

KHUYẾN NGHỊ MUA MẠNH CTCP ĐẦU TƯ THẾ GIỚI DI ĐỘNG - (HSX: MWG) THÁCH THỨC NIỀM TIN

Giá hiện tại:	59,000	Ngày viết báo cáo:	25/11/2024	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước:	82,400	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	1,463	CTTNNH TVĐT TG Bán lẻ	10.5%
Giá mục tiêu mới:	77,000	Vốn hóa (tỷ VND)	86,253	Nhóm quỹ ngoại DC	7.94%
Tỷ suất cổ tức	-	Thanh khoản BQ 30n (Triệu):	3.018	Arisaig Asean Fund Limitei	3.45%
Tiềm năng tăng giá	+31%	Sở hữu nước ngoài	47%	Nguyễn Đức Tài	2.29%

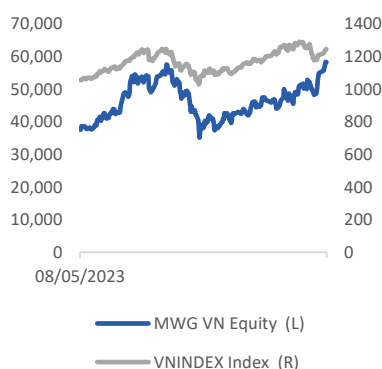
Bộ phận Research:

Phạm Thị Minh Châu
[Ngành Tiêu dùng- bán lẻ]
Chauptm@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA MẠNH** cổ phiếu MWG và đưa ra giá hợp lý cho năm 2025 = 77,000 VNĐ/CP (Upside +31% so với giá đóng cửa ngày 22/11/2024) dựa trên PP SOTP. Điều chỉnh giảm -6.5% giá mục tiêu so với báo cáo [ngày 30/8/2024](#), đến từ điều chỉnh dự phóng năm 2024 từ KB cơ sở xuống KB thận trọng do (1) nhu cầu phục hồi chậm (2) điều chỉnh KQKD 2024-2025 dựa trên KQKD Q3/2024 do phát sinh các chi phí liên quan đến tái cấu trúc.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



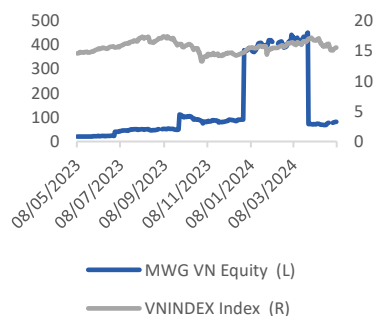
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ (tham khảo báo cáo gần nhất)

- **KQKD 2025F** duy trì đà tăng trưởng +25%YoY- ghi nhận mức đỉnh lợi nhuận từ khi thành lập, nhờ BHX trở thành động lực tăng trưởng mới của MWG:

- (1) TGĐĐ+ ĐMX: cải thiện biên hoạt động từ 3.6% lên 5%-6%, nhờ chiến lược giảm lượng tăng chất;
- (2) BHX – bước đầu của chu kỳ tăng trưởng: ước ghi nhận lãi tại mức biên LNST +0.3% (2024E) từ mức -3.1% (2023) và nhân rộng mô hình hiệu quả kết hợp cải thiện biên LNST +1.5% (2025F)
- (3) Tối ưu các mảng kinh doanh khác; kiểm soát hiệu quả dòng tiền hoạt động của doanh nghiệp và KQKD tích cực của Erablue.

- **Giá cổ phiếu chiết khấu về vùng hấp dẫn PE FW 2025~ 17 lần – thấp hơn PE TB giai đoạn 2021-2024 -chưa phản ánh hết tiềm năng định giá của BHX trong giai đoạn 2024-2026.**

Bảng so sánh P/E và VN index



CATALYST: MWG dự kiến tiến hành mua cổ phiếu quỹ trong năm 2025.

KQKD Q3/2024 – NHU CẦU PHỤC HỒI CHẬM VÀ PHÁT SINH CHI PHÍ MỘT LẦN

- (1) Mảng ICT+CE duy trì đà phục hồi từ đầu năm +9%YoY, bất chấp số lượng CH giảm -11%YoY và -7%YTD
- (2) BHX duy trì xu hướng tích cực với doanh thu/CH/ tháng đạt 2.11 tỷ VND (+42.4%YoY) và ghi nhận lãi sau thuế hai quý liên tiếp với biên LNST đạt mức 0.8%
- (3) Ngoài ra, thu nhập tài chính đủ bù đắp 1 phần cho các chi phí phát sinh 1 lần gồm chi phí đóng cửa hàng và CP liên quan đến sự kiện giải thể công ty con kém hiệu quả (Trần Anh)

RỦI RO: Rủi ro từ hoạt động kinh doanh kém khả quan hơn kì vọng, phát sinh CP 1 lần

Chỉ số	2022	2023	2024	2025	KQKD	2022	2023	2024	2025F
PE (x)	21	515	22	18	Doanh thu thuần	133,405	118,280	134,342	141,983
PB (x)	3.6	3.7	3.2	2.8	Lợi nhuận gộp	30,782	22,521	28,149	29,614
ROE (%)	7%	0%	6%	7%	NPATMI	4,100	168	3,881	4,863
ROA (%)	17%	1%	14%	15%	EPS	2,801	115	2,651	3,322

CẬP NHẬT KQKD Q3/2024

Tóm tắt KQKD Q3/2024: KQKD cốt lõi duy trì đà tăng trưởng so với cùng kì, nhưng chi phí tái cấu trúc tác động lên LNST.

- (1) Mạng ICT+CE duy trì đà phục hồi từ đầu năm +9%YoY, bất chấp số lượng CH giảm -11%YoY và -7%YTD
 (2) BHX duy trì xu hướng tích cực với doanh thu/CH/ tháng đạt 2.11 tỷ VND (+42.4%YoY) và ghi nhận lãi sau thuế hai quý liên tiếp với biên LNST đạt mức 0.8%
 (3) Ngoài ra, thu nhập tài chính đủ bù đắp 1 phần cho các chi phí phát sinh 1 lần gồm chi phí đóng cửa hàng và CP liên quan đến sự kiện giải thể công ty con kém hiệu quả (Trần Anh)

Cơ cấu doanh thu	Q3/2024	%YoY	9T/2024	%YoY	Cụ thể:
TGDĐ	7,201	13%	52,478	21%	KQKD từng mảng như sau 1. TGDĐ+ĐMX: - Doanh thu ghi nhận tăng trưởng +9%YoY, bất chấp việc suy giảm số lượng cửa hàng -11% YoY nhờ tăng trưởng thị phần của các ngành hàng từ 50%-70%, tùy theo ngành hàng. Đặc biệt đối với Thị phần sau khi kinh doanh IP 16 tăng từ 50% lên 55% - Biên lợi nhuận hoạt động tiếp tục xu hướng phục hồi từ 2.1% lên 5.5% nhờ hoạt động tái cấu trúc cửa hàng chưa hiệu quả và quản trị hiệu quả hàng tồn kho, đảm bảo hiệu quả hoạt động 2. BHX - Doanh thu tiếp tục tăng trưởng +26%YoY nhờ nỗ lực tăng traffic tại CH hiện hữu thông qua việc cung ứng các sản phẩm tươi sống và FMCGs với chất lượng đảm bảo và giá cả hợp lý trong bối cảnh nhu cầu chưa phục hồi đáng kể. Bên cạnh đó BHX tiếp tục tăng tốc mở mới các CH hiệu quả +25CH/+30CH YTD - Biên lợi nhuận sau thuế đạt mức 0.8% - quý thứ 2 liên tục ghi nhận lợi nhuận dương. Đánh dấu bước chuyển mình dần trở thành động lực tăng trưởng của toàn tập đoàn 3. CTLDLK Erablue: tiếp tục mở mới hơn +45/31 CH cuối năm 2023 và bước đầu ghi nhận lợi nhuận dương trong Q3/2024. 4. Các chuỗi khác tiếp tục nỗ lực tìm điểm hiệu quả: Duy trì hoạt động tối ưu hóa, đóng các CH không hiệu quả, đóng CH An Khang kém hiệu quả -66 CH/527 CH cuối năm 2023. Ngoài ra, Thu nhập tài chính +245 tỷ VND bù đắp 1 phần cho chi phí đóng CH kém hiệu quả -248 tỷ VND và chi phí phát sinh liên quan đến lợi thế thương mại của Trần Anh -107 tỷ VND – các chi phí này liên quan đến việc tối ưu hóa HĐKD của tập đoàn và hạch toán tạm thời ghi nhận chi phí dự phòng hàng tồn kho do tác động của bão Yagi và dự kiến sẽ được hoàn nhập sau khi hoàn tất thủ tục với bên bảo hiểm
%Tỷ trọng	21%		53%		
ĐMX	14,318	6%	26,438	29%	
%Tỷ trọng	42%		27%		
BHX	10,840	26%	19,355	-14%	
%Tỷ trọng	32%		19%		
Doanh thu thuần	34,147	13%	99,767	15%	
Lãi gộp	6,892	21%	20,912	28%	
GPM	20%	1%	21%	2%	
Chi phí bán hàng	(4,849)	-9%	(14,727)	-4%	
Chi phí QLDN	(968)	183%	(2,649)	196%	
SG&A/Rev	17%	-2%	17%	-1%	
Lợi nhuận HĐKD	1,075	4652%	3,536	2649%	
Biên LN HĐKD	3.1%	3%	3.5%	3%	
Doanh thu tài chính	575	-7%	1,741	11%	
Chi phí tài chính	(330)	-26%	(999)	-12%	
Thu nhập khác, ròng	(252)	1603%	(440)	425%	
LNTT	1,068	487%	3,790	705%	
LNST	806	1976%	2,881	3617%	
Biên LNST	2.4%	2%	2.9%	3%	

Nguồn: BSC research.

CẬP NHẬT CUỘC HỢP GẶP GỠ NHÀ ĐẦU TƯ THÁNG 11/2024:

DTT tháng 10/2024 đạt 11,600 tỷ VND (+4%YoY) nhờ (i) TGDĐ+ĐMX đạt gần 7,800 tỷ VND – tương đương cùng kì 2023 trong khi SLCH giảm -11%YoY nhờ tăng trưởng của sản phẩm Iphone +50%YoY bù đắp cho ngành hàng điện máy và laptop qua giai đoạn cao điểm; (ii) BHX đạt doanh thu hơn 3,600 tỷ VND (+20%YoY) nhờ DT/CH tiếp tục tăng trưởng hai chữ số được dẫn dắt bởi traffic của cửa hàng hiện hữu và SLCH duy trì đà tăng từ Q3/2024 ~+1.7%YoY.

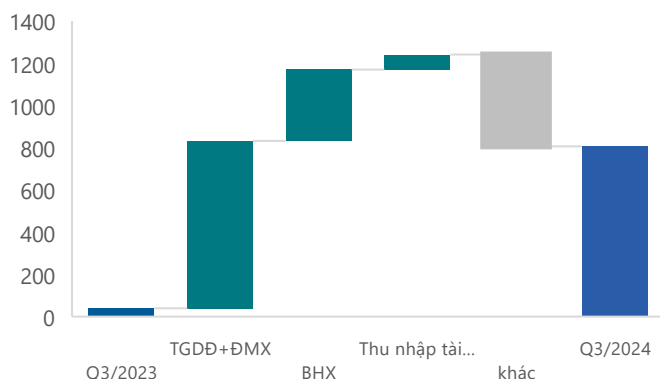
Các cập nhật khác:

- **TGDĐ+ĐMX:** Chính thức triển khai chương trình mua trả chậm linh hoạt với sự kết hợp của MWG, nhà cung cấp và CT tài chính theo đó KH không phải chịu lãi suất hay các chi phí ẩn như phí bảo hiểm và hồ sơ, sẽ là giải pháp thanh toán thay thế hoàn toàn chính sách mua trả góp.
- **Triển khai mở mới CH trong 2024-2025:**
 - (i) TGDĐ+ĐMX: 2025: Chỉ mở thay thế, không có kế hoạch mở mới với ngân sách dự kiến 200 tỷ VND cho năm 2025,
 - (ii) BHX: 2024: kỳ vọng đạt mục tiêu mở 50 CH tại các tỉnh hiện hữu và thí điểm tại một số tỉnh miền trung; 2025: triển khai nhân rộng mô hình với ước tính 100 -200 CH với ngân sách dự kiến 500 tỷ VND
 - (iii) Erablue: 2025: kỳ vọng đạt mục tiêu 150CH với ngân sách là 300 tỷ VND (trong đó MWG dự kiến đóng góp khoảng 45%)
- Ngoài ra, công ty dự kiến phát sinh thêm các chi phí tái cấu trúc (Thay mới biển hiệu), và chi phí liên quan đến chăm sóc KH, nên các sự kiện này sẽ tiếp tục tác động đến biên lợi nhuận sau thuế Q4/2024.

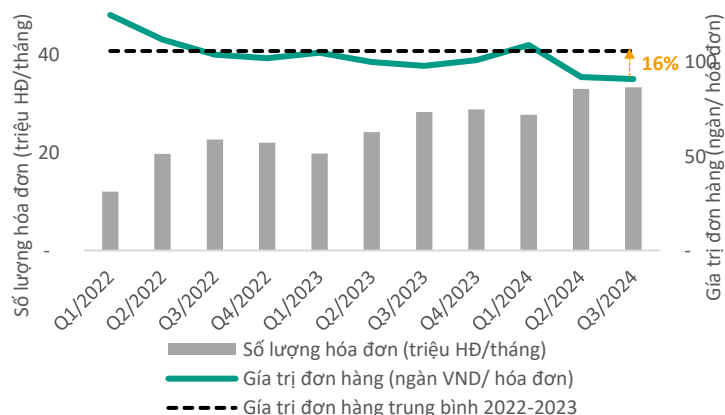
Quan điểm BSC: KQKD cốt lõi duy trì đà phục hồi nhưng phát sinh chi phí bất thường làm suy giảm lợi nhuận so với báo cáo cập nhật ngày 30/8/2024 ([link](#))

- Chúng tôi nhận thấy về hiệu quả kinh doanh cốt lõi của MWG trong 9M/2024 phù hợp với quan điểm xuyên suốt của BSC trong các báo cáo cập nhật trước đó: (1) biên lợi nhuận TGDĐ+ĐMX tiếp tục cải thiện biên lợi nhuận hoạt động trên 5% và (2) BHX tiếp tục ghi nhận lãi sau thuế như đã đề cập.
- Tuy nhiên, vẫn tồn tại mức chênh lệch giữa số dự phóng và KQKD thực tế DTT & Biên Instthực tế Q3/2024 lần lượt là ~ +2% và -0.6 điểm % - Chủ yếu đến từ (1) chênh lệch này đến từ biên LNHD của TGDĐ+ĐMX thấp hơn 0.5 điểm % do cơ cấu ngành hàng và tác động của bão Yagi (dự kiến hoàn nhập từ bảo hiểm) và phát sinh chi phí thanh lý tài sản cố định cao hơn ước tính, được bù đắp một phần nhờ (2) biên lợi nhuận của BHX tích cực hơn kì vọng 0.2 điểm % so với ước tính trước đó.
- Quan điểm Q4/2024: Chúng tôi duy trì quan điểm khả quan đối với KQKD của MWG so với cùng kì, nhờ
 - (i) TGDĐ +ĐMX khai thác hiệu quả lợi thế thị phần và triển khai phương thức bán hàng hiệu quả hơn
 - (ii) KQKD tích cực của BHX nhờ kì vọng giá trị đơn hàng dần phục hồi theo yếu tố mùa vụ và tín hiệu mở của hàng hiệu quả duy trì LNST dương cho cả năm 2024
 - (iii) Tuy nhiên, chiến lược tái cấu trúc các mảng kinh doanh kém hiệu quả và triển khai các hoạt động liên quan đến chăm sóc khách hàng dự kiến tiếp tục làm tăng chi phí của doanh nghiệp cao hơn ước tính trước đó của BSC cho năm 2024.

Hình 1: LNST Q3/2024 cốt lõi phục hồi bù đắp cho các chi phí liên quan đến tái cấu trúc HĐKD



Hình 2: Tăng trưởng DT của BHX trong Q3/2024 tiếp tục từ tăng số lượng hóa đơn trên ngày +17.7%YoY, kỳ vọng dư địa tăng trưởng DT các quý tới đến từ giá trị đơn hàng phục hồi



Nguồn: BSC research

QUAN ĐIỂM VỀ DỰ PHÓNG KQKD 2024 -2025

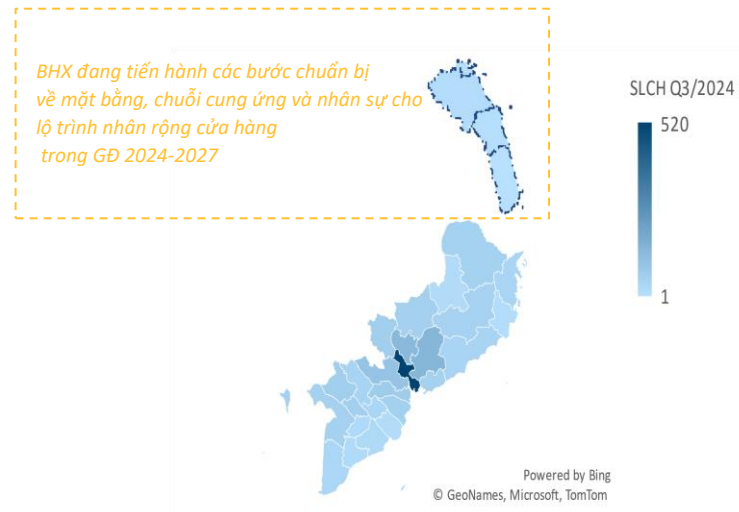
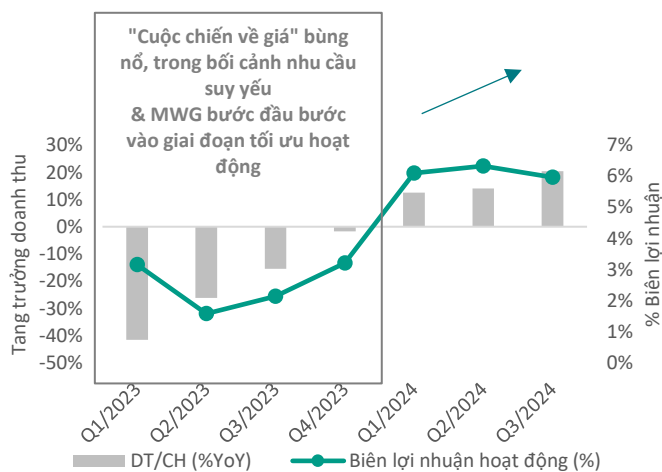
Điểm nhấn: Với mục tiêu tiếp tục tăng trưởng thị phần kết hợp với hiệu quả dài hạn của MWG trong bối cảnh nhu cầu phục hồi chậm hơn kì vọng, dẫn tới phát sinh các chi phí liên quan đến tái cấu trúc kéo dài và đẩy mạnh các dịch vụ chăm sóc khách hàng. Dựa trên KQKD 9T/2024 và thông tin tại cuộc gặp HĐQT, BSC tiến hành điều chỉnh giảm kì vọng KQKD 2024-2025 ứng với kịch bản thận trọng hơn so với dự báo ngày 30/8/2024 ([link](#))

Chi tiết điều chỉnh kết quả kinh doanh cốt lõi 2024-2025 so với dự phóng trước

Mảng kinh doanh		Cập nhật dự phóng		% Điều chỉnh		Quan điểm: Tiếp cận kịch bản thận trọng hơn về biên lợi nhuận
		2024E	2025F	2024	2025	
TGDĐ+ĐMX	DT/CH	2.36	2.54	1.0%	2.2%	- DT/CH kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ hiệu quả của các chương trình bán hàng linh hoạt và nâng cao dịch vụ giá trị gia tăng cho khách hàng. - Biên LNHH điều chỉnh giảm nhẹ do tiếp tục tiến hành tái cấu trúc các CH kém hiệu quả và chi phí liên quan đến các hoạt động chăm sóc khác hàng;
	%YoY	14%	8%			
	SLCH	3,053	3,053	-0.1%	-0.1%	
	Thay đổi (+/-)	-7%	0%			
	Biên LNHH (%)	6%	5%	-0.1%	-0.5%	
BHX	DT/CH	2.02	2.12	1.3%	1.4%	- DT/CH còn dư địa tăng trưởng khi giá trị đơn hàng phục hồi. - Tiến độ cửa hàng mở mới năm 2024-2025 được chậm hơn so với kì vọng của BSC do bắt đầu mở thăm dò tại các tỉnh mới ở khu vực miền trung. - Biên LNHH điều chỉnh giảm nhẹ phản ánh kì vọng mở rộng độ phủ cửa hàng.
	%YoY	31%	5%			
	SLCH	1,748	1,898	-1%	-2%	
	Thay đổi (+/-)	3%	9%			
	Biên LNHH (%)	0.7%	1.9%	-0.1%	-0.3%	

Hình 3: “Văn hóa tái cấu trúc” đã giúp TGDĐ+ĐMX ghi nhận xu hướng phục hồi về thị phần và biên lợi nhuận, nhưng trong ngắn hạn sẽ tiếp tục tạo áp lực chi phí phát sinh 1 lần.

Hình 4: BHX đã tiến hành mở mới 15 CH tại Đà Nẵng, Quảng Nam, Quảng Ngãi cuối tháng 11/2024 đánh dấu bước đầu trong chu kì nhân rộng mô hình hiệu quả



Nguồn: BSC research, Bách hóa xanh

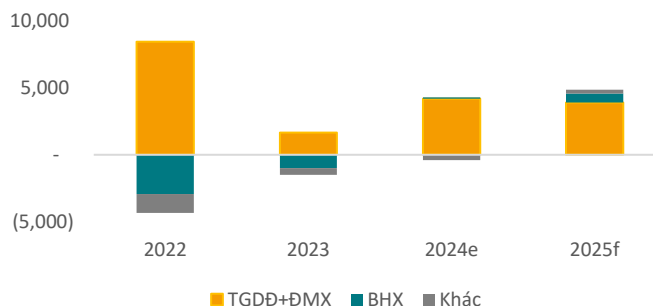
	2024E	% Đ/c 2024E	2025F	% Đ/c 2025F	Quan điểm: Ưu tiên tăng trưởng DT trong bối cảnh nhu cầu phục hồi chậm
TGDD + ĐMX	88,886	1%	92,119	2%	<p>Chúng tôi tiến hành điều chỉnh dự phóng KQKD 2024-2025 dựa trên kịch bản thận trọng của báo cáo ngày 30/8/2024: theo hướng ưu tiên bảo vệ doanh thu trong bối cảnh nhu cầu chưa phục hồi đáng kể và duy trì kì vọng dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận của tập đoàn đến từ BHX.</p> <p>(1) TGDD+ĐMX điều chỉnh giảm nhẹ về biên lợi nhuận do tăng các chi phí liên quan đến chiến lược tăng chất giảm lượng và đẩy mạnh các dịch vụ giá trị gia tăng cho khách hàng.</p> <p>(2) BHX cân đối lại số lượng cửa hàng mở mới do tiến độ triển khai kế hoạch mở mới cửa hàng tại các tỉnh Miền Trung tích cực hơn kì vọng.</p> <p>Bên cạnh đó, biên LNST năm 2025 được duy trì kì vọng tích cực +1.9% nhờ (i) duy trì cải thiện DT/CH (ii) hiệu quả của hoạt động tối ưu hóa CP và giảm khấu hao cho các CH đã mở từ 2019-2020 (đã được đề cập tại báo cáo trước của BSC).</p> <p>(3) Thu nhập tài chính ước tính đủ để bù đắp các chi phí ước tính phát sinh từ hoạt động đóng các cửa hàng không hiệu quả của An Khang nhằm tối ưu hóa chi phí, ảnh hưởng của bão Yagi và chấm dứt hoạt động của chuỗi Trần Anh.</p>
%YoY	6.4%		3.6%		
BHX	41,690	1%	46,352	0%	
%YoY	32%		11%		
DTT	134,342	1%	141,983	1%	
%YoY	13.6%		5.7%		
Lãi gộp	28,149	-2%	29,614	-2%	
GPM	21.0%		20.9%		
SG&A/Rev	17.8%	-1%	17.2%	-1%	
EBIT	4,291	-11%	5,124	-14%	
Biên EBIT	3.2%	0%	3.6%	-1%	
Thu nhập tài chính	1,069	10%	1,238	11%	
CTLDLK	(47)	50%	20	30%	
Thu nhập khác, ròng	(540)		(93)		
LNTT	4,773	-8%	6,289	-8%	
LNST-CĐTTS	3,881	-7%	4,863	-8%	
Biên LNST	2.9%	-0.3%	3.4%	-0.3%	
%YoY	2214%		25%		
EPS	2,651		3,322		
P/E	22.3		17.8		

Nguồn: BSC research, Fiipro

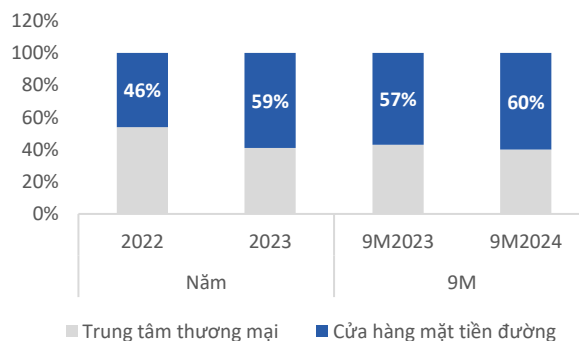
Ngoài ra, **điểm sáng trong trung hạn (2026-2027) đến từ hiệu quả của Chuỗi điện máy Erablue tại Indonesia (CTLDLK) đã ghi nhận lãi sau thuế từ Q3/2024** với 86 CH chỉ sau gần 2 năm hoạt động. Chúng tôi kì vọng Erablue sẽ tiếp tục ghi nhận lợi nhuận dương trong Q4/2024 và bước đầu ghi nhận biên LNST ~1% cho năm 2025 nhờ (i) cộng hưởng kinh nghiệm phong phú của hai tập đoàn bán lẻ hàng đầu là MWG và Erajaya và (ii) tư duy điều hành đồng nhất, nhận định cơ hội kinh doanh từ thị trường đại chúng còn phân mảnh (iii) kế thừa ưu điểm của mô hình điện máy supermini với khả năng nhân rộng mô hình linh hoạt và dịch vụ giá trị gia tăng vượt trội phù hợp với nét đặc trưng về văn hóa và địa lý tại quốc gia vạn đảo.

Dựa trên các yếu tố này củng cố niềm tin tích cực về triển vọng tăng trưởng trung hạn đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của MWG từ năm 2026-2027.

Hình 5: BSC điều chỉnh kì vọng KQKD 2024-2025 theo hướng thận trọng, khi chiến lược tái cấu trúc được duy trì trong bối cảnh nhu cầu chưa cải thiện đáng kể



Hình 6: Tư duy điều hành đồng nhất: thông qua chiến lược dịch chuyển độ phủ của hàng từ TTTM ra cửa hàng mặt tiền của Erajaya Digital (~50% thị phần điện thoại Indo)



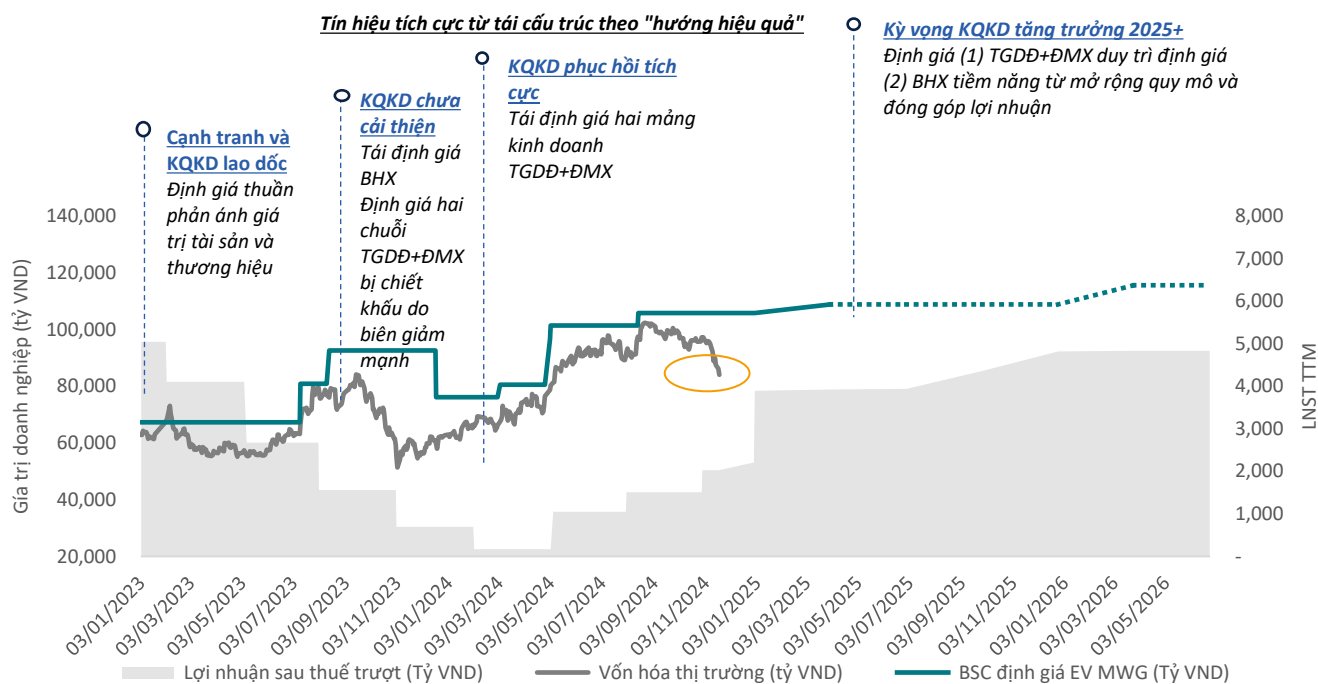
Nguồn: MWG, BSC và Erajaya

ĐỊNH GIÁ ĐÃ CHIẾT KHẤU VỀ VÙNG HẤP DẪN SO VỚI KỶ VỌNG TĂNG TRƯỞNG 2025F

Trụ cột định giá: chúng tôi duy trì quan điểm xuyên suốt tích cực về ba trụ cột định giá của MWG:

- (1) TGDĐ+ĐMX: duy trì mở rộng thị phần và mang lại lợi nhuận ổn định cho MWG từ 4,000-5,000 tỷ VND,
- (2) BHX: Động lực tăng trưởng chính với kỳ vọng KQKD có lãi vào 2024 và mở rộng cửa hàng hiệu quả giai đoạn 2025-2026.
- (3) Erablue: Tiềm năng tăng trưởng dài hạn nhờ từng bước hoàn thiện và nhân rộng mô hình thành công, trong bối cảnh ngành điện máy tại Indonesia còn phân mảnh và nhiều tiềm năng.

Hình 5: Định giá MWG thay đổi phụ thuộc vào kỳ vọng kết quả kinh doanh



(*) BHX: quan điểm tăng định giá khi KQKD có lãi và nhân rộng mô hình hiệu quả.

Nguồn: BSC research, Fiinpro

Giá CP MWG bị chiết khấu -11% sau khi công bố BCTC 30/10/2024 và -16% từ đỉnh tháng 8/2024, định giá về vùng hấp dẫn.

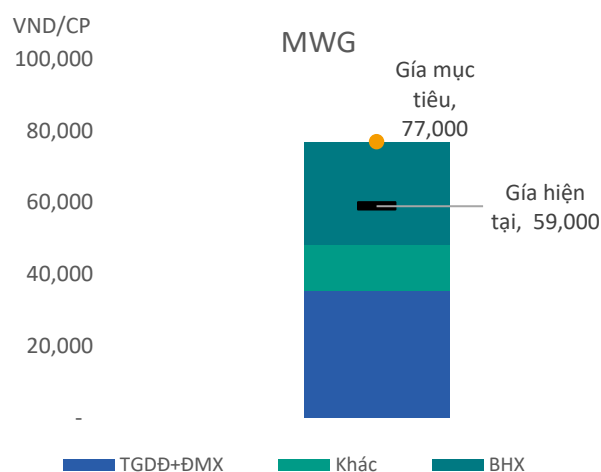
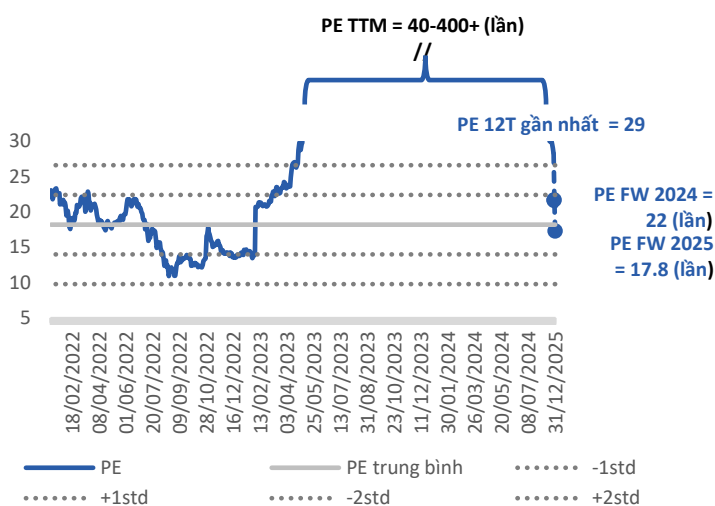
Tính tới thời điểm hiện tại giá cổ phiếu MWG đã ghi nhận giảm -13% so với thời điểm công bố BCTC, nhằm phản ánh các sự kiện: KQKD Q3/2024 thấp hơn kì vọng thị trường ~1,000 tỷ VND, nhu cầu phục hồi chậm và những thông tin được chia sẻ từ cuộc gặp gỡ nhà đầu tư tháng 11/2024 theo hướng thận trọng gồm (i) sự kiện MWG sẽ tiếp tục hoạt động tái cấu trúc và chi phí phát sinh trong Q4/2024; (ii) DT BHX tại CH hiện hữu khó tăng trưởng mạnh do traffic đạt giới hạn về dung lượng cửa hàng và tiến độ mở CH mới còn chậm sau 9T/2024.

Tuy nhiên, **BSC cho rằng sau khi giá cổ phiếu được chiết khấu thì định giá hiện tại của MWG đang ở vùng định giá hấp dẫn với PE FW 2025 = 17.8 lần**- thấp mức PE trung bình 2021-2024 (loại bỏ các giá trị ngoại lai), với mức định giá này chúng tôi cho rằng chỉ mới phản ánh được định giá của BHX giai đoạn chưa hiệu quả. Theo đó: Định giá hiện tại mới chỉ phản ánh

- (i) Tái định giá TGDĐ+ĐMX nhờ duy trì được lợi nhuận từ 4,000-5,000 tỷ VND/năm khi duy trì thị phần thông qua các chương trình bán hàng linh hoạt với dịch vụ vượt trội, tối ưu hóa chi phí vận hành và giảm Ch kém hiệu quả;
- (ii) Định giá các mảng khác gồm tiền rông và mảng kinh doanh tiềm năng như Erablue và An Khang.
- (iii) Ngoài ra, với định giá BHX ước tính mới phản ánh ~36% tiềm năng định giá của BHX khi sở hữu dư địa cải thiện về giá trị đơn hàng và công thức nhân rộng mô hình hiệu quả bước đầu tại khu vực miền Trung trong giai đoạn 2025-2027.

Hình 6: Định giá MWG đã phản ánh KQKD bước đầu hồi phục của năm 2024 và dự địa tăng định giá đến từ hiệu quả BHX trong trung hạn.

Hình 7: Định giá của MWG chưa phản ánh hiệu quả của BHX



Nguồn: BSC research, Fiinpro

Do đó, chúng tôi đã xây dựng các kịch bản về mức độ phục hồi nhu cầu tiêu dùng tác động lên định giá của MWG

	2024	2025		
	Cơ bản	Thận trọng	Cơ bản	Lạc quan
Phân tích kịch bản MWG tập trung bảo vệ doanh thu trong bối cảnh nhu cầu chưa phục hồi				
Biên LNHD TGĐĐ+ĐMX (%)	5.9%	5.0%	5.5%	6.0%
Biên LNST BHX (%)	0.3%	0.50%	1.5%	2.50%
Lợi nhuận các mảng kinh doanh				
TGĐĐ+ĐMX	5,247	4,606	5,058	5,527
BHX	308	426	894	1,353
Khác	(782)	338	338	338
LNST	3,881	4,152	4,863	5,581
PE	22.2	20.8	17.7	15.5
Định giá PE				
TGĐĐ+ĐMX		47,165	51,795	56,598
BHX (94.99%)		31,944	41,909	48,682
Đóng góp khác		15,172	15,172	15,172
Erablue (chiết khấu từ 2027)		3,744	3,744	3,744
EV (Tỷ VND)		98,025	112,620	124,196
Giá mục tiêu (VND/CP)		67,100	77,000	85,000
Upside (%)		14%	31%	44%
Khuyến nghị			MUA MẠNH	
Giá hiện tại (VND/CP)		59,000		

Nguồn: BSC research, Fiinpro, MWG

Dựa vào những phân tích trên, Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA MẠNH** cổ phiếu **MWG** và đưa ra giá hợp lý cho năm 2025 = **77,000 VND/CP (Upside +31% so với giá đóng cửa ngày 22/11/2024)** dựa trên PP SOTP, điều chỉnh giảm -6.5% giá mục tiêu so với báo cáo trước đó ngày 30/8/2024, đến từ điều chỉnh dự phóng năm 2024 từ kịch bản cơ sở xuống kịch bản thận trọng do (1) nhu cầu phục hồi chậm (2) điều chỉnh KQKD 2024-2025 dựa trên KQKD Q3/2024 do phát sinh các chi phí liên quan đến tái cấu trúc.

PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	LCTT (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	133,405	118,280	134,342	141,983	(Lỗ)/LNST	6,056	690	4,773	6,289
Giá vốn hàng bán	(102,623)	(95,759)	(106,193)	(112,369)	Khấu hao và phân bổ	3,582	3,381	2,741	2,275
Lợi nhuận gộp	30,782	22,521	28,149	29,614	Thay đổi vốn lưu động	761	1,836	(903)	(758)
Chi phí bán hàng	(21,790)	(20,917)	(21,253)	(21,816)	Điều chỉnh khác	(3,128)	(2,298)	(2,012)	(2,445)
Chi phí QLDN	(2,348)	(1,196)	(2,605)	(2,674)	LCTT từ HĐ KD	7,924	3,438	5,818	6,509
Lãi/lỗ HĐKD	6,644	407	4,291	5,124	Tiền chi mua TSCĐ	(4,412)	(523)	(52)	(700)
Doanh thu tài chính	1,313	2,167	2,477	2,565	Đầu tư khác	6,014	(10,308)	(6,244)	(2,500)
Chi phí tài chính	(1,383)	(1,556)	(1,408)	(1,327)	LCTT từ HĐ Đầu tư	1,602	(10,831)	(6,296)	(3,200)
Chi phí lãi vay	(1,362)	(1,448)	(1,129)	(1,058)	Tiền chi trả cổ tức	(732)	(731)	(731)	(732)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	(47)	20	Tiền từ vay ròng	(8,062)	8,440	(1,333)	(1,769)
Lãi/lỗ khác	(518)	(328)	(540)	(93)	Tiền thu khác	(8,606)	7,700	11	(716)
Lợi nhuận trước thuế	6,056	690	4,773	6,289	LCTT từ HĐ Tài chính	(8,606)	7,700	(1,323)	(2,485)
Thuế thu nhập DN	(1,955)	(522)	(883)	(1,388)	Dòng tiền đầu kỳ	4,142	5,061	5,366	3,566
LN sau thuế	4,102	168	3,890	4,902	Tiền trong kì	920	306	(1,800)	824
CĐTS	2	0	10	39	Dòng tiền cuối kỳ	5,062	5,368	3,566	4,390
LNST - CĐTS	4,100	168	3,881	4,863					
EBITDA	10,233	3,794	7,039	7,405					
EPS	2,801	115	2,651	3,322					

CĐKT (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	Chỉ số (%)	2022	2023	2024	2025
Tiền và tương đương tiền	5,061	5,366	3,649	4,390	Khả năng thanh toán				
Đầu tư ngắn hạn	10,059	18,937	25,181	27,681	H số TT ngắn hạn	1.72	1.69	1.91	2.01
Phải thu ngắn hạn	3,072	5,159	7,715	8,153	H số TT nhanh	0.70	0.96	1.18	1.27
Tồn kho	25,696	21,824	21,820	22,747	Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn khác	743	661	751	794	H số Nợ/TTS	0.30	0.42	0.37	0.33
TS ngắn hạn	44,631	51,947	59,115	63,765	H số Nợ/VCSH	0.69	1.08	0.87	0.70
TS hữu hình, ròng	9,728	6,500	3,784	2,202	Năng lực hoạt động				
Khấu hao lũy kế	(11,188)	(13,708)	(17,338)	(19,620)	Số ngày HTK	69.6	66.8	58.8	58.0
TS dở dang dài hạn	-	-	-	-	Số ngày phải thu	8.3	15.8	20.8	20.8
ĐT dài hạn	241	747	747	747	Số ngày phải trả	31.1	30.2	32.2	32.2
TS dài hạn khác	671	452	207	207	CCC	46.8	52.4	47.4	46.6
TS dài hạn	11,203	8,161	5,275	3,693	Tỉ suất lợi nhuận				
Tổng TS	55,834	60,108	64,389	67,458	Lợi nhuận gộp	23.1%	19.0%	21.0%	20.9%
Nợ phải trả	8,746	7,927	9,373	9,918	Lợi nhuận LNST	3.1%	0.1%	2.9%	3.4%
Vay ngắn hạn	10,688	19,129	17,629	17,705	ROE	17.1%	0.7%	14.2%	15.5%
Nợ ngắn hạn khác	6,566	3,706	3,999	4,105	ROA	7.3%	0.3%	6.0%	7.2%
Tổng Nợ ngắn hạn	26,000	30,762	31,000	31,767	Định Giá				
Vay dài hạn	5,901	5,985	6,152	4,306	PE	21.07	515.11	22.26	17.76
Nợ dài hạn khác	-	-	-	-	PB	3.61	3.70	3.17	2.75
Tổng Nợ dài hạn	5,901	5,985	6,152	4,306	Tăng trưởng				
Tổng Nợ	31,902	36,747	37,152	36,073	Tăng trưởng DTT	8.5%	-11.3%	13.6%	5.7%
Vốn góp	14,639	14,634	14,622	14,639	Tăng trưởng EBIT	12.7%	-93.9%	9.54	0.19
Thặng dư vốn cổ phần	558	558	558	558	Tăng trưởng LNNT	-6.4%	-88.6%	592.1%	31.8%
LN chưa phân phối	8,724	8,160	11,305	15,431	Tăng trưởng EPS	-16.3%	-95.9%	2214%	25%
Vốn chủ khác	-	-	-	-					
Cổ đông thiểu số	-	-	753	753					
Tổng Vốn chủ sở hữu	23,918	23,346	27,237	31,385					
Tổng nguồn vốn	55,820	60,093	64,389	67,458					
Số lượng cổ phiếu lưu hành	1,464	1,464	1,464	1,464					

Nguồn: BSC Research.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

