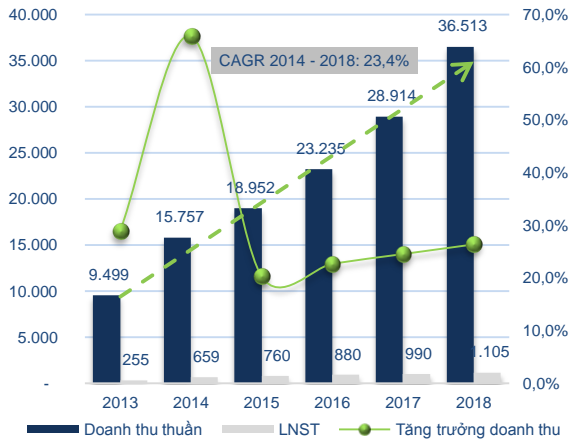


Hoàng Hiếu Tri Chuyên viên phân tích Email: trihh@fpts.com.vn Tel: (84) - 86290 8686 - Ext : 7596	Giá hiện tại	128.000	<div> <div>-18%</div> <div>-7%</div> <div>0%</div> <div>+7%</div> <div>+18%</div> </div> <div> <div>Bán</div> <div>Giảm</div> <div>Theo dõi</div> <div>Thêm</div> <div>Mua</div> </div>
	Giá mục tiêu	95.000	
	Tỷ suất sinh lời	-25,8%	
	Suất cổ tức	n/a	

Dự phóng tăng trưởng của MWG



Thông tin giao dịch 03/03/2015

Giá hiện tại	128.000
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	175.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	81.500
Số lượng CP niêm yết (CP)	111.956.779
Số lượng CP lưu hành (CP)	111.908.187
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	108.171
% sở hữu nước ngoài	47,74%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.120
Vốn hóa (tỷ đồng)	14.324

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Đầu tư Thế giới di động
Địa chỉ	Lầu 5 toà nhà Etown 2, 364 Cộng Hoà, phường 13, quận Tân Bình, TP. Hồ Chí Minh
Doanh thu chính	Điện thoại di động, laptop, máy tính bảng, điện máy gia dụng
Chi phí chính	Chi phí thuê và cải tạo cửa hàng, chi phí nhân viên
Lợi thế cạnh tranh	Mạng lưới rộng khắp 63 tỉnh thành, thị phần lớn, hệ thống ERP
Rủi ro chính	Nhu cầu bão hòa, thị trường cạnh tranh gay gắt.

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ (%)
5 thành viên sáng lập	41.26%
Mekong Enterprise Fund II	8,57%

TÓM TẮT NỘI DUNG

Chúng tôi tiến hành cập nhật tình hình hoạt động kinh doanh năm 2014 của CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động (MWG – HOSE) kết hợp với dự phóng kết quả kinh doanh năm 2015 và cập nhật lại mô hình định giá FCFF của doanh nghiệp này.

Như chúng tôi đã dự báo trong [Báo cáo định giá lần đầu](#) ngày 07/07/2014, năm 2014 là một năm thăng hoa về doanh thu và lợi nhuận của MWG nhờ yếu tố “Thiên thời – Địa lợi – Nhân Hòa” của thị trường thiết bị di động toàn cầu nói chung và thị trường Việt Nam nói riêng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ quan điểm cho rằng nhu cầu các thiết bị di động là có giới hạn và đã tiệm cận ngưỡng bão hòa, do đó, **chúng tôi tin rằng năm 2014 đã là năm tăng trưởng đỉnh điểm của MWG và doanh nghiệp đã bắt đầu bước sang giai đoạn tăng trưởng thấp từ năm 2015 trở đi.**

Với dự phóng FCFF, **giá mục tiêu trong 12 tháng tới** của cổ phiếu MWG là **95.000 đồng/cp**, thấp hơn 25,8% so với thị giá ngày 03/03/2015. Dựa trên cơ sở này, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **BÁN** cổ phiếu MWG.

- Doanh thu năm 2014 của MWG đạt 15.757 tỷ đồng**, thấp hơn 1,5% mức dự phóng 15.993 tỷ của FPTIS, hoàn thành 121% kế hoạch năm. Tuy nhiên, LNST 2014 đạt đến 674 tỷ đồng, cao hơn 44% mức dự phóng 469 tỷ đồng của FPTIS do MWG cắt giảm được đáng kể chi phí bán hàng và QLDN trong kỳ.
- MWG đặt kế hoạch cho năm 2015** với 23.590 tỷ đồng doanh thu (+50% yoy) và 886 tỷ đồng LNST (+32% yoy). **Chúng tôi cho rằng MWG khó có thể hoàn thành kế hoạch tham vọng này** do: **1)** Thị trường đã bão hòa, nhu cầu chuyển từ điện thoại phổ thông (feature phone) sang điện thoại thông minh (smartphone) không còn lớn. **2)** Khó tăng trưởng mạnh về thị phần do áp lực cạnh tranh từ FPT Shop, Viettel Store và các cửa hàng nhỏ lẻ đặc thù. **3)** Mặt bằng giá các thiết bị di động đang giảm đáng kể, tạo áp lực lớn lên tăng trưởng. **4)** Kỳ vọng từ tăng trưởng mảng thiết bị gia dụng, điện máy chưa rõ ràng.
- Trên cơ sở đó**, chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2015 của MWG ở mức 18.951 tỷ đồng (+12% yoy), **thấp hơn 20%** so với kế hoạch của MWG. LNST 2015 ước đạt 771 tỷ đồng, **thấp hơn 13%** so với kế hoạch của MWG.

CDH Electric Bee	9,27%
Mutual Fund Elite	6,5%
NTAsian Discovery Fund	5,3%
Các cổ đông khác	29,1%

(*) Trong trường hợp Mekong Capital và CDH Electric Bee thoái vốn thành công và kế hoạch thưởng 25% và ESOP 5% được thông qua.

Các đối thủ cạnh tranh chính	
FPT Shop, F - Studio	
Viễn Thông A	
Mai Nguyen	
Nguyễn Kim	
Điện máy Chợ Lớn	
Phan Khang	
Mediamart	
Thiên Hòa	
Trần Anh	
Các siêu thị điện máy khác	
Các cửa hàng điện thoại, điện máy nhỏ lẻ	

- **Các hợp đồng thuê nhà dài hạn** các cửa hàng trong hệ thống MWG có kỳ hạn từ 3-5 năm và chi phí này được phân bổ đều trong nhiều năm thay vì ghi nhận một lần. Trong năm 2014, doanh thu khả quan bù đắp hiệu quả các chi phí phát sinh của từng cửa hàng. Tuy nhiên, khi doanh thu chững lại, áp lực cạnh tranh giành thị phần của các đối thủ tăng lên, hệ thống cửa hàng rất lớn và kế hoạch tiếp tục gia tăng mạnh các cửa hàng mới, MWG sẽ bắt đầu bước vào giai đoạn thử thách.
- Trong chiến lược phát triển năm 2015, MWG có đề cập đến việc tiếp tục mở rộng chuỗi cửa hàng (hơn 120 cửa hàng mới, nâng tổng số cửa hàng lên trên 480 cửa hàng) và xem xét **"Mở cơ hội để mua bán sáp nhập"**. Chúng tôi cho rằng việc MWG ồ ạt mở các cửa hàng mới trên khắp Việt Nam cũng có liên quan mật thiết đến kế hoạch mua bán sáp nhập doanh nghiệp này. Một ví dụ điển hình gần đây là trường hợp Nguyễn Kim bán lại 49% vốn cổ phần cho Power Buy, một công ty thuộc tập đoàn Central Group của Thái Lan.
- MWG dự định trình phương án chia thưởng cổ phiếu tỷ lệ 25% ra đại hội cổ đông năm 2015. Chúng tôi cho rằng thông tin này cũng là một nhân tố ảnh hưởng đáng kể đến giá cổ phiếu của MWG trong thời gian gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý nhà đầu tư rằng **việc chia thưởng cổ phiếu về bản chất không làm gia tăng thêm lợi ích của cổ đông** và chủ yếu chỉ để giúp doanh nghiệp tăng vốn điều lệ cùng số lượng cổ phiếu đang lưu hành trên thị trường. Trong trường hợp tích cực, lợi ích của cổ đông chỉ là nhất thời trong ngắn hạn và chủ yếu do tác động tâm lý.

CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giả định DCF	Giá trị	Tổng hợp định giá	đv: tỷ đồng
WACC 2015	12,59%	Thời gian dự phóng	5 năm
Thuế suất	20,00%	Tổng hiện giá dòng tiền	10.291
Chi phí vốn CSH	15,72%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	1.371
Lãi suất phi rủi ro	7,21%	(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	1.020
Phản bù rủi ro	9,34%	Giá trị vốn cổ phần	12.681
Hệ số Beta	0,835	Lợi ích cổ đông thiểu số	5
Tăng trưởng bình quân	23,38%	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	10.599
Tăng trưởng bền vững	5,06%	Cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	112
Giá trị chiết khấu về cuối 2015			94.671
Thị giá ngày 03/03/2015			128.000
Suất sinh lời kỳ vọng			-25,8%

Nguồn: FPT S

Giá mục tiêu cổ phiếu MWG sau pha loãng
(nếu phương án thưởng 25% cổ phiếu và phát hành 5% ESOP được thông qua)

72.130 đ/cp

Rủi ro đầu tư

Nhu cầu bão hòa: Nhu cầu các thiết bị di động và hàng điện máy (điện tử, điện lạnh) sẽ nhanh chóng chạm ngưỡng bão hòa trong 5 năm sắp tới, đặc biệt là nhóm thiết bị di động do tính năng của các thiết bị này đang có xu hướng vượt quá nhu cầu thực sự của đại đa số người tiêu dùng. Bên cạnh đó, nhu cầu hàng điện máy đã bão hòa tại khu vực thành thị và dự báo cũng sẽ bão hòa tại các tỉnh và vùng nông thôn khi các thị trường này sẽ trở thành chiến trường chính của các nhà bán lẻ trong thời gian sắp tới.

Chi phí phân bổ: Là các khoản chi phí liên quan đến các cửa hàng của MWG như chi phí thuê nhà, chi phí xây dựng, trang trí, chi phí thanh lý các cửa hàng. Các loại chi phí này không được ghi nhận một lần khi phát sinh mà được phân bổ dần qua các năm. Do đó, ứng với tốc độ mở/đóng cửa hàng hiện tại của MWG, phân chi phí phân bổ lũy kế các năm về sau có thể là các khoản rủi ro tiềm ẩn của doanh nghiệp.

Theo nghiên cứu của IDC, mỗi năm các hãng điện thoại lớn trên thế giới như Samsung, LG, Sony, HTC, Huawei, Xiaomi... cho ra đời khoảng 70 – 80 mẫu smartphone khác nhau. Tuổi thọ trung bình của các loại smartphone này cũng giảm dần từ mức 18 – 24 tháng trước đây xuống còn 9 – 12 tháng.

...“Theo công ty nghiên cứu Macquarie, xu hướng giảm giá sẽ còn tiếp tục “ám ảnh” người dùng khi thị trường đang tiến dần đến ngưỡng bão hòa. Theo đó buộc lòng nhà sản xuất phải tìm cách nhanh chóng hạ giá sản phẩm để thu hút người tiêu dùng. Hàng loạt siêu phẩm như Sony Xperia, Samsung Galaxy, LG G hay ngay cả iPhone... đều nhanh chóng giảm giá sau một vài tháng ra mắt”...

Nguồn: FPTS tổng hợp

Hàng tồn kho lỗi mốt, giảm giá: Vòng đời của các thiết bị di động và điện tử là rất ngắn do cuộc chạy đua về công nghệ giữa các tập đoàn lớn trên thế giới. Theo ước tính của IDC, các thiết bị di động sẽ mất khoảng 20% giá trị sau một năm. Do đó, nếu MWG không quản lý tốt hàng tồn kho và chính sách mua hàng không nhạy bén, **rủi ro giảm giá hàng tồn kho là rất lớn. Trong trường hợp này, doanh nghiệp có 2 lựa chọn: 1)** Trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho, điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh trong kỳ; **2)** Tiếp tục niêm yết giá bán ở mức cao và chấp nhận tồn kho do không bán được hàng, không trích lập dự phòng đối với các mặt hàng này và đẩy rủi ro sang cho các đơn vị đang có ý định thâm tóm mua lại doanh nghiệp.

Doanh thu dự phóng theo lượng cửa hàng cũ và cửa hàng mở mới có thể bị sai lệch đáng kể do: 1) Các cửa hàng mới mở sẽ làm giảm doanh thu bình quân của các cửa hàng cũ ở các khu vực lân cận do mật độ cửa hàng của MWG và các đối thủ cạnh tranh đã tương đối dày đặc tại các thành phố lớn. **2)** Khó kiểm soát các khoản chi phí phân bổ tại các cửa hàng bán lẻ tạo nên các sai lệch đáng kể khi dự phóng doanh thu và lợi nhuận thực trên mỗi cửa hàng. Vì vậy, các dự phóng về doanh thu của chúng tôi dựa trên các nguồn dữ liệu khách quan về nhu cầu tiêu dùng, thị phần của MWG mà không dựa trên kế hoạch mở mới các cửa hàng của MWG để đảm bảo tính khách quan

Áp lực cạnh tranh của các đối thủ

Tổng số cửa hàng của MWG, FPT Shop và Viettel Store tính đến ngày 31/12/2014 là 692 cửa hàng, tức bình quân mỗi cửa hàng phục vụ hơn 130.000 dân. Dự kiến số cửa hàng của 3 doanh nghiệp này vào cuối năm 2015 sẽ tăng lên mức 872 cửa hàng (+26%), tức mỗi cửa hàng sẽ phục vụ hơn 103.000 dân.

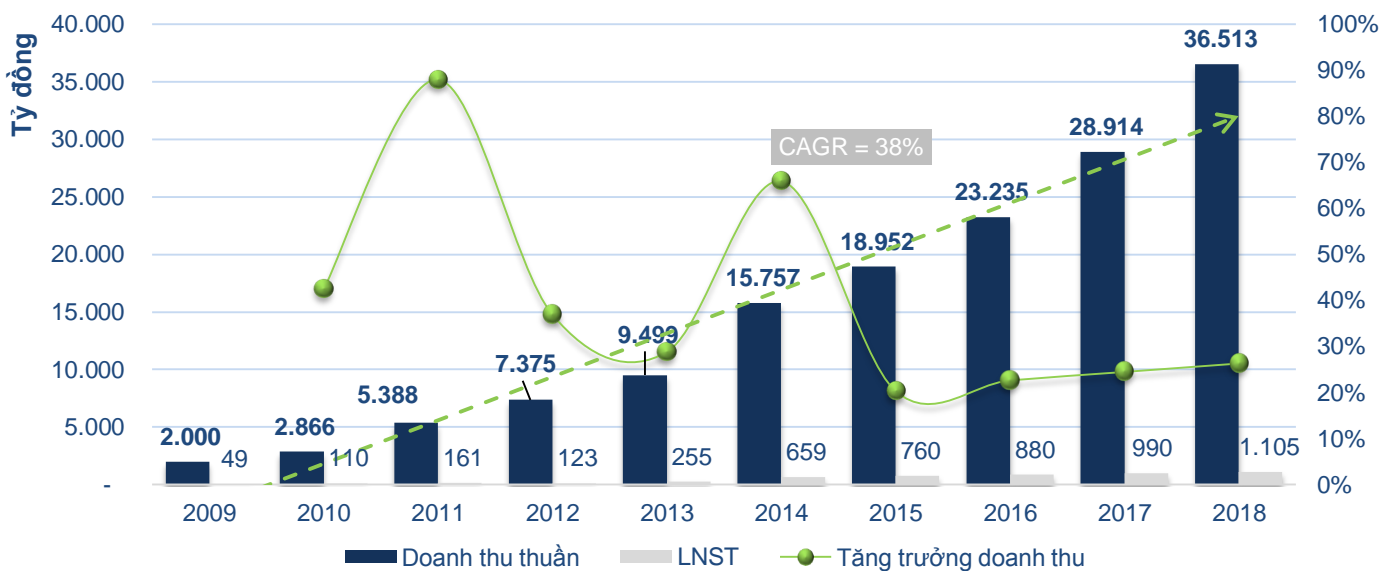
Hai đối thủ lớn nhất của MWG là FPT Shop và Viettel Store đều có kế hoạch mở rộng mạng lưới cửa hàng bán lẻ trong năm 2015. Cụ thể, FPT Shop dự kiến mở thêm 60 cửa hàng trong năm 2015 và hướng đến mốc 250 cửa hàng trong năm 2016, trong khi Viettel Store cũng đang sở hữu chuỗi 167 cửa hàng và đang tiếp tục mở rộng quy mô. Ngoài ra, mảng điện máy cũng là “mảnh đất dữ” cho MWG trong năm 2015.

CẬP NHẬT DỰ PHÓNG TÀI CHÍNH VÀ MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Doanh thu

Chúng tôi nâng mức dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn 2015 – 2018 của MWG từ mức 12% lên 23% nhờ kế hoạch mở rộng ồ ạt hệ thống của hàng Thegioididong và Dienmay trong nửa cuối 2014 và các năm tiếp theo. Hệ thống phần mềm ERP tự xây dựng rất mạnh kết hợp với chính sách bán hàng – thanh toán – **đổi trả hàng linh hoạt** nhiều khả năng sẽ giúp MWG mở rộng hiệu quả về các thị trường tiềm năng chưa khai thác.

Biểu đồ 5: Doanh thu – lợi nhuận và dự phóng tăng trưởng giai đoạn 2009 – 2018



Nguồn: FPTIS, MWG

Lưu ý Hàng tồn kho và Dòng tiền hoạt động kinh doanh

Chúng tôi đặc biệt lưu ý đến sự gia tăng mạnh hàng tồn kho trong kỳ của MWG (+70% yoy), đặc biệt là nhóm hàng điện tử như điện thoại, máy tính bảng vốn có biên độ mất giá rất lớn (20%/năm) do cuộc chạy đua về công nghệ – sản phẩm – giá bán giữa các nhà sản xuất. Do đó, việc lượng hàng tồn kho tăng mạnh đã gây 2 tác động lớn đến MWG trong năm 2014 và các năm tiếp theo:

- Rủi ro giảm giá hàng tồn kho rất lớn.
- Dòng lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh trong kỳ tăng trưởng âm 4%, chỉ đạt 99,7 tỷ so với mức 104 tỷ cùng kỳ do một lượng lớn tiền mặt được dùng để mua sắm hàng tồn kho.

CÁC THAY ĐỔI LỚN TRONG MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	Báo cáo trước	Cập nhật	Diễn giải
Các chỉ tiêu trên báo cáo kết quả HĐSXKD			
Chi phí bán hàng	9% doanh thu thuần	8,6% doanh thu thuần	Do MWG cắt giảm tối đa các chi phí bán hàng nhờ hợp nhất hai hệ thống TGDD và Dienmay
Chi phí QLDN	1% doanh thu thuần	1,5% doanh thu thuần	MWG tăng số lượng các quản lý cấp trung và tăng mức thu nhập cho các cán bộ quản lý
Các chỉ tiêu trong mô hình định giá			
Chi phí đầu tư xây dựng tài sản cố định	Được neo theo doanh thu hàng năm với tỷ lệ hợp lý	Được tính dựa trên chi phí và số lượng các cửa hàng mở mới	Phản ánh chính xác dòng tiền chi đầu tư của doanh nghiệp
Thời điểm chiết khấu dòng tiền	Cuối năm 2014	Cuối năm 2015	Cập nhật giá cuối năm 2015
Bổ sung các dữ liệu dự phóng từ nguồn IDC và GFK	Số liệu tổng hợp năm 2013	Số liệu tổng hợp năm 2014	Cập nhật các dự phóng tăng trưởng mới theo IDC và GFK

TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

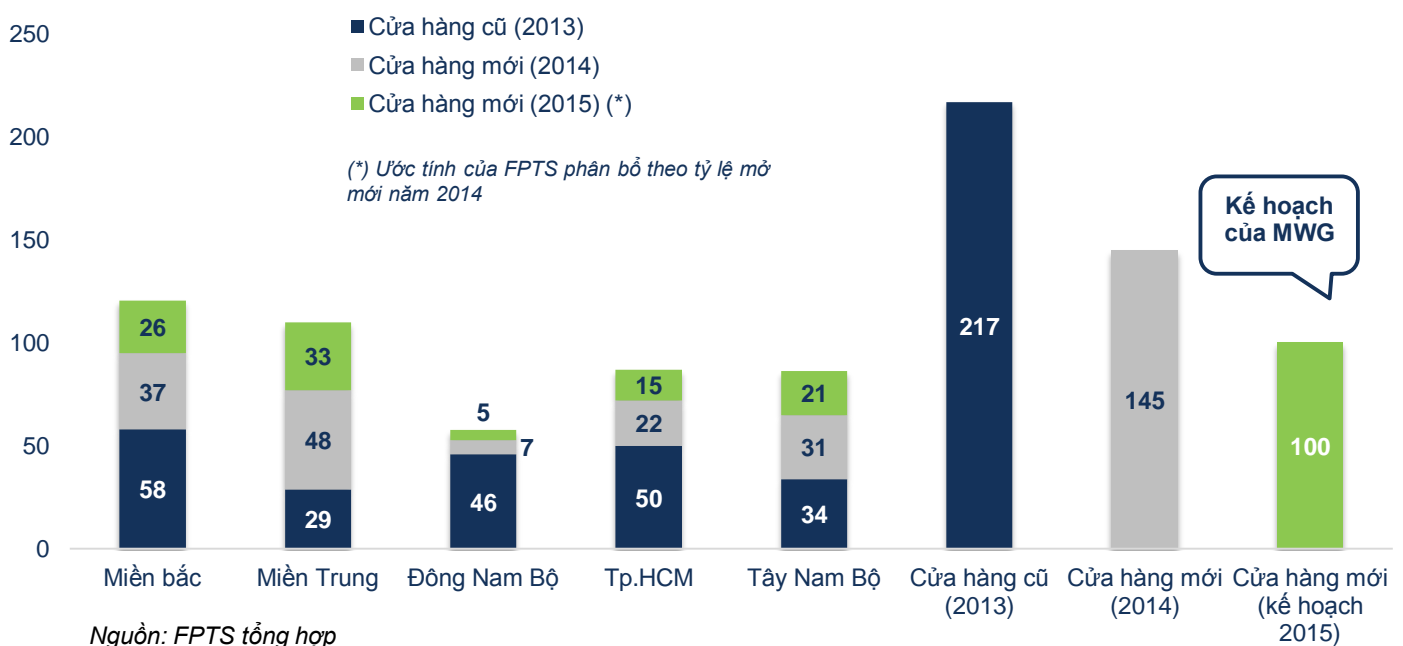
MWG đã làm được gì trong năm 2014?

Ồ ạt mở các cửa hàng mới trên khắp cả nước: Trong năm 2014, MWG đã khai trương thêm 145 cửa hàng TGDD và 10 cửa hàng Dienmay trên khắp cả nước, cụ thể:

- **TGDD:** Mở mới 48 cửa hàng tại khu vực miền Trung (+166% yoy), 31 cửa hàng tại khu vực miền Tây Nam Bộ (+91% yoy), 37 cửa hàng tại Miền Bắc (+64%), khu vực miền Đông Nam Bộ chỉ được đầu tư mở mới 7 cửa hàng (+15% yoy). Trên cơ sở này, số lượng cửa hàng TGDD mà MWG mở mới trên thực tế lên đến 145 cửa hàng, **cao gấp 5 lần kế hoạch mở mới 32 cửa hàng** được hoạch định căn cứ theo bản cáo bạch được công bố vào tháng 7/2014 của MWG.

➔ Các thống kê nêu trên cho thấy chiến lược hoạt động của MWG đã có sự thay đổi đáng kể ngay sau khi niêm yết trên sàn chứng khoán khi ban lãnh đạo MWG quyết định tăng gần gấp 5 lần lượng cửa hàng mở mới. Dựa theo khung thời gian trên, chúng tôi ước tính MWG đã mở đến 113 cửa hàng mới chỉ trong 6 tháng cuối năm, tức mỗi tuần mở mới gần 5 cửa hàng.

Biểu đồ 1: Thống kê và ước tính số lượng mở mới cửa hàng Thegioididong trong giai đoạn 2013 – 2015

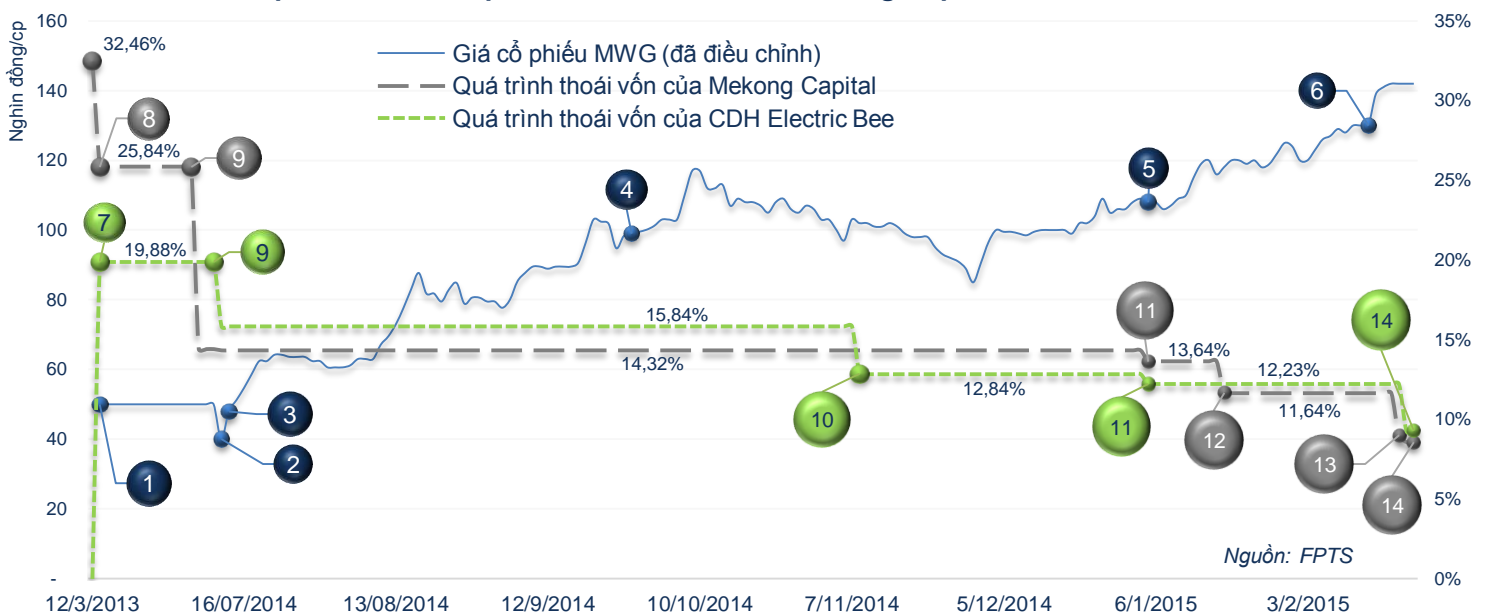


- **Dienmay:** Mở thêm tổng cộng 10 siêu thị mới (+83% yoy), thấp hơn kế hoạch 12 siêu thị mới đặt ra theo bản cáo bạch niêm yết, nâng tổng số siêu thị Dienmay lên 22, bao gồm: 3 siêu thị mới tại Tp.HCM (+75%), 4 siêu thị mới tại Miền Tây Nam Bộ (+133% yoy), 2 siêu thị đầu tiên tại khu vực Tây Nguyên và 1 siêu thị mới tại Miền Đông Nam Bộ (+20% yoy).

→ Chúng tôi cho rằng kế hoạch niêm yết của MWG để giúp Mekong Capital thoái vốn đã “thành công tốt đẹp” và giúp cổ đông này không chỉ thoái vốn thành công mà còn thu được khoảng thặng dư đáng kể nhờ giá cổ phiếu MWG liên tục tăng.

Niêm yết trên sàn chứng khoán giúp cổ đông lớn Mekong Capital thoái vốn: Theo ước tính của FPTTS, đến ngày 26/02/2015, cổ đông lớn Mekong Capital đã thoái thành công đến 72% lượng vốn cổ phần MWG mà họ đang nắm giữ, giảm tỷ lệ sở hữu từ mức 32,46% xuống mức dự kiến 9%. Theo kế hoạch khi niêm yết, lượng cổ phần mà Mekong Capital bị hạn chế chuyển nhượng trong 6 tháng và 1 năm lần lượt là 14,32% và 7,16% vốn cổ phần. Tuy nhiên, thông qua hàng loạt động thái chia thưởng cổ phiếu của MWG (**cần lưu ý rằng cổ phiếu thưởng sẽ không bị hạn chế chuyển nhượng**), tỷ lệ thoái vốn thực tế của MWG cao hơn rất nhiều so với ước tính, cụ thể: trong trường hợp kế hoạch thoái 2,9 triệu cổ phiếu từ ngày 27/02 đến 27/03/2015 thành công, tỷ lệ cổ phiếu bị hạn chế chuyển nhượng của Mekong Capital chỉ còn 3,06%, tức chỉ bằng 42% lượng cổ phiếu bị hạn chế chuyển nhượng ban đầu.

Biểu đồ 2: Giá cổ phiếu MWG và quá trình thoái vốn của Mekong Capital và CDH Electric Bee



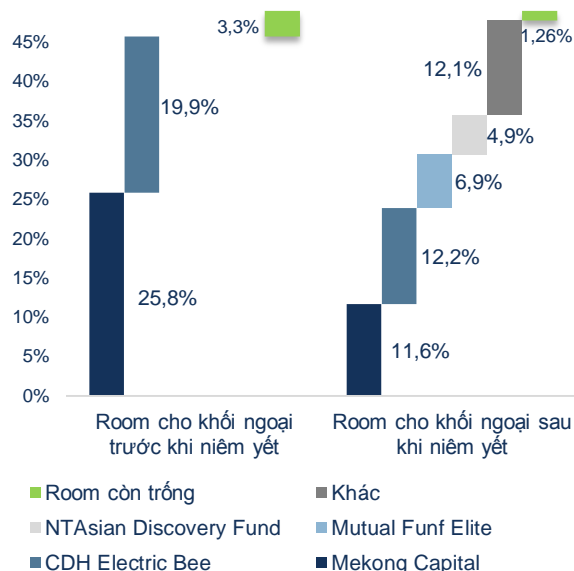
Nguồn: FPTTS

Ghi chú:

- 1 + 7 + 8** : Ngày 13/03/2013, CDH Electric Bee chính thức nắm 19,88% vốn cổ phần của MWG. Số cổ phần này được mua từ Mekong Capital (6,62%), các cổ đông sáng lập của MWG (bao gồm ban lãnh đạo – 9,97%) của MWG và một số nguồn khác (3,29%).
- 2 + 3** : Lần lượt là giá chào sàn ngày 14/07/2014 (68.000 đ/cp, giá điều chỉnh là 40.000 đ/cp) và giá đóng cửa ngày 14/07 (81.500 đ/cp, giá điều chỉnh 48.000 đ/cp)
- 4 + 6** : Lần lượt là các ngày công bố kế hoạch chia thưởng và trả cổ tức bằng cổ phiếu (ngày 29/09/2014 và ngày 16/02/2015). Đáng chú ý, **MWG chưa bao giờ chia cổ tức bằng tiền mặt** trong suốt lịch sử hoạt động của doanh nghiệp.
- 9 + 9** : Trong giai đoạn chuẩn bị trước khi niêm yết, Mekong Capital và CDH Electric Bee đã thoái thành công một phần vốn cho các đối tác là các quỹ đầu tư tài chính với giá 85.000 đ/cp (giá điều chỉnh là 50.000 đ/cp) và giảm đáng kể tỷ lệ sở hữu cổ phiếu MWG.
- 10** : CDH Electric Bee bán thỏa thuận 3.198.714 cổ phần (3%) cho Mutual Fund Elite (nâng mức sở hữu lên 7,23%).
- 11 + 11** : Tỷ lệ sở hữu của Mekong Capital và CDH Electric Bee bị pha loãng do MWG phát hành cổ phiếu ESOP tỷ lệ 5%.
- 12 + 13** : Mekong Capital bán thỏa thuận thành công 2.240.000 cổ phiếu (2%) từ ngày 14/01 đến 26/01/2015, tổ chức này tiếp tục đăng ký bán thỏa thuận 2.951.000 cổ phiếu (2,64%) từ ngày 27/02 đến 27/03/2015, giảm mức sở hữu xuống 9%.
- 14 + 14** : Nếu kế hoạch chia thưởng cổ phiếu tỷ lệ 100:25 (25%) và tiếp tục phát hành cổ phiếu ESOP tỷ lệ 5% được thông qua tại ĐHCĐ năm 2015, tỷ lệ sở hữu của Mekong Capital và CDH Electric Bee sẽ bị pha loãng và lần lượt giảm xuống mức 8,57% và 11,65%.

Thu hút được sự quan tâm và đầu tư của các tổ chức nước ngoài: Thống kê của FPTSS cho thấy trong quá trình niêm yết để cổ đông lớn thoái vốn, cổ phiếu MWG đã thu hút được sự quan tâm của các tổ chức đầu tư tài chính nước ngoài lớn. Khối nước ngoài đóng góp đến 69% tổng lượng giao dịch cổ phiếu MWG trên thị trường với tổng khối lượng cổ phiếu đã mua lên đến 15,5 triệu cổ phiếu trị giá 1.781 tỷ đồng, trong đó:

Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài trước và sau khi niêm yết



Nguồn: FPTSS

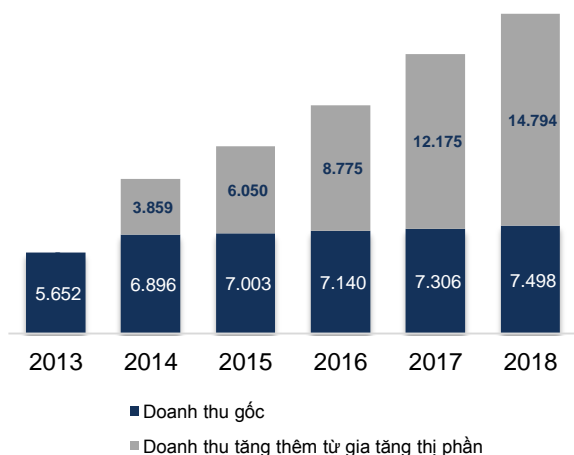
- **CDH Electric Bee** (mức sở hữu đỉnh điểm lên đến 20% vốn cổ phần nhưng đang giảm dần về mức 11,65%) và **Mekong Capital** (đỉnh điểm sở hữu đến 32,46% vốn cổ phần và dự kiến sẽ giảm xuống mức 9%) là hai nguồn cung cổ phiếu chính trên thị trường khi liên tục giảm tỷ lệ sở hữu.
- **Mutual Fund Elite** và **NTAsian Discovery Fund** là hai nguồn cầu chính trên thị trường khi tổng lượng cổ phiếu mà hai tổ chức này mua vào lên đến 13.917.207 cổ phiếu, **chiếm 90% lượng cổ phiếu mà khối ngoại đã mua**. Lượng cổ phiếu trên tương ứng với 12,4% vốn cổ phần của MWG.
- Tổng lượng cổ phiếu mà 4 tổ chức nước ngoài nêu trên đang nắm giữ lên đến 36,3% vốn cổ phần của MWG. Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đến ngày 03/03/2015 là 47,74%, do đó, **11,44% lượng cổ phiếu còn lại đang được nắm giữ bởi các tổ chức mua thỏa thuận từ Mekong Capital và CDH Electric Bee trong giai đoạn 6 tháng đầu năm 2014 trước khi MWG niêm yết**.

Khả năng không hoàn thành kế hoạch năm 2015 khá cao

Kế hoạch mở thêm cửa hàng mới: MWG lên kế hoạch mở mới 120 cửa hàng TGDD và Dienmay mới trong năm 2015. Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong năm 2015 cũng được xây dựng khá tham vọng dựa trên lượng cửa hàng mở mới này. Tuy nhiên, **chúng tôi không đánh giá cao kế hoạch của MWG** bởi các lý do sau:

Màng điện thoại di động: Chúng tôi ước tính MWG sẽ mở mới khoảng 100 cửa hàng TGDD trong năm 2015, nâng tổng số cửa hàng TGDD lên mức 462 cửa hàng ([xem Biểu đồ 1](#)). Tuy nhiên, thống kê của GFK và IDC cho thấy **lượng mua mới smartphone và feature phone đã bước vào giai đoạn ổn định** sau một năm 2014 bùng nổ. Trên cơ sở dữ liệu của GFK, chúng tôi ước tính mỗi năm người tiêu dùng Việt Nam sẽ tiêu thụ bình quân khoảng 8 triệu feature phone và khoảng 8,8 triệu smartphone trong giai đoạn 2014 - 2016. Dù thị phần của MWG có sự gia tăng đáng kể nhờ kế hoạch mở rộng chuỗi cửa hàng bán lẻ trên khắp cả nước (ước tính khoảng 33% – 35% trong năm 2015) nhưng giá bán các loại điện thoại (Smartphone và điện thoại phổ thông) đều đang trong xu hướng giảm, do đó, **doanh thu của MWG vẫn sẽ tăng trưởng nhưng sẽ thấp hơn rất nhiều so với mức kỳ vọng mà doanh nghiệp đặt ra**.

Dự phóng cơ cấu doanh thu điện thoại các năm theo doanh thu gốc và doanh thu tăng thêm từ gia tăng thị phần



Nguồn: FPTSS

Bảng 1: Thống kê và dự phóng doanh thu từ mảng điện thoại của MWG trong giai đoạn 2013 - 2016

Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016
Số feature phone mua mới tại Việt Nam	8.366.000	8.226.000	8.088.343	7.952.989
Giá bình quân của feature phone (VND)	749.534	536.398	464.107	401.559
Tốc độ giảm giá		-28%	-13%	-13%
Số smartphone mua mới tại Việt Nam	5.340.000	8.001.000	8.787.879	9.652.146
Giá bình quân của smartphone (VND)	4.396.236	3.984.531	3.766.978	3.562.725
Tốc độ giảm giá		-9,4%	-5,5%	-5,4%
Số smartphone MWG bán	1.014.600	2.320.290	3.056.472	4.026.229
Tăng trưởng		129%	32%	32%
Số feature phone MWG bán	1.589.540	2.813.169	3.317.455	3.912.138
Tăng trưởng		77%	18%	18%
Thị phần	19%	29,0%	34,8%	41,7%
Doanh thu (tỷ đồng)	5.652	10.754	13.053	15.915
Tăng trưởng	n/a	90,3%	21,4%	21,9%

Nguồn: FPTIS, GFK, IDC

Mảng tablet – laptop: Triển vọng không khả quan, trong đó:

- **Máy tính xách tay (Laptop):** Theo số liệu thống kê và dự phóng của IDC, tăng trưởng sản lượng tiêu thụ laptop tại các nước mới nổi (bao gồm cả Việt Nam) trong giai đoạn 2014 – 2018 chỉ đạt mức 0,53% mỗi năm. Tuy nhiên, giá bán các mặt hàng laptop lại giảm bình quân đến 8,54% mỗi năm. Trên cơ sở này, chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng laptop của MWG sẽ **giảm bình quân 8%/năm** trong giai đoạn 2015 – 2018.
- **Máy tính bảng (Tablets):** Cũng theo dự phóng của IDC, sản lượng tiêu thụ tablets tại các nước mới nổi (bao gồm Việt Nam) trong giai đoạn 2014 – 2018 tăng trưởng bình quân 5,8% mỗi năm. Tuy nhiên, mặt bằng giá của các thiết bị này lại đang trong xu hướng giảm 5,1% mỗi năm. Do đó, chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng tablet của MWG chỉ **tăng khiêm tốn 0,38% mỗi năm** trong giai đoạn 2015 – 2018. Ngoài ra, xu hướng gia tăng kích cỡ của các smartphone (khoảng 5,2 – 6 inch) cũng đang đe dọa trực tiếp đến sự tồn tại của Tablets (7 – 10 inch) khi có thể hoàn toàn thay thế vai trò của Tablet nhờ cấu hình và sự tiện dụng.

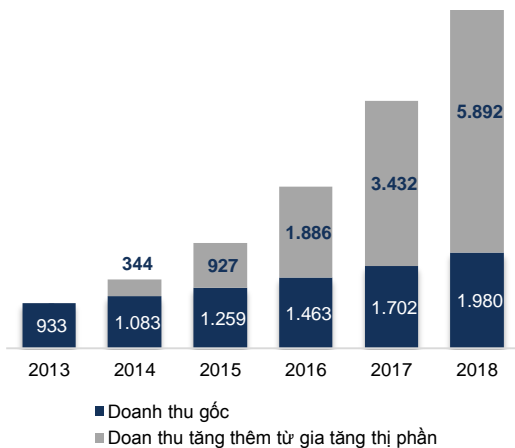
Tốc độ giảm giá Tablets bình quân trong giai đoạn 2015 – 2018

Hệ điều hành	Mức giảm giá
Android	-6,5%
iOS	-0,7%
Windows Phone	-5,0%
Khác	-10,1%
Bình quân	-5,1%

Nguồn: IDC, FPTIS

Mảng điện máy: Triển vọng không khả quan: Ban lãnh đạo MWG xây dựng kế hoạch mở 70 cửa hàng Dienmay mới trong 2 năm 2015 và 2016 và kỳ vọng đây sẽ là đầu tàu kéo doanh thu của MWG tiếp tục tăng trưởng trong bối cảnh mảng thiết bị di động đã chững lại và bước vào giai đoạn bão hòa. Căn cứ vào kế hoạch trên, chúng tôi ước tính MWG sẽ mở khoảng 20 cửa hàng mới trong năm 2015. Tuy nhiên, MWG sẽ gặp khá nhiều khó khăn trong lĩnh vực điện máy bởi các nguyên nhân sau:

Dự phóng cơ cấu doanh thu điện máy các năm theo doanh thu gốc và doanh thu tăng thêm từ gia tăng thị phần



Nguồn: FPT S

- Mối đe dọa hiện hữu từ Nguyễn Kim và Central Group:** Đối thủ lớn nhất của Dienmay là hệ thống siêu thị điện máy Nguyễn Kim. Tuy nhiên, trong tháng 01/2015, công ty Power Buy (một đơn vị thuộc tập đoàn Central Group – Thái Lan) đã công bố thông tin mua lại 49% vốn cổ phần của CTCP Đầu tư phát triển công nghệ và giải pháp mới NKT, đơn vị sở hữu chuỗi cửa hàng điện máy này. Power Buy cũng cử đại diện nắm giữ vị trí CEO của CTCP Thương mại Nguyễn Kim. Với thế mạnh là tập đoàn bán lẻ hàng đầu Thái Lan trong lĩnh vực tiêu dùng cùng kinh nghiệm quản lý và tiềm lực tài chính hùng hậu, chúng tôi kỳ vọng Nguyễn Kim với sự hỗ trợ của Central Group sẽ giúp cải thiện đáng kể tình trạng phân mảnh nghiêm trọng của thị trường điện máy Việt Nam.
- Vị thế của Dienmay trong ngành không lớn:** trong lĩnh vực điện tử – điện lạnh – điện gia dụng, Nguyễn Kim đang là đơn vị dẫn đầu tuyệt đối với thị phần khoảng 10%. Do gia nhập thị trường muộn, thị trường của Dienmay vẫn chủ yếu tập trung tại khu vực phía Nam với các đối thủ chính như: Nguyễn Kim, Điện máy Chợ Lớn, Thiên Hòa, Phan Khang... và một số đối thủ lớn tại thị trường miền Bắc như: Trần Anh, Pico, Media Mart, Top Care... Do đó, **vị thế đàm phán của MWG với các nhà cung ứng không thể thuận lợi như ở mảng thiết bị di động**. Kết quả so sánh giá bán các sản phẩm tại Dienmay và các siêu thị khác cho thấy Dienmay không chiếm ưu thế về giá so với các đối thủ lớn. Bên cạnh đó, sự cạnh tranh gay gắt về giá của một số lượng cực lớn cửa hàng nhỏ lẻ tại khắp các tỉnh thành cũng tạo áp lực đáng kể lên MWG.

Chúng tôi ước tính MWG chiếm khoảng 3,32% thị phần mảng điện máy tại Việt Nam trong năm 2014. Chúng tôi dự phóng doanh thu từ mảng này của MWG trong các năm tiếp theo như sau:

Chính sách đổi trả hàng hóa của MWG

(Áp dụng cho: Điện Thoại – Máy tính bảng – Laptop – Tivi – Tủ Lạnh – Máy Lạnh – Máy Giặt)

Trạng thái	Thời gian trả sản phẩm	Phí đổi hàng / trả hàng
Sản phẩm bị lỗi (do nhà sản xuất)	14 ngày đầu tiên	Miễn phí
	Từ ngày thứ 15 - 28	20% trên giá mua (có VAT)
	Từ ngày thứ 29 - 42	30% trên giá mua (có VAT)
Sản phẩm không bị lỗi	Các ngày tiếp theo	Thêm 0,15% trên một ngày
	14 ngày đầu tiên	10% trên giá mua (có VAT)
	Từ ngày thứ 15 - 28	20% trên giá mua (có VAT)
Sản phẩm bị lỗi do người sử dụng	Từ ngày thứ 29 - 42	30% trên giá mua (có VAT)
	Các ngày tiếp theo	Thêm 0,15% trên một ngày
		Không đổi trả

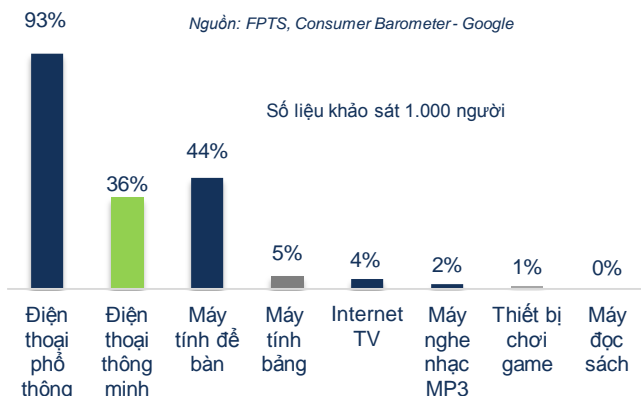
(nguồn: MWG)

- Tốc độ tăng trưởng bình quân của cả thị trường khoảng 16% (theo GFK), trong đó mặt hàng điện máy tăng trưởng khoảng 18%/năm, mặt hàng đồ gia dụng kích thước lớn và kích thước nhỏ lần lượt tăng trưởng 14% và 19%.
- Thị phần của Dienmay được kỳ vọng sẽ chạm mức 10% vào năm 2018 trong bối cảnh cạnh tranh khốc liệt từ các đối thủ trong và ngoài nước.
- Doanh thu năm 2015 của Dienmay ước đạt 2.186 tỷ đồng (+53% yoy) với kỳ vọng tăng trưởng từ các thị trường tỉnh lẻ mà các tay chơi lớn chưa khai thác như khu vực Tây Nguyên, duyên hải Nam Trung Bộ, miền Tây Nam Bộ... và ưu thế từ chiến lược đổi trả hàng hóa linh hoạt (áp dụng với Tivi – Tủ lạnh – Máy Lạnh – Máy giặt) mà rất ít các đối thủ trên thị trường có được.

Phụ lục 1: Thống kê về hành vi sử dụng điện thoại của người Việt Nam

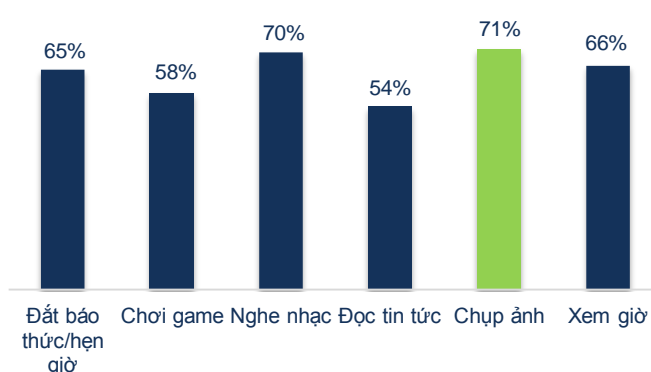
Người Việt Nam thường xuyên sử dụng thiết bị có kết nối internet nào?

Nguồn: FPTs, Consumer Barometer - Google



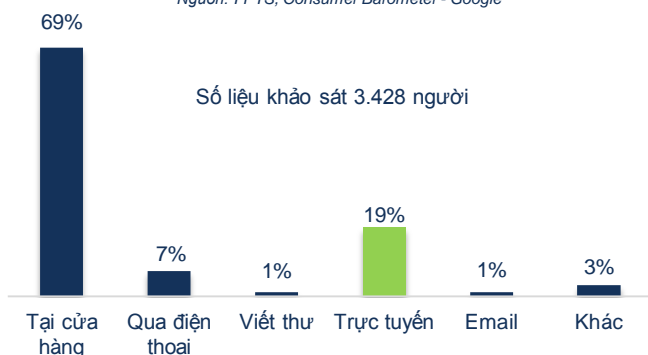
Người Việt Nam sử dụng Smartphone để làm gì?

Nguồn: FPTs, Consumer Barometer - Google



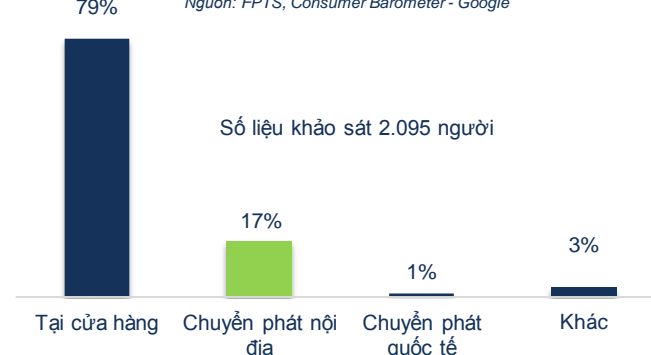
Người tiêu dùng Việt Nam mua hàng ở đâu

Nguồn: FPTs, Consumer Barometer - Google



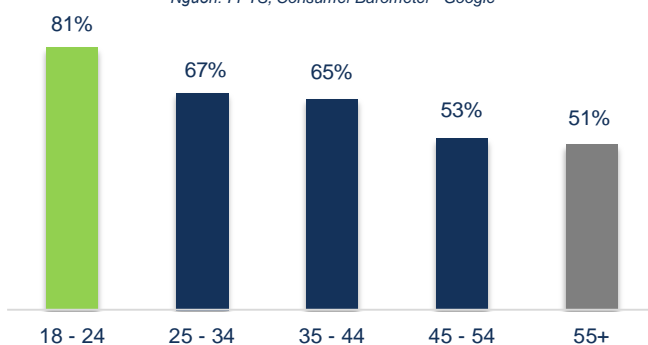
Người tiêu dùng Việt Nam nhận hàng như thế nào?

Nguồn: FPTs, Consumer Barometer - Google



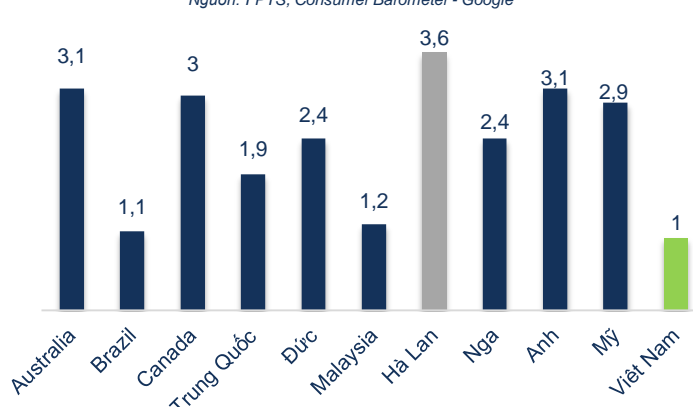
Mật độ sử dụng Internet hàng ngày của người Việt Nam theo độ tuổi

Nguồn: FPTs, Consumer Barometer - Google



Tỷ lệ sở hữu các thiết bị có kết nối bình quân trên đầu người

Nguồn: FPTs, Consumer Barometer - Google



Phụ lục 2: Dự phóng báo cáo tài chính giai đoạn 2013 – 2018

đvt: tỷ đồng

KQKD	2013	2014	2015	2016	2017	2018	CDKT	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	9.499	15.757	18.952	23.235	28.914	36.513	Tài sản						
- Giá vốn hàng bán	-8.091	-13.307	-16.090	-19.821	-24.796	-31.495	+ Tiền và tương đương	305	213	1.358	2.468	3.736	5.203
Lợi nhuận gộp	1.407	2.450	2.862	3.414	4.118	5.018	+ Đầu tư TC ngắn hạn	-	-	-	-	-	-
- Chi phí bán hàng	-936	-1349	-1623	-1990	-2476	-3127	+ Các khoản phải thu	247	297	327	401	499	630
- Chi phí quản lý DN	-126	-241	-289	-355	-441	-557	+ Hàng tồn kho	1.289	2.195	2.098	2.585	3.233	4.107
Lợi nhuận thuần HĐKD	346	860	949	1.069	1.200	1.334	+ Tài sản ngắn hạn khác	68	133	133	133	133	133
+ Lợi nhuận tài chính	3	50	25	30	38	48	Tổng tài sản ngắn hạn	1.909	2.838	3.916	5.586	7.601	10.073
+ Lợi nhuận khác	2	12	-	-	-	-	+ TSCĐ	275	434	499	535	530	484
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	351	922	974	1.100	1.238	1.382	+ Khấu hao lũy kế	-75	-173	-310	-487	-707	-970
- Chi phí lãi vay	-	-	-	-	-	-	+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	351	922	974	1.100	1.238	1.382	+ Tài sản dài hạn khác	47	113	113	113	113	113
- Thuế TNDN	-93	-204	-214	-220	-248	-276	Tổng tài sản dài hạn	323	570	634	670	665	619
LNST	258	718	760	880	990	1.105	Tổng Tài sản	2.232	3.407	4.550	6.256	8.266	10.692
LNST của cổ đông CT Mẹ	258	718	760	880	990	1.105							
EPS (đ)	24.315	4.227	6.787	7.858	8.847	9.872	Nợ & Vốn chủ sở hữu	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBITDA	385	1038	1111	1277	1458	1645	+ Phải trả ngắn hạn	1.407	1.923	2.306	3.133	4.152	5.472
Khấu hao	34	116	137	177	220	263	+ Vay và nợ ngắn hạn	513	619	1.020	1.511	2.123	2.896
Tăng trưởng doanh thu	29%	66%	20%	23%	24%	26%	+ Phải trả ngắn hạn khác	897	1.305	1.287	1.621	2.028	2.576
Tăng trưởng LN HĐKD	108%	158%	15%	16%	13%	12%	Nợ ngắn hạn	1.407	1.923	2.306	3.133	4.152	5.472
Tăng trưởng EBIT	-	149%	10%	13%	12%	11%	+ Vay và nợ dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tăng trưởng EPS	93%	-83%	61%	16%	13%	12%	+ Phải trả dài hạn	-	-	-	-	-	-
							Nợ dài hạn	-	-	-	-	-	-
Chỉ số khả năng sinh lợi	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Tổng nợ	1.407	1.923	2.306	3.133	4.152	5.472
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15%	15%	15%	15%	14%	14%	+ Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-	-	-
Tỷ suất LNST	3%	4%	4%	4%	3%	3%	+ Thặng dư	152	37	37	37	37	37
ROE DuPont	32%	45%	34%	28%	24%	21%	+ Vốn điều lệ	110	1.120	1.120	1.120	1.120	1.120
ROA DuPont	11%	20%	17%	14%	12%	10%	+ LN chưa phân phối	538	318	1.078	1.957	2.948	4.053
Tỷ suất EBIT	4%	6%	5%	5%	4%	4%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	24	9	9	9	9	9
LNST / LNTT	74%	78%	78%	80%	80%	80%	Vốn chủ sở hữu	800	1.475	2.235	3.115	4.105	5.210
LNTT / EBIT	101%	107%	103%	103%	103%	104%	Tổng cộng nguồn vốn	2.232	3.407	4.550	6.256	8.266	10.692
Vòng quay tổng tài sản	4,26x	4,62x	4,16x	3,71x	3,50x	3,42x							
Đòn bẩy tài chính	2,79x	2,31x	2,04x	2,01x	2,01x	2,05x	Lưu chuyển tiền tệ	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ROIC	20%	31%	23%	19%	16%	14%	Tiền đầu năm	105	305	213	1.572	2.902	4.418
							Lợi nhuận sau thuế	351	868	974	1.100	1.238	1.382
Chỉ số hiệu quả vận hành	2013	2014	2015	2016	2017	2018	+ Khấu hao lũy kế	34	116	137	177	220	263
Số ngày phải thu	8	6	6	6	6	6	+ Điều chỉnh	30	67	0	0	0	0
Số ngày tồn kho	51	48	48	48	48	48	+ Thay đổi vốn lưu động	-311	-952	49	-226	-340	-457
Số ngày phải trả	29	23	23	23	23	23	Tiền từ hoạt động KD	415	1.051	1.111	1.277	1.458	1.645
Thời gian luân chuyển tiền	29	31	32	28	27	27	+ Thanh lý tài sản cố định	5	1	0	0	0	0
COGS / Hàng tồn kho	6,28	6,09	7,67	7,67	7,67	7,67	+ Chi mua sắm TSCĐ	-142	-266	-202	-213	-215	-217
							+ Tăng (giảm) đầu tư	20	-50	0	0	0	0
Chỉ số TK/Đòn bẩy TC	2013	2014	2015	2016	2017	2018	+ Các hoạt động đầu tư khác	3	7	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,4	1,5	1,7	1,8	1,8	1,8	Tiền từ hoạt động đầu tư	-115	-308	-202	-213	-215	-217
CS thanh toán nhanh	0,4	0,3	0,8	1,0	1,1	1,1	+ Cổ tức đã trả	0	0	0	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,1	0,6	0,8	0,9	1,0	+ Tăng (giảm) vốn	89	14	0	0	0	0
Nợ / Tài sản	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	122	106	401	492	612	773
Nợ / Vốn sử dụng	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	+ Thay đổi nợ dài hạn	0	1	2	3	4	5
Nợ / Vốn CSH	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	+ Các hoạt động TC khác	0	-3	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	Tiền từ hoạt động TC	211	117	401	492	612	773
Nợ dài hạn / Vốn CSH	-	-	-	-	-	-	Tổng lưu chuyển tiền tệ	200	-92	1.359	1.329	1.516	1.744
							Tiền cuối năm	105	305	213	1.572	2.902	4.418

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu MWG nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171
Fax: (84.4) 37739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 62908686
Fax: (84.8) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553666
Fax: (84.511) 3553888