn như Thái Lan hay Malaysia, con số trên chỉ tương đương lần lượt 5.556 và 7.040. Do đó, có thể nhận thấy dư địa tăng trưởng rất lớn tại thị trường Việt Nam khi ngành mới chỉ bước vào giai đoạn phát triển sơ khởi.

Hình 11: Dân số trung bình/một cửa hàng tiện lợi

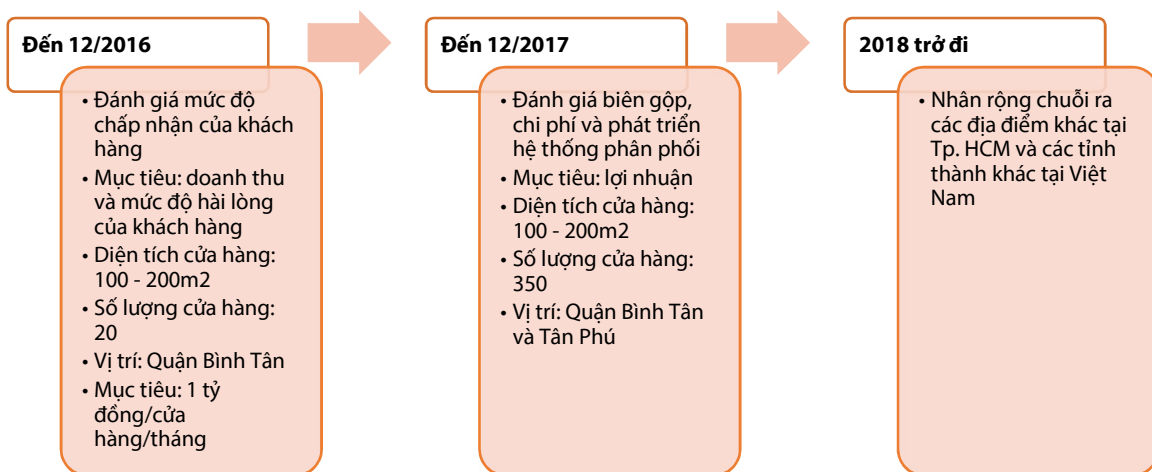


Nguồn: Nielsen, RongViet Research

BachhoaXanh là một trong những chiến lược trọng tâm của MWG với ý chí muốn tấn công sang lĩnh vực phân phối/bán lẻ khác nhằm duy trì đã tăng trưởng cũng như sự cải thiện KQKD. Theo đó, BachhoaXanh được nhìn nhận như một chuỗi cửa hàng tiện lợi, tập trung phân phối các sản phẩm có tuổi đời và vòng xoay tồn kho rất thấp như các sản phẩm thực phẩm tươi sống, đồ đóng hộp và gia dụng. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, BachhoaXanh sẽ hướng tới phân khúc những người đã có gia đình và có ít thời gian dành cho việc đi mua sắm các đồ dùng/thực phẩm hàng ngày.

Trong thời điểm hiện tại, chuỗi BachhoaXanh của MWG vẫn đang trong giai đoạn thử nghiệm với 80 cửa hàng tại Quận Bình Tân. Theo đánh giá từ RongViet Research, 20 – 30 cửa hàng thử nghiệm ban đầu đã cho thấy sức mua và sự đón nhận khá tốt từ thị trường với doanh thu hàng tháng trên 1 tỷ đồng từ mỗi cửa hàng. Từ đó, có thể nói MWG hoàn toàn tự tin bước vào giai đoạn 2 với mục tiêu tìm kiếm lợi nhuận cho mảng này. Hiện tại, thách thức lớn nhất đối với BachhoaXanh vẫn đến từ hệ thống phân phối và nhà kho khi tất cả sản phẩm tại đây đều thuộc về nhóm được sử dụng thường xuyên. Với 2 năm cho giai đoạn thử nghiệm, MWG đang có những bước đi khá thận trọng trong việc định hình chiến lược cũng như xây dựng hệ thống cửa hàng tiện lợi này. Đây cũng là điều dễ hiểu khi sự khác biệt giữa loại hình sản phẩm của BachhoaXanh và Thegioididong cũng như DienmayXanh là rất trọng yếu. BachhoaXanh yêu cầu MWG có một hệ thống phân phối tốt hơn khi lượng hàng tồn kho lớn cũng như tần suất xoay vòng cao hơn các sản phẩm truyền thống của MWG rất nhiều. Bên cạnh đó, bài toán bảo quản thực phẩm tươi sống (thịt, cá, rau...) là một thách thức lớn không chỉ với MWG nói riêng mà toàn ngành bán lẻ nói chung.

Hình 12: Lộ trình cho chuỗi cửa hàng Bách hóa Xanh

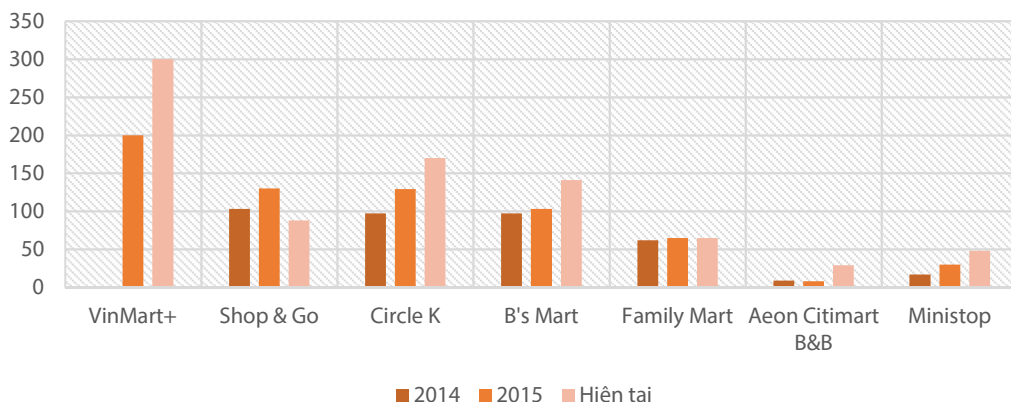


Nguồn: MWG, RongViet Research

MWG đang trong giai đoạn 2 của việc phát triển mảng BachhoaXanh với dự kiến sẽ quản lý ~350 cửa hàng tại Quận Bình Tân và Tân Phú. Theo đó, mục tiêu tiếp theo sẽ hướng tới lợi nhuận. Theo tìm hiểu, biên lợi nhuận của HĐKD cửa hàng tiện lợi thường được duy trì ở mức 18 – 20%, khá cao so với hệ thống bán lẻ di động của MWG. Ngoài ra, số lượng cửa hàng tiện lợi tính đến cuối năm 2015 tại Việt Nam vẫn chưa quá cao như kì vọng, do đó MWG hoàn toàn có khả năng bắt kịp khi đã có kinh nghiệm mở rộng với tốc độ nhanh và chi phí đầu tư ban đầu tương đối thấp (50.000 USD/shop) so sánh với chuỗi Thegioididong và DienmayXanh.

Trong thời điểm hiện tại, khó khăn của MWG sẽ vẫn đến từ cạnh tranh khi các chuỗi siêu thị khác như VinMart+, Circle K hay B's Mart liên tục có sự mở rộng trong thời gian qua. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, BachhoaXanh sẽ không đi theo lối mòn với các sản phẩm giống như các chuỗi cửa hàng trên. Theo tìm hiểu, RongViet Research nhận thấy BachhoaXanh chỉ cung cấp những mặt hàng có vòng quay sử dụng trong 1 tuần, các sản phẩm có tuổi đời trên 1 tháng gần như không xuất hiện tại gian hàng của MWG. Mặc dù vậy, đây cũng được coi là một con dao hai lưỡi khi MWG có thể hoàn toàn tập trung phục vụ 1 phân khúc người có nhu cầu nhưng hoàn toàn bỏ qua những phân khúc khác mà các chuỗi siêu thị hướng tới như học sinh/sinh viên.

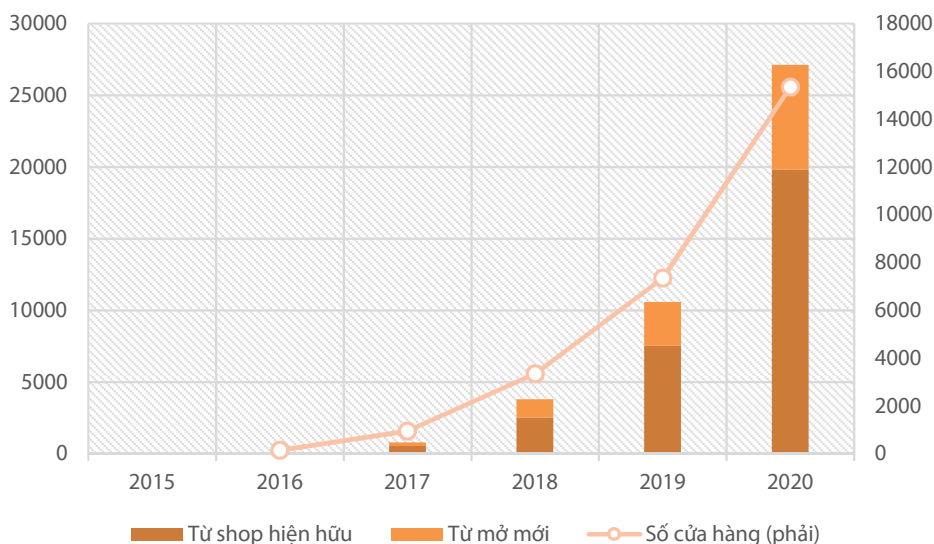
Hình 13: Sự bùng nổ trong chuỗi cửa hàng tiện lợi tại Việt Nam



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Mặc dù còn trong giai đoạn thử nghiệm và chưa có nhiều thông tin chi tiết, RongViet Research đưa ra dự phóng hoạt động của chuỗi BachhoaXanh trong 5 năm tới với giả định thời điểm đẩy mạnh hoạt động mở rộng nhất của MWG sẽ vào năm 2019 – 2020. Bên cạnh đó, tăng trưởng doanh thu của cửa hàng hiện hữu sẽ ở duy trì trong khoảng ~20% và dự kiến sẽ đạt trên 2 tỷ đồng/tháng/cửa hàng vào năm 2019.

Hình 14: Dự phóng sự mở rộng và doanh thu của chuỗi BachhoaXanh



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Triển vọng dài hạn – Vẫn còn nhiều lựa chọn cho MWG

Vuivui.com là trang web giao dịch/mua hàng trực tuyến được MWG phát triển hoàn toàn nhằm tiếp cận trực tiếp phân khúc bán hàng online. Theo đó, Vuivui.com đang được tiếp tục phát triển song song với việc vận hành hiện tại. Đây sẽ là chiến lược tiếp theo của MWG theo sau sự phát triển của BachhoaXanh. Mặc dù vậy, trong thời điểm hiện tại chúng tôi chưa đánh giá cao hiệu quả của Vuivui.com do (1) số lượng mặt hàng còn ít và chưa có chiến lược marketing mạnh mẽ, (2) cạnh tranh trên thị trường mua bán online đang rất cao và (3) Việt Nam được đánh giá chưa có đủ điều kiện cho sự phát triển nhanh cho ngành mua bán trực tuyến.

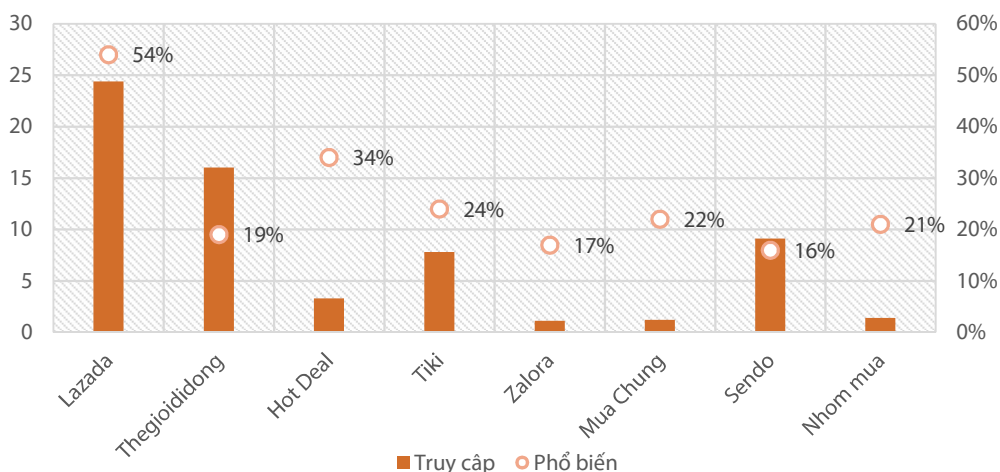
Bảng 3: Độ thâm nhập internet của Việt Nam so với các nước trong khu vực cùng cơ sở hạ tầng và phương thức thanh toán chưa hình thành một nền tảng vững chắc

	Mức độ thâm nhập của Internet	Hạ tầng hậu cần	An ninh thanh toán	Độ "phổ biến" của ngân hàng
Singapore	Cao (80%)	Tốt	Cao	98%
Malaysia	Cao (67%)	Tốt	Thấp	66%
Thailand	Thấp (30%)	Kém	Thấp	79%
Indonesia	Thấp (28%)	Kém	Thấp	20%
Phillipines	Thấp (41%)	Kém	Thấp	27%
Vietnam	Thấp (44%)	Kém	Thấp	21%

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Theo đó, cần ít nhất 2, 3 năm tới để mảng mua bán online mới thực sự có những chuyển biến đáng kể và dần dần định hình hơn vào mô hình kinh doanh của MWG. Ngoài ra, với vị trí khá mạnh của các trang web lớn như Lazada hay Tiki, Muahanh..., MWG sẽ cần đầu tư nhiều hơn về mặt phát triển thương hiệu, hạ tầng website cũng như tạo ra giá trị khác biệt đem lại cho khách hàng. Hiện tại mảng bán hàng online vẫn chiếm một tỷ trọng khá nhỏ trong tổng doanh thu của doanh nghiệp với chỉ ~7% trong năm 2016. Tuy nhiên, khi so sánh với các trang web dịch vụ khác, MWG cũng đang có vị thế tương xứng chắc với 16 triệu lượt truy cập/tháng đối với Thegioididong, chỉ đứng sau Lazada về lưu lượng. Do đó, có thể thấy MWG hoàn toàn có kinh nghiệm trong lĩnh vực bán hàng online cũng như xây dựng và vận hành nền tảng web và phát triển hậu cần nhằm phục vụ cho các hoạt động trên. RongViet Research đánh giá cao về triển vọng của Vuivui.com trong tương lai khi MWG thực sự có những bước đi tập trung vào phân khúc này.

Hình 15: Thống kê lượng truy cập trung bình tháng đối với các trang web mua sắm online



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Đánh giá chung về các mảng của MWG và dự báo kết quả kinh doanh

Nhìn chung, tăng trưởng từ 2 mảng hiện hữu đang có dấu hiệu chậm lại và bão hòa đặc biệt với chuỗi Thegioididong khi việc mở rộng sẽ không được đẩy mạnh trong năm nay. Theo đó, DienmayXanh sẽ là động lực chính cho sự tăng trưởng của MWG trong 1 đến 2 năm tới. Với sự bão hòa, RongViet Research chưa đánh giá cao những khả năng duy trì mức tăng trưởng cho năm 2018 của MWG khi 2017 sẽ là năm tổng lực cho chuỗi DienmayXanh. Bên cạnh đó, hiệu quả hoạt động của mảng mới (BachhoaXanh) cần ít nhất 1 năm nữa để thể hiện và 1 năm sau đó để thực sự có sự phản ánh vào KQKD. Sẽ thích hợp hơn khi chờ đợi MWG trong thời điểm hiện tại cả về **triển vọng** cũng như **định giá (phía dưới)**. Nhìn về phía thị trường, với việc 2018 là thời điểm MWG sẽ có sự thay đổi lớn, 2H2017 có thể là thời điểm thích hợp hơn cho việc cân nhắc đầu tư vào MWG.

Theo đó, RongViet Research dự phóng doanh thu của MWG trong năm 2017 và 2018 lần lượt đạt 73.178 tỷ đồng (+62,5% yoy) và 99.449 tỷ đồng (+35,9% yoy). Trong đó, chuỗi DienmayXanh sẽ dần dần chiếm ngôi Thegioididong trong việc đóng góp doanh thu với ~50% trong tương lai. Chuyên viên ngành đánh giá 2017 sẽ là thời điểm chuỗi Thegioididong đạt đỉnh về về tăng trưởng và 2018 là thời điểm cho DienmayXanh. Tăng trưởng cùng của hàng sẽ duy trì ở mức 5% trong 2 năm tiếp theo. 2018 được dự kiến là thời điểm chuỗi DienmayXanh chứng lại trong việc mở rộng và thay thế bởi BachhoaXanh nếu hiệu quả của chuỗi này đạt được như kì vọng.

Về BachhoaXanh, trong dài hạn MWG có khả năng mở rộng nhanh nhất trong giai đoạn 2019 – 2020 khi cần tìm kiếm động lực tăng trưởng. Do đặc thù là phân khúc có vòng xoay tồn kho thấp cũng như sản phẩm có giá trị thấp, tăng trưởng cùng của hàng trong 1 năm hoàn toàn có khả năng duy trì trên 20% trong thời gian đầu vận hành. Mặc dù vậy, RongViet Research nhận thấy khả năng đóng góp vào KQKD so với 2 chuỗi hiện hữu còn khá khiêm tốn khi BachhoaXanh có khả năng duy trì mức đóng góp ~20% khi đã hoàn tất việc phát triển.

Lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt 2.230 tỷ đồng (+45,2% yoy) và 2.598 tỷ đồng (+16,5% yoy) cho 2 năm 2017 và 2018.

Một góc nhìn về ESOP

Theo chuẩn kế toán VN, ESOP không cần ghi nhận vào chi phí cũng như các mục khác trong báo cáo tài chính. Tuy nhiên, theo chuẩn kế toán quốc tế, báo cáo tài chính sẽ được bổ sung chú thích về ESOP doanh nghiệp đã thực hiện trong năm. Ngoài ra, pro forma EPS cũng sẽ được tính toán nhằm đưa cho nhà đầu tư một góc nhìn khách quan hơn về chi phí của ESOP.

Có 3 dạng ESOP:

- Chương trình cổ phiếu thưởng (ESOP 1)
- Chương trình mua cổ phiếu ưu đãi (ESOP 2)
- Chương trình quyền chọn mua cổ phiếu (ESOP 3)

Hiện tại, MWG đang sử dụng loại 1, phát hành sử dụng thặng dư vốn cổ phần, lợi nhuận chưa phân phối, cổ phiếu quỹ và vốn khác. Với dạng ESOP trên, MWG có thể đạt được một số lợi ích sau:

- ESOP tại Việt Nam không phải chịu thuế và việc nhân viên thực hiện hóa lợi nhuận sẽ chỉ phải trả 0.1% trên tổng giá trị giao dịch. Thực chất nhân viên được lựa chọn (1) đóng 0.1% giá trị giao dịch hoặc (2) 20% lợi nhuận chênh lệch theo luật thuế TNCN.
- Giảm thiểu chi phí trên báo cáo tài chính. Việc thưởng ESOP có thể giúp MWG thương lượng được mức lương thấp hơn, giảm thiểu thưởng, từ đó làm đẹp BCTC. Nhìn về phương diện báo cáo, ESOP có lợi hơn rất nhiều do ESOP không ghi nhận vào chi phí và càng không phải chi trả bằng tiền mặt.
- Tạo động lực cho nhân viên cũng như thúc đẩy hiệu quả công việc và tăng cường sự gắn bó dài hạn với doanh nghiệp.
- Ngoài ra, một điểm mấu chốt trong việc ESOP của MWG là MWG là công ty niêm yết, do đó, MWG không có nghĩa vụ bắt buộc trong việc mua lại các cổ phiếu ESOP cho nhân viên.
- Quy định về ESOP tại Việt Nam vẫn còn khá nghèo nàn.

Mặc dù vậy, ESOP vẫn ẩn chứa một số rủi ro tiềm tàng

- Rủi ro pha loãng đối với cổ đông hiện hữu hoặc cổ đông lớn. Do lượng ESOP chiếm tỷ trọng khá ít (tối đa 5%) nên thường xuyên bị bỏ qua. Tuy nhiên, sau vài năm sử dụng ESOP, vấn đề này cần được xem xét kĩ hơn khi dần dần lượng ESOP sẽ chiếm một tỷ lệ lớn hơn trên tổng số lượng cổ phiếu hoặc free-float của thị trường.
- Giá cổ phiếu có thể gây ảnh hưởng lên hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Nguyên nhân đến xung đột lợi ích khi nhân viên (đặc biệt là nhân viên cao cấp) muốn thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong ngắn hạn (1 – 2 năm) nhằm đẩy giá và thực hiện hóa lợi nhuận. Ngoài ra, ESOP của

MWG cũng có thời gian hạn chế chuyển nhượng khá ngắn (50% trong 1 năm) nên rủi ro trên càng cao.

MWG tập trung phát hành cho quản lý và cán bộ chủ chốt, danh sách do HĐQT quyết định. ESOP bị hạn chế chuyển nhượng trong vòng 2 năm. Hết năm đầu, 50% sẽ được tự do chuyển nhượng và sau 2 năm, 100% cp được tự do chuyển nhượng (ESOP năm nào sẽ được thực hiện vào cuối năm tiếp theo).

Riêng đối với KQKD 2016, MWG dự kiến chia 3% và vào thời điểm cuối 2017 và sẽ sử dụng chương trình ESOP loại 2 với giá bán là giá thấp nhất giữa 10.000 đồng/cp hoặc 50% giá thị trường. Hạn chế chuyển nhượng 4 năm với tỷ lệ là 25%:50%:75%:100%. Việc MWG giãn thời gian chuyển nhượng lần này có thể nhận định do (1) kéo dài thời gian hợp đồng nhân viên, đặc biệt là cán bộ chủ chốt và (2) tránh 1 lượng lớn cổ phiếu ra thị trường do có thể cộng hưởng với các lần ESOP trước mang lại. Việc kéo giãn tiến độ được phép chuyển nhượng của cổ phiếu sau 3 năm thực hiện cũng là một điểm cần chú ý. Trong thời gian qua MWG có lần đầu tiên chia cổ tức bằng tiền mặt. Tuy nhiên, tỷ lệ cổ tức rất thấp với 15%, tương ứng dividend yield vào khoảng 2% trong thời điểm chia (6/5/2016 – 78.500VND/cp).

Bảng 4: Cấu trúc ESOP

Khối/ban	Tỷ lệ
Khối siêu thị (Quản lý siêu thị, quản lý vùng, quản lý miền, bán hàng online...)	63%
Khối ngành hàng (Quản lý ngành, chuyên viên ngành hàng...)	15%
Khối hỗ trợ (Nhân sự, Kế toán, IT, marketing, hậu cần...)	15%
Ban lãnh đạo	7%
	100%

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Theo quan sát và tính toán của RongViet Research, mức độ tăng trưởng về lương nhân công chưa cho thấy sự tương xứng với mức tăng doanh thu và lợi nhuận. Theo đó, năm 2015 (năm bắt đầu được phép giao dịch ESOP), chi phí lương chiếm 5.5% tổng doanh thu trong khi các năm trước đều đặn trên 6%. Bên cạnh đó, lương trung bình cũng giảm -9% trong năm 2015 theo tính toán. Do đó, RongViet Research đánh giá có khả năng phần nào việc chuyển chi phí sang ESOP. Sau 3 năm liên tục ESOP và kế hoạch sẽ tiếp tục phát hành ESOP trong tương lai, RongViet Research nhận thấy tầm quan trọng trong việc đánh giá tác động của ESOP lên **giá trị thực nhận** của nhà đầu tư, hay nói rõ hơn là giá trị còn lại từ lợi nhuận hằng năm mà NĐT sau khi trừ đi giá trị cổ phiếu ESOP cam kết chi trả cho nhân viên. Bởi vì nhà đầu tư tương lai khi mua cổ phiếu MWG sẽ phải cân nhắc đến giá trị ESOP mà Công ty đã cam kết trả cho nhân viên.

Chúng tôi đánh giá theo trường hợp khi chi phí sẽ được ghi nhận tại thời điểm ESOP được quyền giao dịch và theo giá tại thời điểm chính thức phát hành ESOP. Theo đó, **Trường hợp (1) chi phí sẽ ghi nhận hoàn toàn trong năm phát hành ESOP và Trường hợp (2) chi phí chia đều vào các thời điểm được quyền giao dịch**. Đối với dự phóng cho tương lai, giá sẽ được lấy theo giá cuối năm 2016.

Bảng 5: Thông tin về ESOP

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ngày		10/12/2014	11/12/2015	12/12/2016	22/12/2017	2018
Khối lượng ESOP		5.331.118	6.984.998	7.333.515	4.618.527	5.459.864
Giá cổ phiếu		77.290	74.060	154.000	156.000*	156.000
Tổng chi phí		412	517	1.129	674	797

Nguồn: RongViet Research, *giá cuối năm 2016

Bảng 6: Cách tính 1 – Chi phí chia đều theo thời gian được phép giao dịch của ESOP

Theo tính toán – chi phí ESOP như sau

Ghi nhận chi phí	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ESOP 2014			206	206		
ESOP 2015				259	259	
ESOP 2016					565	565
ESOP 2017						169
Tổng chi phí		-	206	465	823	733
Kết quả điều chỉnh						
LNTT	351	868	1.180	1.461	1.969	2.520
%tăng trưởng	N/A	+147,3%	+35,9%	+23,8%	+34,8%	+28,0%
EPS	25.613	6.204	6.425	7.576	8.656	9.004
%tăng trưởng	N/A	-75,8%	+3,6%	+17,9%	+14,3%	+4,0%

Nguồn: RongViet Research

Bảng 7: Cách tính 2 – Chi phí ghi nhận ngay vào năm phát hành ESOP

Theo tính toán – chi phí ESOP như sau

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ghi nhận chi phí	-	412	517	1.129	674	797
Tổng chi phí	-	412	517	1.129	674	797
Kết quả điều chỉnh						
LNTT	351	456	868	796	2.118	2.456
%tăng trưởng	N/A	+30,0%	+90,4%	-8,4%	+166,1%	+15,9%
EPS	25.613	3.260	4.730	4.128	9.311	8.776
%tăng trưởng	N/A	-87,3%	+45,1%	-12,7%	+125,5%	-5,7%

Nguồn: RongViet Research

Mặc dù theo nguyên tắc thận trọng, chi phí nên được ghi nhận ngay khi có phát sinh cam kết bắt buộc phải thực hiện (cách tính 2), tuy nhiên, với mục tiêu đánh giá lợi ích thực nhận của cổ đông, chúng tôi cho rằng cách tính 1 là phù hợp. Nguyên nhân do cổ phiếu khi được quyền giao dịch mới thực sự có những tác động lên giá cổ phiếu.

Việc tăng trưởng cực kì nhanh của MWG dẫn đến câu chuyện lợi nhuận trả về cho nhà đầu tư vẫn có mức tăng trưởng khá cao mặc dù đã tính toán cả việc chi phí ESOP (cách tính 1). EPS điều chỉnh chi phí ESOP năm 2016 vẫn tăng trưởng gần 18% và khoảng 14% trong năm 2017 theo dự báo của chúng tôi. Do đó, sẽ không khó hiểu khi nhiều nhà đầu tư vẫn sẵn sàng mua với P/E cao tại mức ~14 – 15x như trong thời điểm hiện tại. Mặc dù vậy, với giả định năm 2018 tăng trưởng có sự chững lại, EPS điều chỉnh lập tức có sự sụt giảm cho chi phí ESOP trong quá khứ phải tiếp tục ghi nhận trong các năm tới. Từ đó, giá trị đem đến cho nhà đầu tư không còn nhiều như trước cũng như việc tăng trưởng lợi nhuận chưa đủ để bù đắp cho khoản trên. Nhà đầu tư đến sau khi mua cổ phiếu MGW sẽ phải trả 1 phần chi phí mà doanh nghiệp đã chuyển vào ESOP. Vì vậy, RongViet Research nhận định rằng MWG là doanh nghiệp phụ thuộc rất lớn vào việc tăng trưởng để bù đắp cho chi phí được chuyển vào ESOP trong vòng 3 năm trở lại đây. Với dự phóng năm tăng trưởng KQKD 2018 của MWG có khả năng sẽ chững lại, điều này sẽ phần nào ảnh hưởng lên thị giá của cổ phiếu và tâm lý nhà đầu tư. Và do đó, 2017 là thời điểm đẹp để chốt lời cổ phiếu này.

Định giá

Bảng 8: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực và VN

Ticker	Tên	Vốn hóa (triệu VND)	P/E	P/B	P/B:Y
MWG VN Equity	MOBILE WORLD INVESTMENT CORP	22.573.250	17,1	6,8	4,6
Trung bình			21,11	1,09	1,19
493 HK Equity	GOME ELECTRICAL APPLIANCES	60.541.498	22,9	0,8	1,0
JMART TB Equity	JAYMART PCL	5.046.631	24,4	2,8	1,4
SINS SL Equity	SINGER SRI LANKA PLC	2.450.743	8,1	2,2	2,7
ERAA IJ Equity	ERAJAYA SWASEMBADA TBK PT	3.128.625	7,3	0,6	0,5
MTDL IJ Equity	METRODATA ELECTRONIC PT	2.644.241	7,2	1,3	1,4
TELE IJ Equity	TIPHONE MOBILE INDONESIA TBK	9.563.830	12,7	1,8	1,9

Nguồn: RongViet Research

	Vốn hóa (triệu VND)	ROE (Năm)	Biên gộp (Quý)	Biên gộp (Năm)	Biên ròng (năm)
MOBILE WORLD INVESTMENT CORP	22.573.250	54,18%	16,49%	15,53%	4,2%
Trung bình		9,08%	12,63%	13,64%	2,0%
GOME ELECTRICAL APPLIANCES	60.541.498	6,96%	12,84%	14,73%	1,9%
JAYMART PCL	5.046.631	13,71%	19,91%	15,29%	3,4%
SINGER SRI LANKA PLC	2.450.743	19,60%	31,17%	29,62%	3,0%
ERAJAYA SWASEMBADA TBK PT	3.128.625	7,42%	7,65%	7,53%	1,1%
METRODATA ELECTRONIC PT	2.644.241	23,36%	6,99%	7,56%	2,3%
TIPHONE MOBILE INDONESIA TBK	9.563.830	13,95%	5,86%	5,48%	1,7%

Nguồn: RongViet Research

Khi so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực, RongViet Research nhận thấy một số điểm như sau:

- MWG có P/B cao vượt trội với trên 6x trong khi trung bình rơi vào 1 – 2x.
- MWG cũng có P/S tương đối cao, tương ứng 0,6, trong khi trung bình ngành là 0,4 – 0,5
- Biên lợi nhuận gộp khá tương đồng với trung bình ngành
- Biên ròng cao hơn so với trung bình ngành. Với nhận định về ESOP như trên và sau khi điều chỉnh chi phí ESOP vào KQKD của doanh nghiệp, biên ròng giảm trong khoảng 0,5 – 1%. Cách ghi nhận chi phí trên có phần hợp lý hơn với MWG và khiến KQKD của MWG tiệm cận với trung bình ngành.
- MWG có EV/EBITDA tương đối hợp lý với ~10x
- MWG có mức tăng trưởng nhanh nhưng có phần chậm lại trong tương lai nhưng vẫn nhanh hơn rất nhiều so với đối thủ trong nước cũng như khi so sánh với doanh nghiệp nước ngoài.

Với triển vọng về KQKD dài hạn vẫn còn lạc quan và khả năng duy trì đà tăng trưởng hai con số trong tương lai, RongViet Research nhận định mức P/B 4x phần nào phù hợp với tình hình hiện tại của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, với vị thế là doanh nghiệp đầu ngành, mức P/E 14x là hoàn toàn phản ánh đúng khả năng cũng như kì vọng của nhà đầu tư vào MWG trong tương lai. Mặc dù vậy, EPS cần được điều chỉnh để phản ánh chi phí ESOP vào KQKD của doanh nghiệp.

Quan điểm và Định Giá:

MWG tiếp tục vị thế dẫn đầu trong ngành bán lẻ điện thoại di động cũng như điện tử gia dụng trong thời điểm hiện tại trên thị trường Việt Nam. Sang năm 2017, chuỗi Thegioididong sẽ dần dần chứng lại về việc mở rộng. Thay vào đó, DienmayXanh sẽ trở thành động cơ chính cho tăng trưởng của MWG trong 2 năm tới. Mặc dù vậy, với tình trạng tương đối bão hòa của thị trường và gia tăng cạnh tranh từ các đối thủ hiện hữu, RongViet Research chưa đánh giá cao khả năng duy trì mức tăng trưởng mạnh trong dài hạn như MWG đã làm trước đây với chuỗi Thegioididong.

Trong tương lai, BachhoaXanh sẽ là quân bài chủ lực tiếp theo nhằm mở rộng hoạt động của MWG cũng như tìm kiếm những cơ hội tăng trưởng mới. 2017 sẽ là năm bản lề thứ 2 cho chuỗi BachhoaXanh với mục tiêu tìm kiếm lợi nhuận và cải thiện hiệu quả hoạt động. Với triển vọng tích cực của thị trường bán lẻ và cửa hàng tiện lợi tại Việt Nam với nhiều dư địa tăng trưởng, đây hứa hẹn là một bước đi sẽ mang lại sự đổi mới cho MWG trong tương lai xa. Ngoài ra, mảng bán hàng online (Vuivui.com) cũng là một câu chuyện đáng để chờ đợi trong dài hạn.

Mặc dù vậy, với những khó khăn từ việc mở rộng và đẩy mạnh chuỗi cửa hàng hiện hữu cũng với những vấn đề hệ thống BachhoaXanh đang gặp phải như trung tâm phân phối hay cạnh tranh gay gắt với các chuỗi cửa hàng khác, Rongviet Research cho rằng con đường của chuỗi Bachhoaxanh sẽ gian nan hơn rất nhiều so với Thegioididong và Dienmayxanh.

Ngoài ra, chương trình ESOP khi tính toán lại sẽ là một chi phí không hề nhỏ cho Cổ Đông so với giá trị lợi nhuận Công ty tạo ra hằng năm (đặc biệt khi giá cổ phiếu ở mặt bằng hiện tại).

Do vậy, mặc dù rất yêu thích sự năng động trong kinh doanh của MWG cũng như sự minh bạch của Ban lãnh đạo đối với nhà đầu tư, chúng tôi cho rằng cổ phiếu MWG đang được định giá cao. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** trong **TRUNG HẠN** với cổ phiếu này

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018E
Doanh thu thuần	25.253	44.786	72.788	98.918
Giá vốn	21.330	37.923	62.008	84.828
Lãi gộp	3.922	6.863	10.780	14.090
Chi phí bán hàng	2.351	4.479	7.279	9.892
Chi phí quản lý	249	448	728	989
Thu nhập từ HĐTC	81	9	21	39
Chi phí tài chính	41	44	25	19
Lợi nhuận khác	23	23	23	23
Lợi nhuận trước thuế	1.386	1.925	2.792	3.253
Thuế TNDN	310	385	558	651
Lợi ích cổ đông thiểu số	4	4	4	4
Lợi nhuận sau thuế	1.072	1.536	2.230	2.598
EBIT	1.322	1.937	2.773	3.209
EBITDA	1.322	2.234	3.154	3.673

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018E
Tăng trưởng				
Doanh thu	60,3%	77,4%	62,5%	35,9%
Lợi nhuận HKKD	43,3%	69,0%	41,2%	16,5%
EBITDA	64,0%	46,5%	43,2%	15,7%
Lợi nhuận sau thuế	60,4%	43,3%	45,2%	16,5%
Tổng tài sản	113,2%	20,4%	51,0%	37,8%
Vốn chủ sở hữu	70,0%	56,2%	59,0%	44,8%
Tốc độ tăng trưởng nội tại				
Khả năng sinh lợi	15,5%	15,3%	14,8%	14,2%
LN gộp / Doanh thu	5,2%	5,0%	4,3%	3,7%
LN HKKD / Doanh thu	5,2%	4,3%	3,8%	3,2%
EBITDA/ Doanh thu	4,2%	3,4%	3,1%	2,6%
LNST/ Doanh thu	14,8%	17,6%	16,9%	14,3%
ROA	53,1%	50,4%	45,3%	36,2%
ROE	43,8%	40,2%	36,7%	29,6%
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	39,7	44,5	44,5	44,5
Vòng quay hàng tồn kho	4,3	6,9	6,9	6,9
Vòng quay khoản phải trả	7,8	9,7	9,7	9,7
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	1,3	1,5	1,7	1,8
Nhanh	0,3	0,4	0,4	0,5
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	84,0%	26,2%	11,5%	6,8%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	84,0%	26,2%	11,5%	6,8%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018E
Tiền & ĐTTT ngắn hạn	344	617	828	1.884
Các khoản phải thu	636	1.007	1.637	2.224
Tồn kho	4.933	5.470	8.944	12.235
Tài sản ngắn hạn khác	264	277	291	305
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn				
Tài sản cố định	870	1.173	1.292	1.328
Xây dựng cơ bản dở dang	35	13	13	13
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	185	194	204	214
TSCĐ và đầu tư dài hạn				
TỔNG TÀI SẢN	7.266	8.749	13.207	18.203
Tiền hàng phải trả và ứng trước	2.724	3.908	6.390	8.741
Vay và nợ ngắn hạn	2.053	1.000	700	600
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Khoản phải trả khác	0	0	0	0
Tổng nợ	4.782	4.928	7.133	9.410
Vốn chủ sở hữu	1.469	1.542	1.820	2.239
Vốn đầu tư của CSH	-2	-2	-2	-2
Lợi nhuận giữ lại	978	2.278	4.255	6.554
Các quỹ	0	0	0	0
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	2.445	3.819	6.073	8.791
Lợi ích cổ đông thiểu số	-2	-2	-2	-2
TỔNG NGUỒN VỐN	2.443	3.817	6.071	8.790

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018E
EPS (đồng/cp)	7.297	9.862	12.131	11.491
P/E (x)	10,6	13,0	13,9	14,7
BV (đồng/cp)	16.908	24.763	33.371	39.272
P/B (x)	4,6	6,3	5,1	4,3
DPS (đồng/cp)	0	1.500	1.500	1.500
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	3%	3%	3%

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	123.618	50%	61.809
P/B	145.286	50%	72.643
Giá mục tiêu (đồng/cp)			134.500

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
19/04/2016	93.000	Mua	Dài hạn
25/05/2015	101.000	Mua	Trung hạn

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán, VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP,Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

Tầng 08, 95-97-99 Võ Văn Tần, Quận Ninh Kiều – TP Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này, Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2017.**