

## CTCP ĐẦU TƯ THẾ GIỚI DI ĐỘNG (HSX: MWG)

### Quay lại đường đua tăng trưởng trung hạn nhờ Bách Hóa xanh

Chúng tôi nhận thấy MWG đã và đang hồi sinh nhịp tăng trưởng KQKD từ đáy 2023, với tăng trưởng doanh thu và quản lý chi phí hiệu quả của BHX (sau tái cấu trúc) bù đắp cho bức tranh triển vọng nhạt màu của các chuỗi cốt lõi TGDĐ&ĐMX, vốn đang tập trung tối ưu chi phí thay vì mở rộng.

#### • Thế giới di động & Điện máy xanh (TGDĐ&ĐMX):

- Thị trường chính (CNTT-TT và điện máy) đã bước vào giai đoạn bão hòa với mức tăng trưởng doanh số hàng năm từ 1-5%, lên mức 263 nghìn tỷ đồng vào năm 2028.
- Thị phần của hai chuỗi đã đạt mức giới hạn (~25% của TGDĐ & ~60% của ĐMX) trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt với các chuỗi bán lẻ hiện đại non trẻ khác và sự lún mạnh của nền tảng thương mại điện tử, không khác biệt về dịch vụ khách hàng nhưng lợi thế hơn về giá bán.
- Thu hẹp biên lợi nhuận ròng (do vẫn ở mức cao sv trung bình ngành): Hai chuỗi phải thực hiện giảm giá bán, tăng chiết khấu nhằm tăng tính cạnh tranh. Họ đã dọn dẹp cấu trúc chi phí công kênh qua đóng cửa hàng, giảm diện tích, số lượng nhân viên cửa hàng nhằm có dư địa cho chính sách trên trong 2 năm tới.

#### • Bách hóa xanh (BHX):

- Xu hướng chuyển đổi thói quen tiêu dùng sang kênh siêu thị hiện đại, đặc biệt mô hình siêu thị mini như BHX đang diễn ra mạnh mẽ nhờ phù hợp đặc tính giao thông Việt Nam. Chúng tôi ước tính kênh siêu thị có thể tăng thêm 5,2% thị phần bách hóa trong 5 năm tới, đạt 13,0% vào năm 2028.
- Hiệu quả chiến lược tái cấu trúc giúp BHX mở rộng thị phần nhanh chóng trong kênh siêu thị hiện đại (~40%) song song tạo lợi nhuận cho Tập đoàn.
- Mở rộng biên lợi nhuận ròng (do vẫn ở mức thấp sv trung bình ngành): LNST dương của chuỗi ở Q2-2024 và động thái nỗ lực tiết giảm chi phí vận hành, hàm ý một dư địa lớn cho BHX cải thiện biên LN ròng lên mức trung bình ngành 2,0-3,0% trong 3-5 năm tới, LNST ước đạt ~2.708 tỷ đồng năm 2028.

Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi kinh doanh vào năm 2024, với LNST Cty Mẹ là 4.003 tỷ đồng (+2.287% YoY). EPS tương ứng là 2.737 đồng. Trong dài hạn, LNST sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) giai đoạn 2024-28 là 12,6%, hay 6.438 tỷ đồng vào năm 2028.

Về mặt định giá, theo quan điểm thận trọng của chúng tôi, thị giá cổ phiếu hiện đã phản ánh tương đối triển vọng tăng trưởng dài hạn với giá trị hợp lý là **63.700 đồng**, tương đương PE dự phóng năm 2025 là 20,8 lần, tương ứng với khuyến nghị **TRUNG LẬP** dựa trên giá đóng cửa ngày 14/10/2024.

#### Rủi ro

- MWG sẽ phải ghi nhận chi phí cao phát sinh từ kế hoạch ESOP (0,5-3%) hàng năm khi Việt Nam chuyển đổi từ chuẩn kế toán VAS sang IFRS trong những năm tới (chưa đưa vào định giá).
- Chuỗi TGDĐ&ĐMX mất thị phần nhanh hơn kỳ vọng, trong khi quá trình nhân rộng cửa hàng ra toàn quốc của BHX không đạt hiệu quả như tại thị trường miền Nam.
- HĐKD chuỗi Erablue hợp tác cùng Erajaya là rủi ro tăng/giảm giá (chưa đưa vào định giá).

#### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	122.958	133.405	118.280	130.694	142.012	155.079
Tăng trưởng (%)	13,3	8,5	-11,3	10,5	8,7	9,2
EBITDA	8775	10170	3684	6969	7028	6933
LNST	4.899	4.100	168	4.003	4.478	5.606
Tăng trưởng (%)	25,0	-16,3	-95,9	2287,2	11,9	25,2
Biên ròng (%)	4,0	3,1	0,1	3,1	3,2	3,6
ROA (%)	13,0	16,3	0,7	8,6	9,0	10,4
ROE (%)	7,8	7,3	0,3	6,1	6,6	7,7
EPS cơ bản (VND)	6.868	2.800	114	2.737	3.062	3.834
GTSS (VND)	28.552	16.333	15.941	18.199	20.759	23.991
Cổ tức tiền mặt (VND)	500	1	500	500	500	500
P/E (x)	20,1	15,7	377,3	24,6	22,0	17,6
P/BV (x)	4,8	2,7	2,7	3,7	3,2	2,8

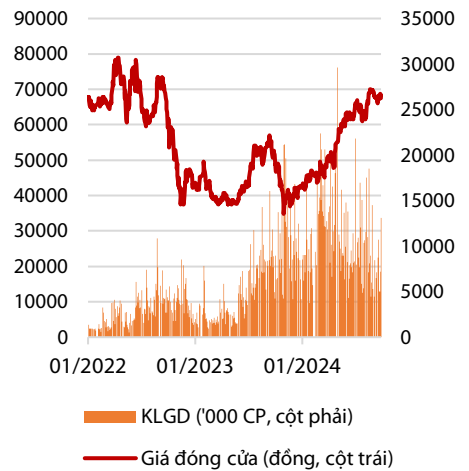
Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 27/09/2024.

## TRUNG LẬP

Giá thị trường (VND)	63.600
Giá mục tiêu (VND)	63.700

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	76.037
SLCPDLH (triệu cp)	1.462
Beta	1,4
Free Float (%)	60
Giá cao nhất 52 tuần	70.000
Giá thấp nhất 52 tuần	35.100
KLGD bình quân 20 phiên	470.051



#### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
MWG	7,3	30,8	1,4
VN30 Index	4,9	15,7	14,4
VN-Index	2,5	11,9	10,7

#### Cổ đông lớn (%)

Công ty TNHH MTV Tư vấn đầu tư thế giới Bán lẻ	10,49
Arisaig Asia Fund Ltd	3,45
Baillie Gifford & Co	3,15
Nguyễn Đức Tài	2,29
Khác	80,62
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	2,13

#### Hung Nguyễn

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 1526

[hung.nb@vdsc.com.vn](mailto:hung.nb@vdsc.com.vn)

## ĐỊNH GIÁ

### ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giá định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2024	10,2%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,0%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	70.894
Chi phí vốn chủ sở hữu	15,1%	+ Tiền mặt & Vốn chủ sở hữu tại ngày định giá	29.673
Lãi suất phi rủi ro	2,52%	- Nợ	23.866
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	9,0%	Giá trị vốn chủ sở hữu	76.702
Beta	1,4	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	1.461,92
Exit EV/EBITDA	12,0x	Giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu (VND)	52.466

**Bảng 1: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của MWG trên mỗi Cổ phiếu (VND)**

	Exit EV/EBITDA								
		9,0	10,0	11,0	12,0	13,0	14,0	15,0	
	WACC	7,2%	47.467	50.933	54.399	57.865	61.331	64.798	68.264
		8,2%	45.989	49.319	52.650	55.980	59.310	62.640	65.970
		9,2%	44.580	47.780	50.981	54.182	57.382	60.583	63.784
		10,2%	43.235	46.312	49.389	52.466	55.544	58.621	61.698
		11,2%	41.950	44.910	47.869	50.829	53.789	56.749	59.708
		12,2%	40.723	43.570	46.418	49.266	52.113	54.961	57.809
		13,2%	39.550	42.291	45.031	47.772	50.513	53.254	55.994

### ĐỊNH GIÁ NGẮN HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP TỔNG HỢP (SoTP)

Chúng tôi cũng thực hiện phương pháp định giá tổng hợp (SoTP) cho MWG với việc định giá từng chuỗi của hàng trọng yếu của MWG bằng phương pháp so sánh (P/E, P/S) tùy vào tính chất từng chuỗi với kết quả sau cùng ở bảng bên dưới:

	2024	2025
Giá mục tiêu MWG (VND/cổ phần)	66.131	71.203

Cụ thể ở từng chuỗi, chúng tôi mô tả chi tiết phương pháp định giá so sánh như sau:

### Thế giới di động và Điện máy xanh (TGDD & ĐMX)

Công ty	Vốn hóa	Doanh thu thuần 2023	EBITDA 2023	Biên gộp	Biên ròng	P/E 2023	EV/EBITDA 2023
Erajaya Swasembada Tbk PT (Indonesia)	441	3.949	180	10,7	1,4	7,8	4,5
Electronic City (Indonesia)	103	559	18	16,8	0,5	6,9	4,4
Senheng New Retail (Malaysia)	108	289	18	21,1	1,9	19,4	6,6
Com7 PCL (Thái Lan)	1.592	1.917	126	13,2	4,1	19,3	13,8
Best Buy (Mỹ)	22.721	42.879	2.670	23,2	3,4	14,0	8,3
FPT Shop (Việt Nam)		647	-13	10,1	-2,9		
<b>Trung vị 5 năm của nhà bán lẻ CNTT-TT &amp; điện máy (2018-23)</b>						<b>12,1</b>	<b>6,1</b>

**Bảng 2: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của TGDD & ĐMX trên mỗi Cổ phiếu (VND)**

	P/E										
		8,1	9,1	10,1	11,1	12,1	13,1	14,1	15,1	16,1	
	EPS (VND)	2024	2.823	22.768	25.591	28.415	31.238	34.061	36.884	39.707	42.530
	2025	2.676	21.581	24.257	26.933	29.609	32.285	34.961	37.637	40.313	42.989
	2026	2.723	21.964	24.687	27.410	30.134	32.857	35.580	38.304	41.027	43.750
	2027	2.615	21.089	23.704	26.319	28.934	31.549	34.164	36.779	39.394	42.009
	2028	2.552	20.584	23.136	25.689	28.241	30.793	33.346	35.898	38.450	41.003

Nguồn: CTCK Rồng Việt

## Bách hóa xanh (BHX)

Công ty	Vốn hóa	Doanh thu thuần 2023	EBITDA 2023	Biên gộp	Biên ròng	P/E 2023	P/S 2023
PT Midi Utama Indonesia Tbk (Indonesia)	934	1.139	104	26,0	3,0	25,4	0,8
Robinsons Retail Holdings Inc (Philippines)	3.454	296	74	23,7	2,1	13,5	0,3
AEON Co. (M) Bhd (Malaysia)	333	906	153	43,6	2,8	13,0	0,4
Sumber Alfaria Trijaya Tbk PT - Alfamart (Indonesia)		7.022	541	21,6	3,2	37,8	1,1
Albertsons Cos Inc (Mỹ)	14.103	69.690	4.079	29,3	1,2	7,3	0,2
<b>Trung vị 5 năm của nhà bán lẻ bách hóa (2018-23)</b>						<b>21,1</b>	<b>0,4</b>

Mặc dù mức P/S trung bình ngành chỉ ở mức 0,4x. Tuy nhiên, chúng tôi sử dụng mức P/S 1,12x cho định giá của BHX, trùng với mức định giá trong giao dịch huy động vốn gần nhất của chuỗi khi BHX vừa phát hành riêng lẻ 5% cổ phần cho CDH Investments (Trung Quốc) trong Q2/2024 với giá trị 1.773 tỷ đồng (tương ứng với mức P/S ~ 1,12x), với cam kết CDH Investments sẽ không có quyền can thiệp vào quá trình vận hành của chuỗi BHX.

**Bảng 3: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của BHX trên mỗi Cổ phiếu (VNĐ)**

SPS (*) (VNĐ)	P/S										
		0,92	0,97	1,02	1,07	1,12	1,17	1,22	1,27	1,32	
<b>2024</b>	42.955	27.120	28.590	30.059	31.528	32.997	34.466	35.935	37.404	38.874	
<b>2025</b>	52.394	33.079	34.871	36.663	38.455	40.247	42.039	43.831	45.623	47.415	
<b>2026</b>	63.218	39.913	42.075	44.238	46.400	48.562	50.724	52.886	55.048	57.210	
<b>2027</b>	72.568	45.817	48.299	50.781	53.263	55.745	58.227	60.709	63.191	65.673	
<b>2028</b>	84.639	53.438	56.333	59.228	62.123	65.017	67.912	70.807	73.702	76.597	

Nguồn: CTCK Rông Việt | (\*) SPS (Sales Per Share)

Quý nhà đầu tư có thể tham khảo phương pháp định giá P/E cho chuỗi BHX ở bảng dưới đây. BHX bắt đầu có lời từ Q2-2024 và dự kiến có thể mang lại lợi nhuận lớn cho MWG trong các năm tiếp đến, có thể khiến thị trường định giá lại chuỗi này bằng phương pháp P/E thay vì cách định giá P/S.

EPS (VNĐ)	P/E										
		17,1	18,1	19,1	20,1	21,1	22,1	23,1	24,1	25,1	
<b>2024</b>	24	403	426	450	473	497	520	544	567	591	
<b>2025</b>	430	7.371	7.801	8.231	8.661	9.091	9.521	9.952	10.382	10.812	
<b>2026</b>	1.142	19.567	20.708	21.850	22.991	24.133	25.275	26.416	27.558	28.700	
<b>2027</b>	1.588	27.225	28.814	30.402	31.991	33.579	35.168	36.756	38.344	39.933	
<b>2028</b>	1.853	31.754	33.606	35.459	37.312	39.164	41.017	42.870	44.722	46.575	

Nguồn: CTCK Rông Việt

## An Khang

Công ty	Vốn hóa	Doanh thu thuần 2023	EBITDA 2023	Biên góp	Biên ròng	P/E 2023	P/S 2023
Welcia Holding (Nhật Bản)	4.399	8.205	494	30,4	2,2	18,8	0,4
Yakuodo Holdings (Nhật Bản)	336	923	54	21,9	2,5	16,4	0,4
Yifeng Pharmacy Chain Co Ltd (Trung Quốc)	5.462	3.057	507	38,2	6,3	28,3	1,8
Yixintang Pharma A Equity (Trung Quốc)	1.863	2.353	270	33,0	3,2	24,7	0,8
DaShenLin Pharmaceutical Group Co LTd (Trung Quốc)	3.817	3.321	442	35,9	4,8	23,7	1,1
CVS Health Corporation (Mỹ)	97.481	342.932	19.724	15,2	2,3	10,1	0,3
Walgreens Boots Alliance, Inc. (Mỹ)	42.095	127.011	8.233	19,5	-2,2	14,0	0,3
<b>Trung vị 5 năm của nhà bán lẻ dược phẩm (2018-23)</b>						<b>15,0</b>	<b>0,7</b>

**Bảng 4: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của An Khang trên mỗi Cổ phiếu (VND)**

SPS (*) (VND)		P/S									
		0.50	0.55	0.60	0.65	0.70	0.75	0.80	0.85	0.90	
	<b>2024</b>	1,518	515	567	619	671	723	774	826	878	930
	<b>2025</b>	1,458	495	544	594	644	694	744	794	844	893
	<b>2026</b>	1,383	469	516	564	611	658	706	753	800	848
	<b>2027</b>	1,292	438	482	526	571	615	659	703	747	792
	<b>2028</b>	1,182	401	441	482	522	562	603	643	684	724

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Tổng hợp hai phương pháp DCF trong dài hạn và SoTP trong ngắn hạn với tỷ trọng 40:60, giá cổ phiếu mục tiêu xác định cho một năm tới của MWG ở mức 63.700 đồng/cổ phiếu.** Trong cả ngắn hạn và dài hạn 5 năm, dựa trên giá đóng cửa vào ngày 14/10/2024, chúng tôi tin rằng thị giá hiện tại của MWG đã phản ánh tương đối các tiềm năng mà doanh nghiệp có thể thực hiện.

**Sau đây, chúng tôi trình bày các khía cạnh của cổ phiếu MWG, hỗ trợ cho phần định giá bên trên của chúng tôi theo các phần sau:**

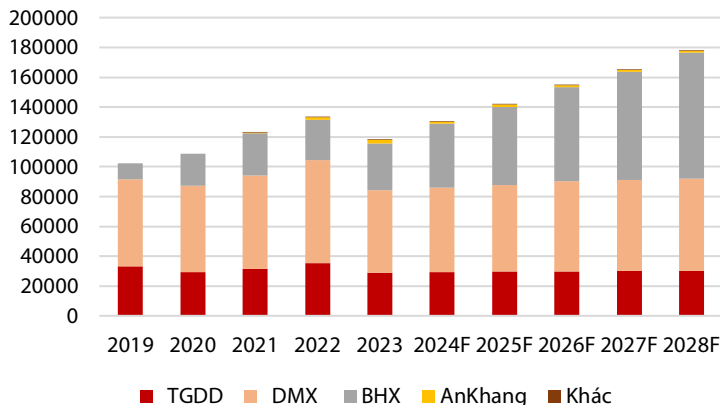
### MỤC LỤC

<b>A. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH &amp; DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-28</b>	<a href="#">Tham khảo trang 5</a>
<b>B. PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP</b>	<a href="#">Tham khảo trang 11</a>
<b>1. Tổng quan doanh nghiệp</b>	<a href="#">Tham khảo trang 11</a>
<b>2. Hoạt động kinh doanh cốt lõi</b>	<a href="#">Tham khảo trang 12</a>
<b>3. Chuỗi giá trị doanh nghiệp</b>	<a href="#">Tham khảo trang 14</a>
a. Tổng quan ngành bán lẻ	<a href="#">Tham khảo trang 14</a>
b. Chuỗi Thế giới di động	<a href="#">Tham khảo trang 15</a>
c. Chuỗi Điện máy xanh	<a href="#">Tham khảo trang 20</a>
d. Chuỗi Bách hóa xanh	<a href="#">Tham khảo trang 24</a>
e. Các chuỗi khác	<a href="#">Tham khảo trang 29</a>
<b>PHỤ LỤC – CÁC CHUỖI CNTT-TT &amp; ĐIỆN MÁY TƯƠNG ĐỒNG</b>	<a href="#">Tham khảo trang 32</a>
<b>PHỤ LỤC – CÁC CHUỖI BÁCH HÓA TƯƠNG ĐỒNG</b>	<a href="#">Tham khảo trang 34</a>

**PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-28**

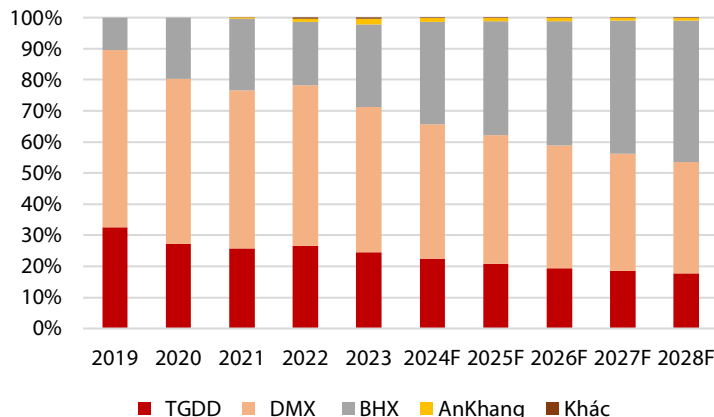
**Doanh thu:** MWG đang nỗ lực khai thác các phân khúc mới, với trọng tâm là BHX trong bối cảnh các phân khúc cốt lõi (TGDD, ĐMX) dần bão hòa. Chiến lược này đang có những chuyển biến tích cực.

**Hình 1: Doanh thu thuần của MWG (Tỷ đồng)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Đóng góp doanh thu của MWG theo phân khúc (%)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa những dữ liệu này bằng cách sử dụng hình thức bảng. Xem thêm thông tin trong Phụ lục 4. [\(Xem trang 37\)](#)

Về dự báo doanh thu bán hàng trong giai đoạn 2024-28, chúng tôi đưa ra các giả định như sau:

**Thế giới di động (TGDD):** Trong giai đoạn 2009-17, nhờ lợi thế cạnh tranh khác biệt so với phần còn lại, TGDD mở rộng thị phần mạnh mẽ trong một miếng bánh to ra nhanh chóng. Tốc độ tăng trưởng kép (CAGR 2009 – 17) của doanh thu đạt 43,2%/năm [\(Xem trang 15\)](#). Tuy nhiên, ở giai đoạn 2017-23 khi thị trường CNTT-TT đã bước vào giai đoạn bão hòa và MWG đã ở vị trí “giới hạn mở rộng thị phần” cũng như chịu sự cạnh tranh lớn từ các nhà bán lẻ hiện đại khác và từ các nền tảng mua hàng trực tuyến, CAGR doanh thu là -3,6%/năm [\(Xem trang 17\)](#). Chúng tôi dự phóng xu hướng này sẽ tiếp tục diễn ra trong dài hạn với đóng góp của chuỗi này trong tổng doanh thu của MWG sẽ giảm dần xuống 17,7% vào năm 2028 từ mức 24,5% trong năm 2023. CAGR 2023-28 doanh thu của chuỗi dự phóng đạt 0,9%/năm. [\(Xem trang 19\)](#)

**Điện máy xanh (ĐMX):** Tương tự TGDD, ĐMX đánh chiếm nhanh thị phần trong một miếng bánh mở rộng, bằng những chiến lược “hợp thời thế” trong giai đoạn 2012-17 với CAGR doanh thu đạt 91,4%/năm [\(Xem trang 20\)](#). Ở giai đoạn 2017-23 khi quy mô thị trường đạt ngưỡng giới hạn, tỷ lệ CAGR doanh thu sụt giảm còn 24,3%/năm mặc dù thị phần của chuỗi tiếp tục mở rộng bằng việc đánh chiếm xuống thị trường nông thôn ở thời điểm này [\(Xem trang 22\)](#). Tuy nhiên, thị trường đang ngày càng “chật chội” trước sự tham gia của nhiều chuỗi hiện đại khác cũng như trước sự chuyển dịch sang xu hướng mua hàng trực tuyến đối với hàng giá trị cao như điện máy [\(Xem trang 23\)](#). Do vậy, chúng tôi dự phóng đóng góp của chuỗi này sẽ giảm xuống 35,9% vào năm 2028 từ mức 46,7% trong năm 2023. CAGR 2023–28 doanh thu của chuỗi ước đạt 2,2%/năm.

**Bách hóa xanh (BHX):** Trong bối cảnh tăng trưởng chậm của hai chuỗi chủ lực, MWG thực hiện tinh gọn cấu trúc hai chuỗi trên và tập trung nguồn lực khai phá tiềm năng của chuỗi Bách Hóa Xanh từ năm 2016. Tuy nhiên, những chính sách “thiếu hợp lý” đã đẩy BHX vào một giai đoạn càng làm càng lỗ 2017-21, mặc cho tỷ lệ CAGR doanh thu ở mức cao, đạt 108,6%/năm [\(Xem trang 24\)](#). Chuỗi buộc phải tái cấu trúc mạnh mẽ từ năm 2022, CAGR doanh thu 2021-23 theo đó chậm lại đạt 5,9%/năm nhưng dần cải thiện hiệu quả chi phí [\(Xem trang 25\)](#).

Cho giai đoạn 2024-28, chúng tôi cho rằng chuỗi đang ở một vị thế tốt khi đã ổn định công thức mở cửa hàng và cũng phát đi tín hiệu trở lại đường đua nhân rộng chuỗi trong năm 2024 [\(Xem trang 27\)](#). Chúng

tôi dự phóng đóng góp của chuỗi này sẽ tăng lên 47,5% vào năm 2028 từ mức 26,7% trong năm 2023 với CAGR doanh thu dự phóng ở giai đoạn này đạt 21,8%/năm.

**An Khang:** Việc phải phân tán nguồn lực cho các mảng khác đi kèm sự phát triển thần tốc của chuỗi bán lẻ dược phẩm Long Châu khiến An Khang gặp khó khăn trong tăng trưởng doanh thu khi chỉ chiếm 1,6% thị phần ngành bán lẻ dược phẩm Việt Nam năm 2023 (sv 11,0% của Long Châu – chuỗi có thời gian hoạt động tương đồng) (Xem trang 29). Trong năm 8T2024, chuỗi đã thu hẹp quy mô, giảm 214 cửa hàng so với cùng kỳ và bắt đầu vào giai đoạn tái cấu trúc tương tự BHX. Chúng tôi dự phóng thị phần của chuỗi tiếp tục co hẹp lại còn 0,6% trong năm 2028, tương ứng tỷ trọng doanh thu đóng góp của chuỗi giảm từ 1,9% ở năm 2023 xuống 0,7% ở năm 2028.

**Các phân khúc khác (ví dụ chuỗi mẹ & bé AVAKids):** Vì chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu (0,3% ở năm 2023) nên không ảnh hưởng nhiều đến tăng trưởng doanh thu và định giá của MWG. Chúng tôi dự phóng doanh thu không đổi cho giai đoạn 2024-28 ở mức 306 tỷ đồng.

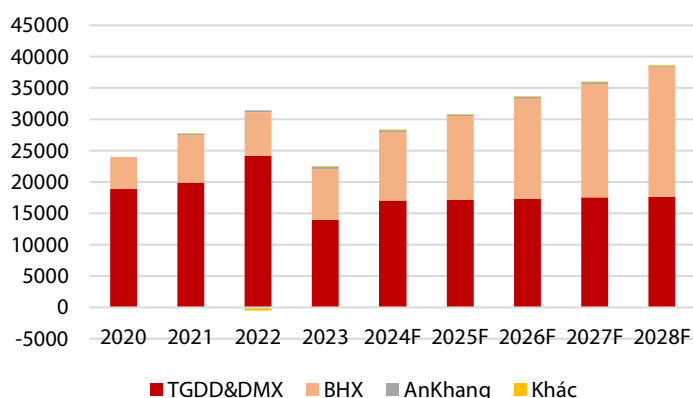
**Cơ cấu chi phí:** Xu hướng thu hẹp biên lợi nhuận từ các mảng cốt lõi (TGDD, ĐMX) sẽ được bù trừ bởi tỷ trọng doanh thu cao hơn từ mảng mới vốn có biên lợi nhuận tốt (BHX). Hoạt động kinh doanh nguồn vốn (doanh thu, chi phí tài chính) cũng là hoạt động hỗ trợ biên lợi nhuận của toàn Tập đoàn. Theo đó, chúng tôi cho rằng MWG có triển vọng quay về thời kỳ biên lợi nhuận ròng ~3,5% trong 5 năm tới.

### Biên lợi nhuận gộp

**Thế giới di động & Điện máy xanh (TGDD & ĐMX):** Các công thức thành công (đặc biệt là lợi thế về dịch vụ khách hàng) trong quá khứ dần bị sao chép bởi các chuỗi bán lẻ khác (Xem trang 17, trang 23). Đi kèm xu hướng giá rẻ từ các sản phẩm CNTT-TT, điện máy trên các nền tảng trực tuyến, chúng tôi dự phóng biên LN gộp của hai chuỗi này sẽ giảm dần trong dài hạn về mức trung bình ngành 19,2% (Xem trang 33). Tuy nhiên, trong ngắn hạn (năm 2024), chỉ số này sẽ phục hồi trở lại, đạt 19,8% nhờ cuộc chiến giá CNTT-TT qua đi năm 2023 và sự mất ổn định của đối thủ cạnh tranh lớn nhất FPT Shop (đang trong quá trình tái cơ cấu, đóng cửa hàng). (Xem trang 19)

**Bách hóa xanh (BHX):** Với danh mục sản phẩm không có nhiều khác biệt so với các chuỗi bách hóa khác nhưng nhờ lợi thế quy mô xây dựng được và các chiến lược làm việc trực tiếp với các nhà cung cấp/hộ trang trại, giúp BHX có biên LN gộp tốt hơn trung bình ngành (25-26,0% sv 24,5-25,0%) mặc dù giữ giá bán ở mức cạnh tranh trong năm 2021-24 (Xem trang 27). Tuy nhiên, trong dài hạn, việc mở rộng thêm cửa hàng đến các khu vực mới và cạnh tranh trong ngành lớn hơn từ cả Winmart+ và các đối thủ tiềm tàng như KingfoodMart, Co.op Foods... chúng tôi cho rằng biên LN gộp của BHX sẽ giảm dần về mức trung bình ngành. (Xem trang 35)

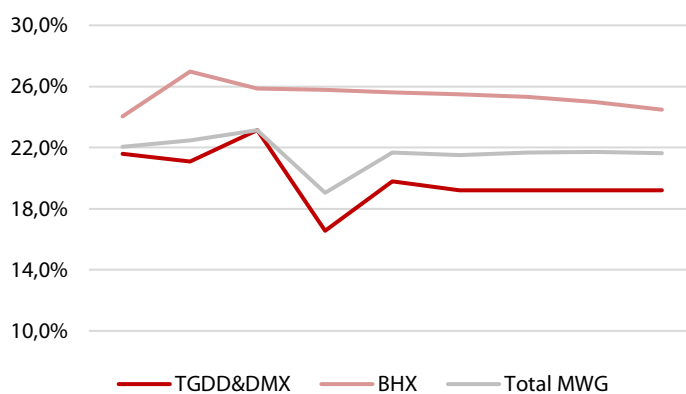
Hình 3: Lợi nhuận gộp của MWG (Tỷ đồng)



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục 4. (Xem trang 37)

Hình 4: Biên lợi nhuận gộp của MWG (%)



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt



**Chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp**

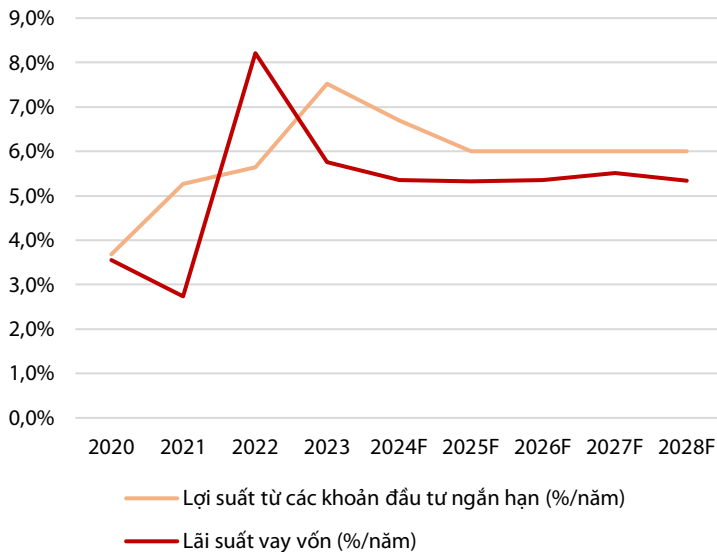
**Thế giới di động & Điện máy xanh (TGDD & ĐMX):** Tỷ lệ CPBH&QLDN/doanh thu thuần đang có xu hướng tăng trong các năm gần đây, trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt khiến các chuỗi phải thực hiện nhiều chính sách quảng cáo, marketing, chiết khấu nhằm duy trì thị phần và doanh thu (Xem trang 24). Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ tiếp diễn trong trung và dài hạn, đưa tỷ lệ CPBH/DTT của chuỗi tiệm cận mức trung bình ngành (Xem trang 33). Theo đó, chúng tôi dự phóng tỷ lệ này sẽ gia tăng trung bình 0,5%/năm và đạt 16,0% ở năm 2028 từ mức 14,0% ở năm 2023.

**Bách hóa xanh (BHX):** Dự địa cải thiện tỷ lệ CPBH&QLDN/doanh thu thuần của chuỗi còn lớn khi so sánh với các chuỗi bách hóa tương đồng khác trên thế giới (Xem trang 35). Ngoài ra, chúng tôi cũng đã nhìn thấy tín hiệu cho vấn đề này khi BHX đang liên tục thực hiện nhiều chính sách tối ưu chi phí này và số liệu kinh doanh trong 2023-24 cũng phù hợp với luận điểm trên (Xem trang 25). Chúng tôi dự phóng CPBH&QLDN/Doanh thu thuần giảm dần xuống mức trung bình ngành, đạt 20,5% ở năm 2028 từ mức 29,5% ở năm 2023. (\*)

(\*) Chúng tôi cũng lưu ý Bách hóa xanh bản chất là một đại siêu thị chia nhỏ thành các siêu thị mini nên cấu trúc chi phí sẽ lớn hơn, ví dụ như các chi phí lưu kho, nhân viên, thuê cửa hàng, vận chuyển sẽ phát sinh nhiều hơn do có nhiều điểm bán hàng phân mảnh thay vì quy về một điểm nổi như đại siêu thị.

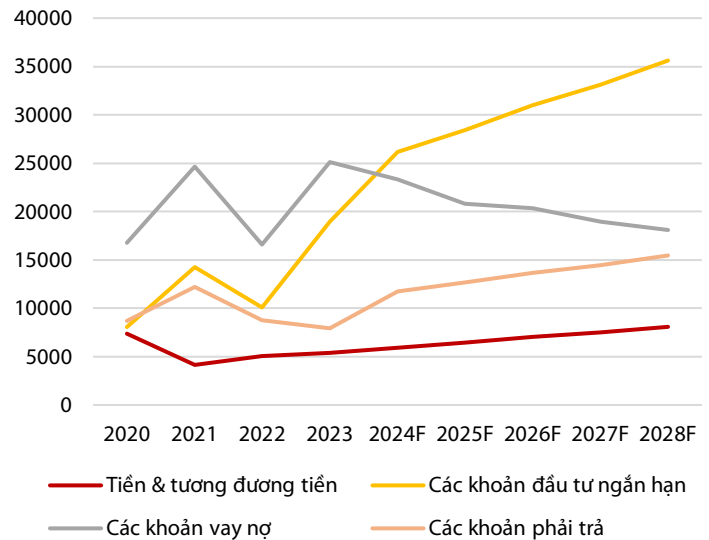
**Hoạt động kinh doanh nguồn vốn của MWG:** Chúng tôi lưu ý về một trong những khoản mục ảnh hưởng đáng kể lên LNST của MWG – doanh thu/chi phí tài chính. Chúng tôi cho rằng MWG thực hiện các khoản đầu tư ngắn hạn bao gồm tiền gửi có kỳ hạn, trái phiếu & các khoản khác với lãi suất tốt dựa trên nguồn vốn vay giá rẻ hoặc các khoản chiếm dụng vốn đối với nhà cung cấp tận dụng từ lợi thế quy mô doanh nghiệp. Hoạt động này đem lại lợi nhuận ~1.000 tỷ đồng/năm cho MWG trong giai đoạn 2024-28.

**Hình 5: Mô tả lợi suất đầu tư và lãi suất đi vay của MWG (%)**



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

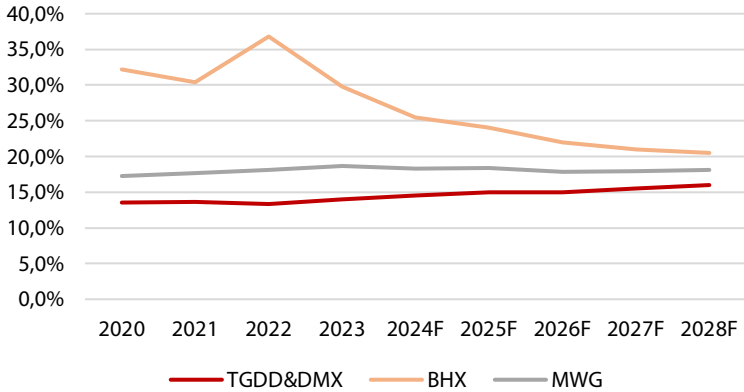
**Hình 6: Mô tả diễn biến hoạt động kinh doanh nguồn của MWG (tỷ đồng)**



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

**Biên lợi nhuận ròng:** MWG duy trì biên lợi nhuận ròng ổn định khoảng 3,0-4,0% trong giai đoạn 2013-22, cao hơn mức tiêu chuẩn ngành nhờ lợi thế cạnh tranh cao và hoạt động kinh doanh nguồn vốn đã đề cập, trước khi giảm mạnh xuống 0,1% trong năm 2023 do tình hình kinh doanh không khả quan của mảng bán lẻ CNTT-TT. Mặc dù biên lợi nhuận của các mảng trụ cột, gồm TGDD & ĐMX, có xu hướng thu hẹp nhưng chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận ròng tổng thể của MWG có thể duy trì ở mức ~3,0% cho giai đoạn 2024-25 và cải thiện lên ~3,6% cho giai đoạn 2026-28, dựa trên (1) duy trì hoạt động kinh doanh nguồn vốn của chuỗi, và (2) tỷ trọng cao hơn của mảng BHX có biên lợi nhuận tốt (đạt tối đa 3,0% ở thời kỳ hiệu quả nhất của chuỗi tương tự với mô hình chuỗi bách hóa Lianhua Market hay mức trung bình ngành) (Xem trang 35), và (3) hạn chế mức lỗ từ các chuỗi không hiệu quả như An Khang.

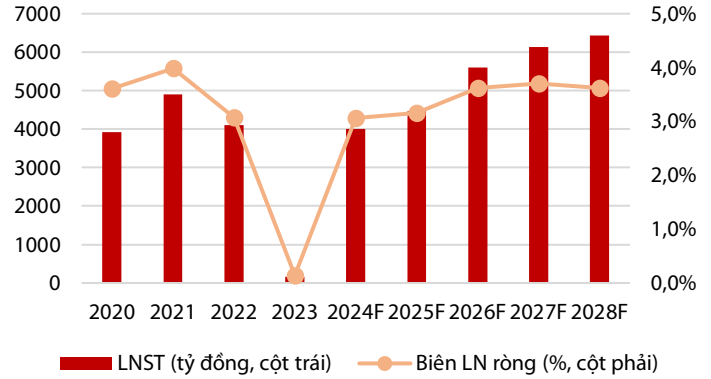
**Hình 7: Chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần của MWG (%)**



Nguồn: MWG, CTCK Rông Việt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục 4. [\(Xem trang 38\)](#)

**Hình 8: Thu nhập ròng & biên ròng của MWG**



Nguồn: MWG, CTCK Rông Việt

**Điểm nổi bật về tài sản**

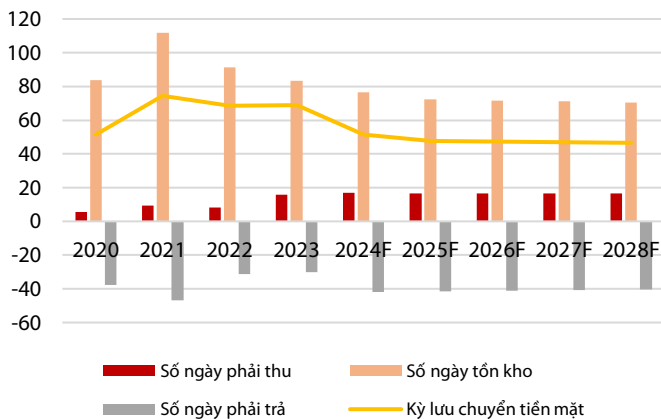
**Vốn lưu động:** Xu hướng tối ưu hàng tồn kho ở cả ba chuỗi TGDD, ĐMX, BHX và tăng chính sách chiếm dụng vốn nhà cung cấp khi lợi thế quy mô lớn hơn giúp vòng quay tiền mặt của MWG nhanh hơn, số ngày lưu chuyển tiền giảm xuống 47-50 ngày cho giai đoạn 2024-28 từ mức 69 ngày ở năm 2023.

Trong giai đoạn 2024-28, chúng tôi kỳ vọng MWG sẽ tăng số ngày phải trả dẫn lên mức trung bình của ngành khi lợi thế quy mô ngày càng lớn của chuỗi BHX. Ngoài ra, công ty cũng sẽ nỗ lực giảm số ngày tồn kho (\*). Giải pháp này sẽ dẫn đến chu kỳ chuyển đổi tiền mặt nhanh hơn, giảm số nợ và tiết kiệm chi phí lãi vay.

**(\*) Thế giới di động & Điện máy xanh (TGDD & ĐMX):** Hai chuỗi đã thực hiện quá trình tinh gọn mô hình hoạt động nhằm quản lý hàng tồn kho tốt hơn, số ngày tồn kho trong 2023-24 đã và đang thể hiện xu hướng này. Chúng tôi dự phóng chỉ số này của sản phẩm CNTT-TT và điện máy sẽ giảm dần về mức 80-85 ngày trong giai đoạn 2024-28 (số liệu tốt nhất trong quá khứ của hai chuỗi) từ mức 91 ngày năm 2023. Mức dự phóng này vẫn cao hơn trung bình ngành (60 ngày) do đặc tính hạ tầng giao thông Việt Nam mạnh mẽ, chưa được quy hoạch tốt cho hoạt động vận chuyển như các quốc gia khác.

**Bách hóa xanh (BHX):** Chuỗi tiếp tục các chính sách tối ưu hàng tồn kho [\(Xem trang 26\)](#) trong H1-2024. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng số ngày tồn kho của chuỗi đã ở mức hợp lý so với trung bình ngành (60-65 ngày), do đó, chúng tôi dự phóng chuỗi sẽ chỉ cải thiện nhẹ chỉ số này về mức 60 ngày cho giai đoạn 2024-28 từ mức 65 ngày ở năm 2023.

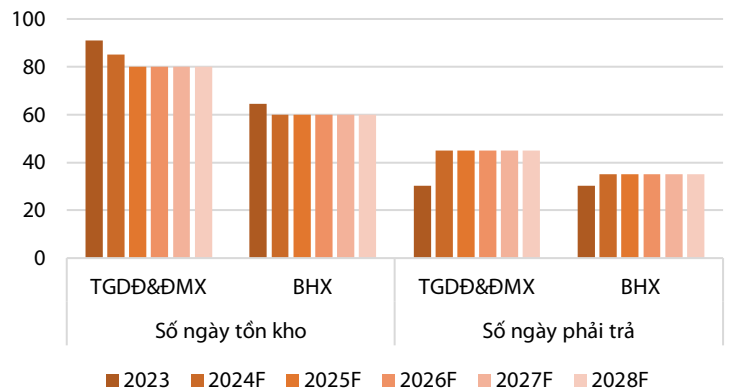
**Hình 9: Dự phóng chỉ số hoạt động của MWG (ngày)**



Nguồn: MWG, CTCK Rông Việt ước tính

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục 4. [\(Tham khảo xem 38\)](#)

**Hình 10: Chi tiết dự phóng chỉ số hoạt động ở các chuỗi (ngày)**



Nguồn: MWG, CTCK Rông Việt ước tính



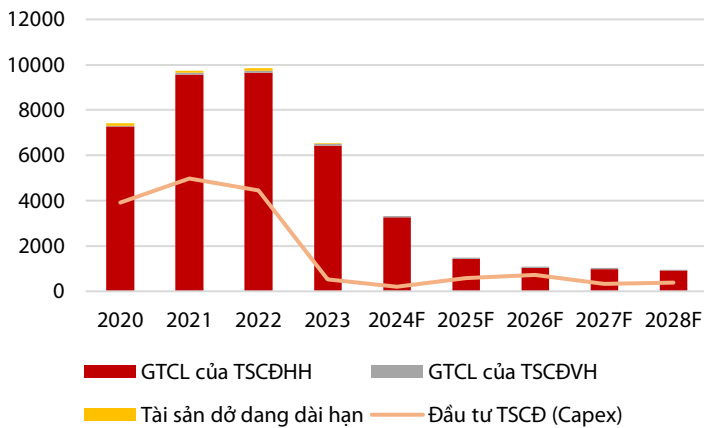
**Đầu tư TSCĐ:** Với mô hình bán lẻ, chi phí đầu tư cửa hàng (CH), kho bãi (DC) là các khoản đầu tư TSCĐ chính. MWG đã bước vào pha “giảm lượng, tăng chất” nên số lượng cửa hàng đã giảm dần trong giai đoạn 2022-24, dẫn đến sự sụt giảm giá trị TSCĐ còn 4.965 tỷ đồng ở cuối T6-2024 từ 9.777 tỷ đồng cuối T12-2021.

Về hoạt động mở mới cửa hàng, chúng tôi cho rằng ba chuỗi TGDD, ĐMX, An Khang sẽ hoàn thành việc đóng cửa hàng trong năm 2024 và giữ nguyên lượng cửa hàng này cho giai đoạn 2025-28. BHX là chuỗi trọng tâm mở mới của MWG với +923 CH, +13 kho ở năm 2028 sv 2023.

Ngoài ra, Công ty sẽ tái đầu tư 75-90 tỷ đồng mỗi năm vào các cửa hàng cũ đang vận hành nhằm duy trì tăng trưởng doanh thu ổn định ở các cửa hàng này trong giai đoạn 2024-28.

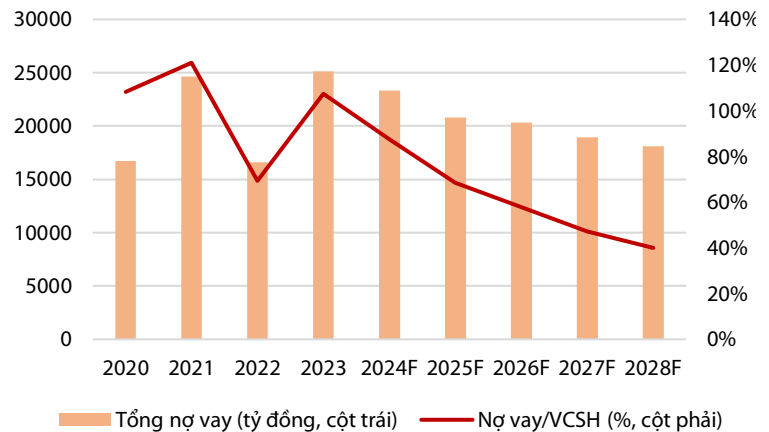
**Nợ vay:** Chúng tôi cho rằng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt nhanh hơn kết hợp với nhu cầu vốn đầu tư TSCĐ vừa phải sẽ giúp giảm số nợ và tiết kiệm chi phí lãi vay trong giai đoạn 2024-28. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí lãi vay/doanh thu thuần sẽ ở mức 1,0% vào năm 2024 (giảm nhẹ 0,2% sv năm 2023) và giảm dần xuống còn 0,7% trong giai đoạn 2025-28.

**Hình 11: TSCĐ của MWG**



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt ước tính

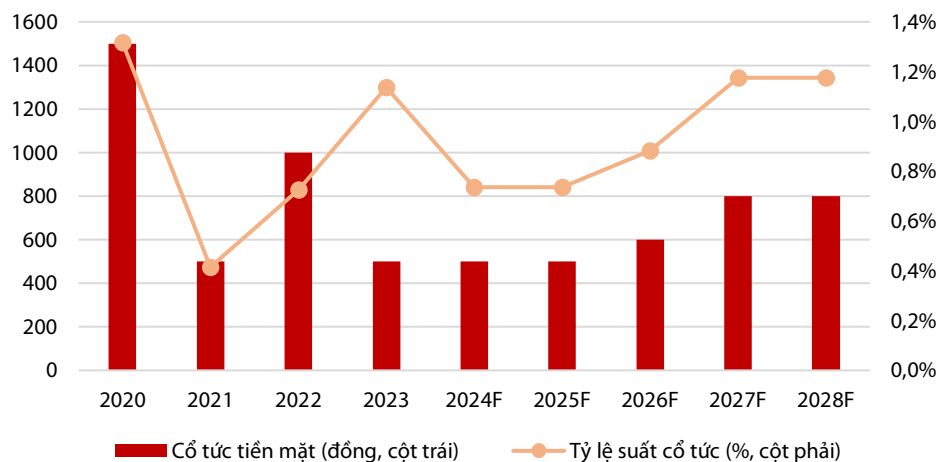
**Hình 12: Tổng nợ vay của MWG**



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt ước tính

**Chính sách cổ tức tiền mặt:** Vì MWG thực hiện chính sách cổ tức tiền mặt hàng năm (500-1.000 đồng/cổ phiếu), tương đương với tỷ suất cổ tức từ 0,5-1,5%/năm, thấp hơn so với lãi suất tiền gửi ngân hàng trung bình (3-5%/năm), chúng tôi cho rằng MWG không phù hợp cho chiến lược đầu tư cổ tức.

**Hình 13: Cổ tức tiền mặt của MWG (VND)**



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục 4. (Xem trang 38)

**Bảng 5: Báo cáo tài chính hàng năm của MWG**

<b>BÁO CÁO THU NHẬP</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
Doanh thu	108.546	122.958	133.405	118.280	130.694	142.012	155.079	165.438	178.073
Giá vốn hàng bán	84.592	95.326	102.543	95.759	102.352	111.182	121.433	129.437	139.359
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>23.954</b>	<b>27.632</b>	<b>30.862</b>	<b>22.521</b>	<b>28.341</b>	<b>30.830</b>	<b>33.646</b>	<b>36.000</b>	<b>38.714</b>
Chi phí BH&QLDN	18.738	21.738	24.218	22.084	23.943	26.164	27.814	29.721	32.375
Các chi phí tài chính khác	0	40	20	108	84	67	69	86	55
<b>EBITDA</b>	<b>7.410</b>	<b>8.775</b>	<b>10.170</b>	<b>3.684</b>	<b>6.969</b>	<b>7.028</b>	<b>6.933</b>	<b>6.605</b>	<b>6.814</b>
Chi phí ngoài hoạt động	46	49	580	394	652	94	94	94	94
Thu nhập ngoài hoạt động	44	55	62	37	68	0	0	0	0
Thu nhập lãi vay	794	1.288	1.313	2.167	2.523	2.500	2.734	2.915	3.137
Chi phí lãi vay	594	674	1.362	1.448	1.250	1.405	1.384	1.333	1.261
<b>Thu nhập trước thuế (EBT)</b>	<b>5.410</b>	<b>6.472</b>	<b>6.056</b>	<b>690</b>	<b>5.004</b>	<b>5.601</b>	<b>7.019</b>	<b>7.682</b>	<b>8.067</b>
Dự phòng thuế	1.490	1.570	1.955	522	1.001	1.120	1.404	1.536	1.613
<b>Lãi/lỗ tại các công ty liên doanh/liên kết</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Lợi ích thiểu số	2	3	2	0	2	35	93	129	150
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>3.918</b>	<b>4.899</b>	<b>4.100</b>	<b>168</b>	<b>4.003</b>	<b>4.478</b>	<b>5.606</b>	<b>6.133</b>	<b>6.438</b>
Biên ròng	3,6%	4,0%	3,1%	0,1%	3,1%	3,2%	3,6%	3,7%	3,6%
<b>Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu (VND/CP)</b>	<b>8.633</b>	<b>6.868</b>	<b>2.800</b>	<b>114</b>	<b>2.737</b>	<b>3.062</b>	<b>3.834</b>	<b>4.194</b>	<b>4.403</b>

**Bảng 6: Bảng cân đối kế toán hàng năm của MWG**

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
<b>TÀI SẢN</b>									
Tiền mặt hoạt động	7.348	4.142	5.061	5.366	5.929	6.442	7.035	7.505	8.078
Đầu tư ngắn hạn	8.057	14.237	10.069	18.937	26.139	28.402	31.016	33.088	35.615
Các khoản phải thu	1.595	3.162	3.001	5.159	6.062	6.454	7.037	7.500	8.064
Tồn kho	19.422	29.167	25.696	21.824	21.443	22.061	23.876	25.254	26.932
Các tài sản ngắn hạn khác	895	1.247	750	665	734	798	871	929	1.000
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>37.317</b>	<b>51.955</b>	<b>44.578</b>	<b>51.950</b>	<b>60.307</b>	<b>64.158</b>	<b>69.835</b>	<b>74.276</b>	<b>79.689</b>
Tài sản cố định ròng	7.400	9.647	9.777	6.436	3.257	1.477	1.117	1.109	1.179
Đầu tư tại các công ty liên kết	53	0	231	747	747	747	747	747	747
Tài sản vô hình	28	80	74	69	63	58	53	47	42
Tài sản dài hạn khác	1.233	1.289	1.174	910	1.005	1.092	1.193	1.272	1.369
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>8.714</b>	<b>11.016</b>	<b>11.256</b>	<b>8.161</b>	<b>5.073</b>	<b>3.374</b>	<b>3.109</b>	<b>3.175</b>	<b>3.337</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>46.031</b>	<b>62.971</b>	<b>55.834</b>	<b>60.111</b>	<b>65.380</b>	<b>67.532</b>	<b>72.944</b>	<b>77.452</b>	<b>83.026</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>									
Nợ ngắn hạn	15.625	24.647	10.688	19.129	17.324	20.780	20.324	18.942	18.124
Các khoản phải trả	8.728	12.180	8.746	7.927	11.731	12.633	13.682	14.482	15.458
Các khoản phải trả ngắn hạn khác	5.069	5.766	6.566	3.710	3.710	3.710	3.710	3.710	3.710
<b>Nợ phải trả ngắn hạn</b>	<b>29.423</b>	<b>42.593</b>	<b>26.000</b>	<b>30.765</b>	<b>32.764</b>	<b>37.123</b>	<b>37.716</b>	<b>37.134</b>	<b>37.292</b>
<b>Nợ phải trả dài hạn</b>	<b>1.127</b>	<b>0</b>	<b>5.901</b>	<b>5.986</b>	<b>5.986</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>30.549</b>	<b>42.593</b>	<b>31.902</b>	<b>36.752</b>	<b>38.750</b>	<b>36.778</b>	<b>36.952</b>	<b>35.940</b>	<b>34.689</b>
<b>LỢI ÍCH THIỂU SỐ</b>									
Lợi ích thiểu số	9	12	15	13	15	50	143	272	422
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>									
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cổ phiếu phổ thông	4.526	7.128	14.634	14.624	14.624	14.624	14.624	14.624	14.624
Lợi nhuận giữ lại	10.390	12.675	8.724	8.160	11.428	15.172	19.899	24.859	30.125
Các tài khoản vốn chủ sở hữu khác	557	563	560	562	562	562	562	562	562
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>15.472</b>	<b>20.366</b>	<b>23.918</b>	<b>23.346</b>	<b>26.614</b>	<b>30.358</b>	<b>35.084</b>	<b>40.045</b>	<b>45.311</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>46.031</b>	<b>62.971</b>	<b>55.834</b>	<b>60.111</b>	<b>65.380</b>	<b>67.532</b>	<b>72.944</b>	<b>77.452</b>	<b>83.026</b>

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

## PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

### Tổng quan công ty

**Công ty Cổ phần Đầu tư Thế giới Di động (MWG)** được thành lập vào năm 2004, chuyên vận hành các chuỗi bán lẻ trên toàn quốc. Chúng tôi phân tích các hoạt động mở mới chuỗi của Công ty xuyên suốt chiều dài phát triển như sau:

**(1) 2004-15:** Công ty khởi đầu bằng việc vận hành chuỗi bán lẻ ngành CNTT-TT – Thế giới di động, chuỗi này nhanh chóng vươn lên thị phần số 1 ở trong nước (~40% ở thời đỉnh cao) nhờ dịch vụ chăm sóc khách hàng khác biệt và lợi thế quy mô lớn. Tận dụng công thức thành công đó, MWG tiếp tục mở chuỗi bán lẻ ngành điện máy – Điện máy xanh ở năm 2010 và đang chiếm hơn 60% thị phần ngành này.

**(2) 2015-22:** Các chuỗi mở mới từ sau năm 2015 không đạt hiệu quả cao như thời gian trước đó với chuỗi bách hóa – Bách hóa xanh (2016), chuỗi nhà thuốc – An Khang (2017), chuỗi hàng thể thao – AVA Sports và hàng mẹ & bé – AVA Kids (2022), chuỗi bán sản phẩm của hãng Apple – Topzone (2022). Tính đến nay, các chuỗi này chưa hiện thực hóa mục tiêu “mang tiền về cho Tập đoàn”.

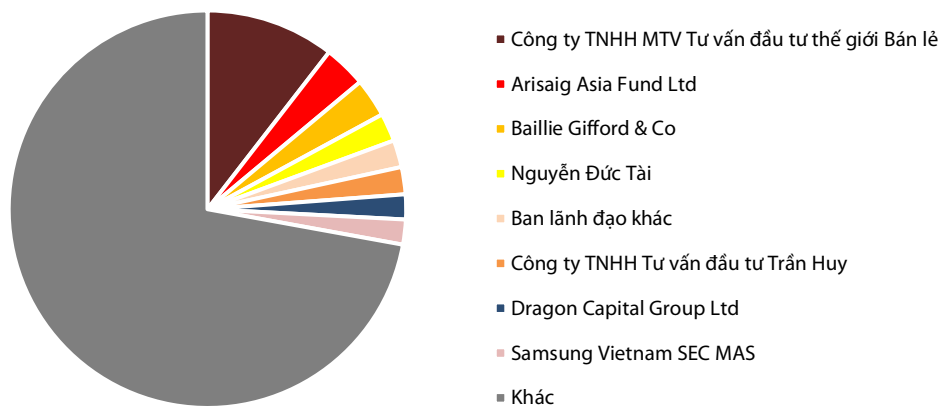
Tuy nhiên, MWG đang dần cải thiện hiệu quả ở chuỗi Bách Hóa Xanh sau chiến lược tái cấu trúc ở giai đoạn 2022-23 (phân tích sau), với doanh thu tăng nhanh và đã ghi nhận lợi nhuận lần đầu tiên ở Q2-2024.

**(3) 2023:** Công ty thực hiện liên doanh với Erajaya – chuỗi bán lẻ số 1 về CNTT-TT ở Indonesia, để mở chuỗi bán lẻ điện máy – Erablue tại quốc gia này.

Cho giai đoạn 2015-23, Công ty đạt CAGR về doanh thu, LNST lần lượt là 21,3% và -20,7%.

**Hiện tại, MWG có cơ cấu cổ đông khá phân mảnh:** (1) Chủ tịch HĐQT & công ty liên quan (Công ty TNHH MTV Tư vấn đầu tư thế giới Bán lẻ - ông Tài là chủ tịch HĐQT) hiện nắm giữ lần lượt 2,29% và 10,49%, (2) nhiều quỹ đầu tư lớn như Baillie Gifford & Co, Trần Huy, Dragon Capital Group Ltd... nắm giữ từ 1,0-3,5%, và (3) các ban lãnh đạo khác nắm giữ 2,21%.

**Hình 14: Các cổ đông chính của MWG**



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

**Xét về cơ cấu doanh nghiệp, MWG được tổ chức theo mô hình Tập đoàn**, sở hữu 11 công ty con và 1 công ty liên doanh, quản lý các mảng hoạt động khác nhau. Nhìn chung, MWG đã nỗ lực mở rộng chuỗi giá trị với nhiều mảng ngành nghề hỗ trợ cho hoạt động bán lẻ thông qua công ty con như vận chuyển (logistics), trồng & chế biến nông sản, lắp đặt & bảo hành, sản thương mại điện tử... nhưng hầu hết các công ty này đã ngưng hoạt động hoặc chưa tạo hiệu quả đáng kể so với mảng kinh doanh cốt lõi.

**Bảng 7: Thống kê hệ thống công ty con, liên doanh của MWG**

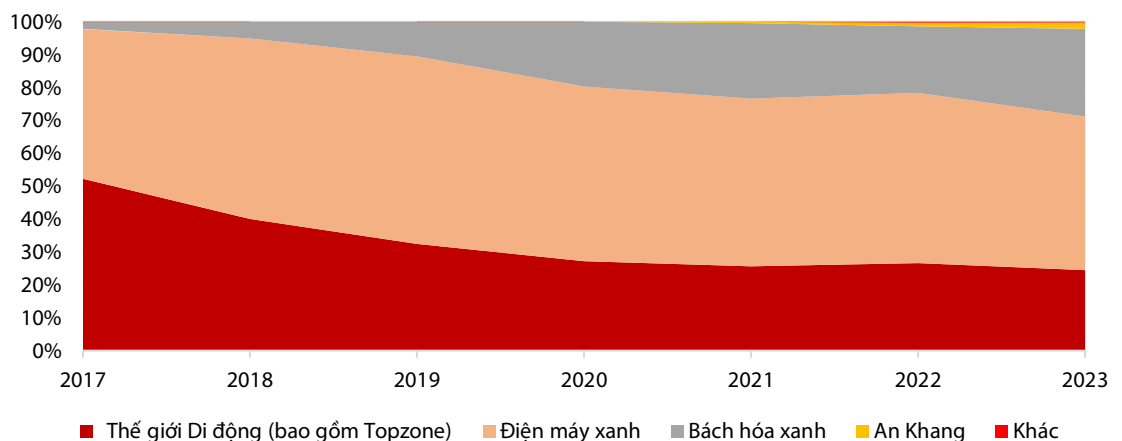
Tên công ty	Năm thành lập/mua lại	Tỷ lệ sở hữu của MWG tính đến 30/06/2024	Tình trạng hoạt động	Lĩnh vực kinh doanh
CTCP Thế Giới Di Động	2004	99,95%	Đang hoạt động	Thương mại sản phẩm điện tử
CTCP Thương mại Bách Hóa Xanh	2015	94,95%	Đang hoạt động	Thương mại thực phẩm
CTCP Thế Giới Số Trần Anh	2018 (mua bán & sáp nhập)	99,33%	Đang hoạt động	Thương mại sản phẩm điện tử
Công ty TNHH MTV Công nghệ Thông tin Thế Giới Di Động	2017	100,00%	Đang hoạt động	Công nghệ thông tin
MWG (Cambodia) Co.,Ltd (*)	2017	99,95%	Ngưng hoạt động	Thương mại sản phẩm điện tử
CTCP Dịch vụ Lắp đặt – Sửa chữa – Bảo hành Tận Tâm	2019	99,99%	Đang hoạt động	Lắp đặt, bảo trì
CTCP Dược phẩm An Khang Pharma	2017 (mua bán & sáp nhập)	99,99%	Đang hoạt động	Bán lẻ dược phẩm
CTCP 4K Farm (*)	2020	99,99%	Ngưng hoạt động	Trồng và chế biến nông sản
CTCP Logistics Toàn Tín (*)	2021	99,99%	Ngưng hoạt động	Kho vận
Công ty TNHH Vui Vui (*)	2016	100,00%	Ngưng hoạt động	Thương mại điện tử
CTCP Công nghệ và Đầu tư Bách Hóa Xanh	2022	94,99%	Đang hoạt động	Quản lý đầu tư
PT Era Blu Elektronik	2023	45,00%	Đang hoạt động	Thương mại sản phẩm điện tử

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt. (\*) Các công ty này đang trong quá trình làm thủ tục giải thể.

### Hoạt động kinh doanh cốt lõi

**Về cơ cấu doanh thu theo chuỗi**, Thế giới di động (TGDĐ), Điện máy xanh (ĐMX) và Bách hóa xanh (BHX) là những mảng đóng góp chính (chiếm lần lượt 25%, 47%, 27% doanh thu thuần trong năm 2023). Đáng chú ý, tỷ trọng doanh thu chuỗi BHX tăng dần từ 2017 đến nay, đặc biệt sau thời kỳ hậu tái cấu trúc 2022-23. Điều này hàm ý MWG đẩy mạnh mảng bách hóa hơn, nhằm giảm sự phụ thuộc vào hai thị trường CNTT-TT cùng điện máy, vốn dần đi vào pha bão hòa trong 5 năm trở lại đây. Các mảng bán lẻ còn lại (dược phẩm, hàng thể thao, mẹ & bé) đóng góp nhỏ trong doanh thu toàn hệ thống (dưới 2%).

**Hình 15: Đóng góp doanh thu theo chuỗi**



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

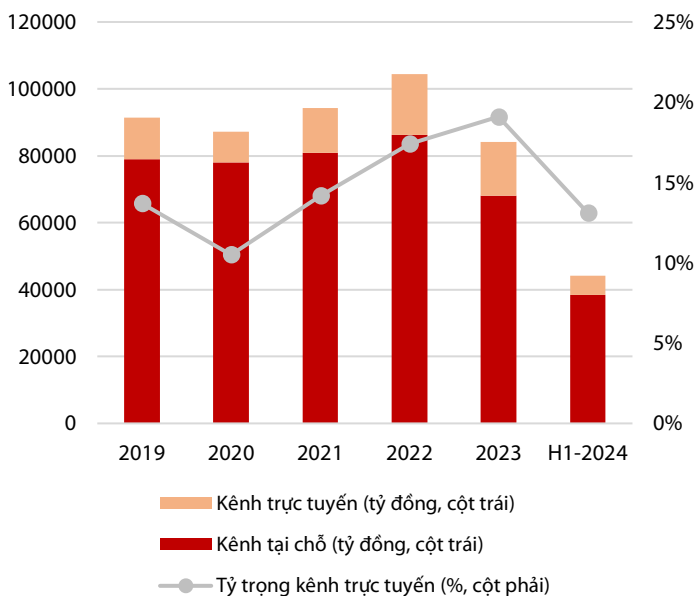
**Hình 16: Kế hoạch phát triển của MWG**



Nguồn: MWG CTCK Rồng Việt

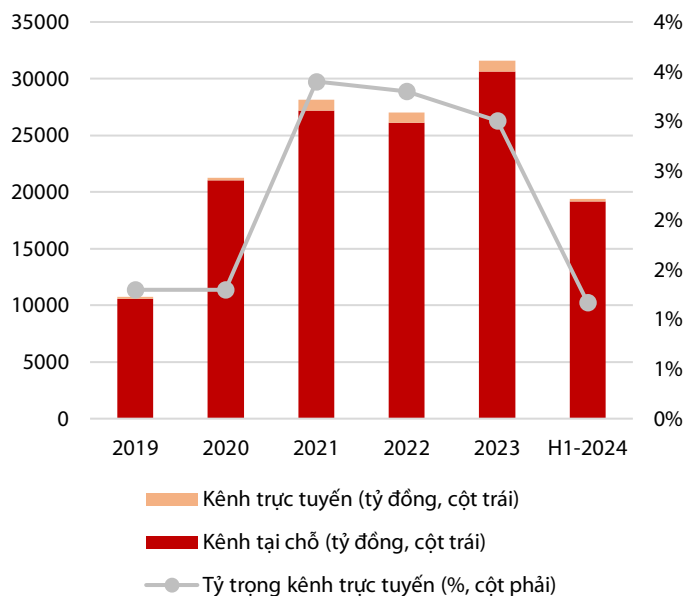
**Về cơ cấu doanh thu theo kênh bán hàng**, MWG hiện bán hàng theo hai hình thức trực tiếp tại cửa hàng, trực tuyến qua các website do chính MWG vận hành. Theo dòng xu hướng “trực tuyến hóa” trong hành vi mua sắm của người tiêu dùng, MWG bắt đầu chuyển đổi mô hình kinh doanh sang phụ thuộc nhiều hơn vào kênh trực tuyến với tỷ trọng doanh thu tăng nhanh, đạt ~18% năm 2023, đặc biệt với các sản phẩm CNTT-TT, điện máy. Tuy nhiên, tỷ trọng này vẫn ở mức thấp, được giải thích do MWG khó cạnh tranh so với các sàn thương mại điện tử ở sân chơi này, hàm ý tăng trưởng doanh thu của Công ty vẫn gắn liền với tăng trưởng kênh tại chỗ ở tương lai. [\(Tham khảo Nhật ký chuyên viên: Các ông lớn bán lẻ ICT/CE – Thị phần sụt giảm trong miếng bánh ICT/CE dần nhạt vị\)](#)

**Hình 17: Doanh thu của hai chuỗi TGDD&ĐMX theo kênh**



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

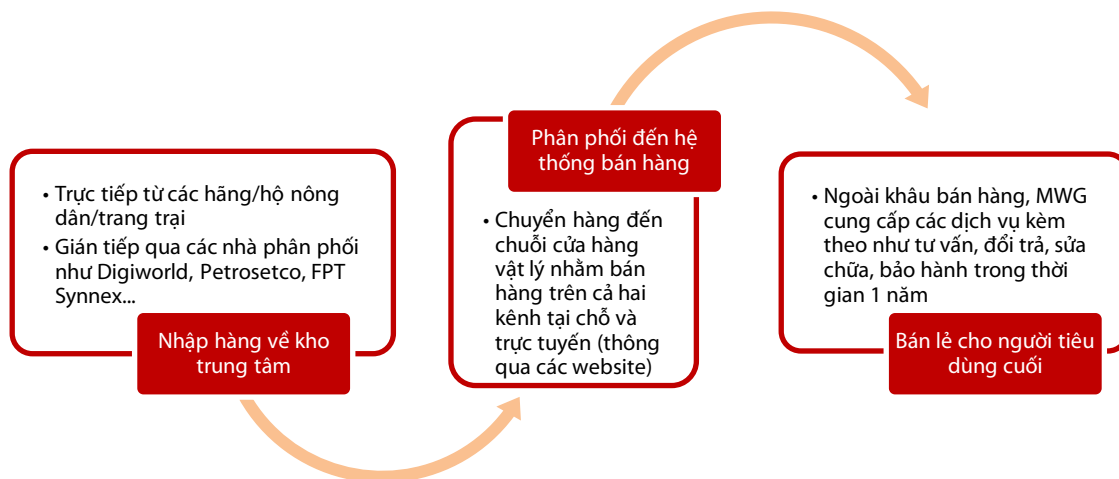
**Hình 18: Doanh thu của hai chuỗi BHX theo kênh**



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

**Chuỗi giá trị doanh nghiệp**

**Hình 19: Chuỗi giá trị doanh nghiệp của MWG**



**Ngành bán lẻ không phải là ngành có rào cản gia nhập lớn nên sự cạnh tranh trong ngành luôn là khắc nghiệt.** Dựa trên chuỗi giá trị nêu trên, chúng tôi trình bày sáu điểm chính quyết định thành công trong mô hình bán lẻ theo chuỗi này:

**(1) quy mô và tiềm năng tăng trưởng từ miếng bánh tổng của lĩnh vực mà chuỗi bán lẻ thâm nhập** (ví dụ CNTT-TT, điện máy, bách hóa, dược phẩm... đối với MWG): việc “đánh hơi sớm” các thị trường tiềm năng sẽ giúp nhà bán lẻ dễ dàng tìm kiếm tăng trưởng và tạo vị thế hơn so với “người đến sau”;

**(2) vị trí địa lý của chuỗi cửa hàng liên quan đến mật độ dân số, đặc tính tiêu dùng** (ví dụ bán lẻ sản phẩm điện máy – sản phẩm không thiết yếu giá trị lớn, đạt hiệu quả tốt hơn cho khu vực miền Nam hơn so với miền Trung khi xu hướng tiêu dùng thoải mái hơn và dân số dày đặc hơn). Chúng tôi lưu ý thêm, vị trí địa lý cũng liên quan mật thiết đến chiến lược lựa chọn danh mục sản phẩm nhằm giảm tỷ lệ hủy hàng và tối ưu doanh thu ở từng cửa hàng;

**(3) các chiến lược cạnh tranh về giá bán** (xu hướng giá rẻ để thu hút người mua tuy nhiên việc ấn định mức giá bán rẻ hay khuyến mãi lớn phụ thuộc về độ công kênh chi phí trong quản lý cửa hàng và lợi thế quy mô của chuỗi);

**(4) chất lượng dịch vụ của hàng xuyên suốt vòng đời khách hàng:** tìm kiếm thông tin (những hoạt động quảng cáo, xây dựng website tốt về tính thông tin và thẩm mỹ sẽ thu hút khách hàng tiềm năng đến cửa hàng) → trải nghiệm vào cửa hàng (dịch vụ giữ xe, tư vấn khách hàng) → thực hiện mua hàng (dịch vụ giao hàng, thanh toán đơn hàng) → hỗ trợ hậu mua hàng (dịch vụ lắp đặt, bảo hành, chăm sóc khách hàng);

**(5) khả năng quản lý chi phí BH&QLDN** (chi phí lương nhân viên, chi phí thuê cửa hàng, chi phí vận chuyển, logistics, chi phí hủy hàng), đặc biệt đối với sản phẩm có biên lợi nhuận gộp mỏng như CNTT-TT, điện máy hay ngành có tỷ lệ hủy hàng cao như bách hóa. Điều này cũng ảnh hưởng đến chính sách giá bán của chuỗi bán lẻ như đề cập ở mục (3);

**(6) tính đồng bộ trong kiểm soát KQKD và chất lượng dịch vụ ở toàn chuỗi:** Bẫy kinh doanh đối với mô hình bán lẻ khi mở rộng độ phủ của chuỗi nằm ở việc thiếu tính nhất quán trong quản lý chất lượng dịch vụ, nhân sự hay đặc biệt trong quản lý KQKD từng cửa hàng để điều chỉnh chiến lược phù hợp. Điều này dẫn đến việc nhiều nhà bán lẻ “lớn nhanh” nhưng cũng “thu hẹp nhanh” do không lan tỏa được lợi thế vốn có như khi vận hành số lượng cửa hàng ít;



Từ đó, chúng tôi phân tích các điểm chính này liên quan đến từng chuỗi bán lẻ của MWG như sau:

### **Thế giới di động – Chuỗi cửa hàng ngành CNTT-TT**

Thế giới di động là chuỗi cửa hàng lâu đời nhất của MWG (từ năm 2004), hoạt động trong lĩnh vực CNTT-TT với các dòng sản phẩm tiêu biểu là điện thoại di động (ĐTDD), máy tính xách tay (MTXT), máy tính bảng (MTB).

**Bảng 8: Danh mục sản phẩm của chuỗi Thế giới di động**

Sản phẩm cấp 1	Sản phẩm cấp 2	Nhãn hàng
Điện thoại di động	Điện thoại 2G, điện thoại thông minh	Apple, Samsung, Xiaomi, OPPO, Vivo, Realme, HONOR, TCL, TECNO, Nokia, Masstel
Máy tính xách tay		HP, Asus, Acer, Lenovo, Dell, MSI, Apple, Samsung
Máy tính bảng		Apple, Samsung, Xiaomi, OPPO, TCL, HONOR, Lenovo, Masstel
Phụ kiện	Phụ kiện di động (sạc, cáp, pin dự phòng, ốp lưng, miếng dán màn hình & camera, giá đỡ điện thoại, bút tablet, airtag, túi đựng airpod) Phụ kiện máy tính xách tay (chuột máy tính, bàn phím, router, balo, túi chống sốc, giá đỡ máy tính, phần mềm) Thiết bị âm thanh (tai nghe, micro, loa) Thiết bị thông minh (camera trong nhà, ngoài trời)	Apple, Samsung, IMOU, Baseus, JBL, Anker, Xmobile
Đồng hồ	Đồng hồ truyền thống  Đồng hồ thông minh (smartwatch)	Citizen, Orient, Casio, MVW, ELIO, NAKZEN, G-SHOCK, BABY-G...  Xiaomi, Apple, Samsung, Befit, Garmin, Huawei, Kidcare, Mykid, Masstel, Zwatch, Amazfit, imoo, Honor
Máy cũ, thu cũ	Tất cả các loại sản phẩm đã qua sử dụng nằm trong danh mục sản phẩm của MWG	
SIM, thẻ cào		
Dịch vụ khác	Trả góp, thanh toán hóa đơn, dịch vụ bảo hiểm, truyền hình, gói cước data 3G/4G, thẻ cào game & điện thoại	

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Hiện tại, chuỗi có 2 dạng cửa hàng: TGDD truyền thống và Topzone (cửa hàng chuyên kinh doanh sản phẩm Apple), như hình dưới:

**Bảng 9: Các mô hình kinh doanh của chuỗi Thế giới di động trong ngành CNTT-TT**

Chỉ tiêu	TGDD tiêu chuẩn	Topzone
Diện tích (m2)	100-200	50-120 m2 đối với mô hình AAR 120-220 m2 đối với mô hình APR
Số lượng cửa hàng tính đến T8-2024	935	88
Doanh thu trung bình/cửa hàng (tỷ đồng/tháng)	1-3 tỷ đồng	2-4 tỷ đồng đối với mô hình AAR 6-10 tỷ đồng đối với mô hình APR
Thời gian thành lập	T3-2004	T1-2022

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Ghi chú: Apple có 2 dạng Moto Store là AAR (Apple Authorized Reseller) và APR (Apple Premium Reseller). Để đạt được tiêu chuẩn APR và AAR, đối tác phải đáp ứng đầy đủ các yêu cầu của về thiết kế, nhân sự, hàng hóa,... và phải thông qua phê duyệt trực tiếp từ Apple để đảm bảo đây sẽ là không gian trải nghiệm đẳng cấp nhất cho người dùng. Đội ngũ nhân viên tư vấn, bán hàng cũng được đào tạo trực tiếp từ các chuyên gia Apple cao cấp.

### **Bối cảnh quá khứ của chuỗi (Quay lại trang 5)**

Chuỗi ra mắt vào trong thời kỳ bùng nổ điện thoại thông minh và internet với tỷ lệ thâm nhập trong dân ở mức thấp (Hình 21), đi kèm lợi thế cạnh tranh khác biệt trong cả cách bán hàng và vận hành (\*) giúp **Thế giới di động mở rộng thị phần mạnh mẽ trong một miếng bánh to ra nhanh chóng ở giai đoạn 2009-17. Tỷ lệ CAGR doanh thu của chuỗi trong giai đoạn 2009-17 đạt 43,2%/năm.**

(\*) Trong giai đoạn sơ khai, thị trường bán lẻ CNTT-TT có đặc tính mạnh mẽ khi thị phần chủ yếu thuộc về các đại lý bán lẻ truyền thống với dịch vụ khách hàng sơ xài (từ khâu tra thông tin sản phẩm đến dịch vụ mua hàng, hậu mãi) hoặc hàng xách tay. Nhấn mạnh thêm, thị trường thời điểm này chỉ có dưới 30% là dòng sản phẩm chính ngạch với mức thuế nhập khẩu cao (~20%) và chủ yếu được các nhà sản xuất hoặc phân phối có tiếng phân phối như các cửa hàng của Nokia (Phân Lan).

**Ngay thời điểm đó, Thế giới Di động (TGDĐ) xuất hiện và định hình lại thị trường với các chiến lược cạnh tranh đột phá, tạo tiêu chuẩn sau này cho các nhà bán lẻ CNTT-TT hiện đại khác:**

**Dịch vụ khách hàng:** Lợi thế được TGDĐ tạo ra xuyên suốt vòng đời khách hàng, tạo điểm chạm tốt, nhất quán với khách hàng ở tất cả các khâu so với các đại lý truyền thống/nhà bán lẻ hiện đại khác ở thời điểm này, bao gồm:

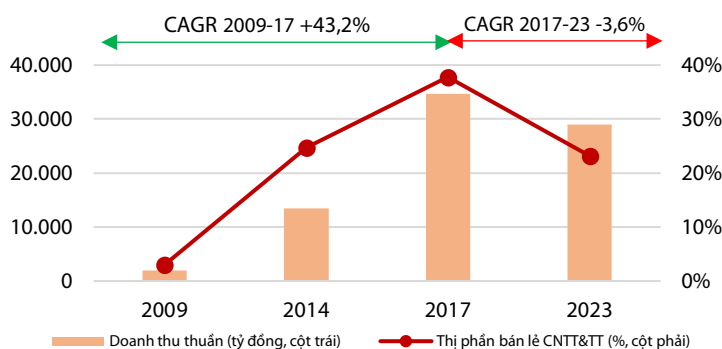
- (1) Để đáp ứng nhu cầu tìm kiếm thông tin các thiết bị di động (về chủng loại, chức năng, giá cả...), TGDĐ đã tạo một website để giới thiệu sản phẩm đầy đủ, ví như “cần câu” thu hút khách hàng đến các cửa hàng vật lý mua hàng. Hiện tại, website của TGDĐ vẫn đứng đầu trong lượt truy cập (traffic) nhằm tìm kiếm thông tin sản phẩm CNTT-TT như tính năng và giá cả;
- (2) Sau khi tạo được tệp khách hàng tiềm năng đến cửa hàng, TGDĐ phục vụ từ các chi tiết nhỏ nhất về dịch vụ đỗ xe và diện tích bãi đỗ lớn, không gian mua hàng rộng rãi, sạch sẽ, phục vụ máy lạnh, trải nghiệm mua hàng cao thông qua nhân viên (\*) và quầy kệ thu hút, niêm yết tên/đặc tính/giá cả sản phẩm rõ ràng. Điều này khác biệt so với phần lớn các đại lý truyền thống lúc đó.  
(\*) Nhân viên của TGDĐ được đào tạo, huấn luyện theo hướng tiếp cận với khách hàng một cách thoải mái nhất, đồng bộ ở toàn chuỗi. Cụ thể, khi khách hàng bước vào bất kỳ cửa hàng TGDĐ nào, người bảo vệ cho đến nhân viên luôn nhiệt tình, niềm nở chào đón, mở cửa và tư vấn sản phẩm từ lúc bước vào cho đến lúc rời đi.
- (3) Sau bán hàng, TGDĐ cung cấp các dịch vụ hậu mãi từ bảo hành có thời hạn, đổi trả, thu cũ đổi mới, chăm sóc khách hàng thường xuyên thông qua các phương tiện tin nhắn, app mua hàng của chuỗi nhằm theo dõi lịch sử hoạt động của từng khách hàng, qua đó tăng vòng đời khách hàng ở chuỗi.

**Danh mục sản phẩm:** Việc chỉ kinh doanh hàng chính hãng, có bảo hành, giúp tạo niềm tin cho khách hàng cao hơn các đại lý bán lẻ thời điểm đó.

Ngoài ra, chiến lược chỉ tập trung vào điện thoại di động ở thời gian đầu đã giúp định vị thương hiệu TGDĐ trong thị trường bán lẻ điện thoại và tận dụng được toàn bộ tăng trưởng của ngành này. Sau khi làm tốt ở mảng điện thoại và tạo chỗ đứng ở nhận thức khách hàng, chuỗi mới dần mở rộng dãy sản phẩm theo chiều dọc như Bảng 8.

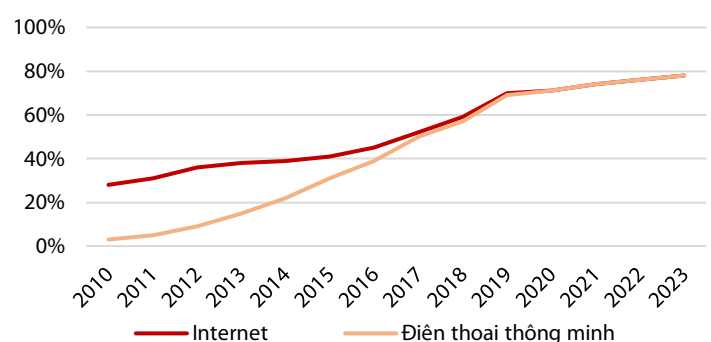
**Đồng bộ quy trình quản lý cửa hàng toàn chuỗi:** Việc triển khai toàn diện giải pháp quản lý nguồn lực ERP (Enterprise Resource Planning) trong lúc thuật ngữ này còn xa lạ tại Việt Nam, cho phép Thế Giới Di Động quản lý việc kinh doanh của các cửa hàng ở bất kỳ nơi đâu mà không cần đến sự giám sát trực tiếp của ban lãnh đạo. Điều này giúp chuỗi nhân rộng cửa hàng nhưng vẫn đảm bảo quản lý tốt các chỉ tiêu kinh doanh ở từng cửa hàng. Phần mềm ERP kết nối các bộ phận với nhau bao gồm website, app, CRM, hệ thống tổng đài, quản lý giao nhận, hệ thống hoá đơn, e-learning, báo cáo tài chính, nhân sự, quản lý khách hàng.

**Hình 20: Doanh thu & thị phần của chuỗi Thế giới di động qua các thời kỳ**



Nguồn: MWG, GfK, CTCK Rồng Việt

**Hình 21: Tỷ lệ thâm nhập trong sử dụng internet, điện thoại thông minh ở Việt Nam (%)**



Nguồn: Statista, CTCK Rồng Việt

Chuỗi cũng duy trì được hiệu quả quản lý chi phí song song với tăng trưởng doanh thu. Cần lưu ý, MWG đã duy trì mức giá bán cao trong thời gian này như là một “phần thặng dư” cho dịch vụ khách hàng khác biệt, giúp biên LN gộp của chuỗi ở mức cao so với trung bình ngành, trong khi CPBH&QLDN/Doanh thu thuần cũng được quản lý tốt nhờ hệ thống ERP và tăng trưởng doanh thu cao.

(Quay lại trang 5) Tuy nhiên, tăng trưởng của chuỗi TGĐĐ dần giảm tốc trong giai đoạn sau năm 2017, với tỷ lệ CAGR 2017-23 doanh thu đạt -3,6%/năm (Hình 20). Điều này cấu thành từ các việc bảo hòa của miếng bánh CNTT-TT (Tham khảo Nhật ký chuyên viên: Các ông lớn bán lẻ ICT/CE) đi kèm thị phần MWG sụt giảm nhanh (Hình 20), do các lợi thế cạnh tranh của MWG dẫn đánh mất trước sự cạnh tranh khốc liệt của các chuỗi bán lẻ hiện đại khác như FPT Shop, CellPhoneS, HoangHaMobile... (\*) và các nền tảng thương mại điện tử như Shopee, Lazada (\*\*).

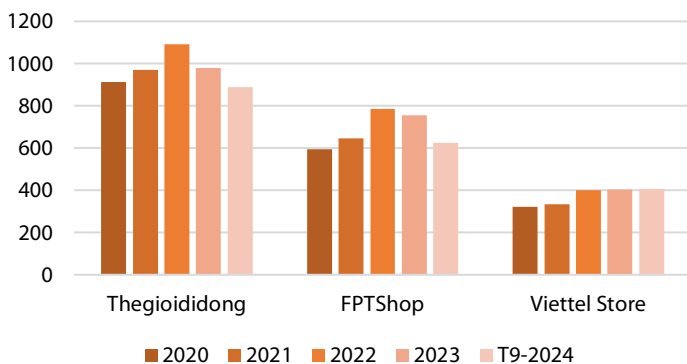
(\*) (Quay lại trang 6) Các chuỗi này dần sao chép ý tưởng kinh doanh của MWG trong dịch vụ khách hàng và đồng bộ quy trình quản lý cửa hàng toàn chuỗi, nhưng lại có giá bán rẻ hơn nhờ cơ cấu chi phí ít công kênh (thuê mặt bằng nhỏ hơn và ít nhân viên hơn), giúp các chuỗi này mở rộng số cửa hàng và cả thị phần từ sau năm 2017. (Bảng 10) (Hình 22, 23, 24, 25)

**Bảng 10: So sánh các chuỗi bán lẻ hàng CNTT-TT**

Chuỗi bán lẻ	Diện tích trung bình cửa hàng tiêu chuẩn (m2)	Số lượng cửa hàng	Giá bán	Số lượng nhân viên CH tiêu chuẩn (*)	Dịch vụ hậu mãi chính	Số lượng SKUs
Thế giới Di động	100-200			Trên 10 → 5-10	Mua đổi trả trong 14-30 ngày Trả góp thông qua 05 công ty cho vay tiêu dùng (HomeCredit, FECredit, ACS, MCredit, MAFC)/thẻ tín dụng	
FPT Shop	70-100			5-10	Mua đổi trả trong 0-30 ngày Trả góp thông qua công ty cho vay tiêu dùng (HDS, HomeCredit, Shinhan Finance, FECredit, Samsung Finance Plus, MAFC)/thẻ tín dụng	
Viettel Store	50-150			0-5	Mua đổi trả trong 0-60 ngày Trả góp thông qua công ty cho vay tiêu dùng (ví dụ HomeCredit)/thẻ tín dụng	
CellPhoneS	Dưới 100	Như hình	Như hình	5-10	Mua đổi trả trong 0-30 ngày Trả góp thông qua công ty cho vay tiêu dùng (ví dụ HomeCredit)/thẻ tín dụng	Như hình
Shopee	Dưới 100			0-5	Mua đổi trả trong 0-30 ngày Trả góp thông qua công ty cho vay tiêu dùng (ví dụ HomeCredit)/thẻ tín dụng	
HoangHaMobile	Dưới 100			0-5	Mua đổi trả trong 15-30 ngày Trả góp thông qua công ty cho vay tiêu dùng (ví dụ HomeCredit)/thẻ tín dụng	
Di động Việt	Dưới 100			5-10	Mua đổi trả trong 0-60 ngày Trả góp thông qua công ty cho vay tiêu dùng (ví dụ HomeCredit)/thẻ tín dụng	

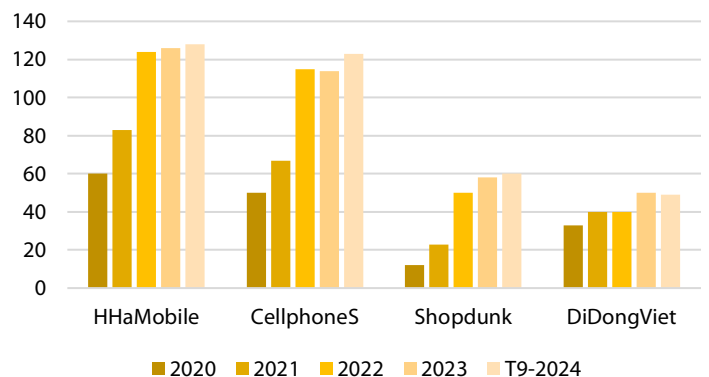
Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt. (\*) Số nhân viên ở mô hình cửa hàng phổ biến nhất của chuỗi, không tính các nhân viên được hãng gửi xuống cửa hàng.

**Hình 22: Số lượng cửa hàng các chuỗi CNTT-TT lớn (cửa hàng)**



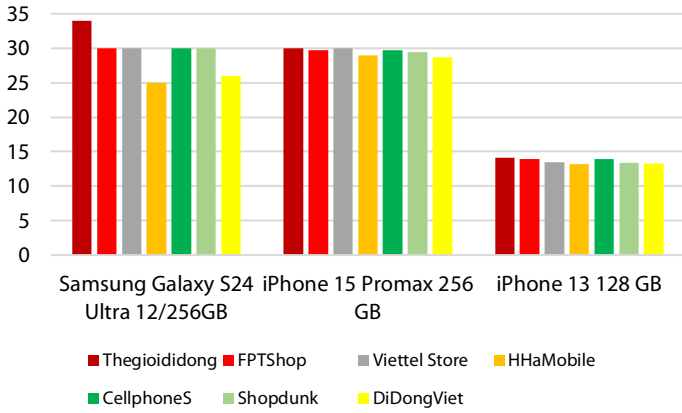
Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 23: Số lượng cửa hàng các chuỗi CNTT-TT nhỏ (cửa hàng)**



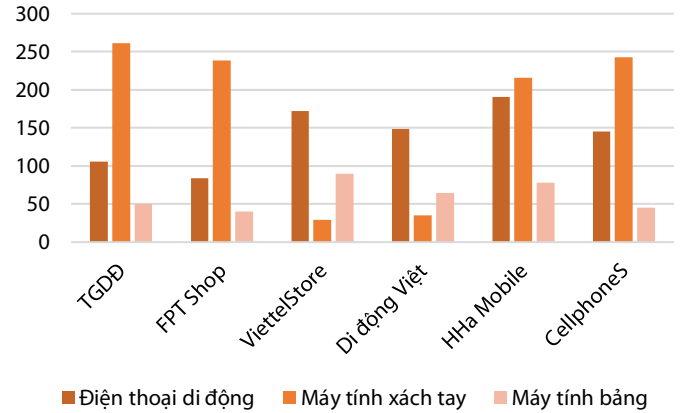
Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 24: Giá bán các mẫu sản phẩm giữa các chuỗi (triệu đồng)**



Nguồn: CTCK Rộng Việt

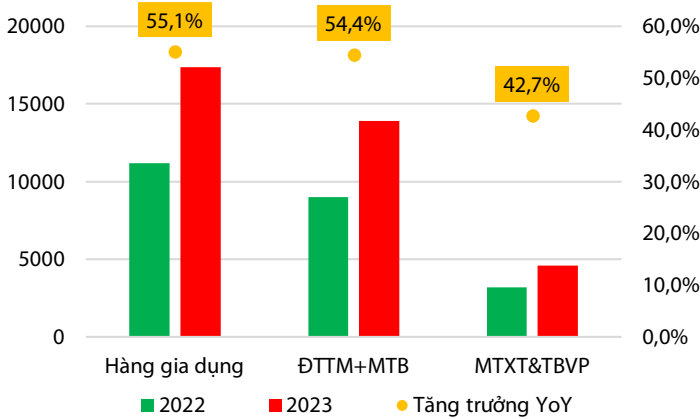
**Hình 25: Số lượng SP kinh doanh giữa các chuỗi (sản phẩm)**



Nguồn: CTCK Rộng Việt

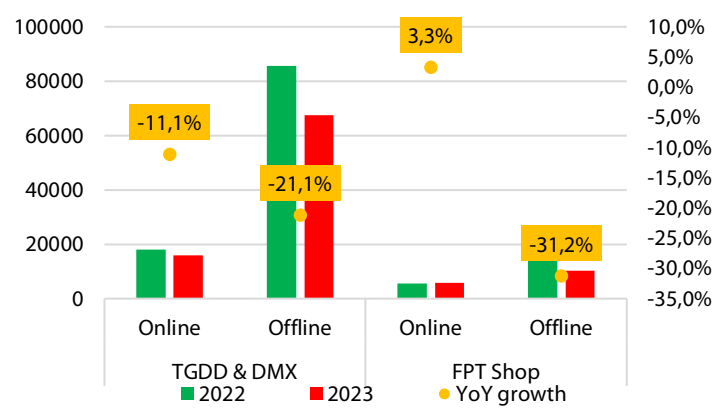
(\*\*) Doanh thu bán hàng điện tử giá trị cao tăng nhanh ở các nền tảng thương mại điện tử (Hình 26, 27). Điều này đến từ hai điều (1) người tiêu dùng dần dễ dàng chấp nhận mua hàng điện tử khi các sàn bán hàng ngày càng đảm bảo chất lượng, số lượng thông qua mall (Hình 28, 29), (2) với việc cấu trúc chi phí vận hành bán hàng trên E-commerce bớt công kênh hơn, giúp họ có đủ địa ấn định giá bán rẻ, chiết khấu nhiều hơn Thế giới di động. (Tham khảo Nhật ký chuyên viên: Các ông lớn bán lẻ ICT/CE)

**Hình 26: Tổng doanh thu hàng năm của các sàn TMĐT theo ngành hàng ICT/CE (tỷ đồng)**



Nguồn: 2023 Metric, CTCK Rộng Việt

**Hình 27: Doanh thu hàng năm của chuỗi TGDD & ĐMX, FPT Shop theo kênh bán hàng (tỷ đồng)**



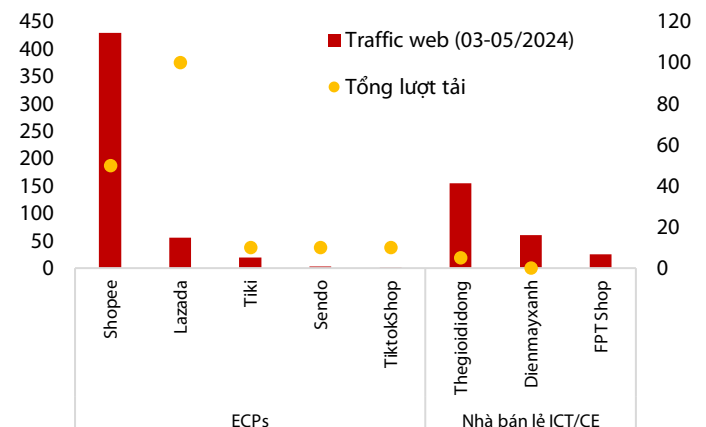
Nguồn: T1-2024 Euromonitor, CTCK Rộng Việt

**Hình 28: Top-10 các shop bán online theo doanh thu năm 2023 trên các sàn TMĐT**

Loại hình shop	Tên	ECP
Mall	Apple Flagship Store	Shopee
Mall	Tiki Trading	Tiki
Mall	La Roche-Posay Chính Hãng	Shopee
Mall	Shopdunk Official Store	Shopee
Mall	Unilever Việt Nam_Health & Beauty	Shopee
Mall	Apple Flagship Store	Lazada
Mall	Vinamilk-Giấc Mơ Sữa Việt	Lazada
Mall	SAMSUNG OFFICIAL STORE	Shopee
Mall	Gian Hàng Ensure Chính Hãng	Shopee
Mall	L'Oreal Paris Official Store	Shopee

Nguồn: Metric 2023, CTCK Rộng Việt. ECPS bao gồm Shopee, Lazada, Tiki, Sendo.

**Hình 29: Một vài tiêu chí thể hiện nền tảng khách hàng của ECPs/Nhà bán lẻ (triệu lượt)**



Nguồn: T1-2024 Euromonitor, CTCK Rộng Việt

**Triển vọng tương lai (Quay lại trang 5)**

Với bối cảnh thị trường đã đạt đến mức bão hòa trong dài hạn (tỷ lệ tăng trưởng CAGR 2024-29 thấp hơn 5%/năm), thông qua tỷ lệ thâm nhập cao và sản lượng bán hàng tri tỷ (Hình 30) cùng sự đe dọa từ các nhà bán lẻ non trẻ và các nền tảng kinh doanh trực tuyến, **thị phần của TGDĐ dự kiến sẽ gặp khó khăn.**

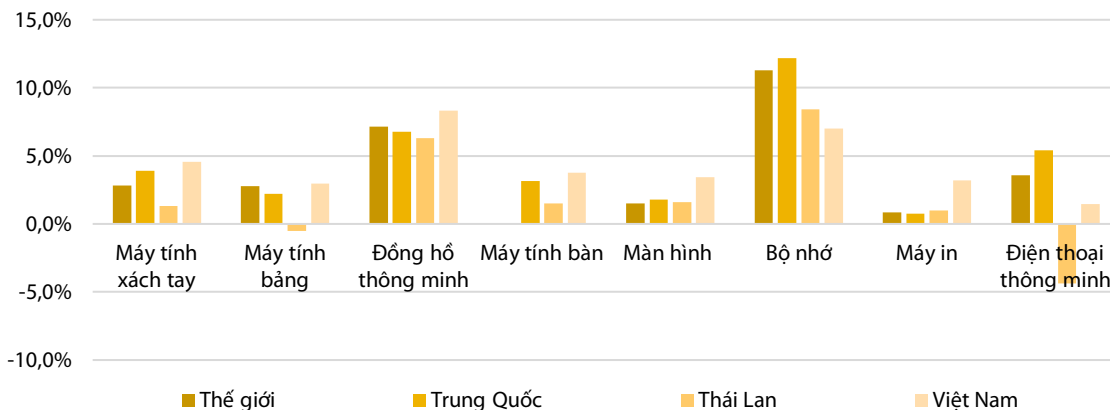
**Chúng tôi đã nhận thấy TGDĐ thay đổi chiến lược kinh doanh** trong việc giảm giá bán, tăng chiết khấu nhằm duy trì doanh thu, doanh nghiệp cũng đóng cửa nhiều cửa hàng (trong cả năm 2023-24) nhằm tinh gọn mô hình, **quản lý chặt chi phí nhằm đảm bảo lợi nhuận khi đầu ra gặp khó.** Chúng tôi để mở khả năng TGDĐ sẽ chuyển đổi sang mô hình kinh doanh trực tuyến mạnh hơn theo xu thế trong tương lai nhưng xác suất ở thời điểm hiện tại là thấp (**Tham khảo Nhật ký chuyên viên: Các ông lớn bán lẻ ICT/CE**).

**Từ đó, chúng tôi đi đến kết luận việc mô hình phụ thuộc nhiều vào cửa hàng vật lý đi kèm thị phần vẫn còn ở mức cao tại Việt Nam (trên 23%),** nếu so sánh với thị phần của các chuỗi hàng đầu tại các quốc gia khác (**Phụ lục 1 – Tham khảo trang 31**), **chúng tôi dự báo thị phần của TGDĐ sẽ giảm dần trong dài hạn (0,5%/năm từ năm 2024).** (Hình 31, 32)

**Riêng trong năm 2024, TGDĐ sẽ phục hồi nhẹ +0,6% thị phần chủ yếu nhờ** giạt được thị phần từ chuỗi FPT Shop với tệp khách hàng trung niên, thích mua hàng tại cửa hàng vật lý trong thời gian chuỗi này đang tái cơ cấu khi đóng 113 cửa hàng ở H1-2024. (\*) (**Quay lại trang 6**)

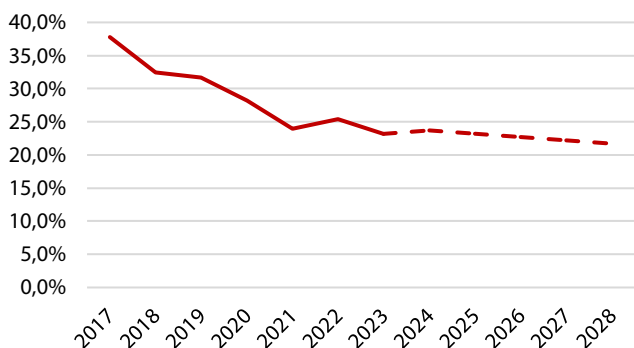
(\*) Theo ước tính của chúng tôi, trong H1-2024, thị phần TGDĐ trong ngành bán lẻ CNTT-TT đạt 23,9%, tăng 0,7% sv 2023, trong khi FPT Shop đạt 12,3% giảm 1,6% sv 2023.

**Hình 30: Dự phóng tốc độ tăng trưởng gộp hàng năm (CAGR) của doanh thu thuần của các sản phẩm chuỗi Thế giới di động theo quốc gia giai đoạn 2024-29 (%), theo Statista**



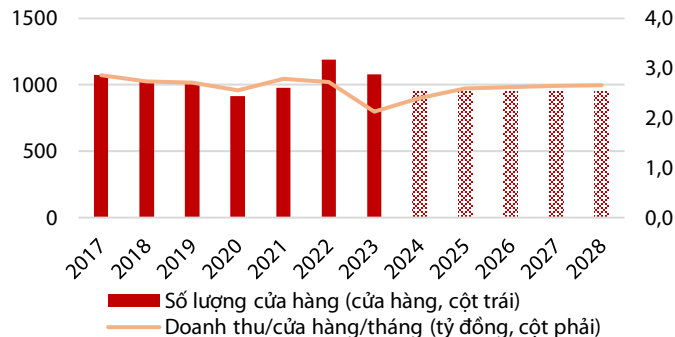
Nguồn: Statista, CTCK Rồng Việt ước tính

**Hình 31: Thị phần quá khứ và dự phóng của TGDĐ trong thị trường CNTT-TT Việt nam (%)**



Nguồn: MWG, GFK, CTCK Rồng Việt dự phóng

**Hình 32: Số lượng cửa hàng và doanh thu mỗi cửa hàng của TGDĐ qua các năm**



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt dự phóng

**Về phần cấu trúc chi phí, như đã đề cập, chuỗi TGDD dự kiến thu hẹp biên LN ròng về mức trung bình ngành khi phải hạ giá bán & tăng chiết khấu, khuyến mãi trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt ở một thị trường dần nhậm vị. (\*)**

(\*) Chúng tôi sẽ mô tả chi tiết hơn vấn đề này ở mục Điện máy xanh khi MWG gộp chung hai chuỗi này trong hình thức báo cáo của họ.

### **Điện máy xanh – Chuỗi cửa hàng ngành điện máy, điện lạnh**

Điện máy xanh là chuỗi cửa hàng thứ hai của MWG (từ năm 2010), hoạt động trong lĩnh vực điện máy, điện lạnh với các dòng sản phẩm tiêu biểu là máy giặt, máy lạnh, tủ lạnh, TV.

**Bảng 11: Danh mục sản phẩm của chuỗi Điện máy xanh**

Sản phẩm cấp 1	Sản phẩm cấp 2	Nhãn hàng
Điện tử, điện máy	Tivi, tủ lạnh, máy lạnh, máy giặt, máy sấy quần áo, máy nước nóng, tủ mát, tủ đông, máy rửa chén, loa, dàn âm thanh, micro	Samsung, LG, AQUA, Toshiba, Panasonic, SHARP, Funiki, beko, Casper, Electrolux, Hitachi, Daikin, Nagakawa...
Điện gia dụng	Máy lọc nước, bếp từ, bếp hồng ngoại, lò nướng, nồi cơm điện, nồi chiên không dầu, robot/máy hút bụi, máy ép trái cây, máy xay sinh tố, máy làm sữa hạt, lò vi sóng, quạt, máy nước nóng lạnh, bàn ủi, bình thủy điện, nồi áp suất, máy siêu tốc, máy pha cà phê	Sunhouse, Karofi, Kangaroo, Hòa Phát, SANAKY, Toshiba, Panasonic, HAFELE, Bluestone, BOSCH, Galanz, Electrolux, AVA, Lock&Lock, Torino...
Đồ gia dụng	Các dụng cụ nhà bếp: nồi, chảo, chén, bát, kéo, dao, thớt, khay, bình đựng nước, vợt muỗi	Sunhouse, Emic, Fivestar, Kangaroo, happycook, Dienmayxanh...
Điện tử viễn thông	Các hàng CNTT-TT tương tự chuỗi TGDD, tuy nhiên đóng góp thấp dưới 10% doanh thu, theo khảo sát chúng tôi	Tương tự TGDD
Phụ kiện	Các hàng CNTT-TT tương tự chuỗi TGDD	Tương tự TGDD
Máy cũ, thu cũ	Tất cả các loại sản phẩm đã qua sử dụng nằm trong danh mục sản phẩm của MWG	
SIM, thẻ cào		
Sản phẩm khác	Ổn áp, máy chiếu, máy phát điện, máy rửa xe, xe đạp, đèn sạc, băng keo điện, ổ cắm, phích cắm, thiết bị hỗ trợ công nghiệp: máy mài, tuavit, cửa...	Sunhouse, Điện Quang, Comet, Karofi, Kangaroo, Sanaky, Hòa Phát, Mutosi, Midea, Robot, Panasonic...
Dịch vụ khác	Trả góp, thanh toán hóa đơn, dịch vụ bảo hiểm, dịch vụ truyền hình, gói cước data 3G/4G, thẻ cào game & điện thoại, vệ sinh máy lạnh, đi chợ online	

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Hiện tại, chuỗi này có 3 mô hình đang hoạt động song song với các định hướng khác nhau. (Bảng )

**Bảng 12: Các mô hình cửa hàng của Điện máy xanh (ĐMX)**

Chỉ tiêu	ĐMX lớn (ĐML)	ĐMX mini (ĐMM)	ĐMX Supermini (ĐMS)
Diện tích (m <sup>2</sup> )	800-1.000 m <sup>2</sup>	250-350 m <sup>2</sup>	80-120 m <sup>2</sup>
SL cửa hàng tính đến T6-2024	335	879	879
Doanh thu trung bình/cửa hàng (tỷ đồng/tháng)	4,0-8,0	2,0-4,0	0,8-1,8
Khu vực hoạt động	Vùng đô thị lớn	Vùng ngoại ô đô thị	Nông thôn
Giá thuê mặt bằng	ĐML	½ ĐML	¼ ĐMS
SL nhân viên (không thuê)	15-20	10-15	3-4
Thời gian thành lập	T10-2010	T7-2016	T6-2020

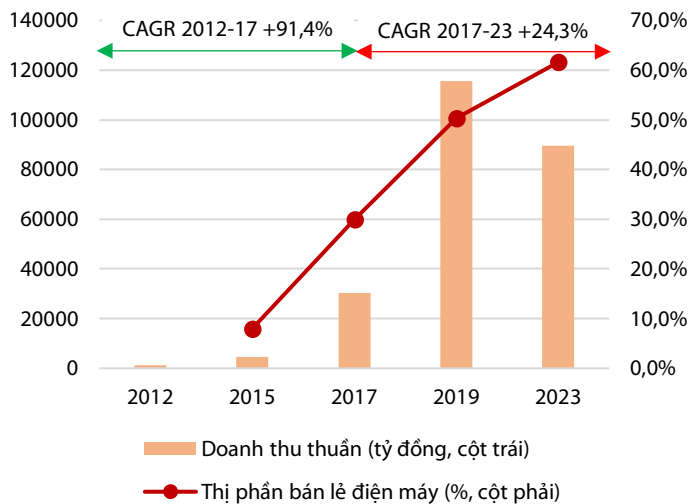
Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

### **Bối cảnh quá khứ của chuỗi (Quay lại trang 5)**

**Tương tự thị trường CNTT-TT, nhờ tỷ lệ thâm nhập trong dân còn thấp đi kèm chất lượng cuộc sống nâng cao nhanh, giúp quy mô thị trường điện máy nở ra nhanh chóng từ sau năm 2010. ĐMX ra mắt ngay thời điểm này và sử dụng chiến lược cạnh tranh “hợp thời thế” (\*) so với các chuỗi điện máy lâu đời khác như Nguyễn Kim, Chợ Lớn, Thiên Hòa... giúp mở rộng thị phần “thần tốc” mặc dù thành lập sau 5-10 năm so với những chuỗi kể trên. Tỷ lệ CAGR doanh thu của chuỗi trong giai đoạn 2012-17 đạt 91,4%/năm.**

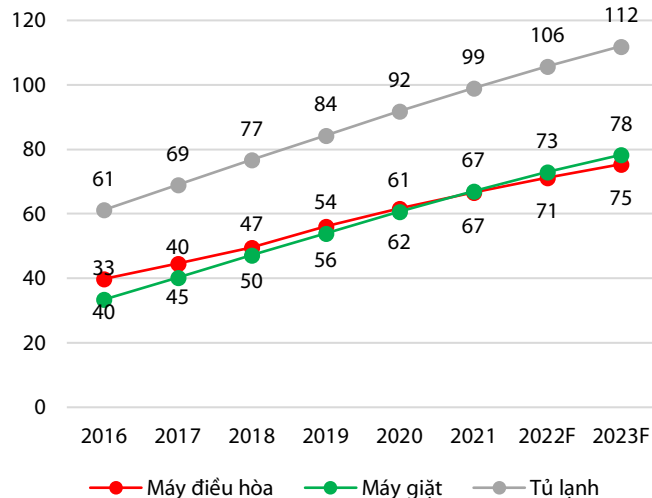


**Hình 33: Doanh thu & thị phần của chuỗi Điện máy xanh qua các thời kỳ**



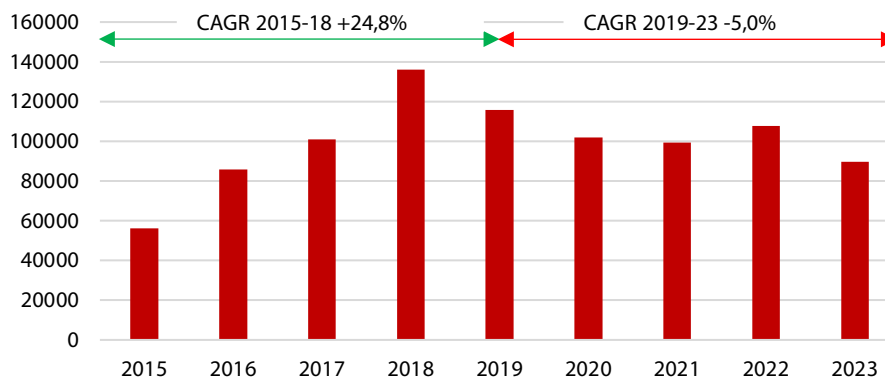
Nguồn: MWG, GFK, CTCK Rồng Việt

**Hình 34: Tỷ lệ thâm nhập trong sử dụng hàng điện máy ở Việt Nam (%)**



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 35: Quy mô thị trường điện máy Việt Nam qua các năm (tỷ đồng)**



Nguồn: MWG, GFK, CTCK Rồng Việt ước tính

**Chúng tôi liệt kê các chiến lược giúp chuỗi ĐMX “thắng lớn” trên thị trường như sau:**

**Tiên phong trong việc “co nhỏ quy mô cửa hàng”:** Mô hình lớn nhất của ĐMX là ĐML cũng chỉ có diện tích 800-1.000 m2 thấp hơn nhiều so với tiêu chuẩn siêu thị điện máy thời bấy giờ từ 4.000-5.000 m2 như Nguyễn Kim, Điện máy Chợ lớn, Pico, Media Mart. Điều này giúp ĐMX trong hai điểm:

- (1) **Vận hành chuỗi:** ĐMX dễ dàng hơn trong việc tìm kiếm mặt bằng, tiết kiệm chi phí như chi phí thuê mặt bằng, thuê nhân viên... so với các chuỗi “đại siêu thị”.
- (2) **Lợi thế quy mô:** Nhờ lợi thế trong vận hành đề cập trên, ĐMX dễ dàng nhân rộng cửa hàng, len lỏi tầm ảnh hưởng xuống tận các vùng ngoại ô đô thị/nông thôn. Khi càng tiến sâu khai phá thị trường điện máy ở các vùng này, ĐMX tiếp tục co nhỏ diện tích cửa hàng với việc ra đời các ĐMM, ĐMS, nhằm gắn gũi hơn với văn hóa tiêu dùng đặc thù địa phương. Chính mạng lưới cửa hàng dày đặc, cũng giúp ĐMX tạo “khác biệt trong dịch vụ khách hàng” như bảo quản, lắp đặt, giao hàng nhanh chóng (\*) và hiệu quả cao (một phần đến từ việc MWG thu hút được nhiều lao động tay nghề cao).

(\*) Đơn cử một ví dụ: Đến nay, ĐMX vẫn duy trì chiến lược giao hàng bằng xe máy từ điểm bán hàng gần nhất đến vùng nông thôn. Đây là hướng tiếp cận giúp ĐMX vượt qua các trở ngại về đường giao hàng xa, hạ tầng giao thông kém phát triển ở Việt Nam trong bán hàng công kênh, giá trị cao như điện máy mà các chuỗi “đại siêu thị” chưa làm được.

**Bảng 13: Co nhỏ mô hình và nhân rộng cửa hàng len lõi khắp từ thành thị (ĐML), ngoại ô đô thị (ĐMM), nông thôn (ĐMX) là chiến lược “xương sống” của ĐMX suốt chiều dài hoạt động.**

	Điện máy xanh	Mediamart	Điện máy Chợ lớn	Nguyễn Kim	Pico	Điện máy HC
Diện tích cửa hàng tiêu chuẩn (m2)	80-1.000	500-5.000	2.000-5.000	2.000-5.000	2.000-5.000	1.000-4.000
Số lượng cửa hàng tính đến T6-2024	2.093	355	98	50	10	41

Nguồn: CTCK Rông Việt

**Công thức vận hành chuỗi thành công của TGDD:** Các chiến lược về dịch vụ khách hàng, danh mục sản phẩm, đồng bộ hóa quy trình của chuỗi TGDD (đã đề cập), đều được vận dụng cho phát triển chuỗi ĐMX. Ở mục dịch vụ khách hàng, chúng tôi nhấn mạnh thêm tầm quan trọng của hai mảng dịch vụ mà MWG tạo điểm trội so với thị trường chung thời bấy giờ: (1) dịch vụ cho vay tiêu dùng, trả góp, đặc biệt hiệu quả trong kích cầu đối với những sản phẩm có giá trị cao như điện máy, (2) dịch vụ sửa chữa, lắp ráp tại nhà, khi hầu hết người dân Việt Nam không có thói quen tự lắp ráp sản phẩm điện tử.

**Hậu thuẫn tài chính lớn từ TGDD:** Những KQKD tích cực của chuỗi TGDD từ 2009-15 cũng tạo điều kiện “nuôi dưỡng” chuỗi ĐMX trong thời gian “sơ khai”.

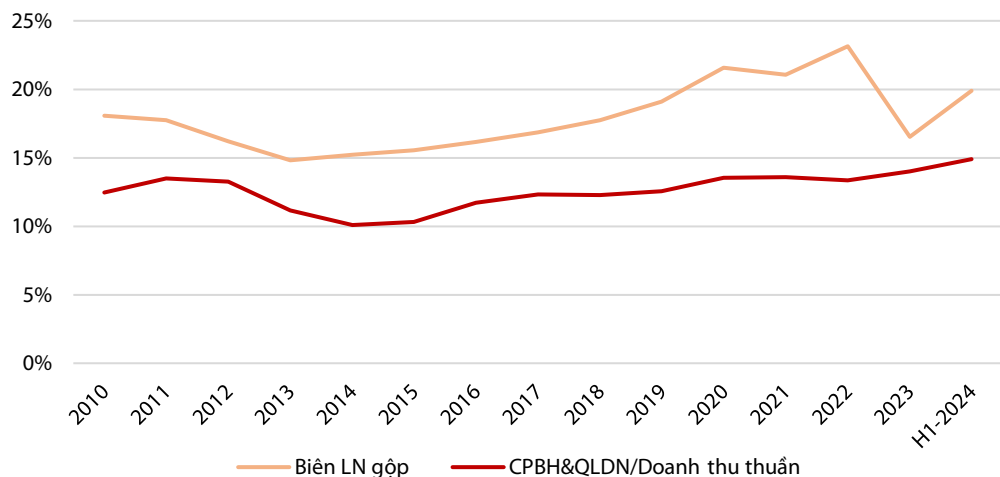
**(Quay lại trang 5) Từ sau năm 2017, bối cảnh ngành tăng trưởng chậm lại với tỷ lệ thâm nhập dần đạt điểm giới hạn và doanh số trì trệ nên tăng trưởng của chuỗi ĐMX cũng chậm lại theo, nhưng nhìn chung vẫn tích cực với tỷ lệ CAGR doanh thu 2017-23 đạt 24,3%/năm, đến từ:**

**Rào cản ngành cao hơn so với việc bán lẻ sản phẩm CNTT-TT** (liên quan đến tính chất hàng công kênh hơn cho vận chuyển và tối ưu hàng tồn kho theo chuỗi) nên chưa có nhiều đối thủ cạnh tranh thực lực xuất hiện và sao chép công thức thành công của ĐMX.

**Xu hướng chuyển đổi tiêu dùng từ “tại chỗ” sang “trực tuyến” đối với hàng giá trị cao, công kênh như máy giặt, tủ lạnh, máy lạnh chậm hơn sản phẩm CNTT-TT.**

**Tương tự như chuỗi TGDD, ĐMX có mức biên LN gộp cao** vì họ chọn mức giá bán cao tương xứng với phần “thặng dư” dịch vụ khách hàng tạo được trên thị trường. Kết hợp cùng tỷ trọng CPBH&QLDN/Doanh thu thuần ở mức tốt nhờ hệ thống ERP và tăng trưởng doanh thu cao, **giúp ĐMX có biên LN thuần ở mức “ấn tượng” so với trung bình ngành. (Hình 36, Bảng 14)**

**Hình 36: Cấu trúc chi phí của chuỗi TGDD&ĐMX qua các năm (%)**



Nguồn: MWG, CTCK Rông Việt ước tính

**Bảng 14: Trung vị ngành CNTT-TT và điện máy cho biên LN gộp và CPBH&QLDN/DT thuần (%)**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Trung vị ngành
Biên LN gộp	19,2	19,5	19,0	18,9	19,8	18,9	19,1
CPBH&QLDN/DT thuần	15,4	16,3	16,5	15,2	15,9	16,2	16,0

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Ghi chú: Chỉ số được tổng hợp từ 5 chuỗi bán lẻ ngành CNTT-TT & điện máy, được mô tả cụ thể trong phụ lục 2.

**Triển vọng tương lai (Quay lại trang 5)**

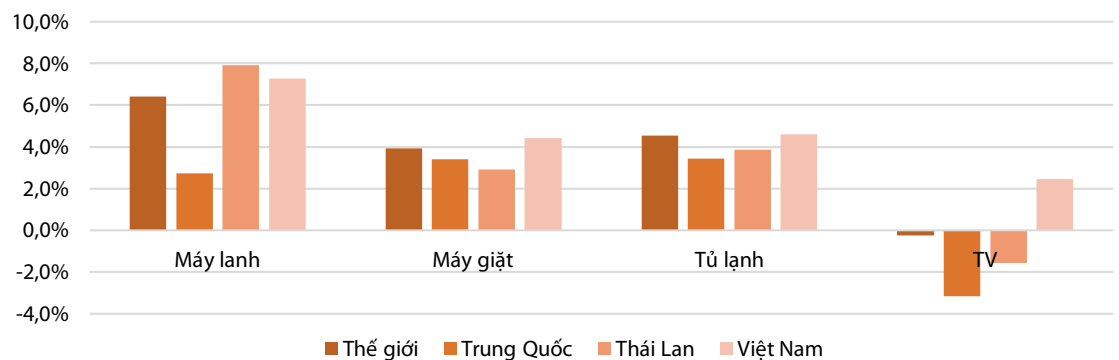
**Cho triển vọng 3-5 năm sắp tới, chúng tôi đang nhận thấy những chuyển động kém khả quan trong ngành điện máy đối với chuỗi ĐMX:** (1) Miếng bánh điện máy vào pha bão hòa trong dài hạn (tỷ lệ tăng trưởng CAGR 2024-29 thấp hơn 5%/năm, ngoại trừ mảng máy lạnh), thông qua tỷ lệ thâm nhập cao (Hình 34) và sản lượng bán hàng trì trệ, (2) Làn sóng mở rộng chuỗi giá trị sang ngành điện máy của các chuỗi bán lẻ CNTT-TT khác như FPT Shop, Di động Việt, Cellphones đang diễn ra (\*), (3) Xu hướng chuyển đổi tiêu dùng sang kênh trực tuyến giai đoạn 2023-24 đang mạnh lên so với thời gian trước. (Hình 26, 27) [\(Quay lại trang 6\)](#)

(\**) Phó TGD FPT Shop – ông Nguyễn Việt Anh từng chia sẻ đầu năm 2024: “Mục tiêu doanh thu của ngành điện máy trong năm 2024 sẽ chiếm khoảng 8-10% tổng doanh thu của FPT Shop. Trong năm 2025, nếu mọi sự thuận lợi, FPT Shop sẽ mở rộng thêm các cửa hàng điện máy để đến cuối năm 2025 có thể sở hữu 200-250 cửa hàng và trở thành chuỗi bán lẻ điện máy lớn thứ 2 ở Việt Nam, sau Điện Máy Xanh.”*

**Do đó, việc mô hình phụ thuộc nhiều vào cửa hàng vật lý cùng thị phần ở mức rất cao tại Việt Nam (trên 60%),** nếu so sánh với thị phần của các chuỗi hàng đầu tại các quốc gia khác [\(Phụ lục 1 – Tham khảo trang 34\)](#), chúng tôi dự báo thị phần của ĐMX sẽ giảm dần trong dài hạn (2,0%/năm từ 2024).(\**)*

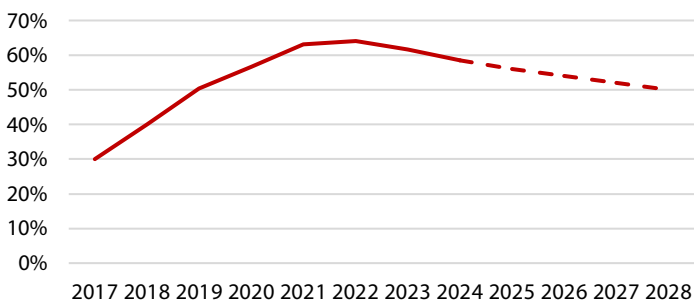
(\**) Theo ước tính của chúng tôi, ĐMX đã đóng 93 cửa hàng, thu hẹp thị phần xuống 58,2% trong H1-2024, sv 61,6% trong 2023.*

**Hình 37: Dự phóng tốc độ tăng trưởng gộp hàng năm (CAGR) của doanh thu thuần của các sản phẩm chuỗi Điện máy xanh theo quốc gia giai đoạn 2024-29 (%), theo Statista**



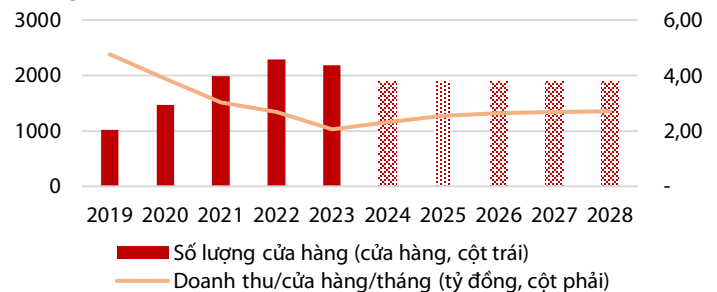
Nguồn: Statista, CTCK Rồng Việt ước tính

**Hình 38: Thị phần quá khứ và dự phóng của ĐMX trong thị trường điện máy Việt nam (%)**



Nguồn: MWG, GFK, CTCK Rồng Việt dự phóng

**Hình 39: Số lượng cửa hàng và doanh thu mỗi cửa hàng của ĐMX qua các năm**



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt dự phóng

(Quay lại trang 7) Tương tự TGDĐ, về phần cấu trúc chi phí, chuỗi ĐMX dự kiến thu hẹp biên LN ròng về mức trung bình ngành khi phải hạ giá bán & tăng khuyến mãi, ưu đãi trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt ở một thị trường dần bão hòa.

**Bách hóa xanh – Chuỗi cửa hàng ngành bách hóa**

Bách hóa xanh là chuỗi cửa hàng thứ ba của MWG (từ năm 2016), hoạt động trong lĩnh vực bách hóa với các dòng sản phẩm tiêu biểu là FMCGs, hàng thực phẩm, hải sản, thịt tươi sống.

**Bảng 15: Danh mục sản phẩm của chuỗi Điện máy xanh**

Sản phẩm cấp 1	Sản phẩm cấp 2	Nhãn hàng
Đồ tươi	Thịt, cá, trứng, hải sản	BHX lấy hàng từ các trang trại/hợp tác xã, các nhãn hiệu lớn như CP, Meat Master, G, Tam Nông, NT Pearly Food, PTV, FOHLA...
	Rau, củ, nấm, trái cây	
	Dầu ăn, nước chấm, gia vị	
	Mì, miến, cháo, phở ăn liền	
Đồ khô, FMCGs	Thực phẩm đông mát	BHX lấy hàng từ các thương hiệu lớn như Tường An, Neptune, Simply, Meizan, Masan Masan, Miliket, Acecook, Vinamilk, TH TrueMilk, DutchLady, Sabeco, Habeco, Heneiken...
	Gạo, bột, đồ khô	
	Bia, nước giải khát	
	Sữa các loại	
	Bánh kẹo các loại	
	Chăm sóc cá nhân	
	Sản phẩm cho mẹ và bé	
	Vệ sinh nhà cửa	
	Đồ dùng gia đình	

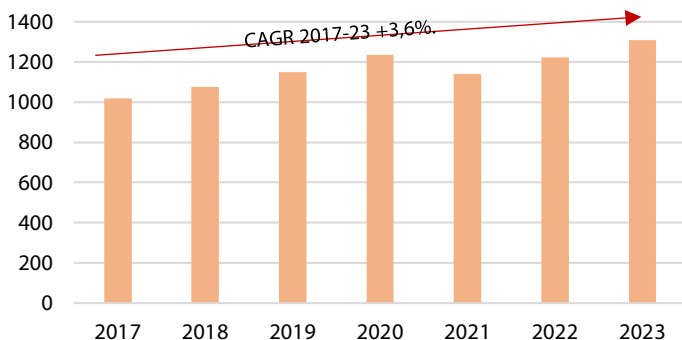
Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Xét về cơ cấu doanh thu của chuỗi năm 2023, hàng tươi sống, đông mát và đông lạnh chiếm tỷ trọng doanh thu cao nhất (42%), xếp sau lần lượt là đồ khô – thực phẩm & đồ uống khác (41%), hóa mỹ phẩm và sản phẩm khác (17%).

**Bối cảnh quá khứ của chuỗi (Quay lại trang 5)**

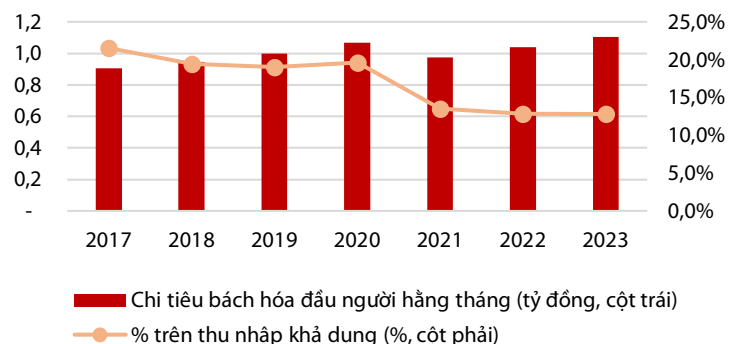
**Mặc dù thị trường bách hóa chung bão hòa, tăng trưởng dưới 4%/năm** (do tăng trưởng dân số thấp với 0,7%/năm và chi tiêu bách hóa trên đầu người ở mức giới hạn – Hình 40, 41) **nhưng mảng siêu thị hiện đại lại là mảnh đất màu mỡ với các chuỗi bán lẻ hiện đại** khi bối cảnh chuyển dịch xu hướng tiêu dùng từ kênh truyền thống như chợ, đại lý, tạp hóa sang các kênh hiện đại nhanh hơn, đặc biệt với bộ phận Gen Y, Z, văn phòng, thu nhập tốt tại thành thị (Hình 43) (Tham khảo Nhật ký chuyên viên: Các ông lớn bách hóa). MWG đã bắt nhịp nhanh với tiềm năng thị trường và thành lập Bách hóa xanh từ năm 2016.

**Hình 40: Doanh thu ngành bách hóa qua các năm (nghìn tỷ đồng)**



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 41: Chi tiêu bách hóa đầu người ở Việt Nam**



Nguồn: GSO VN, Euromonitor, CTCK Rồng Việt

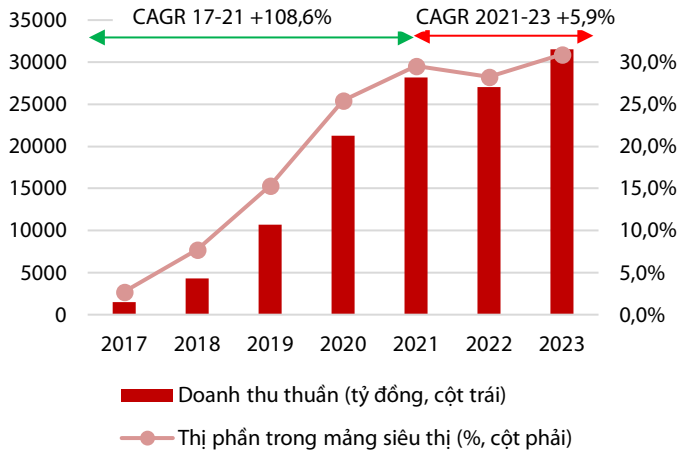
(Quay lại trang 5) Mặc dù doanh thu của chuỗi đạt tỷ lệ tăng trưởng CAGR 2017-21 ấn tượng với 108,6%/năm (Hình 42), nhưng chủ yếu đến từ nhân rộng số lượng cửa hàng trong khi công thức thành công chưa được thiết lập, thể hiện qua doanh thu/cửa hàng giảm dần và lỗ lũy kế lớn dần theo thời gian (Bảng 16). Điều này khiến ban lãnh đạo phải tái cấu trúc toàn diện chuỗi từ năm 2022.

**Bảng 16: Các chỉ số kinh doanh của chuỗi Bách hóa xanh qua các năm**

	Tiền tái cấu trúc					Tái cấu trúc	Hậu tái cấu trúc		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Q1-2024	Q2-2024
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	(145)	(556)	(978)	(1.734)	(966)	(2.961)	(1.257)	(105)	7
Biên LN ròng (%)	-9,7%	-12,8%	-9,1%	-8,1%	-3,4%	-11,0%	-4,0%	-1,2%	-0,1%
Số lượng cửa hàng (CH)	283	405	1.008	1.719	2.106	1.728	1.698	1.696	1.701
Doanh thu CH tháng (tỷ đồng)	0,44	1,05	1,27	1,30	1,23	1,17	1,54	1,80	2,03

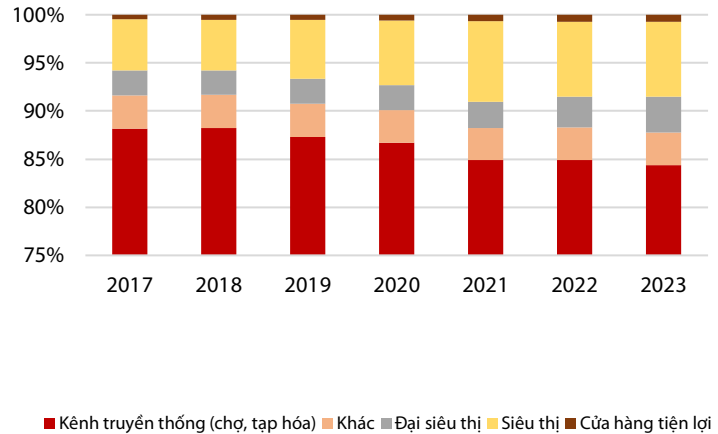
Nguồn: MWG, CTCK Rông Việt

**Hình 42: Doanh thu thuần và thị phần của BHX trong mảng siêu thị ở Việt Nam qua các năm**



Nguồn: MWG, Euromonitor, CTCK Rông Việt

**Hình 43: Thị phần các kênh bán hàng của thị trường bách hóa tại Việt Nam (%)**



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rông Việt. Ghi chú: BHX được thống kê ở mảng siêu thị.

(Quay lại trang 5) (Quay lại trang 7) BHX cải thiện mạnh mẽ hiệu quả vận hành chuỗi ở các chỉ số kinh doanh (Bảng 16) ở giai đoạn sau năm 2022, nhờ các chiến lược tái cấu trúc xoay quanh hai tư tưởng (1) **Tái định vị thương hiệu** từ “chợ hiện đại” sang “siêu thị mini”, (2) **Tối ưu chi phí**, tức tăng trưởng doanh thu song song lợi nhuận khi nhân rộng cửa hàng.

Chúng tôi đã từng khẳng định tiềm năng của chiến lược “chia nhỏ siêu thị lớn thành mô hình cửa hàng nhỏ như BHX” len lỏi trong dân là phù hợp với thị trường Việt Nam trong trung hạn (Tham khảo Nhật ký chuyên viên: Bách hóa xanh, Winmart). Tuy nhiên, những mô hình cửa hàng diện tích lớn mở gần chợ trong quá khứ không giúp BHX bật lên lợi thế vốn có của 1 chuỗi bách hóa hiện đại về “tính trải nghiệm không gian mua sắm và tính tiện lợi” trong khi giá cả thường cao hơn (do cấu trúc chi phí công kênh hơn sạp chợ như chi phí thuê mặt bằng, thuê nhân viên, điện, nước) và số lượng SKUs ít đa dạng hơn chợ.

Do đó, thay vì cố gắng biến mình thành một “chợ hiện đại diện tích lớn, đa dạng SKUs, giá bán thấp nhằm thu hút khách hàng trung thành từ chợ”, BHX chuyển mình thành “một siêu thị mini diện tích nhỏ, ít SKUs hơn, giá bán cao hơn hướng đến đối tượng giới trẻ (gen Y, Z) có thu nhập tốt, ưu tiên tính tiện lợi, trải nghiệm mua sắm cao”. Các chính sách tái cấu trúc nổi bật được mô tả trong bảng dưới đây:

	Trước	Sau	Hiệu quả
Diện tích cửa hàng tiêu chuẩn (m <sup>2</sup> )	200-400	150	BHX đã đóng ~400 cửa hàng diện tích lớn với chi phí mặt bằng cao. Điều này giúp BHX để kiểm soát mặt bằng hơn và tiết kiệm đáng kể chi phí.
Số lượng SKUs	5.000	2.000-3.000	Quản lý hàng tồn kho dễ hơn, hạn chế tỷ lệ/chi phí hủy hàng, đảm bảo chất lượng hàng bán. Việc thu hẹp số lượng SKUs cũng giúp giảm diện tích trưng bày kệ hàng giúp tạo không gian mua sắm rộng rãi hơn.
Nhà cung cấp	Làm việc trực tiếp với nhà cung cấp/trang trại/hộ chăn nuôi không qua trung gian.		Giảm phần bớt phần lợi nhuận chia sẻ cho các bên, giúp biên LN gộp cao hơn
Dịch vụ khách hàng tại cửa hàng	Tăng quầy thu ngân từ 2 lên 3-4/cửa hàng và số lượng nhân sự giờ cao điểm, Tìm cách giải phóng bãi xe nhanh hơn		Tăng trải nghiệm khách hàng
Tối ưu chi phí vận chuyển	Tối ưu lộ trình giao hàng nhằm giảm thời gian di chuyển xe trên đường, Tăng tỷ lệ lấp đầy trên xe cao hơn mức trung bình trước đó - 60-70%.		Tăng biên lợi nhuận ròng

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt. [Quay lại trang 8](#)

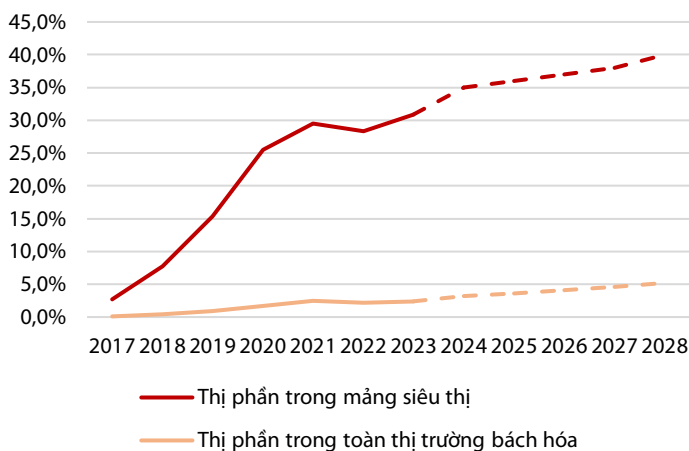
**Sau khi tìm được công thức mở cửa hàng, BHX đã bắt đầu quay trở lại mở mới cửa hàng trong Q3-2024** với 20 cửa hàng mở thêm tập trung ở miền Nam, hướng đến mục tiêu mở 50-100 cửa hàng và hòa vốn trong năm 2024.

**Triển vọng tương lai** ([Quay lại trang 5](#))

**Chúng tôi cho rằng Bách Hóa Xanh đang ở vị thế tốt để mở rộng về cả doanh thu và biên LN ròng.**

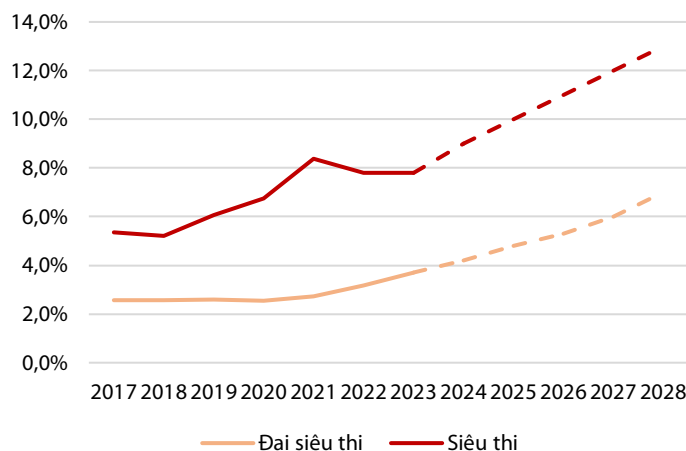
**Về doanh thu**, với lợi thế quy mô lớn dẫn cùng với việc tìm ra công thức mở cửa hàng & lợi thế cạnh tranh so với các chuỗi khác (\*), **thị phần BHX sẽ gia tăng nhẹ 1,0-2,0%/năm (Hình 44, 46) trong một miếng bánh siêu thị dẫn to** ra theo xu hướng chuyển dịch tiêu dùng với tỷ lệ CAGR 2024-28 là 15,7%/năm (Hình 45). Chúng tôi lưu ý thị phần siêu thị trong thị trường bách hóa Việt Nam thấp (chỉ 7,8%) so với các quốc gia phát triển khác như Mỹ, Trung Quốc, Thái Lan, Indonesia... ([Tham khảo Nhật ký chuyên viên: Bách hóa xanh, Winmart](#))

**Hình 44: Thị phần BHX quá khứ và dự phóng (%)**



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

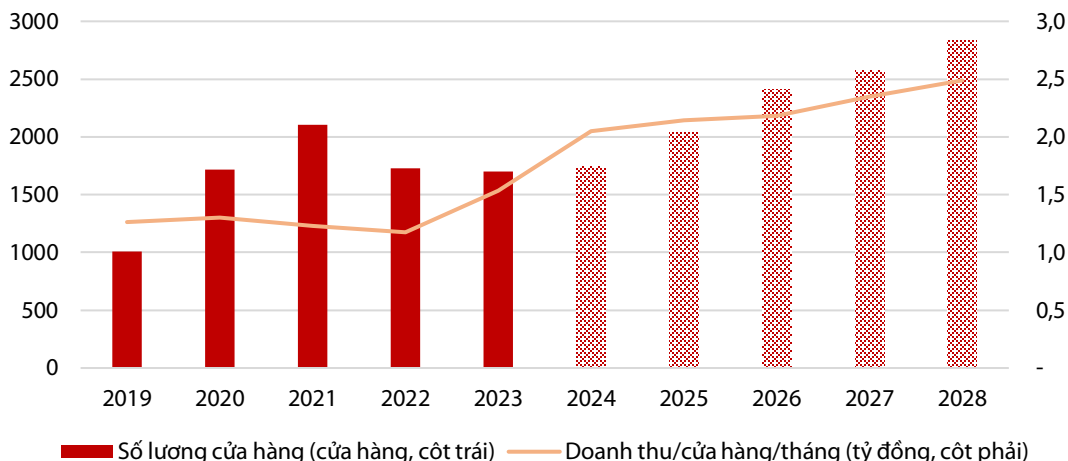
**Hình 45: Thị phần kênh siêu thị quá khứ và dự phóng (%)**



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt. Ghi chú: BHX được thống kê ở mảng siêu thị.



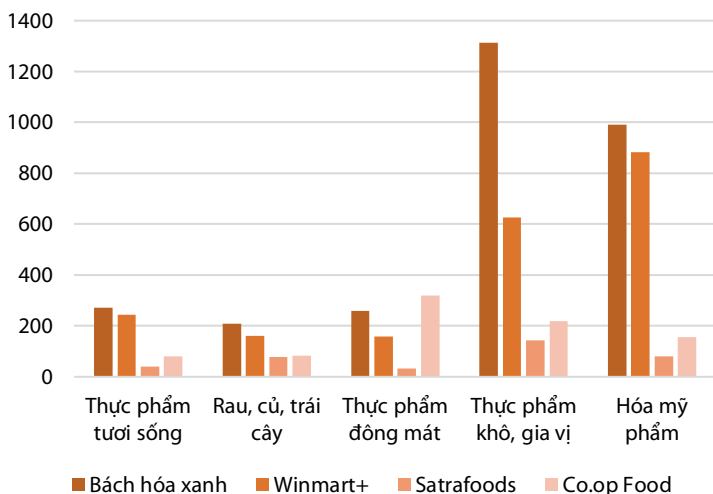
**Hình 46: Số lượng cửa hàng và doanh thu mỗi cửa hàng của qua các năm**



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt dự phóng

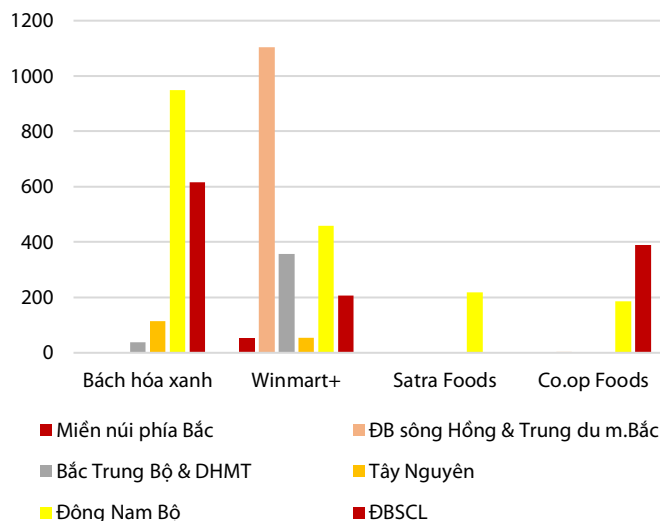
(\*) **Lợi thế cạnh tranh của Bách hóa xanh so với các chuỗi gói gọn ở đa dạng hàng hóa hơn (đặc biệt hàng tươi sống), giá bán rẻ hơn, dịch vụ vận chuyển tiện lợi hơn, độ dày cửa hàng lớn hơn trên một khu vực giúp tạo nhiều điểm chạm với khách hàng và tối ưu chi phí vận hành kho.** Winmart là chuỗi tương đồng nhất với BHX về các chiến lược trên, minh chứng cho việc cả hai chuỗi này đang là người dẫn đầu trên thị trường bách hóa siêu thị. (Hình 47, 48) (Bảng 17, 18) [\(Quay lại trang 6\)](#)

**Hình 47: BHX vượt trội về số lượng danh mục sản phẩm trọng yếu so với các chuỗi lớn (sản phẩm)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 48: Số lượng cửa hàng các chuỗi siêu thị mini (cửa hàng)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt. BHX tập trung mở dày ở 1 khu vực nhất định (TP.HCM & miền Nam) nhằm tối ưu chi phí vận chuyển, lưu kho hơn và tăng tính nhận diện tốt hơn thay vì cố gắng tăng độ phủ toàn Việt Nam như trước đây. Dữ liệu Co.op Foods bao gồm: Hà Nội, TP.HCM và khác.

**Bảng 17: Giá bán (VND) các mặt hàng tại BHX nhìn chung là rẻ hơn/ngang bằng các chuỗi lớn khác**

	Bách hóa xanh	Winmart	Satra Foods	Co.op Foods
Thịt tươi sống (300g)				
Ba rọi heo	55500	46777	64500	53000
Thịt xay heo	35700	35257	51000	42000
Nạc vai heo	52000	35976	49500	40000
Sườn non heo	65700	68136	90000	90000
Trứng gà hộp 10 quả	25000 (QL)	32900 (Olala)	33600 (Ba Huân)	28500 (Ba Huân)
Rau, củ, trái cây				
Dưa hấu đỏ (2kg)	31680	58000	35800	39000
Bí đao (1kg)	27600	28720	24500	23500
Đậu cô ve (300g)	18240	18900	19770	20500
Thực phẩm khô và gia vị				
Nước mắm Nam Ngư (Chai 750ml)	52500	52000	50800	52500
Dầu ăn Tường An Gold (Chai 1 lít)	55000	52100	66600	46700
Nước tương Maggi đậm đặc (Chai 300ml)	19000	19500	18600	18700
Mì Hào Hào tôm chua cay gói 75g	4400	4400	4400	3900
Đồ uống				
Sữa tươi tiệt trùng TH True Milk (Gói 220ml ít đường)	9200	9400	8500	9000
Thùng 24 lon Heneiken Silver (250ml)	345000	387000	Không kinh doanh bia	356000
Thùng 24 lon Cocacola (320 ml)	195000	237000	236000	204000
Hóa mỹ phẩm				
Nước giặt Surf cỏ hoa diêu kỳ túi 3,3L	109000	136000	Không kinh doanh	111900
Dầu gội Clear bạc hà (Chai 630 g)	164300	174000	174000	157500

Nguồn: CTCK Rồng Việt thống kê trong ngày 25-09-2024

**Bảng 18: Mô tả dịch vụ giao hàng của các chuỗi siêu thị mini bách hóa**

	Phí giao hàng	Thời gian giao hàng
Bách hóa xanh	Miễn phí giao với giá trị hóa đơn từ 100.000 VNĐ trở lên 15.000 VNĐ/đơn có giá trị dưới 100.000 VNĐ Thêm 9.000 VNĐ/đơn đối với giờ cao điểm	Giao 2 tiếng/lần đối với các khung giờ từ 8am-8pm)
Winmart+	MIỄN PHÍ VẬN CHUYỂN đối với các đơn hàng có giá trị từ 300.000đ trở lên và khoảng cách giao hàng trong bán kính 5Km. Phí giao hàng được áp dụng 5.000đ/Km đối với các đơn hàng có giá trị dưới 300.000đ. Phí giao hàng được áp dụng 5.000đ/Km vượt đối với các đơn hàng có giá trị từ 300.000đ trở lên và khoảng cách giao hàng ngoài bán kính 5Km.	Hàng sẽ được giao trong vòng 2 tiếng từ khi đơn hàng được xác nhận thành công. Các đơn hàng xác nhận sau 18:00 trong ngày, Khách hàng sẽ nhận hàng trước 12:00 sáng ngày hôm sau.
Satra Foods	Miễn phí giao hàng với hóa đơn từ 200.000đ trở lên trong bán kính 5km. Phí giao hàng 15.000đ cho mỗi hóa đơn dưới 200.000đ trong bán kính 5km. Phụ thu 5.000đ cho mỗi km tăng thêm từ hơn 5km trở lên.	Thời gian giao hàng được thỏa thuận giữa cửa hàng và khách hàng
Co.op Food	Giao hàng miễn phí đối với đơn hàng từ 200.000VNĐ trong phạm vi 6km tính từ Siêu thị Khách hàng mua hàng, và áp dụng tính phí 5.000 VNĐ/km đối với số km phát sinh ngoài phạm vi 5km.	Giao trong ngày đối với đơn hàng đặt trước 3pm Giao ngày sau đối với đơn hàng đặt trước sau 3pm

Nguồn: CTCK Rồng Việt thống kê trong ngày 25-09-2024

**Về cơ cấu chi phí, dự địa cải thiện chi phí của chuỗi là còn nhiều khi so sánh với trung bình ngành như bảng dưới đây:**

	2019	2020	2021	2022	2023	Trung vị ngành
Biên LN gộp	27,1	23,1	23,5	23,6	23,7	24,3
CPBH&QLDN/Doanh thu thuần	24,6	17,0	18,7	19,4	20,8	20,5
Biên LN ròng	2,3	1,4	2,3	2,7	2,1	2,2

*Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt. Ghi chú: Chỉ số được tổng hợp từ 5 chuỗi bán lẻ ngành bách hóa, được mô tả cụ thể trong phụ lục 3.*

**Vì vậy, chúng tôi cho rằng BHX sẽ mở rộng biên LN ròng trong thời gian tới** về mức trung bình ngành trong 3-5 năm tới phù hợp với mục tiêu của MWG chia sẻ ở buổi Gặp gỡ nhà đầu tư trong T8-2024.

**Các chuỗi khác – Chuỗi bán lẻ dược phẩm, mẹ & bé, điện máy**

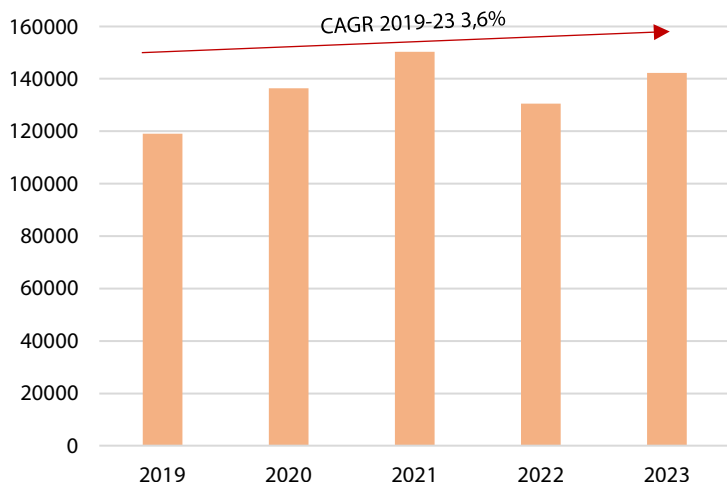
**Chúng tôi tạm thời không đề cập sâu vào các chuỗi bán lẻ khác của MWG** bao gồm chuỗi nhà thuốc An Khang, chuỗi mẹ & bé AVAKids, chuỗi điện máy Erablue tại Indonesia, do quy mô nhỏ và đang trong giai đoạn sơ khai/tái cấu trúc nên không ảnh hưởng đáng kể đến định giá MWG trong dài hạn ở thời điểm này.

**An Khang – Triển vọng tương lai (Quay lại trang 6)**

**Quy mô thị trường dược phẩm nhìn chung chỉ tăng trưởng ổn định 3,6%/năm** do chi tiêu dược phẩm đầu người chậm ngưỡng giới hạn và tỷ lệ tăng trưởng dân số Việt Nam chỉ tăng trưởng 0,7%/năm (Hình 49, 50). **Tuy nhiên, việc thị trường mạnh mẽ với thị phần lớn rơi vào tay các cửa hàng thuốc truyền thống, được xem là mảnh đất màu mỡ cho các chuỗi nhà thuốc hiện đại, có lợi thế cạnh tranh khác biệt như An Khang, Long Châu. Tuy nhiên tình hình kinh doanh của chuỗi An Khang đã đi sau đáng kể so với chuỗi nhà thuốc Long Châu, chứng minh bởi việc sụt giảm doanh thu/cửa hàng và số lượng cửa hàng thời gian qua.** (Tham khảo Báo cáo ngành Bán lẻ - Tre già măng mọc)

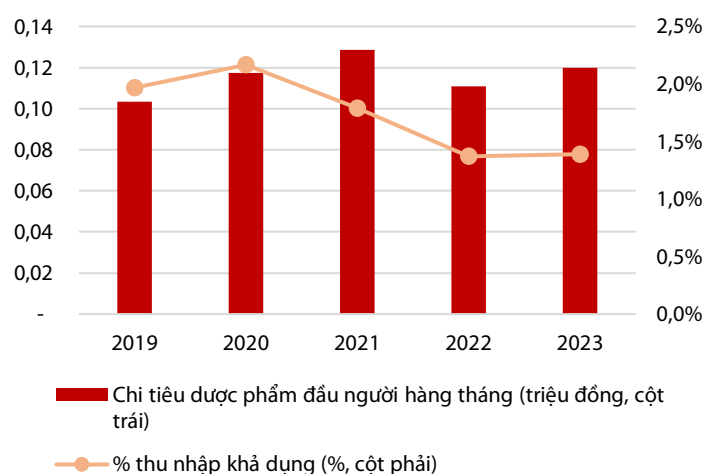
Chúng tôi dự báo chuỗi sẽ tiếp tục bị thu hẹp thị phần (Hình 51, 52) trong thời gian tới tuy nhiên sẽ cải thiện hiệu quả quản lý chi phí đến từ chiến lược tái cấu trúc mà MWG đang thực hiện.

**Hình 49: Doanh thu ngành dược phẩm qua các năm (tỷ đồng)**



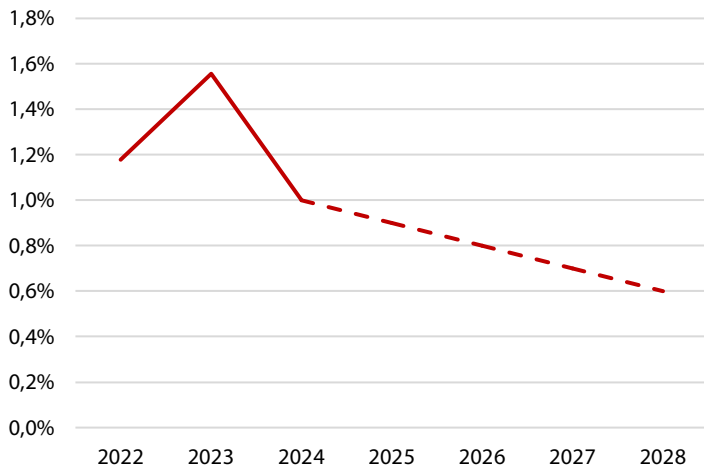
*Nguồn: Euromonitor, CTCK Rông Việt*

**Hình 50: Chi tiêu dược phẩm đầu người ở Việt Nam**



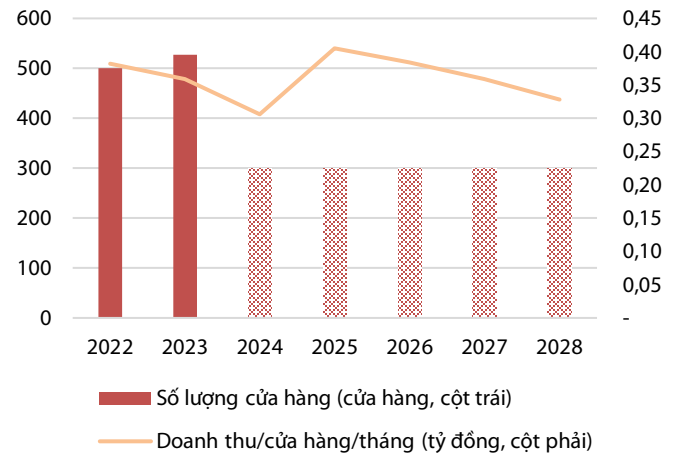
*Nguồn: GSO VN, Euromonitor, CTCK Rông Việt*

**Hình 51: Thị phần An Khang quá khứ và dự phóng (%)**



Nguồn: BMI, CTCK Rồng Việt dự phóng

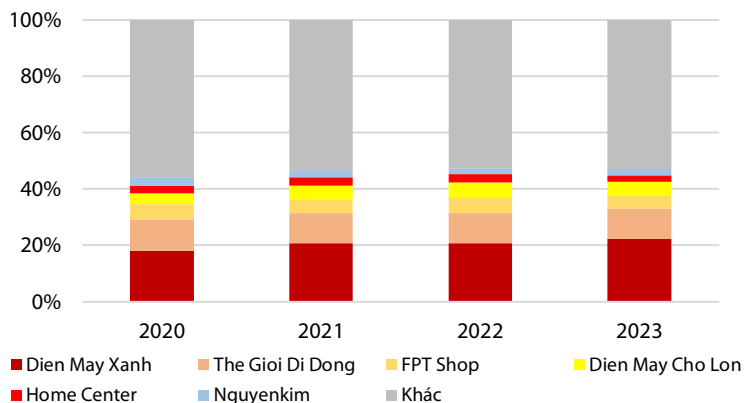
**Hình 52: Số lượng cửa hàng và doanh thu/cửa hàng của chuỗi An Khang**



Nguồn: GSO VN, BMI, CTCK Rồng Việt dự phóng

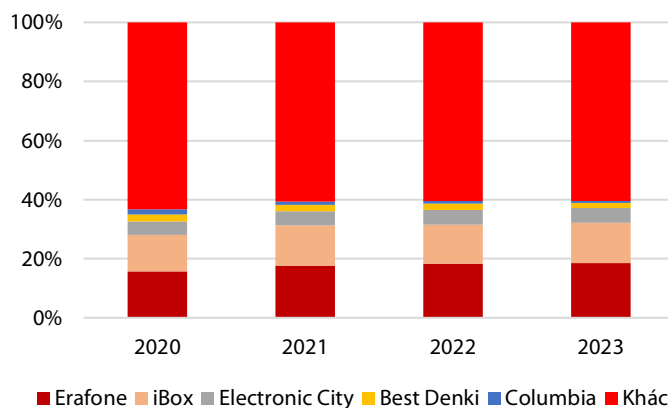
**PHỤ LỤC 1 – THỊ PHẦN CỦA MWG TRONG MẢNG CNTT-TT & ĐIỆN MÁY TẠI THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM SO SÁNH VỚI CÁC CHUỖI DẪN ĐẦU Ở THỊ TRƯỜNG KHÁC (Quay lại trang 21)**

**Hình 53: Thị phần các chuỗi CNTT-TT & điện máy ở thị trường Việt Nam (% , chỉ xét doanh thu tại cửa hàng vật lý)**



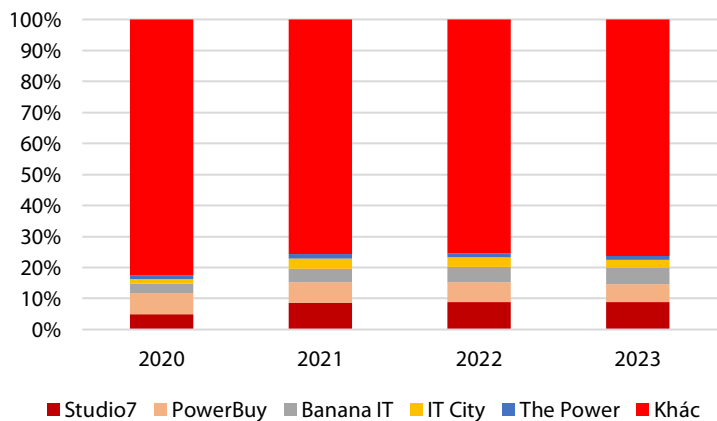
Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 54: Thị phần các chuỗi CNTT-TT \* & điện máy ở thị trường Indonesia (% , chỉ xét doanh thu tại cửa hàng vật lý)**



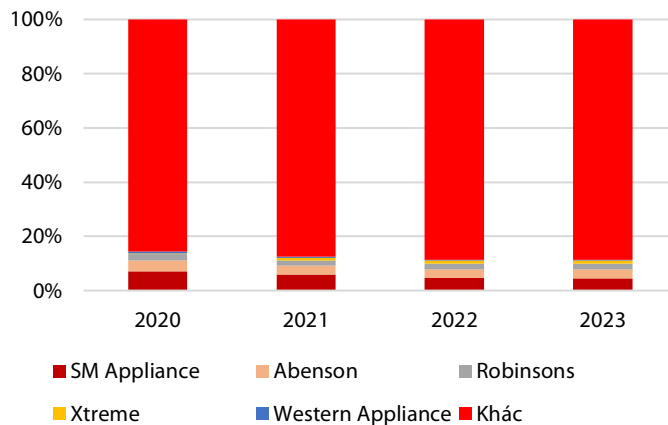
Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 55: Thị phần các chuỗi CNTT-TT \* & điện máy ở thị trường Thái Lan (% , chỉ xét doanh thu tại cửa hàng vật lý)**



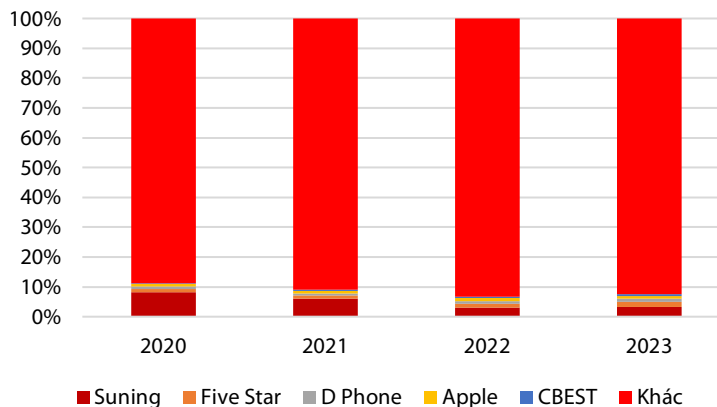
Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 56: Thị phần các chuỗi CNTT-TT \* & điện máy ở thị trường Philippines (% , chỉ xét doanh thu tại cửa hàng vật lý)**



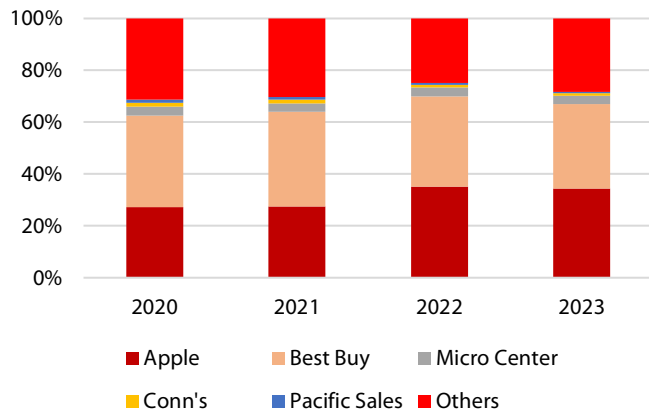
Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 57: Thị phần các chuỗi CNTT-TT \* & điện máy ở thị trường Trung Quốc (% , chỉ xét doanh thu tại cửa hàng vật lý)**



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 58: Thị phần các chuỗi CNTT-TT \* & điện máy ở thị trường Mỹ (% , chỉ xét doanh thu tại cửa hàng vật lý)**



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

## PHỤ LỤC 2 - CÁC CHUỖI BÁN LẺ CNTT-TT & ĐIỆN MÁY TƯƠNG ĐỒNG

**Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng năm chuỗi bán lẻ CNTT-TT & điện máy có mô hình kinh doanh và vị thế nội địa tương tự MWG làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.**

**PT Erajaya Swasembada Tbk. (Erajaya)** được thành lập năm 1996, là một công ty Indonesia chuyên phân phối và bán lẻ các thiết bị viễn thông di động, thẻ SIM, thiết bị IoT và phiếu mua hàng Google Play Card. Công ty cũng cung cấp các Dịch vụ giá trị gia tăng như bảo vệ điện thoại di động và cho thuê điện thoại di động. Công ty đang dẫn đầu thị trường bán lẻ điện tử với hai chuỗi Erafone và iBox.

**PT Electronic City Indonesia Tbk (Electronic City)** là chuỗi bán lẻ hàng điện tử tại Indonesia được thành lập vào năm 2001 và có trụ sở chính tại Jakarta Selatan, Indonesia. Công ty cung cấp (1) các sản phẩm âm thanh-hình ảnh, chẳng hạn như tivi, máy quay phim, đầu đĩa Blu-ray và DVD, thiết bị âm thanh di động, loa, bộ khuếch đại, máy nghe nhạc MP3; (2) đồ gia dụng, bao gồm tủ lạnh, tủ đông, máy giặt, máy sấy, máy rửa chén, máy điều hòa không khí, máy hút bụi, máy nướng bánh mì và máy xay sinh tố, quạt và bàn là điện; (3) CNTT-TT bao gồm điện thoại thông minh, phụ kiện, máy ảnh kỹ thuật số và video và phụ kiện chụp ảnh; và (4) thiết bị văn phòng và máy ảnh bao gồm máy tính để bàn, máy tính xách tay, máy tính xách tay nhỏ và máy tính bảng, máy in, máy fax, máy chiếu và phụ kiện máy tính. Electronic City là chuỗi bán lẻ điện tử đứng thứ 3 ở Indonesia.

Công ty cũng cung cấp các sản phẩm cho mẹ và bé, chẳng hạn như đồ dùng trên bàn ăn, máy chế biến thực phẩm cho trẻ em, túi xách, đồ chơi, xe đẩy và các sản phẩm điện tử và không phải điện tử; các sản phẩm thành phố sinh thái, bao gồm thực phẩm và đồ uống hữu cơ và các thiết bị gia dụng thân thiện với môi trường; các sản phẩm EV bao gồm xe đạp điện và xe máy. Chuỗi bán lẻ hiện kinh doanh trực tuyến kết hợp với 70 cửa hàng vật lý.

**Senheng New Retail Berhad**, là một chuỗi bán lẻ điện tử và điện gia dụng tại Malaysia. Công ty cung cấp các tiện ích kỹ thuật số, thiết bị nghe nhìn, đồ gia dụng và các sản phẩm liên quan khác cùng các dịch vụ giao hàng, lắp đặt, bảo trì và sửa chữa; và dịch vụ bảo hành. Ngoài ra, công ty còn cung cấp dịch vụ bảo hiểm bắt buộc. Công ty điều hành các cửa hàng vật lý dưới các thương hiệu Grand Senheng Elite, Grand Senheng và Senheng; và các trạm kỹ thuật số senQ và Grand senQ, cũng như cung cấp nền tảng cơ sở thành viên thông qua chương trình khách hàng thân thiết PlusOne. Công ty được thành lập vào năm 1989 và có trụ sở chính tại Kuala Lumpur, Malaysia. Senheng New Retail Berhad hoạt động như một công ty con của Sq Digital Sdn Bhd. Công ty là một trong các chuỗi bán lẻ điện tử dẫn đầu ở Malaysia

**FPT Shop**, được thành lập vào tháng 8/2007, FPT Shop là chuỗi cửa hàng bán lẻ chuyên về các sản phẩm kỹ thuật số như Điện thoại di động, Máy tính bảng, Máy tính xách tay và phụ kiện điện tử... Chuỗi cũng lấn sân sang kinh doanh đồ gia dụng, điện máy trong hệ thống cửa hàng CNTT-TT từ năm 2021 và chính thức mở chuỗi kinh doanh riêng các mặt hàng này từ năm 2024. FPT Shop là chuỗi bán lẻ điện tử đứng thứ 2 về thị phần tại Việt Nam.

**Best Buy Co Inc (Best Buy)** là một nhà bán lẻ đa quốc gia các sản phẩm điện tử. Danh mục sản phẩm của công ty bao gồm đồ điện tử tiêu dùng, máy tính và điện thoại di động, đồ gia dụng, sản phẩm giải trí, sản phẩm văn phòng tại nhà. Công ty cũng cung cấp dịch vụ tư vấn, thiết kế, lắp đặt, hỗ trợ kỹ thuật, dịch vụ liên quan đến bảo hành. Best Buy tiếp thị sản phẩm của mình dưới các tên thương hiệu Best Buy, Future Shop, Geek Squad, Magnolia, Best Buy Mobile, Dynex, Platinum, Yellow Tag, Insignia, Pacific Sales, Rocketfish, Modal và My Best Buy. Công ty kinh doanh sản phẩm tại các cửa hàng bán lẻ, thông qua trang web trực tuyến, ứng dụng di động và tổng đài. Công ty có hoạt động trên khắp Hoa Kỳ, Canada và Mexico. Best Buy có trụ sở chính tại Richfield, Minnesota, Hoa Kỳ. BestBuy là chuỗi bán lẻ điện tử đứng thứ 2 về thị phần tại Mỹ, chỉ sau Apple.

**Com7 Public Company Limited (Com7)** có trụ sở tại Bangkok (Thái Lan). Com7 chủ yếu tham gia vào hoạt động bán lẻ các sản phẩm CNTT-TT. Các sản phẩm chính của họ bao gồm máy tính để bàn, máy tính xách tay, điện thoại di động, máy tính bảng và nhiều thiết bị khác. Com7 có chi nhánh tại khoảng 75 tỉnh



trong số 77 tỉnh của Thái Lan. Họ hoạt động dưới nhiều thương hiệu khác nhau như BaNANA, Studio7, BaNANA Mobile, BaNANA Equip, BaNANA Outlet BKK, KingKong Phone và Brand Shop. Các cửa hàng của công ty được phân loại thành bốn loại, bao gồm bán lẻ sản phẩm CNTT, cửa hàng thương hiệu Apple, cửa hàng chuyên bán điện thoại di động và các cửa hàng thương hiệu khác. Com7 cung cấp dịch vụ sau bán hàng thông qua trung tâm sửa chữa và bảo hành sản phẩm Apple tại Thái Lan có tên là iCare, cũng như TRUE Shop thuộc TRUE by Com7.

**Bảng 19: Chuỗi bán lẻ CNTT-TT & Điện máy có vị thế nội địa tương đồng với MWG - Mức trung bình của ngành được tính từ 6 công ty nêu trên (Quay lại trang 6) (Quay lại trang 7)**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Trung bình ngành
<b>Số ngày phải thu</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	8,8	9,2	8,6	9,1	10,3	12,7	10,0
Trung vị	7,8	10,0	9,3	9,2	8,3	8,1	8,7
<b>Số ngày tồn kho</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	62,3	59,4	55,4	55,5	56,7	62,8	58,8
Trung vị	61,3	62,5	55,9	56,7	55,1	55,8	57,6
<b>Số ngày phải trả</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	43,6	47,0	53,6	53,8	45,2	45,4	47,8
Trung vị	41,9	44,1	45,5	53,3	39,5	41,5	43,9
<b>Biên LN gộp</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	17,7%	17,7%	18,0%	18,2%	18,5%	18,0%	18,0%
Trung vị	19,2%	19,5%	19,0%	18,9%	19,8%	18,9%	19,2%
<b>CPBH&amp;QLDN/DT thuần</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	13,8%	14,7%	14,6%	14,0%	14,3%	14,6%	14,3%
Trung vị	15,4%	16,3%	16,5%	15,2%	15,9%	16,2%	15,9%
<b>Biên LN ròng</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	2,6%	2,3%	2,0%	2,6%	2,2%	1,8%	2,2%
Trung vị	2,4%	2,0%	2,5%	2,7%	2,2%	1,6%	2,2%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Trung bình ngành
<b>EV/EBITDA</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	7,4x	9,6x	9,1x	10,9x	7,8x	7,5x	8,6x
Trung vị	5,6x	7,4x	5,8x	6,2x	4,9x	6,6x	6,1x
<b>P/E</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	9,7x	14,9x	14,9x	16,5x	12,8x	13,5x	13,7x
Trung vị	7,7x	14,6x	11,2x	12,0x	12,2x	14,0x	12,1x
<b>P/B</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	2,3x	3,1x	3,9x	5,8x	3,5x	3,1x	3,6x
Trung vị	1,4x	1,7x	1,8x	2,5x	1,7x	1,0x	1,7x
<b>P/S</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	0,3x	0,4x	0,4x	0,6x	0,5x	0,4x	0,4x
Trung vị	0,2x	0,2x	0,2x	0,3x	0,3x	0,4x	0,3x

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

### PHỤ LỤC 3 - CÁC CHUỖI BÁN LẺ BÁCH HÓA TƯƠNG ĐỒNG

**Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng năm chuỗi bán lẻ bách hóa theo mô hình siêu thị có vị thế nội địa tương tự MWG làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.**

**PT Midi Utama Indonesia Tbk (Alfa Midi)** là một công ty bán lẻ có trụ sở tại Indonesia. Công ty tham gia vào hoạt động kinh doanh bán lẻ các sản phẩm tiêu dùng thông qua mạng lưới siêu thị mini, cụ thể là Alfamidi, mạng lưới siêu thị như Alfamidi super và mạng lưới cửa hàng trái cây được gọi là Midi Fresh. Các cửa hàng của Công ty tọa lạc tại một số thành phố, chẳng hạn như Jakarta, Bogor, Depok, Tangerang, Bekasi, Surabaya, Makassar, Medan, Samarinda, Yogyakarta, Manado, Palu, Kendari, Ambon và Jayapura. Mạng lưới siêu thị mini cũng bao gồm các cửa hàng thuộc quyền sở hữu trực tiếp và theo các thỏa thuận nhượng quyền với bên thứ ba. Chuỗi hiện có 384 siêu thị, đứng thứ 7 trong thị trường siêu thị Indonesia.

**PT. Sumber Alfaria Trijaya Tbk. (Alfa Midi)** tham gia vào một doanh nghiệp bán lẻ có danh mục hàng tiêu dùng nhanh thông qua hình thức siêu thị mini. AMRT được niêm yết tại IDX ngày 15 tháng 1 năm 2009. Các siêu thị mini của AMRT bán các sản phẩm từ sữa và nhu yếu phẩm cơ bản như gạo lứt, dầu ăn, đường, sữa, đồ ăn nhẹ, đồ uống, kẹo, thuốc lá, hàng chăm sóc cá nhân và hàng chăm sóc gia đình. AMRT có trụ sở chính đặt tại Cikokol, Tangerang. Chuỗi hiện có 57 cửa hàng, nằm trong Top10 siêu thị lớn nhất tại Indonesia

**Robinsons Retail Holdings Inc** là một nhà bán lẻ đa dạng tại Philippines. Công ty hoạt động trong sáu phân khúc kinh doanh: Siêu thị (Robinsons Supermarket, Robinsons Easymart và Robinsons Selections), Cửa hàng bách hóa (Robinsons Department Store), Hiệu thuốc (Southstar Drug và Manson Drug), Cửa hàng DIY (True Home by True Value, A.M. Builders' Depot, Handyman Do it Best, True Value), Cửa hàng tiện lợi (Ministop) và Cửa hàng đặc sản (nhà bán lẻ đồ chơi Toys "R" Us, nhà bán lẻ một mức giá Daiso Japan, nhà bán lẻ đồ điện tử và đồ gia dụng Robinsons Appliances and Savers Appliances và các thương hiệu thời trang quốc tế, chẳng hạn như Topshop, Topman, Dorothy Perkins và các thương hiệu mỹ phẩm quốc tế như Shiseido). Chuỗi đang dẫn đầu thị trường siêu thị Philippines với 257 cửa hàng.

**AEON Co. (M) Bhd,** là một nhà bán lẻ và điều hành trung tâm thương mại có trụ sở tại Malaysia. Công ty chủ yếu tham gia vào hoạt động của một chuỗi các cửa hàng bách hóa và siêu thị bán nhiều loại hàng hóa khác nhau, từ quần áo, thực phẩm, đồ gia dụng, hàng hóa khác và hoạt động của trung tâm mua sắm. Công ty cũng cung cấp dịch vụ mua sắm cá nhân, dịch vụ lái xe và dịch vụ giao hàng thông qua nền tảng thương mại điện tử myAEON2go để mua sắm trong nỗ lực áp dụng liền mạch Online-Merge-Offline. Công ty có tổng cộng hơn 178 cửa hàng tại Malaysia.

**Albertsons Companies, Inc.,** thông qua các công ty con, tham gia vào hoạt động của các cửa hàng thực phẩm và dược phẩm tại Hoa Kỳ. Các cửa hàng bán lẻ thực phẩm và dược phẩm của công ty cung cấp các sản phẩm tạp hóa nói chung, các sản phẩm chăm sóc sức khỏe và sắc đẹp, dược phẩm, nhiên liệu. Công ty cũng sản xuất và chế biến các sản phẩm thực phẩm để bán tại các cửa hàng. Công ty điều hành các cửa hàng dưới nhiều biểu ngữ khác nhau, bao gồm Albertsons, Safeway, Vons, Pavilions, Randalls, Tom Thumb, Carrs, Jewel-Osco, Acme, Shaw's, Star Market, United Supermarkets, Market Street, Haggen, Kings Food Markets và Balducci's Food Lovers Market; và các hiệu thuốc, quán cà phê mang nhãn hiệu trong cửa hàng, các trung tâm nhiên liệu liền kề, các trung tâm phân phối và cơ sở sản xuất, cũng như nhiều nền tảng kỹ thuật số khác nhau. Albertsons Companies, Inc. được thành lập vào năm 1860 và có trụ sở chính tại Boise, Idaho. Albertsons Companies, Inc. hoạt động như một công ty con của Albertsons Investor Holdings LLC.

**Bảng 20: Chuỗi bán lẻ bách hóa có vị thế nội địa tương đồng với MWG - Mức trung bình của ngành được tính từ 5 công ty nêu trên (Quay lại trang 6) (Quay lại trang 7)**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Trung bình ngành
<b>Số ngày phải thu</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	8,0	6,7	6,8	7,7	6,7	6,7	7,1
Trung vị	7,6	6,7	6,8	7,3	6,4	6,9	6,9
<b>Số ngày tồn kho</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	62,2	62,4	68,2	70,1	65,8	66,3	65,9
Trung vị	56,1	54,1	59,6	66,3	65,0	66,4	61,7
<b>Số ngày phải trả</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	68,7	68,9	63,6	62,8	60,2	58,6	63,4
Trung vị	56,0	53,9	55,5	54,3	48,8	47,5	52,2
<b>Biên LN gộp</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	26,7%	26,9%	27,4%	27,5%	27,8%	28,8%	27,6%
Trung vị	25,0%	25,0%	24,9%	25,2%	25,3%	26,0%	25,3%
<b>CPBH&amp;QLDN/DT thuần</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	21,4%	22,1%	19,6%	20,0%	20,1%	20,9%	20,7%
Trung vị	22,4%	24,6%	17,0%	18,7%	19,4%	20,8%	20,5%
<b>Biên LN ròng</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	1,8%	1,6%	1,3%	2,0%	2,4%	2,5%	2,0%
Trung vị	1,5%	1,7%	1,4%	2,3%	2,7%	2,8%	2,1%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Trung bình ngành
<b>EV/EBITDA</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	9,1x	7,6x	7,4x	7,6x	7,9x	8,3x	8,0x
Trung vị	8,6x	7,2x	7,0x	7,5x	6,3x	7,0x	7,2x
<b>P/E</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	29,7x	22,2x	29,1x	22,3x	22,9x	18,9x	23,9x
Trung vị	23,0x	21,4x	28,4x	22,1x	21,0x	13,5x	21,1x
<b>P/B</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	2,9x	2,5x	2,4x	2,8x	3,5x	4,9x	3,3x
Trung vị	2,3x	2,0x	2,4x	2,5x	1,5x	3,8x	2,4x
<b>P/S</b>	15%	15%	15%	15%	20%	20%	<b>Tỷ trọng</b>
Trung bình	0,5x	0,4x	0,4x	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x
Trung vị	0,5x	0,4x	0,4x	0,5x	0,4x	0,4x	0,4x

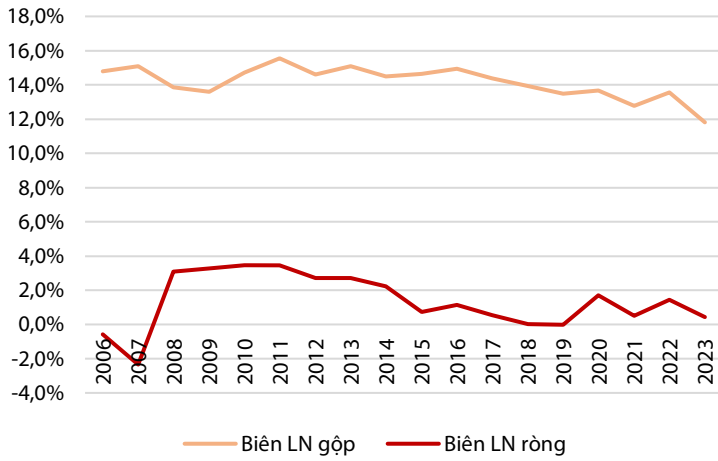
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Chúng tôi bổ sung thêm một trường hợp tham khảo cho dự phóng triển vọng quản lý chi phí của BHX là:**

**Lianhua Supermarket Holdings Co., Ltd.**, cùng với các công ty con, điều hành các đại siêu thị, siêu thị và cửa hàng tiện lợi chủ yếu ở khu vực phía đông của Trung Quốc. Công ty điều hành các cửa hàng của mình dưới các thương hiệu Century Mart, Lianhua Supermarket, Hualian Supermarket và Lianhua Quik. Công ty cũng tham gia vào việc bán hàng hóa cho các nhà bán buôn; cung cấp dịch vụ hậu cần cho doanh nghiệp bán buôn; bán sản phẩm thông qua nền tảng thương mại điện tử; và nhượng quyền cửa hàng. Công ty được thành lập vào năm 1991, đứng thứ 2 thị trường siêu thị Trung Quốc với 2.263 cửa hàng.

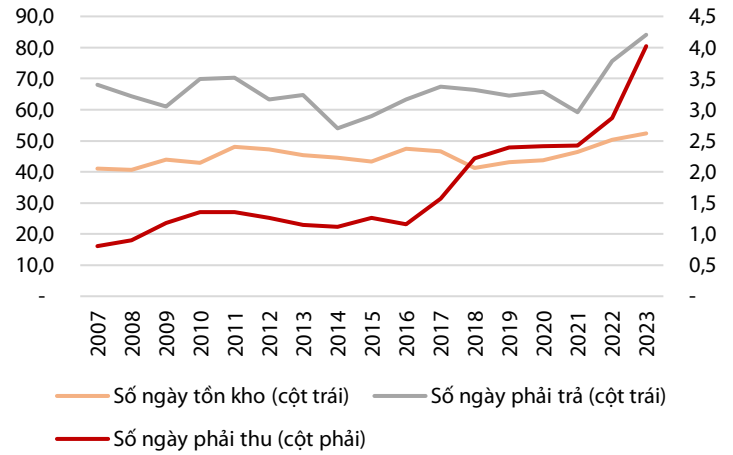
Chúng tôi tách riêng mảng siêu thị mini của Lianhua để theo dõi hiệu quả quản lý chi phí, vốn lưu động của chuỗi làm tham chiếu cho chính BHX các năm tới, do chuỗi siêu thị của Lianhua ở dạng mini (dưới 500m<sup>2</sup>) và chỉ kinh doanh hàng bách hóa tương tự BHX.

**Hình 59: Chỉ số sinh lời của mảng siêu thị mini của chuỗi Lianhua (%)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 60: Chỉ số hoạt động của mảng siêu thị mini của chuỗi Lianhua (ngày)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**PHỤ LỤC 4 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-28**

**Bảng 21: Doanh thu dự phóng theo từng mảng (tỷ đồng) (Quay lại trang 5)**

DOANH THU THEO MẢNG	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Mảng cốt lõi</b>	<b>87.271</b>	<b>94.309</b>	<b>104.490</b>	<b>84.196</b>	<b>85.914</b>	<b>87.854</b>	<b>90.172</b>	<b>91.271</b>	<b>91.946</b>
Tăng trưởng YoY	-4,6%	8,1%	10,8%	-19,4%	2,0%	2,3%	2,6%	1,2%	0,7%
TGDĐ	29.525	31.600	35.519	28.959	29.218	29.543	29.857	30.141	30.348
Tăng trưởng YoY	-11,1%	7,0%	12,4%	-18,5%	0,9%	1,1%	1,1%	1,0%	0,7%
ĐMX	57.746	62.709	68.970	55.237	56.696	58.311	60.315	61.130	61.598
Tăng trưởng YoY	-0,8%	8,6%	10,0%	-19,9%	2,6%	2,8%	3,4%	1,4%	0,8%
<b>Mảng mới</b>	<b>21.275</b>	<b>28.649</b>	<b>28.915</b>	<b>34.084</b>	<b>44.780</b>	<b>54.158</b>	<b>64.907</b>	<b>74.166</b>	<b>86.127</b>
Tăng trưởng YoY	98,3%	34,7%	0,9%	17,9%	31,4%	20,9%	19,8%	14,3%	16,1%
BHX	21.275	28.157	27.015	31.564	42.955	52.394	63.218	72.568	84.639
Tăng trưởng YoY	98,3%	32,3%	-4,1%	16,8%	36,1%	22,0%	20,7%	14,8%	16,6%
An Khang		485	1.537	2.214	1.518	1.458	1.383	1.292	1.182
Tăng trưởng YoY			216,9%	44,0%	-31,4%	-3,9%	-5,1%	-6,6%	-8,5%
Khác		7	363	306	306	306	306	306	306
Tăng trưởng YoY					0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Tổng MWG</b>	<b>108.546</b>	<b>122.958</b>	<b>133.405</b>	<b>118.280</b>	<b>130.694</b>	<b>142.012</b>	<b>155.079</b>	<b>165.438</b>	<b>178.073</b>
Tăng trưởng YoY	6,2%	13,3%	8,5%	-11,3%	10,5%	8,1%	8,6%	6,0%	5,6%
<b>TỶ TRỌNG DOANH THU</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
TGDĐ	27,2%	25,7%	26,6%	24,5%	22,4%	20,8%	19,3%	18,2%	17,0%
ĐMX	53,2%	51,0%	51,7%	46,7%	43,4%	41,1%	38,9%	37,0%	34,6%
BHX	19,6%	22,9%	20,3%	26,7%	32,9%	36,9%	40,8%	43,9%	47,5%
An Khang			1,2%	1,9%	1,2%	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%
Khác			0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt ước tính

**Bảng 22: Biên LN gộp dự phóng theo mảng (Quay lại trang 6)**

LỢI NHUẬN GỘP THEO MẢNG	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
TGDĐ & ĐMX	18.840	19.878	24.181	13.937	17.011	17.132	17.313	17.524	17.654
BHX	5.114	7.596	6.982	8.131	10.997	13.360	15.994	18.142	20.737
Khác	0	159	-301	452	334	338	339	334	324
<b>Tổng MWG</b>	<b>23.954</b>	<b>27.632</b>	<b>30.862</b>	<b>22.521</b>	<b>28.341</b>	<b>30.830</b>	<b>33.646</b>	<b>36.000</b>	<b>38.714</b>
Tăng trưởng YoY	22,9%	15,4%	11,7%	-27,0%	25,8%	8,1%	8,4%	6,2%	5,3%
<b>BIÊN LỢI NHUẬN GỘP THEO MẢNG</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
TGDĐ & ĐMX	21,6%	21,1%	23,1%	16,6%	19,8%	19,5%	19,2%	19,2%	19,2%
BHX	24,0%	27,0%	25,8%	25,8%	25,6%	25,5%	25,3%	25,0%	24,5%
<b>Tổng MWG</b>	<b>22,1%</b>	<b>22,5%</b>	<b>23,1%</b>	<b>19,0%</b>	<b>21,7%</b>	<b>21,7%</b>	<b>21,7%</b>	<b>21,8%</b>	<b>21,7%</b>

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt ước tính. Lưu ý: Tất cả tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến là giả định của chúng tôi, không phải nguồn MWG.

**Bảng 23: Tỷ lệ CPBH&QLDN/Doanh thu thuần (Quay lại trang 8)**

CPBH&QLDN/Doanh thu thuần	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
TGDĐ & ĐMX	13,5%	13,6%	13,3%	14,0%	14,5%	15,0%	15,0%	15,5%	16,0%
BHX	32,2%	30,4%	36,8%	29,7%	25,5%	24,0%	22,0%	21,0%	20,5%
<b>Tổng MWG</b>	17,3%	17,7%	18,2%	18,7%	18,3%	18,4%	17,9%	18,0%	18,2%

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt ước tính

**Bảng 24: Biên lợi nhuận ròng dự phóng (Quay lại trang 8)**

LỢI NHUẬN RÒNG	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Tổng MWG</b>	3.918	4.899	4.100	168	4.003	4.478	5.606	6.133	6.438
Tăng trưởng YoY	2%	25%	-16%	-96%	2.287%	12%	25%	9%	5%
BIÊN LỢI NHUẬN RÒNG	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Tổng MWG</b>	3,6%	4,0%	3,1%	0,1%	3,1%	3,2%	3,6%	3,7%	3,6%

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt ước tính

**Bảng 25: Chỉ số hoạt động dự phóng (Quay lại trang 8)**

VỐN LƯU ĐỘNG	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Số ngày phải thu	5,4	9,4	8,2	15,9	16,9	16,6	16,6	16,5	16,5
Số ngày tồn kho	83,8	111,7	91,5	83,2	76,5	72,4	71,8	71,2	70,5
Số ngày phải trả	37,7	46,6	31,1	30,2	41,8	41,5	41,1	40,8	40,5

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt ước tính

**Bảng 26: Cổ tức tiền mặt hằng năm của MWG (Quay lại trang 9)**

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cổ phần)	1.500	500	1.000	500	500	500	600	800	800
Tỷ lệ chi trả cổ tức	17,7%	6,1%	14,9%	17,8%	436,7%	18,3%	19,6%	21,0%	19,4%
Tỷ suất cổ tức	1,3%	0,4%	0,7%	1,1%	0,7%	0,7%	0,9%	1,2%	1,2%

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

## BÁO CÁO 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	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, 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.

## TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

**Nguyễn Thị Phương Lam**  
*Head of Research*  
lam.ntp@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1313)

**Đỗ Thanh Tùng**  
*Manager*  
tung.dt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Ngân hàng
- Công nghệ
- Thị trường

**Đỗ Thạch Lam**  
*Senior Analyst*  
lam.dt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- BDS dân dụng
- Vật liệu xây dựng

**Nguyễn Thủy Quyền**  
*Senior Analyst*  
quyen.nt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006

- Bán lẻ
- Dược

**Lê Tự Quốc Hưng**  
*Senior Analyst*  
hung.ltq@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Thị trường
- BDS Khu công nghiệp

**Trần Thị Hà My**  
*Senior Consultant*  
my.tth@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

**Hoàng Minh Thắng**  
*Senior Analyst*  
thang.hm@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Tiện ích công cộng

**Cao Ngọc Quân**  
*Analyst*  
quan.cn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Hàng không
- Dệt may

**Lê Ngọc Hiền**  
*Analyst*  
hien.ln@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Thủy sản
- Phân bón

**Lê Kim Ngân**  
*Analyst*  
ngan.lk@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Dầu khí

**Phạm Hữu Luân**  
*Analyst*  
luan.ph@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Kinh tế vĩ mô

**Nguyễn Bảo Hưng**  
*Analyst*  
hung.nb@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ
- Ô tô & Phụ tùng
- Tiêu dùng

**Nguyễn Thị Quỳnh Giao**  
*Analyst*  
giao.ntq@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006

- BDS dân dụng

**Trần Thị Ngọc Hà**  
*Assistant*  
ha.ttn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)

**Phan Thị Phương Thảo**  
*Assistant*  
thao.ptp@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)



## MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

### CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOAN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon  
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM  
 ☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn  
 ☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn  
 MST 0304734965

### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow  
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội  
 ☎ (+84) 24 6288 2006  
 ☎ (+84) 24 6288 2008

### CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,  
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Khánh Hòa  
 ☎ (+84) 25 8382 0006  
 ☎ (+84) 25 8382 0008

### CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank  
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ  
 ☎ (+84) 29 2381 7578  
 ☎ (+84) 29 2381 8387

### CHI NHÁNH VŨNG TÀU

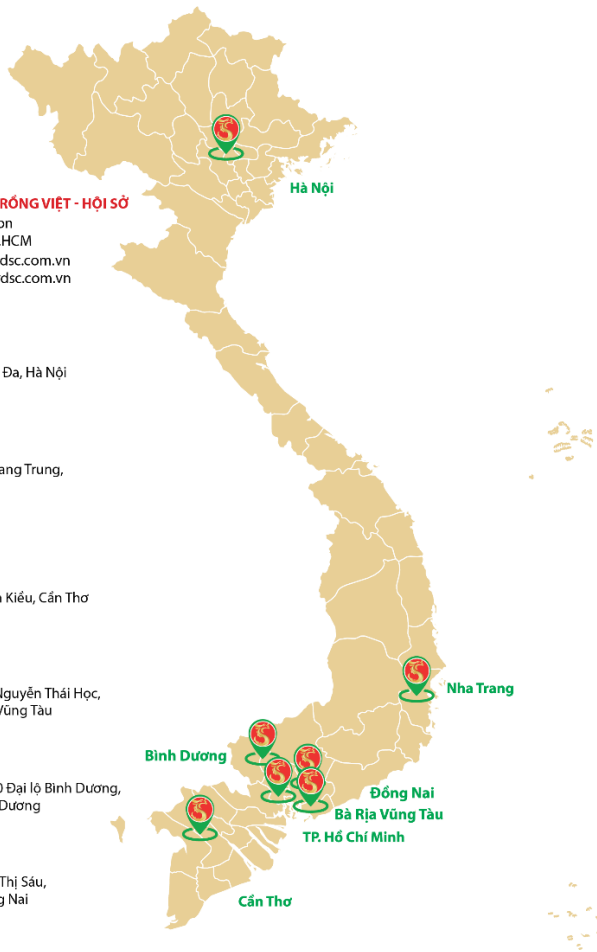
Tầng 2, Tòa nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,  
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu  
 ☎ (+84) 25 4777 2006

### CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3, Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,  
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương  
 ☎ (+84) 27 4777 2006

### CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8, Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,  
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai  
 ☎ (+84) 25 1777 2006



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, 2024.**