

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ81,300 (giữ nguyên)

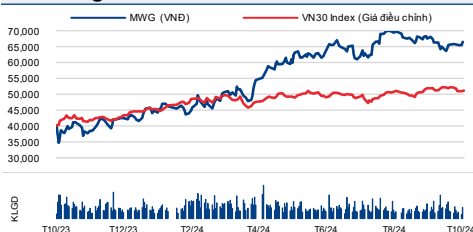
Tiềm năng tăng/giảm: 23.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (30/10/2024) 66,000

Mã Bloomberg	MWG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	34,823-70,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	66,000
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	96,518
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	3,810
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,462
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	717
Slg CP NN được mua (tr.đv)	29.8
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	47.0%
Tỷ lệ freefloat	60.6%
Cổ đông lớn	Đầu tư Thế Giới Ba (10.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(3.08)	4.76	64.3
So với chỉ số	(1.72)	1.15	29.0
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,774	2,976	(6.8)
2025F	4,156	4,011	3.6
2026F	4,786	4,739	1.0

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

MWG là nhà bán lẻ điện thoại di động, điện máy và bách hóa hàng đầu ở Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng

my.th@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 362

Triển vọng vẫn tích cực; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MWG nhưng giảm 4% giá mục tiêu xuống 81.300đ do giảm dự báo của chuỗi TGDD & ĐMX.
- Chúng tôi giảm bình quân 9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026, theo đó lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 24 lần trong năm nay và 53% cho năm 2025. HSC tin tưởng vào triển vọng mạnh mẽ của MWG, được hỗ trợ nhờ sự hồi phục bền vững tại chuỗi TGDD & ĐMX, khả năng sinh lời của chuỗi BHX và doanh thu HĐ tài chính vững chắc.
- Tại giá mục tiêu theo phương pháp SoTP, P/E dự phóng năm 2025 là 19,6 lần. MWG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,5 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân 3 năm ở mức 20,8 lần. MWG cũng đang có P/E dự phóng năm 2025 là 15,5 lần, thấp hơn 17% so với các công ty cùng ngành.

Sự kiện: Công bố KQKD Q3/2024

MWG đã công bố KQKD Q3/2024 với doanh thu thuần đạt 34.126 tỷ đồng, tăng 13% so với cùng kỳ và đi ngang so với quý trước, hơi cao hơn so với dự báo của HSC ở mức 34.018 tỷ đồng. Do các khoản chi phí không thường xuyên và sự thay đổi của cơ cấu sản phẩm, lợi nhuận thuần giảm 32% so với quý trước (dù tăng 21 lần so với cùng kỳ do so với mức nền thấp) xuống 800 tỷ đồng, thấp hơn dự báo của chúng tôi ở mức 1.271 tỷ đồng. Xét về mặt tích cực, chuỗi BHX đã ghi nhận mức lợi nhuận thuần đáng kể hơn là 90 tỷ đồng và chuỗi Era Blue đã hòa vốn.

Tác động: Giảm bình quân 9% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026

Do giảm dự báo lợi nhuận thuần của chuỗi TGDD & ĐMX, HSC giảm bình quân 9% dự báo lợi nhuận thuần của MWG cho giai đoạn 2024-2026. Cho năm 2024, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 4.055 tỷ đồng (tăng trưởng 2319%). Cho năm 2025, HSC dự báo lợi nhuận tăng trưởng mạnh 53% nhờ sự phục hồi bền vững tại chuỗi TGDD & ĐMX, khả năng sinh lời của chuỗi BHX và doanh thu HĐ tài chính vững chắc, đến từ việc quản lý dòng tiền hiệu quả.

Dự báo cho năm 2024 của HSC thấp hơn so với bình quân dự báo thị trường. Chúng tôi kỳ vọng dự báo thị trường sẽ sớm được điều chỉnh giảm.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 4% giá mục tiêu xuống 81.300đ (tiềm năng tăng giá 23%) chủ yếu do giảm 10% giá trị chuỗi TGDD & ĐMX sau khi giảm dự báo lợi nhuận của chuỗi này trong khi tăng 15% giá trị của chuỗi BHX sử dụng hệ số P/S dự phóng năm 2025. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào do kỳ vọng lợi nhuận chuyển biến tích cực từ năm 2025 trở đi.

Sau khi giá cổ phiếu chỉ tăng 5% trong 3 tháng qua, MWG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,5 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 10/2021 ở mức 20,8 lần bất chấp triển vọng lợi nhuận tích cực. P/E dự phóng năm 2025 của MWG là 15,5 lần, thấp hơn 17% so với các công ty cùng ngành tại Việt Nam và châu Á với P/E trung vị ở mức 18,6 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 31/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	10,227	3,788	7,163 ▼	8,773 ▼	9,729 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	4,100	168	4,055 ▼	6,215 ▼	7,335 ▼
EPS ĐC (đồng)	2,810	115	2,774 ▼	4,156 ▼	4,786 ▼
DPS (đồng)	500	0	500	500	1,000
BVPS (đồng)	16,344	15,964	18,251	21,697	25,188
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.6	30.7	15.8	13.1	12.0
P/E ĐC (lần)	23.5	576	23.8	15.9	13.8
Lợi suất cổ tức (%)	0.76	0	0.76	0.76	1.52
P/B (lần)	4.04	4.13	3.62	3.04	2.62
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(17.4)	(95.9)	2,320	49.8	15.2
ROAE (%)	18.5	0.71	16.2	21.0	20.6

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

KQKD Q3/2024 thấp hơn dự báo. Giảm dự báo; duy trì khuyến nghị Mua vào

Do các khoản chi phí không thường xuyên và sự thay đổi của cơ cấu sản phẩm, lợi nhuận thuần giảm 32% so với quý trước (dù tăng 21 lần so với cùng kỳ do so với mức nền thấp) xuống 800 tỷ đồng, thấp hơn dự báo của HSC ở mức 1.271 tỷ đồng. Tin tích cực là, chuỗi BHX đã ghi nhận mức lợi nhuận thuần đáng kể hơn là 90 tỷ đồng và chuỗi Era Blue đã hòa vốn. Chúng tôi giảm bình quân 9% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, giảm 4% giá mục tiêu xuống 81.300đ và duy trì khuyến nghị Mua vào do kỳ vọng lợi nhuận chuyển biến tích cực từ năm 2025 trở đi.

KQKD Q3/2024: Chi phí không thường xuyên và sự thay đổi cơ cấu sản phẩm đã kéo giảm lợi nhuận thuần

KQKD Q3/2024 của MWG trái chiều với doanh thu thuần vượt dự báo trong khi lợi nhuận thuần không đạt dự báo của HSC.

- Doanh thu thuần đạt 34.126 tỷ đồng, tăng 13% so với cùng kỳ và đi ngang so với quý trước, hơi cao hơn so với dự báo của chúng tôi ở mức 34.018 tỷ đồng. Chỉ tính riêng tháng 9/2024, doanh thu thuần đạt 11.800đ, tăng 13,3% so với cùng kỳ và 3,3% so với tháng trước, hơi cao hơn so với dự báo của chúng tôi ở mức 11.562 tỷ đồng.

Doanh thu thuần vượt dự báo là nhờ doanh thu chuỗi TGDĐ & ĐMX tăng mạnh (đạt 7.894 tỷ đồng trong tháng 9, tăng 9,3% so với cùng kỳ và 5,4% so với tháng trước, vượt dự báo của HSC ở mức 7.600 tỷ đồng) với các sản phẩm iPhone, máy tính xách tay và máy giặt.

Tuy nhiên, KQKD của chuỗi BHX hơi thấp hơn dự báo với doanh thu thuần đạt 3.587 tỷ đồng trong tháng 9, giảm 3,1% so với tháng trước và thấp hơn dự báo của HSC ở mức 3.725 tỷ đồng.

- Mặc dù doanh thu tăng mạnh nhưng lợi nhuận thuần Q3/2024 giảm 32% so với quý trước (dù tăng 21 lần so với cùng kỳ do so với mức nền thấp) xuống 800 tỷ đồng, thấp hơn dự báo của chúng tôi ở mức 1.271 tỷ đồng. Lợi nhuận thuần không đạt dự báo là do chi phí không thường xuyên 138 tỷ đồng khi giải thể công ty con CTCP Thế giới Số Trần Anh (làm tăng chi phí khấu hao về lợi thế thương mại) và 258 tỷ đồng liên quan đến việc đóng cửa 63 cửa hàng chuỗi TGDĐ & ĐMX và 155 cửa hàng chuỗi An Khang.

Nếu loại trừ các khoản chi phí không thường xuyên, lợi nhuận HĐKD cốt lõi đạt 1.145 tỷ đồng, giảm 2% so với quý trước. Sự sụt giảm theo quý được cho là do yếu tố mùa vụ và tỷ suất lợi nhuận giảm tại chuỗi TGDĐ & ĐMX do tỷ trọng đóng góp của điện thoại di động trong cơ cấu doanh thu tăng lên.

Về mặt tích cực, chuỗi BHX ghi nhận lợi nhuận thuần đạt 90 tỷ đồng, cao hơn đáng kể so với 7 tỷ đồng trong Q2/2024; sát với dự báo của HSC. Ngoài ra, chuỗi điện máy Era Blu ở Indonesia cũng đã hòa vốn sớm hơn dự kiến.

Bảng 1: KQKD Q3/2024 hợp nhất, MWG

Lợi nhuận thuần giảm 32% so với quý trước, đạt 800 tỷ đồng mặc dù tăng 21 lần so với cùng kỳ từ mức nền thấp. Lợi nhuận cốt lõi đạt 1.145 tỷ đồng, giảm 2% so với quý trước

(Tỷ đồng)	Q3/23	Q3/24	% sv cùng kỳ	% sv quý trước	Q3/24F	Thực tế/ Dự báo	9T2024	% sv cùng kỳ	2024F (trước điều chỉnh)	% dự báo
Doanh thu thuần	30,288	34,147	13%	0%	34,018	100%	99,767	15%	133,813	75%
Lợi nhuận gộp	4,643	6,892	48%	-6%			20,912	37%	28,685	73%
Chi phí BH&QL	(4,620)	(5,817)	26%	-1%			(17,376)	15%	(22,954)	76%
Lợi nhuận tài chính	174	245	41%	-14%			741	74%	893	83%
LNST	39	806	1976%	-31%	1,271	63%	2,881	3617%	4,739	61%
Lợi nhuận thuần	39	800	1965%	-32%	1,271	63%	2,875	3614%	4,735	61%
Lợi nhuận cốt lõi	39	1,145	2855%	-2%			3,353	4231%		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15.3%	20.2%					21.0%		21.4%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.1%	2.3%			3.7%		2.9%		3.5%	

Nguồn: MWG, HSC ước tính

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu thuần theo chuỗi, MWG

(Tỷ đồng)	Q3/23	Q3/24	% sv cùng kỳ	% sv quý trước	Q3/24F	Thực tế/ Dự báo	9T2024	% sv cùng kỳ	2024F (trước điều chỉnh)	% dự báo
Doanh thu thuần	30,288	34,147	13%	0%	34,018	100%	99,767	15%	135,494	74%
TGDD & ĐMX	20,820	22,450	8%	-2%	22,212	101%	66,744	7%	90,574	74%
BHX	8,622	10,840	26%	5%	11,126	97%	30,329	36%	41,495	73%
An Khang + Khác	846	857	1%	41%	680	126%	2,694	26%	3,424	79%

Nguồn: MWG, HSC ước tính

Chuỗi TGDD & ĐMX: Tỷ suất lợi nhuận sụt giảm so với quý trước do cơ cấu sản phẩm thay đổi, không đạt dự báo

Doanh thu thuần của chuỗi TGDD & ĐMX tăng 8% so với cùng kỳ đạt 22.450 tỷ đồng, hơi cao hơn dự báo của HSC ở mức 22.212 tỷ đồng và lợi nhuận thuần ước tính đạt 1.017 tỷ đồng, tăng 169% so với cùng kỳ, thấp hơn dự báo của chúng tôi ở mức 1.285 tỷ đồng. Tuy nhiên, so với Q2/2024, doanh thu thuần giảm nhẹ 2%, lợi nhuận thuần giảm 15% và tỷ suất lợi nhuận thuần giảm xuống mức 4,5% từ 5,2%. Sự sụt giảm so với quý trước là do:

- (1) Yếu tố mùa vụ. Q3 là mùa thấp điểm của máy lạnh.
- (2) Các chi phí không thường xuyên ước tính 188 tỷ đồng từ việc đóng cửa 63 cửa hàng hoạt động kém hiệu quả. Nếu không tính đến các chi phí không thường xuyên này, lợi nhuận thuần HĐKD của chuỗi TGDD & ĐMX sẽ đạt 1.168 tỷ đồng, giảm 9% so với quý trước.
- (3) Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm do tỷ trọng đóng góp của các sản phẩm CNTT vào doanh thu tăng lên (36% trong Q3/2024 so với 29% trong Q2/2024). Theo đó, tỷ suất lợi nhuận thuần HĐKD giảm xuống (5,2% trong Q3/2024 từ 6,1% trong Q2/2024).

Chuỗi BHX: Lợi nhuận cải thiện đáng kể như dự báo

Doanh thu thuần chuỗi BHX tăng 5% so với quý trước đạt 10.840 tỷ đồng, thấp hơn dự báo của HSC ở mức 11.126 tỷ đồng. Doanh thu tháng 9/2024 đạt 3.587 tỷ đồng, tương đương doanh thu mỗi cửa hàng là 2,03 tỷ đồng. Cả hai con số này đều thấp hơn dự báo của chúng tôi lần lượt ở mức 3.725 tỷ đồng và 2,14 tỷ đồng.

Điều tích cực là chuỗi này đã tạo ra lợi nhuận thuần đáng kể là 90 tỷ đồng trong Q3/2024 (so với mức lợi nhuận đầu tiên là 7 tỷ đồng trong Q2/2024). Con số này gần với dự báo của HSC ở mức 100 tỷ đồng.

Chuỗi Era Blue: Hòa vốn, vượt dự báo

Chuỗi Era Blue, liên doanh giữa MWG và công ty bán lẻ của Indonesia PT Erajaya Swasembada Tbk đã đạt điểm hòa vốn trong Q3/2024. Trong nửa đầu năm 2024, MWG ghi nhận khoản lỗ 47 tỷ đồng từ liên doanh này. Chuỗi Era Blue hiện có 76 cửa hàng điện máy ở Indonesia.

Chuỗi nhà thuốc An Khang: Lỗ 157 tỷ đồng, một phần là do chi phí đóng cửa hàng

Chuỗi An Khang ghi nhận lỗ 157 tỷ đồng trong Q3/2024, tăng 69% so với cùng kỳ. Chuỗi này đã đóng cửa 155 nhà thuốc trong kỳ, HSC ước tính chi phí đóng cửa là 70 tỷ đồng, góp phần đáng kể vào khoản lỗ.

Lợi nhuận HĐ tài chính đóng góp 23% LNTT của MWG

Lợi nhuận HĐ tài chính Q3/2024 đạt 245 tỷ đồng, tăng 41% so với cùng kỳ (nhưng giảm 14% so với quý trước). Theo đó, lợi nhuận HĐ tài chính 9 tháng đầu năm 2024 đạt 893 tỷ đồng, đạt 83% dự báo cả năm của HSC. Kết quả này có được là nhờ Công ty đã quản lý dòng tiền hiệu quả. Dòng tiền HĐKD 9 tháng đầu năm 2024 tăng 3,7 lần đạt 8.389 tỷ đồng nhờ vốn lưu động giảm đáng kể và lợi nhuận từ HĐKD tăng mạnh. Trong khi đó, đầu tư tài sản cố định ở mức vừa phải là 241 tỷ đồng (giảm 60% so với cùng kỳ) do không mở rộng đáng kể mạng lưới cửa hàng.

Lợi nhuận HĐ tài chính là một thành phần quan trọng trong LNTT của MWG trong Q3/2024, đóng góp 23% vào LNTT.

Dự báo cho Q4/2024

Cho Q4/2024, HSC dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần của MWG đạt lần lượt 35.726 tỷ đồng (tăng 5% so với quý trước) và 1.181 tỷ đồng (tăng 48% so với quý trước). So với cùng kỳ, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần dự báo tăng lần lượt 14% và 13 lần.

Trong đó, chuỗi TGDD & ĐMX dự báo sẽ mang lại lợi nhuận thuần 1.106 tỷ đồng, tăng 119% so với cùng kỳ và 9% so với quý trước nhờ không có chi phí không thường xuyên. Lợi nhuận thuần của chuỗi BHX dự báo đạt 124 tỷ đồng.

Bảng 3: Dự báo Q4/2024, MWG

HSC dự báo lợi nhuận thuần Q4 sẽ đạt 1.213 tỷ đồng, tăng 52% so với quý trước

(Tỷ đồng)	Q4/2023	Q3/2024	Q4/2024F	% so với cùng kỳ	% so với quý trước
Doanh thu thuần	31,422	34,147	35,726	14%	5%
Lợi nhuận thuần	90	800	1,181	1208%	48%

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo mới: Giảm bình quân 9% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026

Đối với chuỗi TGDD & ĐMX, HSC tăng nhẹ 1% dự báo doanh thu thuần và giảm bình quân 9% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 để phản ánh KQKD thực hiện trong Q3/2024. Cụ thể, chúng tôi điều chỉnh giảm tỷ suất lợi nhuận gộp từ 19,3% xuống 18,9%.

Đối với chuỗi BHX, chúng tôi giảm bình quân 2% dự báo doanh thu thuần do doanh thu trên mỗi cửa hàng có xu hướng duy trì ở mức 2,05-2,1 tỷ đồng trong vài tháng qua và gần như không thay đổi dự báo lợi nhuận thuần của chuỗi này. HSC dự báo chuỗi BHX sẽ tạo ra lợi nhuận thuần 116 tỷ đồng trong năm 2024, 867 tỷ đồng trong năm 2025 và 1.478 tỷ đồng trong năm 2026.

Do giảm dự báo lợi nhuận thuần của chuỗi TGDD & ĐMX, HSC giảm bình quân 9% dự báo lợi nhuận thuần của MWG cho giai đoạn 2024-2026. Cho năm 2024, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 4.055 tỷ đồng (tăng trưởng 2319%).

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận cũ & mới, MWG

HSC giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần của chuỗi TGDD & ĐMX

Tỷ đồng	Thực tế 2023	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	118,280	133,818	143,182	152,550	135,494	142,559	151,859	1%	0%	0%
Tăng trưởng	-11%	13%	7%	7%	15%	5%	7%			
Lợi nhuận thuần	168	4,738	6,594	7,873	4,055	6,215	7,335	-14%	-6%	-7%
Tăng trưởng	-96%	2726%	39%	19%	2319%	53%	18%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.1%	3.5%	4.6%	5.2%	3.0%	4.4%	4.8%	(55)	(25)	(33)

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 5: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, chuỗi TGDD & ĐMX

Chúng tôi giảm bình quân 9% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026

(Tỷ đồng)	Ước tính 2023	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	84,591	90,223	94,341	98,912	91,624	94,913	99,513	2%	1%	1%
Tăng trưởng	-20%	7%	5%	5%	8%	4%	5%			
Lợi nhuận thuần	1,726	4,959	5,997	6,627	4,531	5,494	5,930	-9%	-8%	-11%
Tăng trưởng	-76%	187%	21%	11%	163%	21%	8%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.0%	5.5%	6.4%	6.7%	4.9%	5.8%	6.0%	(55)	(57)	(74)

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: Dự báo lợi nhuận cũ & mới, chuỗi BHX

HSC hạ dự báo doanh thu nhưng tăng nhẹ dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026

(Tỷ đồng)	Ước tính 2023	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	31,584	41,811	47,119	51,744	41,495	45,924	50,452	-1%	-3%	-2%
Tăng trưởng	17%	32%	13%	10%	31%	11%	10%			
Lợi nhuận thuần	(1,215)	116	861	1,470	116	867	1,478	0%	1%	1%
Tăng trưởng	-59%	n/m	642%	71%	n/m	650%	70%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	-3.8%	0.3%	1.8%	2.8%	0.3%	1.9%	2.9%	0	6	9

Nguồn: HSC ước tính

Giảm giá mục tiêu xuống 81.300đ, duy trì khuyến nghị Mua vào

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 4% giá mục tiêu xuống 81.300đ (tiềm năng tăng giá 23%) chủ yếu do giảm 10% giá trị chuỗi TGDD & ĐMX sau khi giảm dự báo lợi nhuận của chuỗi này trong khi tăng 15% giá trị của chuỗi BHX sử dụng hệ số P/S dự phóng năm 2025. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp định giá từng phần (SoTP) để định giá MWG. Theo đó, chúng tôi duy trì phương pháp DCF để định giá chuỗi TGDD & ĐMX, đồng thời vẫn áp dụng phương pháp so sánh hệ số giá trên doanh thu để xác định giá trị hợp lý của chuỗi BHX. Trong mô hình dự báo cập nhật, chuỗi TGDD & ĐMX hiện đóng góp 68% giá trị của MWG trong khi chuỗi BHX đóng góp 31%.

Bảng 7: Định giá SOTP, MWG

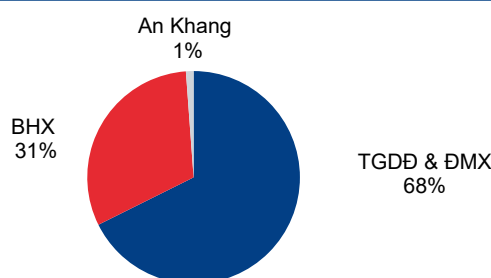
Chúng tôi giảm 4% giá mục tiêu mới đối với MWG xuống 81.500đ

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị của vốn CSH	Tỷ lệ sở hữu của MWG	Đóng góp cho MWG	P/E 2024 tại giá mục tiêu	P/E 2025 tại giá mục tiêu
TGDD & ĐMX	DCF	80,436	100%	80,436	17.8	14.6
BHX	P/S	39,036	95%	37,084	337.6	45.0
An Khang	P/S	1,377	100%	1,377	n/m	n/m
MWG				118,897	29.3	19.6
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				1,461.9		
Giá mục tiêu của MWG				81,330		

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 8: Cơ cấu SOTP, MWG

TGDD & ĐMX hiện chiếm 68% định giá của tập đoàn trong khi BHX đóng góp 31%



Nguồn: HSC

Bảng 9: Điều chỉnh giá trị của vốn CSH (tỷ lệ sở hữu của MWG là 100%)

Tỷ đồng	Cũ (T8/2024)	Mới	Điều chỉnh
TGDD & ĐMX	89,669	80,436	-10%
BHX	33,867	39,036	15%
An Khang	1,624	1,377	-15%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá chuỗi TGDD & ĐMX: Giá trị vốn CSH tại thời điểm cuối năm 2025 của chuỗi TGDD & ĐMX đã giảm 10% xuống 80.436 tỷ đồng (so với 89.669 tỷ đồng trước đó) do giảm dự báo lợi nhuận, mặc dù HSC đã giảm giá định WACC xuống mức 11,8% (từ 12,4%) do giảm phần bù rủi ro vốn CSH và beta và chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025.

Bảng 10: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, TGDD & ĐMX

Tỷ đồng	2023E	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	84,591	91,624	94,913	99,513	104,624	109,721
EBIT	1,807	4,934	5,830	6,424	7,243	7,932
Trừ: Thuế	(393)	(1,133)	(1,373)	(1,483)	(1,805)	(1,978)
NOPLAT	1,414	3,801	4,457	4,942	5,438	5,955
Khấu hao	1,981	1,211	1,079	859	491	394
(Tăng)/giảm vốn lưu động	2,077	(1,297)	(1,639)	(1,635)	105	131
Chi phí đầu tư tài sản cố định	(198)	(192)	(192)	(192)	(192)	(192)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	5,274	3,523	3,706	3,974	5,843	6,288

Nguồn: HSC

Bảng 11: Giả định & tính toán định giá, TGDD & ĐMX

Tính toán WACC	Cũ	Mới	Tính toán DCF	Đơn vị	Cuối năm 2025
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		3%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%	7.5%	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	14,707
Beta	1.41	1.30	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	52,812
Chi phí vốn CSH	16.0%	13.8%	Tiền mặt/(nợ) thuần	Tỷ đồng	12,917
Chi phí nợ	4.5%	4.5%	Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	80,436
Chi phí nợ sau thuế	3.6%	3.6%			
Tỷ trọng vốn CSH	71.0%	80.6%			
Tỷ trọng nợ	29.0%	19.4%			
WACC	12.4%	11.8%			

Nguồn: HSC

Bảng 12: Định giá của các công ty trong khu vực, BHX

Các công ty bán lẻ đồ tạp hóa tại châu Á đang giao dịch với P/S 2025 trung vị là 0,9 lần

Công ty	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (Triệu USD)	P/E		EV/EBITDA		P/B		P/S	
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
PT Sumber Alfaria Trijaya TBK	Indonesia	9,141	24.7	24.6	18.4	16.3	7.9	6.7	1.2	1.1
Central Retail Corp	Thái Lan	5,592	21.4	18.7	9.6	9.0	2.6	2.3	0.8	0.7
CP ALL PCL	Thái Lan	16,990	24.2	21.4	13.9	13.0	4.7	4.2	0.6	0.6
Wushang Group Co Ltd-A	Trung Quốc	903	21.4	19.0	6.9	6.7	0.6	0.6	0.9	0.8
President Chain Store Corporation	Đài Loan	9,578	25.4	23.5	8.9	8.7	7.0	6.6	0.9	0.9
Sheng Siong Group Ltd	Singapore	1,807	17.1	16.6	10.9	10.5	4.4	4.1	1.7	1.6
Trung vị		7,367	22.8	20.2	10.3	9.8	4.5	4.2	0.9	0.9

Nguồn: Bloomberg, HSC

Định giá chuỗi BHX: Định giá dựa trên so sánh với các công ty cùng ngành của chúng tôi cho BHX được tăng 15% lên 39.036 tỷ đồng vì chúng tôi hiện sử dụng doanh thu năm 2025 và P/S dự phóng năm 2025 trung vị của các công ty cùng ngành (ở mức 0,9 lần) để định giá BHX.

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 3 tháng qua, MWG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,5 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 10/2021 ở mức 20,8 lần bất chấp triển vọng lợi nhuận tích cực. P/E dự phóng năm 2025 của MWG là 15,5 lần thấp hơn 17% so với các công ty cùng ngành tại Việt Nam và châu Á với P/E trung vị ở mức 18,6 lần.

Biểu đồ 13: P/E trượt dự phóng 1 năm, MWG

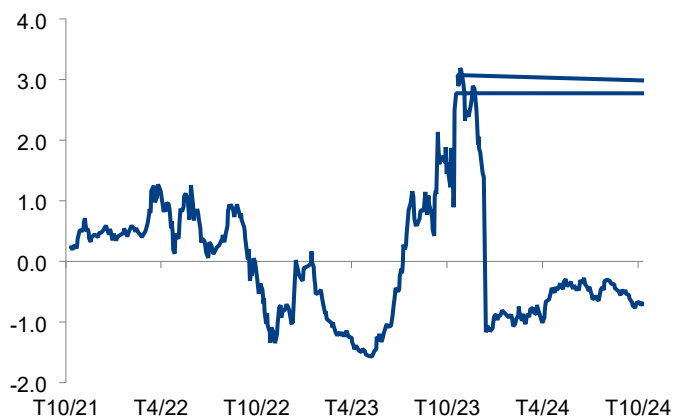
MWG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,5 lần, thấp hơn so với giá trị bình quân từ tháng 10/2021 là 20,8 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 14: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, MWG

MWG đang giao dịch thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Nguồn: HSC

Bảng 15: So sánh định giá các công ty cùng ngành & MWG

P/E 2025 của MWG thấp hơn 17% so với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (triệu USD)	P/E		EV/EBITDA		P/B		P/S	
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
PT Sumber Alfaria Trijaya TBK	Indonesia	9,141	24.7	24.6	18.4	16.3	7.9	6.7	1.2	1.1
Central Retail Corp	Thái Lan	5,592	21.4	18.7	9.6	9.0	2.6	2.3	0.8	0.7
CP ALL PCL	Thái Lan	16,990	24.2	21.4	13.9	13.0	4.7	4.2	0.6	0.6
President Chain Store Corporation	Đài Loan	9,578	25.4	23.5	8.9	8.7	7.0	6.6	0.9	0.9
Sheng Siong Group Ltd	Đài Loan	1,807	17.1	16.6	10.9	10.5	4.4	4.1	1.7	1.6
Shanghai Flyco Electrical Appl	Trung Quốc	2,335	21.1	18.5	14.4	12.8	4.8	4.6	3.3	3.0
Com7 PCL	Thái Lan	1,852	20.3	17.7	13.6	12.4	6.6	5.5	0.8	0.7
ERAJAYA SWASEMBADA	Indonesia	448	7.5	6.3	6.7	5.9	0.8	0.8	0.1	0.1
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật Số FPT	Việt Nam	922	111.0	41.6	30.6	20.2	12.9	10.1	0.6	0.5
CTCP Thế giới số	Việt Nam	369	20.5	16.6	14.4	11.5	3.3	2.9	0.4	0.4
Trung vị		2,094	21.2	18.6	13.7	11.9	4.7	4.4	0.8	0.7
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	Việt Nam	3,859	23.8	15.5	12.9	9.8	3.4	2.9	0.7	0.7

Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	133,405	118,280	135,494	142,559	151,859
Lợi nhuận gộp	30,782	22,521	28,257	29,861	32,027
Chi phí BH&QL	(24,138)	(22,114)	(23,398)	(23,151)	(23,963)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	6,644	407	4,859	6,711	8,064
Lãi vay thuần	(69.5)	611	1,004	1,138	1,173
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	0	0	(38.7)	20.0	45.4
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(518)	(328)	(583)	0	0
LNTT	6,056	690	5,242	7,869	9,282
Chi phí thuế TNDN	(1,955)	(522)	(1,182)	(1,610)	(1,872)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.95)	(0.16)	(4.34)	(43.3)	(73.9)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	4,100	168	4,055	6,215	7,335
Lợi nhuận thuần ĐC	4,100	168	4,055	6,215	7,335
EBITDA ĐC	10,227	3,788	7,163	8,773	9,729
EPS (đồng)	2,810	115	2,774	4,156	4,786
EPS ĐC (đồng)	2,810	115	2,774	4,156	4,786
DPS (đồng)	500	0	500	500	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,459	1,463	1,462	1,495	1,533
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,463	1,462	1,462	1,498	1,536
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,463	1,462	1,462	1,498	1,536

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	5,061	5,366	6,331	7,335	7,567
Đầu tư ngắn hạn	10,059	18,937	22,937	27,937	32,937
Phải thu khách hàng	3,072	5,159	8,057	10,240	12,482
Hàng tồn kho	25,696	21,824	23,388	23,575	24,002
Các tài sản ngắn hạn khác	743	661	706	742	789
Tổng tài sản ngắn hạn	44,631	51,947	61,418	69,829	77,776
TSCĐ hữu hình	9,653	6,431	3,652	2,179	1,515
TSCĐ vô hình	74.2	68.8	69.8	70.7	71.2
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	60.0	460	170	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	181	287	240	240	240
Tài sản dài hạn khác	1,235	914	833	784	739
Tổng tài sản dài hạn	11,203	8,161	4,965	3,273	2,565
Tổng cộng tài sản	55,834	60,108	66,382	73,102	80,341
Nợ ngắn hạn	10,688	19,129	17,129	17,129	17,129
Phải trả người bán	8,746	7,927	10,187	10,706	11,384
Nợ ngắn hạn khác	5,704	3,199	3,694	3,684	3,813
Tổng nợ ngắn hạn	26,000	30,762	31,771	32,616	33,608
Nợ dài hạn	5,901	5,985	6,132	6,132	6,132
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	1.17	1.17	1.17	1.17
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	5,901	5,986	6,133	6,133	6,133
Tổng nợ phải trả	31,902	36,748	37,904	38,749	39,741
Vốn chủ sở hữu	23,918	23,346	26,682	32,513	38,687
Lợi ích cổ đông thiểu số	14.5	13.4	1,796	1,840	1,913
Tổng vốn chủ sở hữu	23,933	23,360	28,478	34,352	40,600
Tổng nợ phải trả và VCSH	55,834	60,108	66,382	73,102	80,341
BVPS (đ)	16,344	15,964	18,251	21,697	25,188
Nợ thuần/(tiền mặt)	11,528	19,748	16,930	15,925	15,693

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	6,644	407	4,859	6,711	8,064
Khấu hao	(3,582)	(3,381)	(2,303)	(2,062)	(1,666)
Lãi vay thuần	(69.5)	611	1,004	1,138	1,173
Thuế TNDN đã nộp	(1,805)	(862)	(1,425)	(1,942)	(2,051)
Thay đổi vốn lưu động	761	1,836	(1,451)	(1,561)	(1,724)
Khác	(1,189)	(1,937)	1,366	215	61.5
LCT thuần từ HKKD	7,923	3,436	6,656	6,623	7,189
Đầu tư TS dài hạn	(4,412)	(523)	(452)	(589)	(1,002)
Góp vốn & đầu tư	(20,980)	(34,257)	(6,114)	(6,830)	(7,000)
Thanh lý	25,856	22,836	0	0	0
Khác	1,138	1,113	1,681	2,184	2,207
LCT thuần từ HĐĐT	1,602	(10,831)	(4,886)	(5,234)	(5,795)
Cổ tức trả cho CSH	(732)	(731)	(731)	(749)	(1,536)
Thu từ phát hành CP	188	(9.34)	0	365	375
Tăng/giảm nợ	(8,062)	8,440	(1,853)	0	0
Khác	-	-	1,779	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(8,606)	7,700	(806)	(384)	(1,161)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	4,142	5,061	5,366	6,331	7,335
LCT thuần trong kỳ	919	304	965	1,005	232
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.06)	0.37	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5,061	5,366	6,331	7,335	7,567
Dòng tiền tự do	3,512	2,913	6,204	6,034	6,187

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	23.1	19.0	20.9	20.9	21.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.67	3.20	5.29	6.15	6.41
Tỷ suất LNT (%)	3.07	0.14	2.99	4.36	4.83
Thuế TNDN hiện hành (%)	32.3	75.7	22.5	20.5	20.2
Tăng trưởng doanh thu (%)	8.50	(11.3)	14.6	5.21	6.52
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	16.0	(63.0)	89.1	22.5	10.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(16.3)	(95.9)	2,319	53.2	18.0
Tăng trưởng EPS (%)	(17.4)	(95.9)	2,320	49.8	15.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(17.4)	(95.9)	2,320	49.8	15.2
Tăng trưởng DPS (%)	(50.0)	(100)	nm	0	100
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	17.8	0	18.0	12.0	20.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	18.5	0.71	16.2	21.0	20.6
ROACE (%)	26.5	1.38	15.2	17.9	18.5
Vòng quay tài sản (lần)	2.25	2.04	2.14	2.04	1.98
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.19	8.44	1.37	0.99	0.89
Số ngày tồn kho	91.4	83.2	79.6	76.4	73.1
Số ngày phải thu	10.9	19.7	27.4	33.2	38.0
Số ngày phải trả	31.1	30.2	34.7	34.7	34.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	48.6	85.0	63.8	49.3	40.9
Nợ/tài sản (%)	29.9	41.9	35.2	32.0	29.1
EBIT/lãi vay (lần)	95.6	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.63	6.65	3.26	2.66	2.40
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.72	1.69	1.93	2.14	2.31
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.81	0.98	0.84	0.81	0.77
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.6	30.7	15.8	13.1	12.0
P/E (lần)	23.5	576	23.8	15.9	13.8
P/E ĐC (lần)	23.5	576	23.8	15.9	13.8
P/B (lần)	4.04	4.13	3.62	3.04	2.62
Lợi suất cổ tức (%)	0.76	0	0.76	0.76	1.52

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
 Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
 Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
 76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
 T: (+84 28) 3823 3299
 F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
 16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
 T: (+84 24) 3933 4693
 F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn