

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ THẾ GIỚI DI ĐỘNG (HSX: MWG)
Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA

Trưởng nhóm phân tích

Email: nhanndt@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7580

Giá tại ngày 27/06/2024 (đồng/cp): 63.400
Giá mục tiêu (đồng/cp): 75.300
Chênh lệch:
63.400
75.300
+18,8%
Khuyến nghị
MUA

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Thị Kim Chi

Giám đốc phân tích đầu tư

DỰ ĐỊA TĂNG TRƯỞNG LỚN TỪ BÁCH HÓA XANH

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu MWG – CTCP Đầu tư Thế giới Di động bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của MWG là **75.300 đồng/cp**, cao hơn 18,8% so với mức giá đóng cửa ngày 27/06/2024. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu MWG dựa trên các luận điểm sau.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ
➤ Chuỗi Thế Giới Di Động & Điện Máy Xanh dự kiến phục hồi mạnh mẽ trong nửa cuối năm 2024

Chúng tôi dự báo doanh thu chuỗi TGDD & ĐMX năm 2024 lần lượt đạt 30,5 nghìn tỷ đồng (+8,0% YoY) và 60,4 nghìn tỷ đồng (+9,4% YoY). Sự phục hồi dự kiến rơi vào 2H2024 nhờ (1) sức mua của người dân được cải thiện hơn và (2) chu kỳ thay thế điện thoại di động (ĐTDD), máy tính xách tay (MTXT) và máy tính bảng (MTB) quay trở lại vào cuối 2024. Giai đoạn 2024-2029F, chúng tôi dự báo cả 2 chuỗi sẽ tăng trưởng ở mức CAGR = +5,5%/năm, cao hơn mức tăng trưởng chung của ngành +4,4%/năm, nhờ mức giá bán cạnh tranh hơn so với quá khứ giúp gia tăng thị phần [\(Chi tiết\)](#).

➤ Chuỗi Bách Hóa Xanh sẽ là động lực tăng trưởng chính của MWG sau khi đạt điểm hòa vốn vào cuối 2023

Chúng tôi cho rằng dự địa tăng trưởng của mô hình siêu thị là rất lớn khi người tiêu dùng sẽ ngày càng sẵn sàng đánh đổi giữa sự tiện lợi và chất lượng với giá cả. Chúng tôi dự phóng doanh thu của chuỗi BHX năm 2024 dự kiến sẽ đạt 39,3 nghìn tỷ đồng (+24,3% YoY), trước khi tăng trưởng ở mức CAGR = +15,1%/năm trong giai đoạn 2024-2029F (cao hơn mức tăng trưởng ngành CAGR = +13,0%/năm) nhờ (1) việc mở rộng cửa hàng còn nhiều dự địa khi BHX chỉ mới có mặt tại 25 tỉnh thành và (2) lợi thế cạnh tranh liên quan đến đa dạng sản phẩm và dịch vụ vận chuyển tốt hơn. Để hỗ trợ tài chính cho việc mở rộng cửa hàng, chuỗi BHX vừa phát hành riêng lẻ 5% cổ phần trong Q2/2024 với giá trị 1.773 tỷ đồng (tương ứng với mức P/S ~ 1,12x) [\(Chi tiết\)](#).

➤ Các chuỗi khác dự kiến sẽ sớm đạt điểm hòa vốn vào cuối năm 2024

Đối với chuỗi An Khang và AVAKids, MWG đang tập trung gia tăng doanh thu/cửa hàng lên mức hòa vốn vào cuối năm 2024, trước khi có lãi trong năm 2025. Đối với chuỗi EraBlue (MWG sở hữu 45%) tại Indonesia, MWG đã góp thêm 105,6 tỷ đồng cuối năm 2023 để chuẩn bị cho việc mở rộng cửa hàng sắp tới. Chúng tôi dự kiến chuỗi này sẽ đạt điểm hòa vốn vào cuối năm 2024 [\(Chi tiết\)](#).

Biến động giá MWG và VNIndex

Thông tin giao dịch 27/06/2024

Giá hiện tại (đồng/cp)	63.400
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	64.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	35.100
Số lượng CP niêm yết (cp)	1.463.376.716
Số lượng CP lưu hành (cp)	1.462.244.177
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	7.880.555
Vốn hóa (tỷ đồng)	92.267,6
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	717
P/E trailing 12 tháng (lần)	88,0x

Tổng quan doanh nghiệp

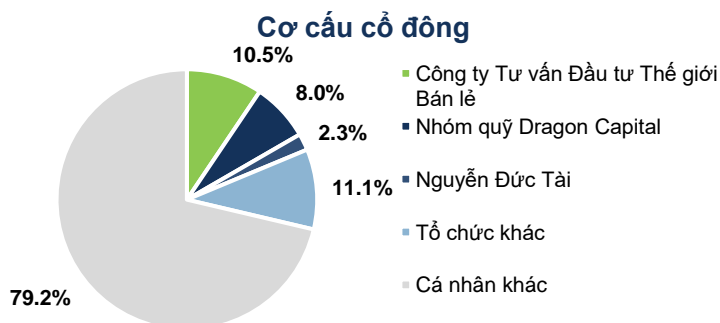
Tên	CTCP Đầu tư Thế giới Di động
Địa chỉ	Số 222 Yersin, phường Phú Cường, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
Doanh thu chính	Bán lẻ thiết bị điện tử, điện gia dụng và bách hóa
Lợi thế cạnh tranh	Hệ thống phân phối lớn và dịch vụ chăm sóc khách hàng vượt trội
Rủi ro chính	Ngành bán lẻ thiết bị điện tử, điện gia dụng bão hòa

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành

Năm	Sự kiện
2004	Công ty TNHH Thế Giới Di Động được thành lập
2007	Chuyển đổi sang hình thức công ty cổ phần
2010	Chuỗi thiết bị điện máy, điện gia dụng Điện Máy Xanh hình thành
2012	Chuỗi Thế Giới Di Động trở thành hệ thống bán lẻ thiết bị di động đầu tiên có mặt tại tất cả 63 tỉnh thành
2014	Niêm yết trên sàn HSX, với vốn điều lệ 627 tỷ đồng và mã cổ phiếu MWG
2015	Thử nghiệm chuỗi siêu thị Bách Hóa Xanh bán thực phẩm tươi sống và hàng tiêu dùng
2018	Mua lại chuỗi bán lẻ điện máy Trần Anh và đầu tư cổ phần thiểu số tại chuỗi nhà thuốc An Khang.
2021	Chuỗi nhà thuốc An Khang được hợp nhất vào MWG
2022	Chính thức gia nhập thị trường bán lẻ điện máy tại Indonesia với 5 cửa hàng EraBlue

2. Cơ cấu cổ đông



Nguồn: MWG, FPTS tổng hợp

Cơ cấu cổ đông của MWG tương đối phân mảnh. Theo đó, ông Nguyễn Đức Tài (chủ tịch HĐQT) sở hữu 12,8% cổ phần, trong đó 10,5% tỷ lệ sở hữu là thông qua Công ty Tư vấn Đầu tư Thế giới Bán lẻ (ông Nguyễn Đức Tài là chủ tịch HĐQT). Nhóm cổ đông tổ chức nắm giữ 19,1% cổ phần, trong đó quỹ Dragon Capital nắm 8,0% cổ phần. Nhóm cổ đông cá nhân khác chiếm 79,2% vốn cổ phần.

3. Cơ cấu doanh nghiệp

MWG hiện sở hữu 9 công ty con. Mỗi công ty này sẽ có trách nhiệm quản lý các công ty thành viên, liên doanh liên kết với các hoạt động chính được tóm tắt ở bảng sau:

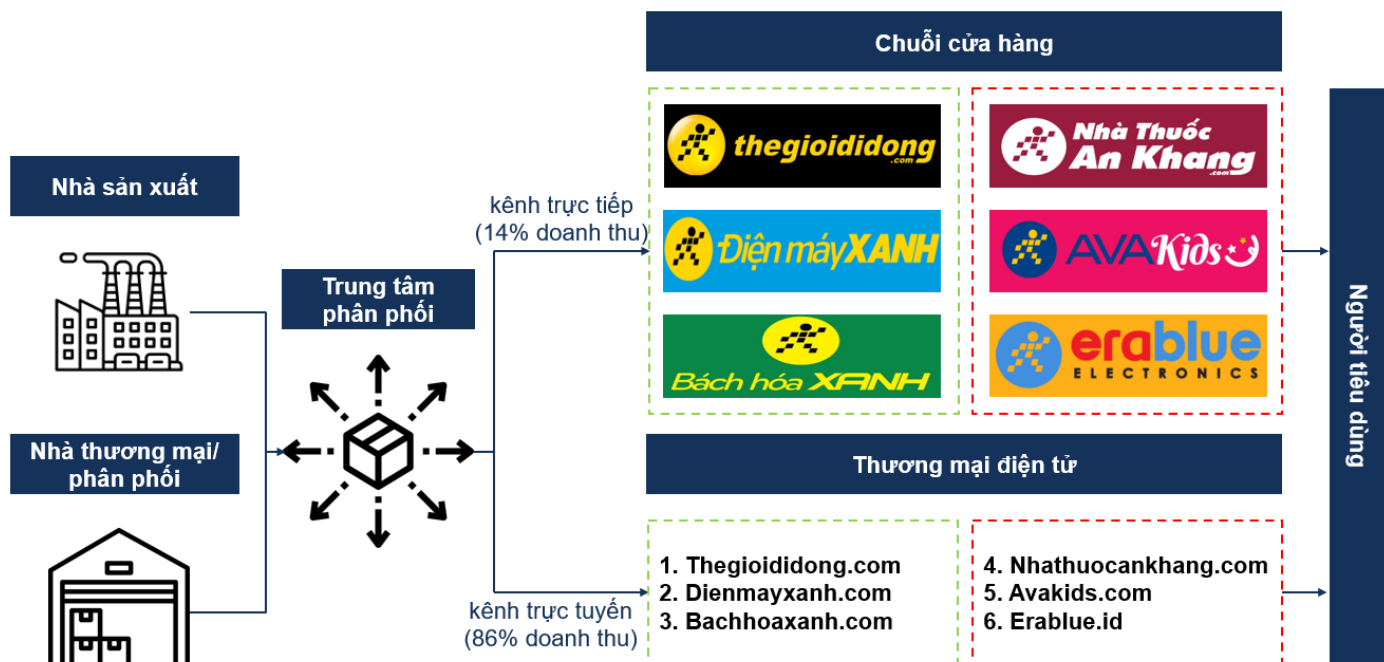
STT	Công ty con	Vốn góp (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Lĩnh vực kinh doanh
1	CTCP Thế Giới Di Động	4.426	99,95%	Thương mại sản phẩm điện tử
2	CTCP Thương Mại Bách Hóa Xanh	Đầu tư gián tiếp	99,95%	Thương mại thực phẩm
3	CTCP Thế Giới Số Trần Anh	861	99,33%	Thương mại sản phẩm điện tử
4	Công ty TNHH MTV Công Nghệ Thông Tin Thế Giới Di Động	538	100,00%	Công nghệ thông tin
5	MWG (Cambodia) Co., Ltd	Đầu tư gián tiếp	99,95%	Thương mại sản phẩm điện tử
6	CTCP Dịch vụ Lắp đặt Sửa chữa – Bảo hành Tận Tâm	100	99,99%	Sửa chữa máy móc thiết bị
7	CTCP Dược phẩm An Khang Pharma	Đầu tư gián tiếp	99,99%	Bán lẻ dược phẩm
8	Công ty TNHH Vui Vui	Đầu tư gián tiếp	100,00%	Thương mại điện tử
9	CTCP Công nghệ và Đầu tư Bách Hóa Xanh	14.050	94,99%	Quản lý đầu tư

Nguồn: MWG, FPTS tổng hợp

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Chuỗi giá trị và tổng quan hoạt động kinh doanh

1.1. Chuỗi giá trị hoạt động kinh doanh của MWG

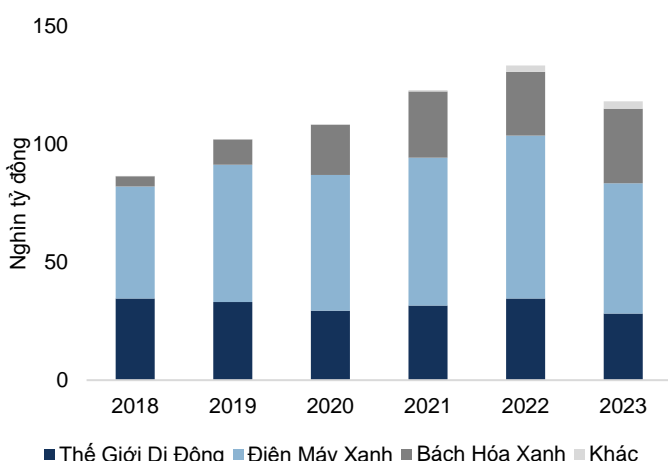


Chú thích: : Chuỗi bán lẻ chính (97% doanh thu) : Chuỗi bán lẻ khác (3% doanh thu)

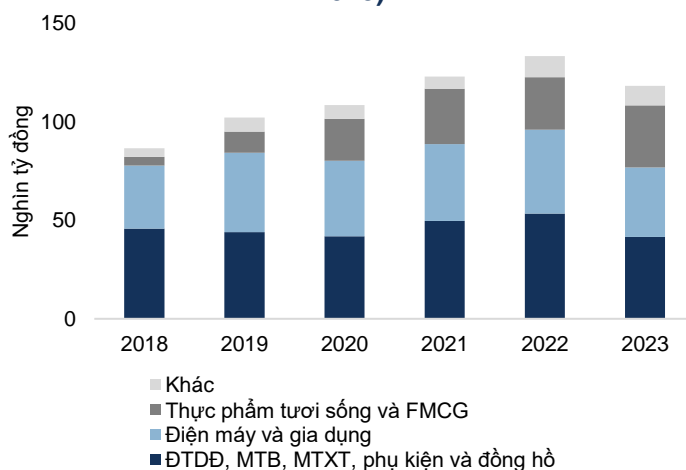
* Tỷ trọng doanh thu được lấy trong năm 2023
 Nguồn: MWG, FPTS tổng hợp

1.2. Chuỗi Bách Hóa Xanh ngày càng chiếm tỷ trọng cao trong doanh thu

Cơ cấu doanh thu theo chuỗi (2018-2023)



Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm (2018-2023)



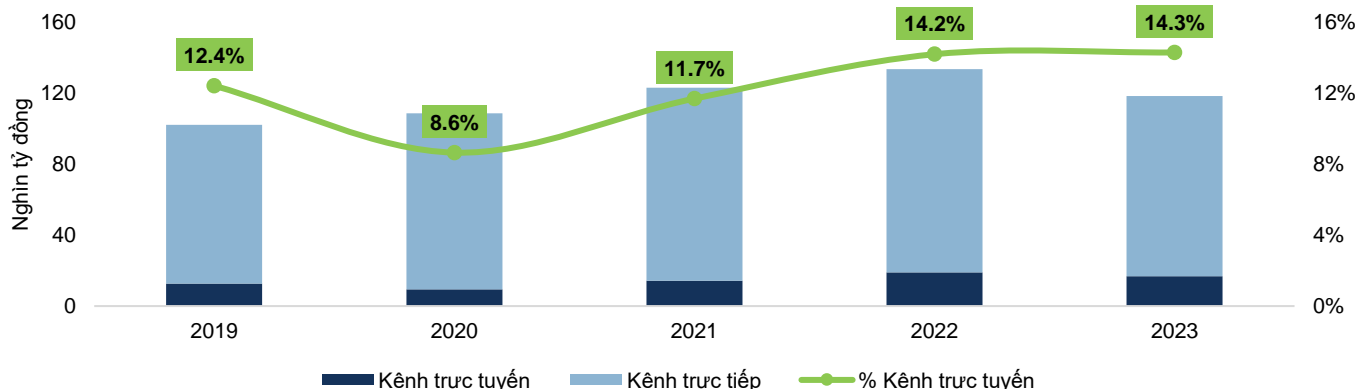
Nguồn: MWG, FPTS tổng hợp

Chuỗi TGĐĐ & ĐMX có tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của MWG, chiếm 71% trong năm 2023. Trong đó, chuỗi TGĐĐ kinh doanh các mặt hàng ĐTĐĐ, MTB, MTXT, phụ kiện và đồng hồ, và chuỗi ĐMX kinh doanh thêm các sản phẩm điện máy và gia dụng (ngoài các sản phẩm của chuỗi TGĐĐ). Trong khi đó, chuỗi BHX – kinh doanh thực phẩm tươi sống và hàng tiêu dùng nhanh (FMCG) – ngày càng gia tăng tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu (từ 5% năm 2018 lên 27% năm 2023) và đang trở thành động lực tăng trưởng chính của MWG sau khi ngành hàng điện tử và gia dụng trở nên bão hòa. Doanh thu khác chiếm 3% doanh thu MWG trong năm 2023, chủ yếu

từ doanh thu của chuỗi An Khang (dược phẩm), Avakids (sản phẩm mẹ và bé), và các hoạt động khác như kinh doanh sim, thẻ cào điện thoại, dịch vụ thu hộ điện nước, trả góp, v.v.

1.3. Kênh trực tuyến trở nên phổ biến khi thói quen người tiêu dùng dần thay đổi

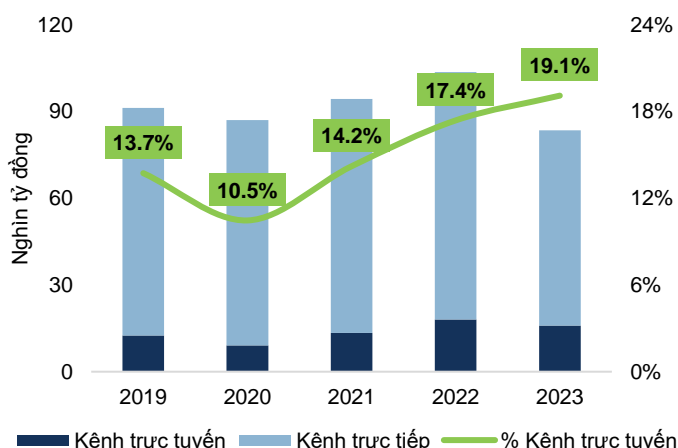
Cơ cấu doanh thu theo kênh (2019-2023)



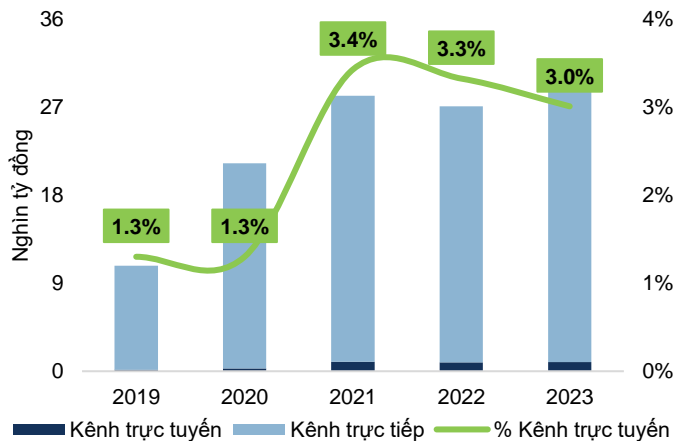
Nguồn: MWG, FPTS tổng hợp

MWG hiện sở hữu hai kênh bán lẻ chính là (1) kênh trực tiếp thông qua các cửa hàng vật lý và (2) kênh trực tuyến thông qua các sàn thương mại điện tử. Trong đó, kênh trực tiếp vẫn là kênh bán lẻ chính, chiếm trung bình 88% tổng doanh thu của MWG trong giai đoạn 2019-2023, do người tiêu dùng có thói quen tìm hiểu sản phẩm trực tuyến trước khi trải nghiệm và mua sắm trực tiếp tại cửa hàng vật lý đối với các mặt hàng có giá trị cao như thiết bị điện tử và gia dụng. Trong khi đó, kênh trực tuyến hiện chiếm ~14% doanh thu của MWG, bao gồm doanh thu trên (1) các trang thương mại điện tử của MWG như thegioididong.com, dienmayxanh.com và bachhoaxanh.com và (2) các cửa hàng trực tuyến (Thế Giới Di Động Official, Điện Máy Xanh Official) trên sàn thương mại điện tử Shopee. Trong đó, chuỗi TGDD & ĐMX đóng góp phần lớn vào doanh thu kênh trực tuyến của MWG, với kênh trực tuyến chiếm 19,1% doanh thu của chuỗi năm 2023, so với mức chỉ ~3% của BHX.

Cơ cấu doanh thu theo kênh của chuỗi TGDD & ĐMX



Cơ cấu doanh thu theo kênh của chuỗi BHX



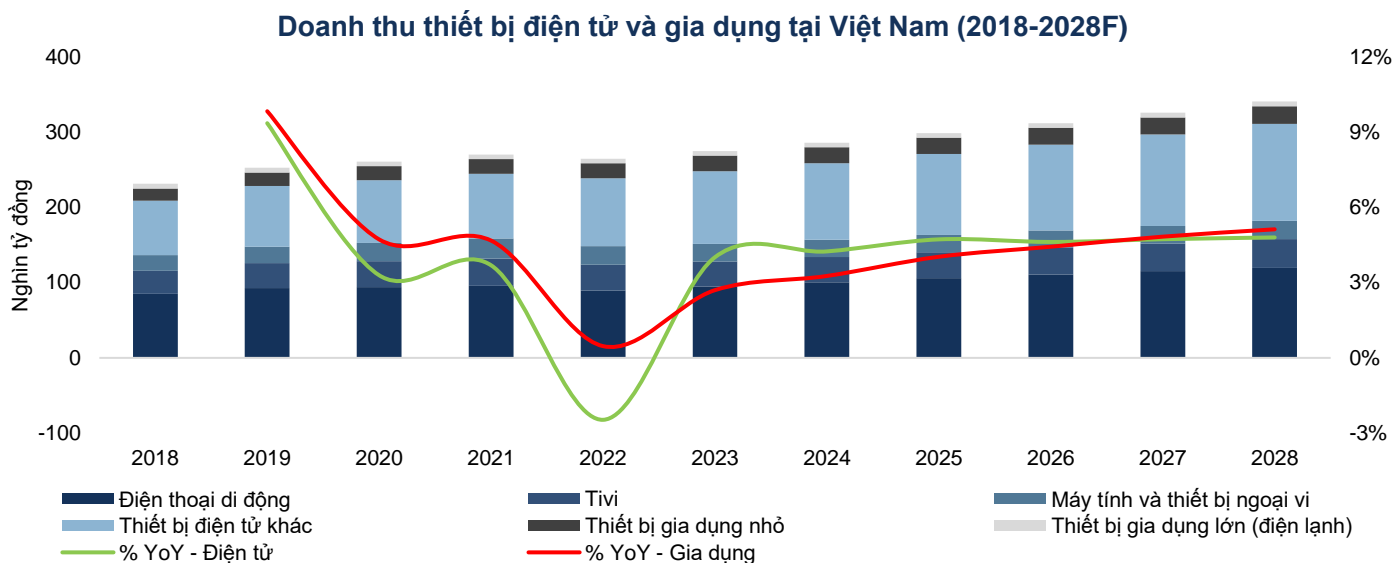
Nguồn: MWG, FPTS tổng hợp

Mặc dù kênh trực tuyến hiện chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu của MWG, chúng tôi dự báo tỷ trọng này sẽ gia tăng trong giai đoạn tới bởi (1) việc đóng cửa các cửa hàng vật lý không hiệu quả về chi phí (thuê mặt bằng, lương nhân viên) của chuỗi TGDD & ĐMX và (2) việc mua sắm qua kênh trực tuyến ngày càng thuận tiện (tiết kiệm thời gian mua hàng, nhiều chính sách khuyến mãi, dễ dàng so sánh giá), giúp tiếp cận tốt hơn đối với nhóm khách hàng trẻ. MWG định hướng sẽ phát triển chiến lược bán lẻ đa kênh (omni-channel), trong đó kênh trực tiếp vẫn sẽ được duy trì như một nơi để khách hàng có những trải nghiệm mua sắm tốt nhất, trong khi kênh trực tiếp sẽ giúp đơn giản hóa trải nghiệm mua sắm và giao dịch được thuận tiện hơn.

2. Màng kinh doanh chính

2.1. Chuỗi Thế Giới Di Động & Điện Máy Xanh - Phục hồi mạnh mẽ trong nửa cuối năm 2024 [\(Trở về nội dung chính\)](#)

2.1.1. Ngành thiết bị điện tử và gia dụng - Bước vào giai đoạn bão hòa với sự thu hẹp số lượng cửa hàng



*Thiết bị điện tử bao gồm điện thoại di động, tivi, máy tính và thiết bị ngoại vi và thiết bị điện tử khác

**Thiết bị gia dụng bao gồm thiết bị gia dụng lớn¹ và thiết bị gia dụng nhỏ²

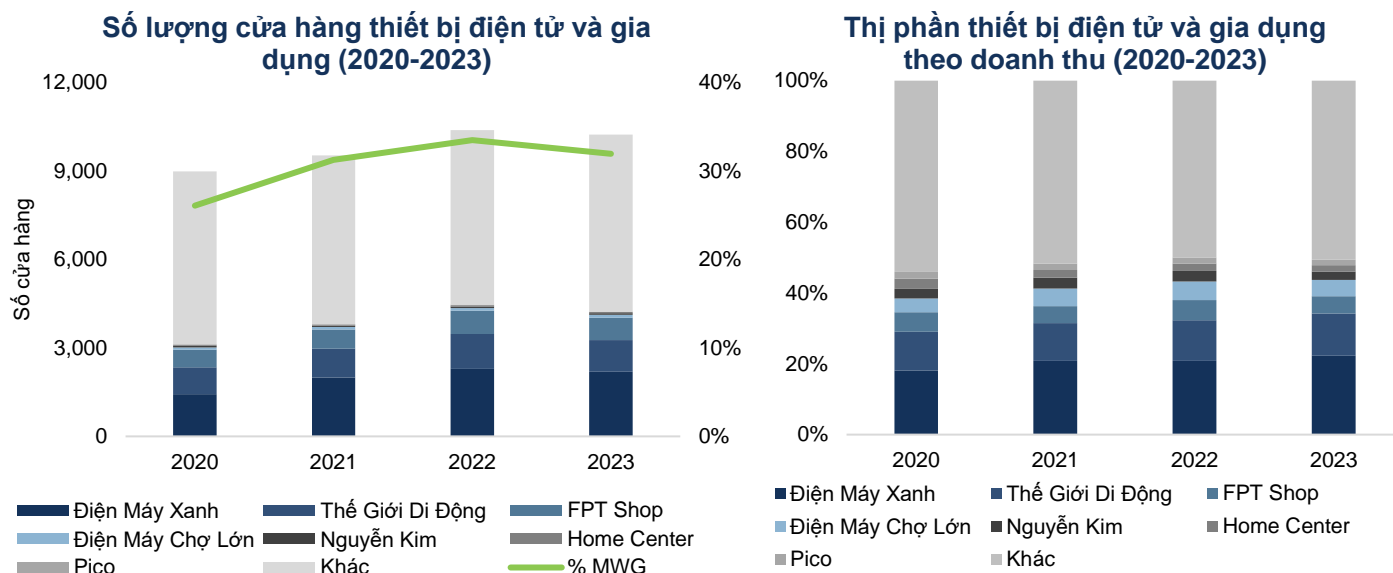
Nguồn: Euromonitor, FPT S tổng hợp

Doanh thu thiết bị điện tử và gia dụng tại Việt Nam nhìn chung đã bước vào giai đoạn trưởng thành (mặc dù có sự phân hóa giữa các ngành hàng nhỏ hơn), đạt 274,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2023, tăng trưởng với CAGR = +3,5% YoY trong giai đoạn 2018-2023. Trong đó, doanh thu ngành trong giai đoạn 2022-2023 bị ảnh hưởng tiêu cực bởi thu nhập người dân sụt giảm khiến thói quen chi tiêu thận trọng hơn, đặc biệt đối với các sản phẩm không thiết yếu.

Trong giai đoạn 2023-2028, doanh thu ngành dự báo tăng trưởng ở mức CAGR = +4,4%/năm, thấp hơn so với giai đoạn trước 2022 (CAGR = +5,3%/năm giai đoạn 2018-2021) do nhu cầu mua mới không quá đáng kể bởi tỷ lệ thâm nhập các sản phẩm điện tử và gia dụng chính của Việt Nam tương đối cao khi so sánh tương quan với mức GDP/người giữa các quốc gia trong khu vực châu Á ([Xem thêm Phụ lục 1: Tỷ lệ thâm nhập các thiết bị gia dụng chính của các quốc gia trong khu vực châu Á](#)). Hơn nữa, nhu cầu thay thế các sản phẩm này tại Việt Nam cũng tương đối thấp khi thời gian thay thế trung bình cao hơn mặt bằng chung so với các quốc gia trong khu vực châu Á ([Xem thêm Phụ lục 2: Thời gian thay thế trung bình theo năm của các thiết bị gia dụng chính của các quốc gia trong khu vực châu Á](#)).

¹ Thiết bị gia dụng lớn: Máy rửa chén, thiết bị giặt ủi, thiết bị nấu ăn lớn, lò nướng, thiết bị làm lạnh.

² Thiết bị gia dụng nhỏ: Quạt, thiết bị chế biến thực phẩm, thiết bị sưởi ấm, bàn là, thiết bị chăm sóc cá nhân, thiết bị nấu ăn nhỏ, máy hút bụi.



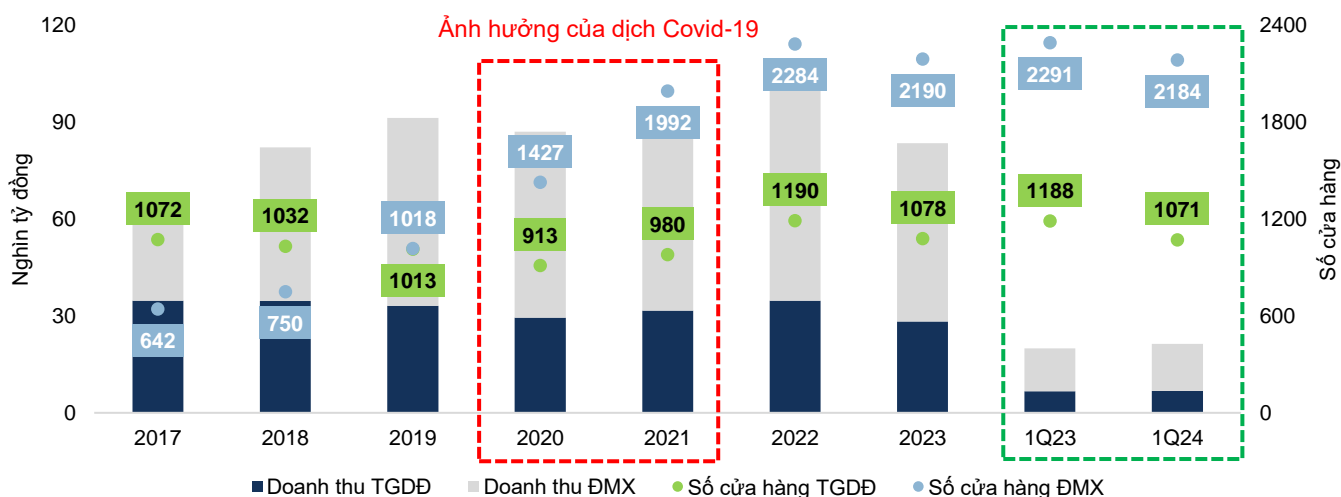
Nguồn: Euromonitor, MWG, FRT, FPTS tổng hợp

Trong ngành điện tử và gia dụng, MWG đang sở hữu số lượng cửa hàng và thị phần lớn nhất ngành, với 3.268 cửa hàng ĐMX và TGDD vào cuối năm 2023, chiếm 34,2% thị phần trong năm 2023. Xu hướng mở rộng cửa hàng vật lý đã chững lại trong năm 2023 và dự kiến sẽ tiếp tục bởi sự phát triển bùng nổ của thương mại điện tử với ưu thế về sự tiện lợi, đa dạng và giá cả cạnh tranh hơn, buộc các nhà bán lẻ truyền thống phải phát triển kênh phân phối trực tuyến. Minh chứng là các doanh nghiệp đầu ngành như MWG và FRT đều không có chiến lược mở mới cửa hàng trong giai đoạn tới, thay vào đó sẽ tập trung tối ưu hiệu quả hoạt động của các cửa hàng hiện hữu và thậm chí đóng bớt một số cửa hàng kém hiệu quả. Bên cạnh thu hẹp về số lượng, diện tích của các cửa hàng vật lý cũng dần thu hẹp hơn khi nhu cầu về không gian trưng bày sản phẩm không còn quá lớn trong bối cảnh (1) nhu cầu mua sắm trực tuyến ngày càng cao và (2) thói quen nghiên cứu sản phẩm trực tuyến trước khi ghé thăm cửa hàng vật lý để mua sắm.

2.1.2. Thế Giới Di Động & Điện Máy Xanh – Phục hồi mạnh mẽ trong nửa cuối năm 2024

Hai chuỗi bán lẻ TGDD và ĐMX là ngành nghề truyền thống của MWG. Trong đó, cửa hàng TGDD bán các sản phẩm liên quan đến điện thoại di động, MTB, MTXT, phụ kiện và đồng hồ, trong khi cửa hàng ĐMX sẽ bán thêm các sản phẩm điện máy (thiết bị gia dụng, tivi và các thiết bị điện tử khác).

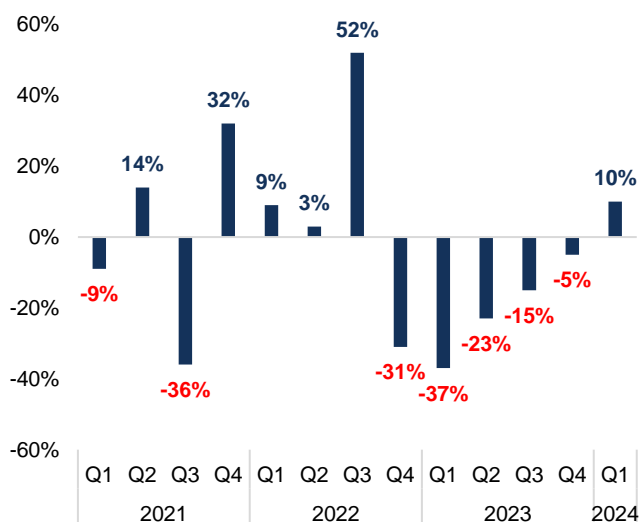
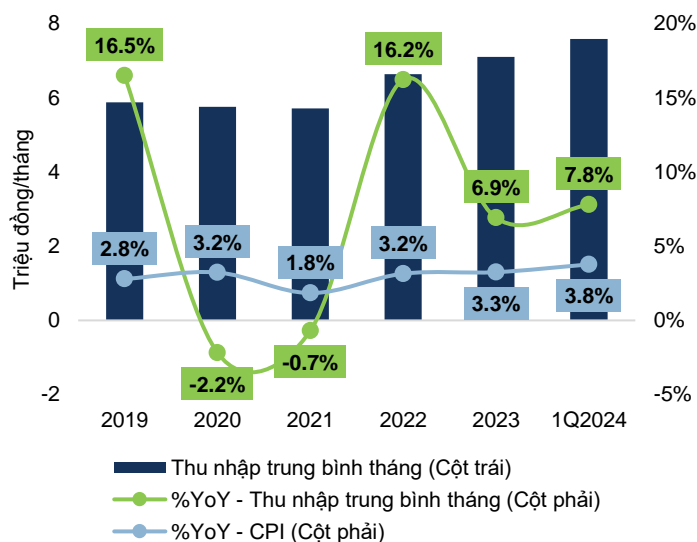
Doanh thu và số cửa hàng TGDD & ĐMX (2017-2024)



Nguồn: MWG, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2017-2022, doanh thu chuỗi TGDD & ĐMX của MWG tăng trưởng nhanh chóng với CAGR = +9,8%/năm, tương ứng với sự gia tăng về độ phủ cửa hàng khi số lượng cửa hàng cũng tăng trưởng với CAGR

= +15,2%/năm trong cùng giai đoạn. Mặc dù vậy, doanh thu năm 2023 sụt giảm -19,5% YoY do (1) sức mua đối với các sản phẩm không thiết yếu suy giảm, đặc biệt trong 1H2023 khi doanh thu các cửa hàng hiện hữu suy giảm mạnh và (2) MWG đóng cửa 206 cửa hàng kém hiệu quả trong năm 2023, xảy ra chủ yếu trong Q4/2023. Sức mua suy giảm đến từ tình hình lạm phát tăng cao (CPI năm 2023 đạt +3,25% YoY) và tăng trưởng thu nhập theo tháng trung bình của người lao động tăng trưởng thấp ~ +6,9% YoY. Trong Q1/2024, doanh thu chuỗi TGDD & ĐMX chỉ phục hồi nhẹ +6,9% YoY từ mức nền thấp trong Q1/2023, nhờ thu nhập của người lao động tăng trưởng 7,8% YoY trong khi mức lạm phát trong Q1/2024 vẫn duy trì ở mức cao +3,77% YoY.

Tăng trưởng doanh thu cửa hàng hiện hữu của chuỗi TGDD & ĐMX

Tăng trưởng thu nhập trung bình tháng của người lao động và CPI (2019-2023)


Nguồn: MWG, Tổng cục Thống kê, FPTS tổng hợp

Trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ suy yếu trong năm 2023 khiến người dân trở nên nhạy cảm về giá hơn, MWG đã thực thi chiến lược cạnh tranh về giá giữa các nhà bán lẻ từ Q2/2023 sau thời gian dài chỉ tập trung vào nâng cao trải nghiệm khách hàng. Sau khi cuộc chiến xảy ra, chúng tôi nhận thấy sự chênh lệch về giá giữa MWG và các nhà bán lẻ khác ở hiện tại là không đáng kể, đặc biệt là đối với sản phẩm của Apple ([Xem thêm Phụ lục 3: So sánh giá bán giữa các chuỗi bán lẻ điện thoại lớn tại Việt Nam](#)). Xét về dịch vụ hỗ trợ khách hàng (chính sách bảo hành, hình thức thanh toán), chúng tôi cũng nhận thấy không có sự khác biệt rõ ràng giữa các nhà bán lẻ. Do đó, chúng tôi cho rằng cuộc chiến về giá sẽ trở thành xu hướng trong dài hạn do (1) thị trường ĐTDD, MTXT, MTB đã bước vào giai đoạn bão hòa và (2) chất lượng dịch vụ giữa các chuỗi bán lẻ không còn quá khác biệt.

Bảng 1: So sánh các chuỗi bán lẻ điện thoại lớn tại Việt Nam

	TGDD	FPT Shop	ViettelStore	CellphoneS	Didongviet	Hoàng Hà Mobile
Đặc điểm cửa hàng						
Diện tích trung bình/cửa hàng (m2)	100-200	75-100	N/A	N/A	N/A	N/A
Số lượng cửa hàng	1.071	743	403	117	48	128
Danh mục sản phẩm						
Điện thoại di động	106	84	172	145	149	191
Máy tính xách tay	261	239	29	243	35	216
Máy tính bảng	50	40	90	45	65	78
Đồng hồ	2.603	108	72	134	82	207
Dịch vụ						
Chính sách bảo hành	- Bảo hành 12 tháng	- Bảo hành 12 tháng	- Bảo hành 12 tháng	- Bảo hành 12 tháng	- Bảo hành 12 tháng	- Bảo hành 12 tháng

	- Đổi mới trong 30 ngày	- Đổi mới trong 30 ngày	- Đổi mới trong 30 ngày	- Đổi mới trong 33 ngày	- Đổi mới trong 60 ngày	- Đổi mới trong 30 ngày
Hình thức thanh toán	- Trả góp qua công ty tài chính/thẻ tín dụng	- Trả góp qua công ty tài chính/thẻ tín dụng	- Trả góp qua công ty tài chính/thẻ tín dụng	- Trả góp qua công ty tài chính/thẻ tín dụng	- Trả góp qua công ty tài chính/thẻ tín dụng	- Trả góp qua công ty tài chính/thẻ tín dụng
	- Thanh toán trực tiếp/online	- Thanh toán trực tiếp/online	- Thanh toán trực tiếp/online	- Thanh toán trực tiếp/online	- Thanh toán trực tiếp/online	- Thanh toán trực tiếp/online

Nguồn: FPT S tổng hợp

Xét về cơ cấu cửa hàng, số lượng cửa hàng tăng nhanh trong giai đoạn 2017-2022 chủ yếu ở chuỗi ĐMX với số lượng cửa hàng tăng với mức CAGR = +28,9%/năm trong cùng giai đoạn, nhờ việc chuyển đổi một số cửa hàng TGDD có doanh thu cao sang cửa hàng ĐMX để giúp mở rộng thêm danh mục sản phẩm. Sự chuyển đổi này là bước đi phù hợp trong bối cảnh (1) thị trường ĐTĐĐ, MTXT, MTB đang dần bão hòa và (2) thị trường điện máy còn dư địa tăng trưởng lớn hơn khi các cửa hàng nhỏ lẻ ở thời điểm đó vẫn chiếm thị phần tương đối lớn trong ngành điện máy.

Đối với **chuỗi TGDD**, MWG sở hữu 2 loại cửa hàng là TGDD (chiếm 91% tổng số cửa hàng) và Topzone (chiếm 9% tổng số cửa hàng). Cửa hàng Topzone là cửa hàng Mono Brand (cửa hàng chuyên biệt chỉ bán sản phẩm của 1 thương hiệu) của Apple do MWG bắt đầu triển khai từ T10/2021. Các cửa hàng này được Apple quản lý chặt chẽ về mọi khâu: diện tích cửa hàng, cách thiết kế cửa hàng và trưng bày sản phẩm, quy trình bán hàng, hình ảnh truyền thông, v.v. MWG hiện có 100 cửa hàng Topzone, trong đó bao gồm 96 cửa hàng phiên bản AAR và 2 cửa hàng phiên bản APR cao cấp hơn.

Mô hình Topzone	AAR - Cửa hàng ủy quyền của Apple	APR - Cửa hàng ủy quyền cao cấp của Apple
Diện tích (m2)	80-120	180-220
Doanh thu trung bình/tháng (tỷ đồng)	2-3	8-10
Số lượng cửa hàng (cuối năm 2023)	96	2

Nguồn: MWG, FPT S tổng hợp

Chúng tôi đánh giá hướng mở rộng cửa hàng Topzone là phù hợp để gia tăng thị phần Apple chính hãng trong bối cảnh lợi ích từ các sản phẩm xách tay ngày càng bị giảm thiểu bởi các chính sách của Apple tại Việt Nam và các biện pháp kiểm soát hàng hóa xách tay của chính phủ thông qua [Nghị định 98/2020/NĐ-CP](#) (quy định rõ mức xử phạt đối với hàng hóa xách tay mà không có hóa đơn chứng từ). Cụ thể, Apple đã rút ngắn (1) thời gian ngắn thời gian ra mắt tại Việt Nam (hiện là thị trường cấp 3 của Apple) đối với iPhone từ 2-3 tháng xuống 1 tháng sau khi được ra mắt tại các thị trường cấp 1, (2) giảm thiểu mức chênh lệch giá giữa hàng xách tay và hàng chính hãng nhờ thêm 2 nhà phân phối mới (DGW và PET), và (3) thắt chặt chính sách bảo hành đối với các sản phẩm xách tay.

Đối với **chuỗi ĐMX**, mô hình này mặc dù được ra đời sau, tuy nhiên đã mở rộng nhanh chóng hơn so với các chuỗi điện máy lớn đã có tên tuổi trên thị trường như Nguyễn Kim, Điện Máy Chợ Lớn, Pico hay Điện Máy HC. Sự thành công của chuỗi ĐMX đến từ mô hình cửa hàng nhỏ gọn, dễ dàng thâm nhập sâu vào khu dân cư, từ đó (1) đáp ứng được nhu cầu riêng biệt của mỗi khu vực và (2) gia tăng độ phủ đến các khu vực mà các chuỗi điện máy lớn khó tiếp cận. Cụ thể, diện tích trung bình/cửa hàng của ĐMX chỉ ở mức 300-400 m2, thấp hơn nhiều so với mức trên 2.000 m2 của các chuỗi bán lẻ điện máy lớn khác của Nguyễn Kim, Điện Máy Chợ Lớn, Pico hay Điện Máy HC. Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá không có quá nhiều sự khác biệt về danh mục sản phẩm, giá bán, và dịch vụ bảo hành & hình thức thanh toán giữa các chuỗi điện máy ([Xem thêm Phụ lục 4: So sánh giá bán giữa các chuỗi bán lẻ điện máy lớn tại Việt Nam](#)). Đối với dịch vụ vận chuyển, chúng tôi nhận thấy chính sách này tương đối phức tạp và khó để so sánh, mặc dù vậy hầu hết các chuỗi này đều áp dụng chính sách vận chuyển miễn phí đối với đa số sản phẩm, nếu đáp ứng được yêu cầu về khoảng cách, giá trị đơn hàng và đặc tính của sản phẩm. Đối với dịch vụ lắp đặt, mỗi chuỗi đều niêm yết bảng giá chi phí vật tư và thi công lắp đặt cho mỗi loại sản phẩm và không có sự khác biệt quá lớn.

Bảng 2: So sánh các chuỗi bán lẻ điện máy lớn tại Việt Nam

	Điện Máy Xanh	Nguyễn Kim	Pico	Điện Máy Chợ Lớn	Điện Máy HC
Đặc điểm cửa hàng					
Diện tích trung bình/cửa hàng (m ²)	300 - 400	Trên 2.000	Trên 2.000	Trên 2.000	Trên 2.000
Số lượng cửa hàng	2.184	50	17	98	43
Danh mục sản phẩm					
Tivi	277	279	268	289	594
Tủ lạnh	244	208	191	243	306
Máy giặt	199	180	140	221	197
Máy lạnh	154	158	121	221	229
Quạt	169	129	180	150	162
Dịch vụ					
Chính sách bảo hành	Phụ thuộc vào chính sách của nhà sản xuất				
Hình thức thanh toán	- Hỗ trợ trả góp qua công ty tài chính/thẻ tín dụng	- Hỗ trợ trả góp qua công ty tài chính/thẻ tín dụng	- Hỗ trợ trả góp qua công ty tài chính/thẻ tín dụng	- Hỗ trợ trả góp qua công ty tài chính/thẻ tín dụng	- Hỗ trợ trả góp qua công ty tài chính/thẻ tín dụng
	- Hỗ trợ thanh toán online	- Hỗ trợ thanh toán online	- Hỗ trợ thanh toán online	- Hỗ trợ thanh toán online	- Hỗ trợ thanh toán online

Nguồn: FPT S tổng hợp

Chuỗi ĐMX hiện có 3 mô hình là ĐML (Điện Máy Xanh lớn), ĐMM (Điện Máy Xanh nhỏ), ĐMS (Điện Máy Xanh siêu nhỏ), với các đặc điểm như sau:

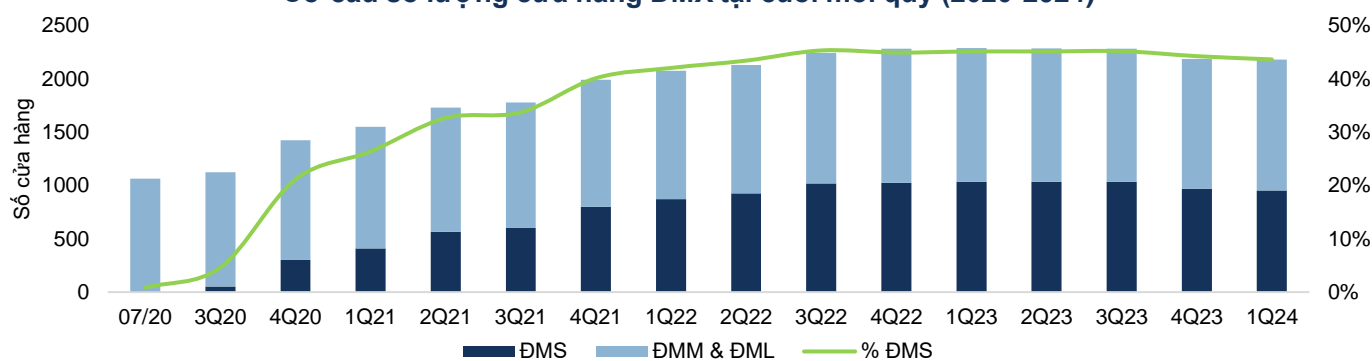
Mô hình ĐMX	ĐML	ĐMM	ĐMS
Diện tích (m ²)	800 – 1.000	300 – 500	120 – 150
SKUs ³ (sản phẩm)	4.500 – 5.000	3.000 – 3.500	1.800 – 2.100
Doanh thu TB/cửa hàng (tỷ đồng/tháng)	8	4	1,1 – 1,2
Khu vực	Thành phố lớn	Đô thị vùng ven, ngoại thành	Nông thôn
Chi phí thuê mặt bằng	ĐML	1/2 ĐML	1/8 ĐML
Số lượng nhân viên (không gồm quản lý)	15 – 20	10 – 15	3 – 4
Thời gian triển khai	05/2015	07/2016	06/2020
Tỷ trọng cửa hàng (cuối năm 2023)	15%	40%	45%

Nguồn: MWG, FPT S tổng hợp

Trong đó, mô hình ĐMS với diện tích nhỏ gọn đã giúp giành thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ ở các tỉnh thành nhỏ và nông thôn khi các cửa hàng này vẫn còn chiếm ~20% thị phần điện máy năm 2020. Do đó, số lượng cửa hàng ĐMS đã gia tăng nhanh chóng từ 9 cửa hàng trong T07/2020 lên 954 cửa hàng tại cuối Q1/2024, tương đương ~44% tổng số cửa hàng của ĐMX. Lợi thế cạnh tranh của ĐMS so với các cửa hàng nhỏ lẻ này đến từ (1) sản phẩm đa dạng hơn, (2) khả năng hỗ trợ các khoản vay tiêu dùng đối với các mặt hàng có giá trị cao, (3) chính sách giao hàng, lắp đặt và hậu mãi (bảo hành, đổi trả) hấp dẫn hơn. Mô hình này cũng phù hợp với xu hướng diện tích cửa hàng vật lý ngày càng nhỏ gọn khi nhu cầu trưng bày không còn quá lớn, hỗ trợ bởi thói quen nghiên cứu sản phẩm trực tuyến của người tiêu dùng trước khi mua và nhu cầu mua sắm trực tuyến bùng nổ. Đối với MWG, mô hình ĐMS tối ưu hơn về mặt chi phí (nhân viên, thuê mặt bằng) so với các mô hình với diện tích lớn hơn như ĐML và ĐMS, trong khi vẫn tận dụng được hệ thống phân phối hiện hữu.

³ SKU (Stock-Keeping Unit): là đơn vị lưu kho, với mục đích định danh duy nhất một sản phẩm hoặc dịch vụ dựa trên tất cả các thông số hoặc thuộc tính liên quan (nhà sản xuất, vật liệu, kích thước, màu sắc, bao bì, v.v.), và để phân biệt với các mặt hàng khác.

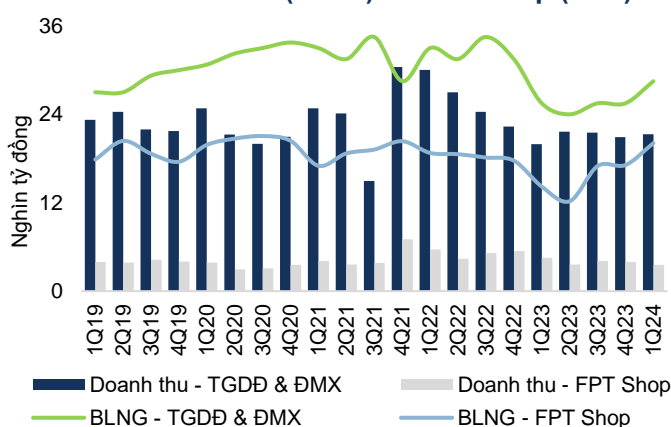
Cơ cấu số lượng cửa hàng ĐMX tại cuối mỗi quý (2020-2024)



Nguồn: MWG, FPTS tổng hợp

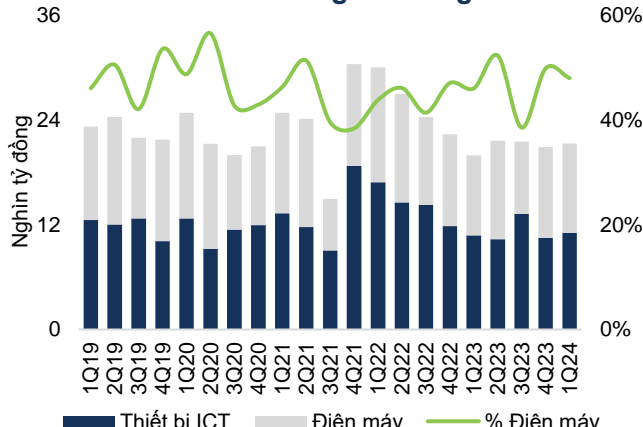
So sánh với chuỗi FPT Shop, chuỗi TGDD & ĐMX có biên lợi nhuận gộp cao hơn đáng kể ~ 5–8 đpt nhờ (1) tỷ trọng doanh thu điện máy với biên LNG ~ 20–25% (cao hơn sản phẩm ĐTDD, MTXT, MTB) của chuỗi TGDD & ĐMX ở mức ~ 40–50%, cao hơn so với mức dưới 5% của chuỗi FPT Shop, (2) giá bán cao hơn của chuỗi TGDD so với chuỗi FPT Shop và (3) lợi thế kinh tế nhờ quy mô (doanh thu thiết bị ICT của chuỗi TGDD & ĐMX cao gấp 3 lần FPT Shop) giúp hưởng chiết khấu lớn hơn từ nhà cung cấp.

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của TGDD & ĐMX (MWG) và FPT Shop (FRT)



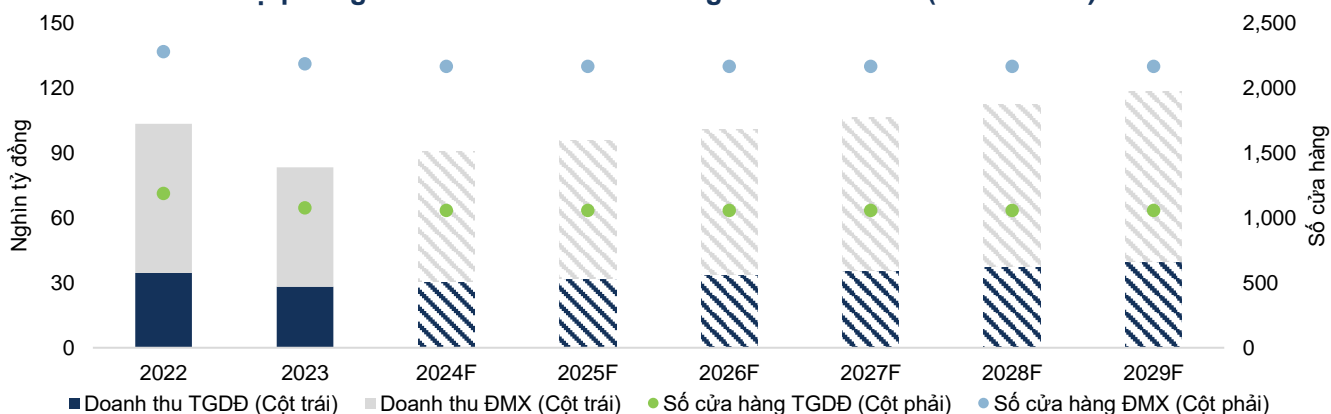
Nguồn: MWG, FRT, FPTS tổng hợp và ước tính

Cơ cấu doanh thu chuỗi TGDD & ĐMX theo ngành hàng



Năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu chuỗi TGDD và ĐMX dự kiến sẽ phục hồi từ mức nền thấp năm 2023, lần lượt đạt 30,5 nghìn tỷ đồng (+8,0% YoY) và 60,4 nghìn tỷ đồng (+9,4% YoY). Trong đó, sự phục hồi chủ yếu sẽ đến vào nửa cuối năm 2024 (1) sức mua của người dân được cải thiện hơn và (2) chu kỳ thay thế điện thoại, MTXT và MTB quay trở lại vào cuối 2024 (chu kỳ gần nhất xảy ra vào Q4/2021 và thời gian thay thế trung bình là 3 năm). Giai đoạn 2024-2029F, chúng tôi dự báo cả 2 chuỗi TGDD và ĐMX sẽ tăng trưởng ở mức CAGR = +5,5%/năm, cao hơn mức tăng trưởng chung của ngành CAGR = +4,4%/năm, nhờ mức giá bán cạnh tranh hơn sẽ giúp chiếm thêm thị phần từ các cửa hàng/ chuỗi bán lẻ thiết bị điện tử và điện máy khác.

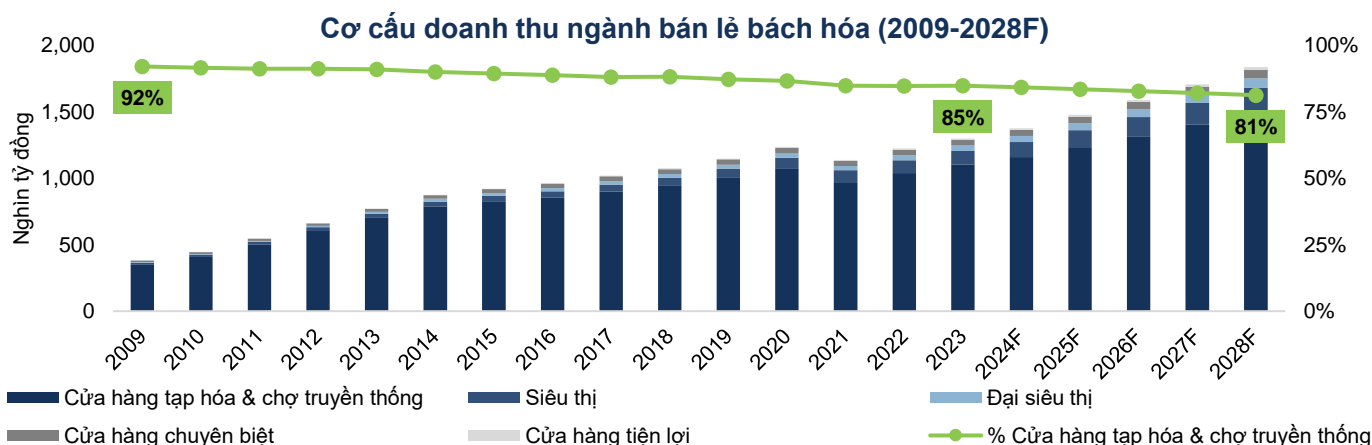
Năm 2024, chúng tôi cho rằng tiến độ đóng bớt cửa hàng sẽ chậm lại đáng kể, đạt lần lượt đạt 1.060 (-1,7% YoY) và 2.170 tỷ đồng (-0,9% YoY), sau khi đã đóng bớt 206 cửa hàng (gồm 112 cửa hàng TGDD và 94 cửa hàng ĐMX) trong năm 2023. Việc cắt giảm số lượng cửa hàng sẽ giúp tiết giảm đáng kể chi phí, trong khi doanh thu không bị sụt giảm tương ứng khi doanh thu mất đi sẽ được dịch chuyển sang các cửa hàng lân cận nhờ hai chuỗi này có độ phủ cao. Trong giai đoạn 2024-2029F, chúng tôi dự báo số lượng cửa hàng của chuỗi TGDD và ĐMX sẽ đi ngang. Như vậy, doanh thu trung bình/cửa hàng của chuỗi TGDD và ĐMX lần lượt đạt 2,40 tỷ đồng/tháng (+9,8% YoY) và 2,32 tỷ đồng/tháng (+10,4% YoY) trong năm 2024, và dự kiến sẽ tăng lên mức 3,14 tỷ đồng/tháng và 3,03 tỷ đồng/tháng vào năm 2029 (tương ứng với CAGR = +5,5%/năm cho cả 2 chuỗi cửa hàng).

Dự phóng doanh thu và số cửa hàng TGDD và ĐMX (2022-2029F)


Nguồn: FPT S dự phóng

2.2. Chuỗi Bách Hóa Xanh – Dự kiến mở rộng mạnh mẽ sau khi đạt điểm hòa vốn vào cuối 2023 [\(Trở về nội dung chính\)](#)

2.2.1. Ngành bách hóa – Mô hình siêu thị đang trở thành xu hướng chính cạnh tranh với chợ truyền thống

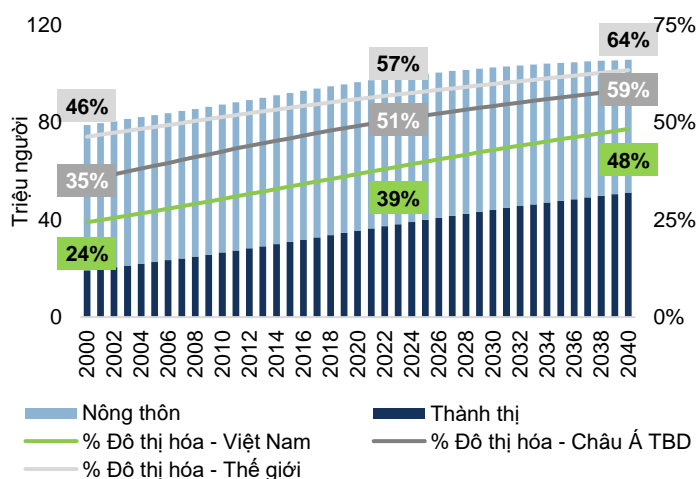
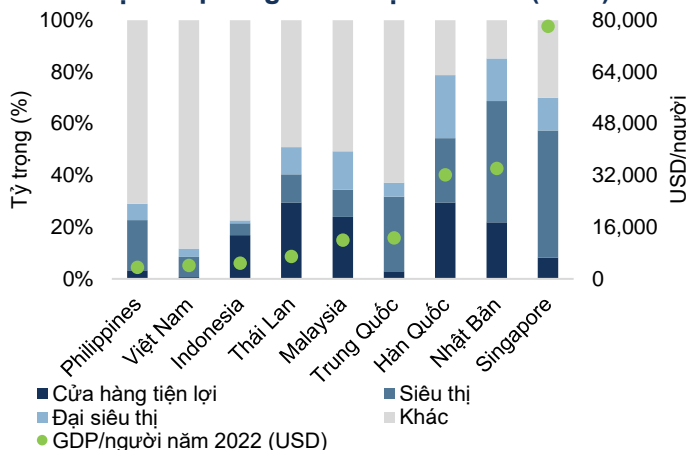


*Cửa hàng chuyên biệt là cửa hàng của các thương hiệu lớn như Vinamilk (sữa), Vissan (thực phẩm đóng hộp), Masan Nutri-Science (thịt đóng gói), v.v.

Nguồn: Euromonitor, FPT S tổng hợp

Doanh thu ngành bán lẻ bách hóa tại Việt Nam trong giai đoạn 2009-2023 đã tăng trưởng mạnh mẽ với CAGR = +9,1%/năm, mặc dù có sự sụt giảm trong giai đoạn 2021-2022 do ảnh hưởng của dịch Covid-19. Trong đó, cửa hàng tạp hóa và chợ truyền thống chiếm hơn 85% doanh thu ngành bán lẻ bách hóa trong năm 2023 với độ phân mảnh cao, do (1) hơn 60% dân số của Việt Nam vẫn sống ở nông thôn và (2) thói quen mua sắm tại các cửa hàng tạp hóa và chợ truyền thống ở thành thị vẫn được duy trì. Mặc dù vậy, xu hướng mô hình bán lẻ bách hóa hiện đại (cửa hàng tiện lợi, siêu thị, đại siêu thị) đang dần thay thế mô hình bán lẻ bách hóa truyền thống, với thị phần gia tăng nhanh chóng từ 5% năm 2009 lên 12% năm 2023, nhờ xu hướng tiêu dùng ngày càng đề cao tính tiện lợi và chất lượng, đặc biệt ở khu vực thành thị. Cụ thể, lợi thế của mô hình bán lẻ bách hóa hiện đại so với truyền thống bao gồm (1) sản phẩm đa dạng, (2) hỗ trợ nhiều dịch vụ thanh toán và giao hàng, (3) giá cả minh bạch với nguồn gốc rõ ràng, (4) thời gian mở cửa ít bị hạn chế (mở cả buổi tối) để phục vụ cho người đi làm bận rộn.

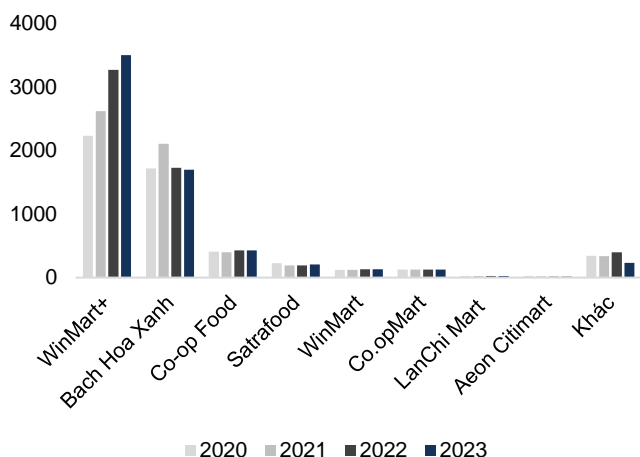
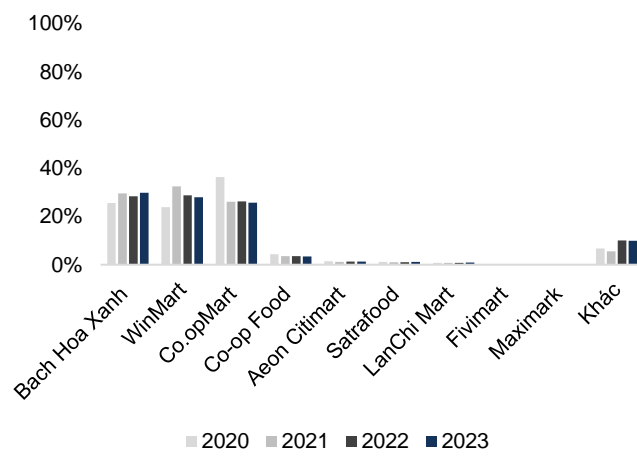
Doanh thu ngành bách hóa tại Việt Nam trong giai đoạn 2023-2028F dự kiến sẽ tăng trưởng với CAGR = +7,1%/năm, chủ yếu nhờ sự tăng trưởng CAGR = +13,0%/năm của mô hình bách hóa hiện đại, tương ứng mức thị phần 15% trong tổng doanh thu bách hóa tại cuối giai đoạn dự phóng. Dư địa lớn đối với mô hình hiện đại đến từ việc (1) tỷ lệ đô thị hóa tại Việt Nam diễn ra nhanh chóng, (2) khả năng chi trả & nhu cầu về sự tiện lợi và chất lượng của người dân ngày càng gia tăng, (3) tỷ trọng mô hình bách hóa hiện đại tại Việt Nam còn ở mức thấp (~12%) so với các quốc gia trong khu vực.

Tỷ lệ đô thị hóa tại Việt Nam (2020-2040F)

Cơ cấu doanh thu bách hóa theo kênh ở một số quốc gia khu vực châu Á (2023)


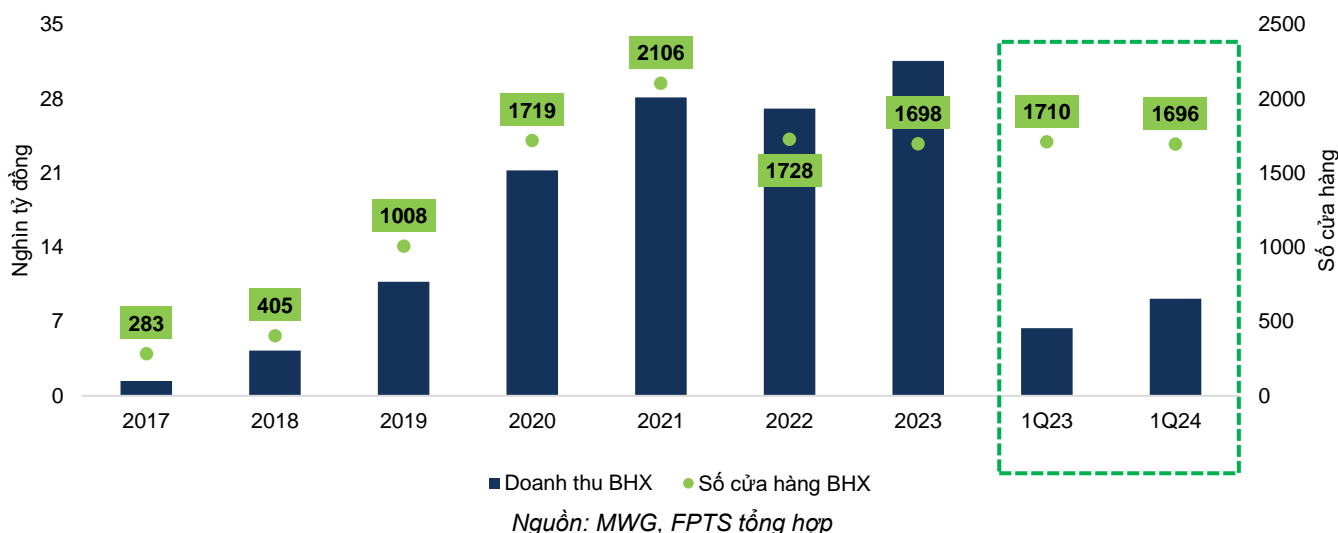
Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

Trong mô hình bán lẻ hiện đại, cửa hàng tiện lợi là phân khúc được dự báo tăng trưởng nhanh nhất với CAGR = +16,5%/năm, nhờ có ưu thế hơn so với các cửa hàng tạp hóa bởi đáp ứng được sở thích của giới trẻ khi (1) mở cửa 24/7 và (2) có khu vực ngồi bên trong để tụ tập bạn bè. Mặc dù vậy, mô hình này lại không cạnh tranh trực tiếp với chợ truyền thống do không bán thực phẩm tươi sống (thịt và hải sản). **Do đó, chúng tôi nhận định rằng 2 mô hình siêu thị và đại siêu thị sẽ là đối thủ cạnh tranh lớn nhất đối với mô hình chợ truyền thống.**

Trong 2 mô hình siêu thị và đại siêu thị, mô hình đại siêu thị có diện tích lớn hơn (trên 1.000 m²), thường ở trong các trung tâm thương mại, với sản phẩm đa dạng hơn so với siêu thị. Tuy nhiên, mô hình này có nhược điểm là (1) độ phủ hạn chế khi chỉ có mặt tại các thành phố lớn và (2) không tiện lợi cho thói quen mua thực phẩm tươi sống hằng ngày của người tiêu dùng Việt do việc mua sắm tại siêu thị tốn nhiều thời gian (người Việt Nam phần lớn vẫn sử dụng xe máy nên sẽ mất nhiều thời gian khi phải mua sắm tại trung tâm thương mại). Ngược lại, mô hình siêu thị chỉ yêu cầu không gian nhỏ (~100 – 300 m²) nên dễ dàng thâm nhập sâu vào trong lòng khu dân cư, đem lại sự thuận tiện cho việc mua sắm, đặc biệt là người tiêu dùng trẻ ở thành thị với lối sống bận rộn. **Do đó, chúng tôi cho rằng mô hình siêu thị sẽ là mối đe dọa chính so với mô hình đại siêu thị, và được dự báo tăng trưởng doanh thu ở mức CAGR = 13,0%/năm trong giai đoạn 2023-2028F, cao hơn mức tăng trưởng CAGR = 12,2%/năm của mô hình đại siêu thị.** Bên cạnh đó, dự địa tăng trưởng đối với mô hình siêu thị sẽ ở các khu vực ngoài Hồ Chí Minh và Hà Nội do mô hình này đã bước vào giai đoạn bão hòa ở hai thành phố lớn này. Trong mô hình siêu thị, chuỗi BHX hiện đứng thứ 2 về số lượng cửa hàng với ~1.700 cửa hàng (xếp sau Winmart+ với ~3.500 cửa hàng) và đứng thứ 1 về thị phần (~30%) trong năm 2023.

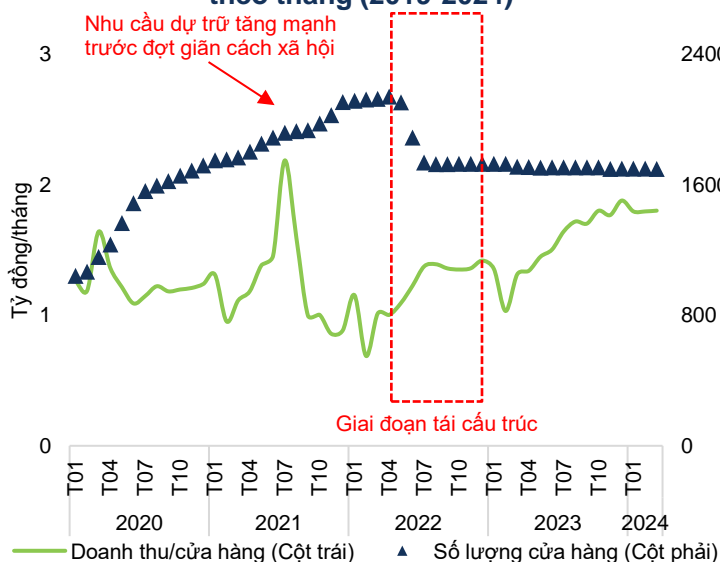
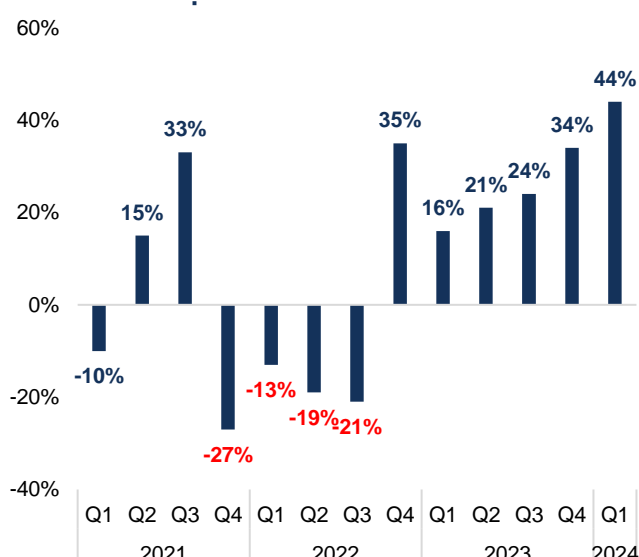
Số lượng siêu thị theo chuỗi tại Việt Nam (2020-2023)

Thị phần doanh thu siêu thị theo chuỗi tại Việt Nam (2020-2023)


Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

2.2.2. Bách Hóa Xanh – Tiềm năng mở rộng lớn sau khi đạt điểm hòa vốn vào cuối năm 2023
Doanh thu và số cửa hàng TGDD và ĐMX (2017-2024)


Doanh thu BHX năm 2023 đạt 31,6 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng nhanh chóng trong giai đoạn 2017-2023 với CAGR = +68,4%/năm, nhờ (1) mở rộng cửa hàng nhanh chóng trong giai đoạn 2017-2021 (số lượng cửa hàng tăng CAGR = +65,2%/năm) và (2) tái cấu trúc cửa hàng trong năm 2022. MWG đã thực hiện chính sách tái cấu trúc trong giai đoạn T04 - T12/2022 với việc tái định vị thương hiệu từ “chợ hiện đại” sang “siêu thị mini”, bằng cách (1) thay đổi cách bố trí cửa hàng (chuẩn hóa mô hình cửa hàng theo diện tích, tập trung 2.000 – 3.000 SKUs có nhu cầu cao) và (2) đóng 412 cửa hàng hoạt động không hiệu quả (hạn chế về vị trí và diện tích, chi phí thuê mặt bằng/kho vận cao) trong cùng giai đoạn. Chính sách tái cấu trúc của BHX đã mang lại thành công khi doanh thu năm 2023 đã tăng trưởng 12,1% so với mức năm 2021, trong khi số lượng cửa hàng cuối năm 2023 chỉ bằng 81% so với mức cuối năm 2021.

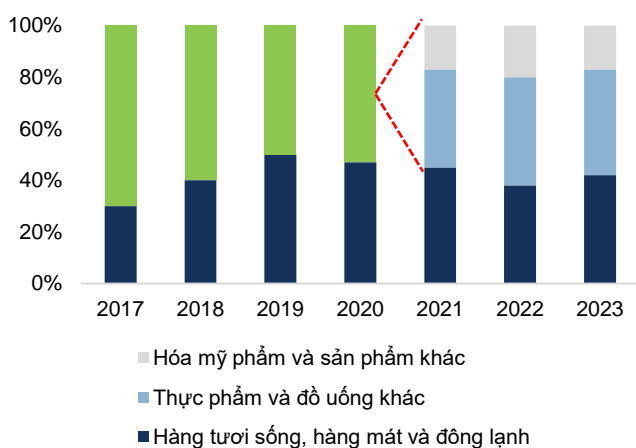
Trong Q1/2024, doanh thu của BHX đạt 9.149 tỷ đồng, tăng trưởng đáng kể +43,6% YoY, chủ yếu đến từ số lượng hóa đơn tăng ~40% YoY ([Xem thêm Phụ lục 5: Số lượng hóa đơn trung bình/tháng và giá trị trung bình/hóa đơn theo quý tại BHX giai đoạn 2022-2024](#)). Đáng chú ý, mức tăng trưởng này cao hơn nhiều so với mức tăng +11,4% YoY của chuỗi siêu thị mini Winmart+ (MSN) hay mức tăng +7,0% YoY của tổng mức doanh thu bán lẻ hàng hóa trong Q1/2024.

Doanh thu/cửa hàng và số lượng cửa hàng theo tháng (2019-2024)

Tăng trưởng doanh thu cửa hàng hiện hữu của chuỗi BHX


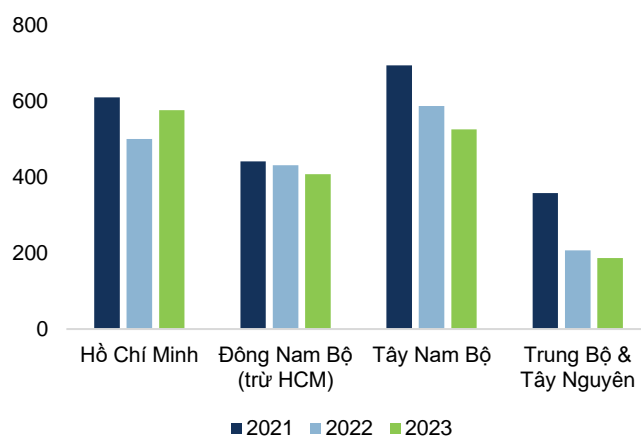
Nguồn: MWG, FPTS tổng hợp

Các cửa hàng BHX hiện có mặt ở 25 tỉnh thành, trải dài từ Cà Mau (Tây Nam Bộ) đến Đắk Lắk (Tây Nguyên) và Khánh Hòa (Trung Bộ), thường đặt trên các trục đường dẫn vào khu vực đông dân cư, đáp ứng nhu cầu mua sắm trên đường về nhà của người đi làm bận rộn. Trong đó, mạng lưới cửa hàng của BHX phân bố chính ở khu vực Đông Nam Bộ, (58%) phần lớn ở khu vực Hồ Chí Minh (34%) và khu vực Tây Nam Bộ (31%). Chúng tôi cho rằng việc mở rộng mạng lưới cửa hàng của chuỗi BHX sẽ lâu hơn so với TGDD và ĐMX khi yêu cầu (1) trung tâm phân phối gần cửa hàng hơn để giảm thời gian vận chuyển bởi nhóm thực phẩm tươi sống rất dễ hư hỏng, và (2) sự am hiểu về thói quen tiêu thụ của mỗi vùng miền. Do đó, chuỗi BHX định hướng sẽ mở dày chứ không mở rộng để tối ưu công suất hoạt động của trung tâm phân phối, với chi phí kho vận (bao gồm chi phí vận hành trung tâm phân phối và chi phí vận chuyển từ trung tâm phân phối tới các cửa hàng) trong Q1/2024 của BHX đang ở mức 3,5% doanh thu.

Cơ cấu doanh thu BHX theo sản phẩm (2017-2023)



Số lượng cửa hàng BHX theo khu vực (2021-2023)



* Không có số liệu cơ cấu thực phẩm, đồ uống và hóa mỹ phẩm trong giai đoạn 2017-2020
 Nguồn: MWG, FPT S tổng hợp

Sau khi tái định vị thành mô hình siêu thị mini, BHX hiện chỉ còn giữ lại mô hình cửa hàng tiêu chuẩn (diện tích 150-200 m²), với danh mục sản phẩm gồm khoảng 3.000 SKUs. So với các chuỗi siêu thị mini khác (WinMart+, Satrafoods, Co.op Food), danh mục sản phẩm (thể hiện bằng số lượng sản phẩm) của BHX đa dạng hơn ở cả mặt hàng tươi sống và hàng tiêu dùng nhanh (FMCG), với tỷ lệ lần lượt là 40% và 60% trong cơ cấu doanh thu BHX. Việc sở hữu danh mục sản phẩm tươi sống (thịt, hải sản & rau, củ, trái cây) phong phú hơn so với các chuỗi siêu thị khác là lợi thế cạnh tranh của BHX, giúp (1) thu hút khách hàng mới và (2) gia tăng tần suất mua hàng của khách hàng hiện hữu. Bên cạnh đó, các sản phẩm tươi sống cũng đóng vai trò là kênh dẫn truyền để khách hàng mua thêm các sản phẩm FMCG với biên LNG cao hơn thực phẩm tươi sống.

Chúng tôi đã khảo sát trực tiếp tại một số cửa hàng thuộc 4 chuỗi siêu thị trên địa bàn TP.HCM và đưa ra 1 số nhận định như sau. Đối với **thịt heo**, giá bán tại BHX có rẻ hơn từ 15-20% so với các chuỗi Co.op Food và Satrafoods, tuy nhiên vẫn cao hơn 10-15% so với chuỗi Winmart+ do được hỗ trợ bởi thương hiệu thịt heo MEATDeli trong cùng tập đoàn Masan (MSN). Trong khi đó, nguồn thịt heo của BHX được cung cấp bởi CPFoods và nguồn thịt heo của Satrafoods và Co.op Food được lấy từ Vissan. Đối với **rau củ trái cây**, chúng tôi nhận thấy sự phân hóa tương đối lớn về danh mục sản phẩm giữa các chuỗi do (1) đặc thù theo tính mùa vụ và (2) thị trường phân mảnh với nhiều nhà cung cấp nhỏ lẻ. Nhìn chung, giá bán của BHX khá cạnh tranh so với các chuỗi bách hóa khác. Đối với nhóm **thực phẩm khô/đồ uống/hóa mỹ phẩm**, chuỗi BHX có giá bán nhỉnh hơn trung bình ~2-5% so với các chuỗi còn lại. Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy các sản phẩm có nhãn hiệu riêng/độc quyền phân phối của các chuỗi siêu thị thường sẽ có mức giá cạnh tranh hơn so với các sản phẩm thay thế ([Xem thêm Phụ lục 6: So sánh giá bán giữa các chuỗi bán lẻ bách hóa hiện đại lớn tại Việt Nam](#))

Xét về dịch vụ, BHX có ưu thế về dịch vụ vận chuyển hơn so với các chuỗi còn lại bởi (1) giá trị hóa đơn tối thiểu để áp dụng miễn phí vận chuyển ở mức thấp hơn và (2) được chọn khung giờ giao hàng phù hợp mà không cần phải chú thích hoặc liên hệ trực tiếp với cửa hàng. Đối với các dịch vụ khác (thanh toán, tích điểm), chúng tôi nhận thấy không có quá nhiều điểm khác biệt giữa các chuỗi cửa hàng này.

Bảng 3: So sánh các chuỗi bán lẻ bách hóa hiện đại lớn tại Việt Nam

	Bách Hóa Xanh	WinMart+	Satrafods	Co.op Food
Danh mục sản phẩm				
Thực phẩm tươi sống	99	71	28	80
Rau, củ, trái cây	224	160	75	84
Thực phẩm khô & gia vị	1.314	433	190	219
Hóa mỹ phẩm	783	742	60	156
Dịch vụ vận chuyển				
Phí vận chuyển	- Miễn phí giao hàng với đơn hàng từ 100.000đ - 15.000đ với hóa đơn dưới 100.000đ	- Miễn phí vận chuyển đối với đơn hàng từ 300.000đ trong bán kính 5km - 5.000đ/km đối với các đơn hàng dưới 300.000đ hoặc từ 300.000đ và bán kính vượt 5Km	- Miễn phí giao hàng với hóa đơn từ 200.000đ trong bán kính 5km - 15.000đ đối với cho mỗi hóa đơn dưới 200.000đ trong bán kính 5km - Phụ thu 5.000đ/km tăng thêm từ hơn 5km trở lên	- Miễn phí với hóa đơn từ 200.000đ trong bán kính 6 km
Thời gian giao nhận	- Chọn thời gian giao theo khung 2 tiếng trong thời gian 8h-20h (8-10h, 10-12h, v.v.) - Khung giờ 18h-20h thu thêm phụ phí 9.000 đồng.	- Xác nhận đơn hàng trước 18h, giao trong vòng 2 tiếng. - Xác nhận đơn hàng sau 18h, nhận hàng trước 12h sáng ngày tiếp theo.	- Thời gian giao hàng tự liên hệ và trao đổi với cửa hàng.	- Xác nhận đơn hàng trước 15h, giao trong ngày. - Xác nhận đơn hàng sau 15h, giao trước 17h ngày tiếp theo.

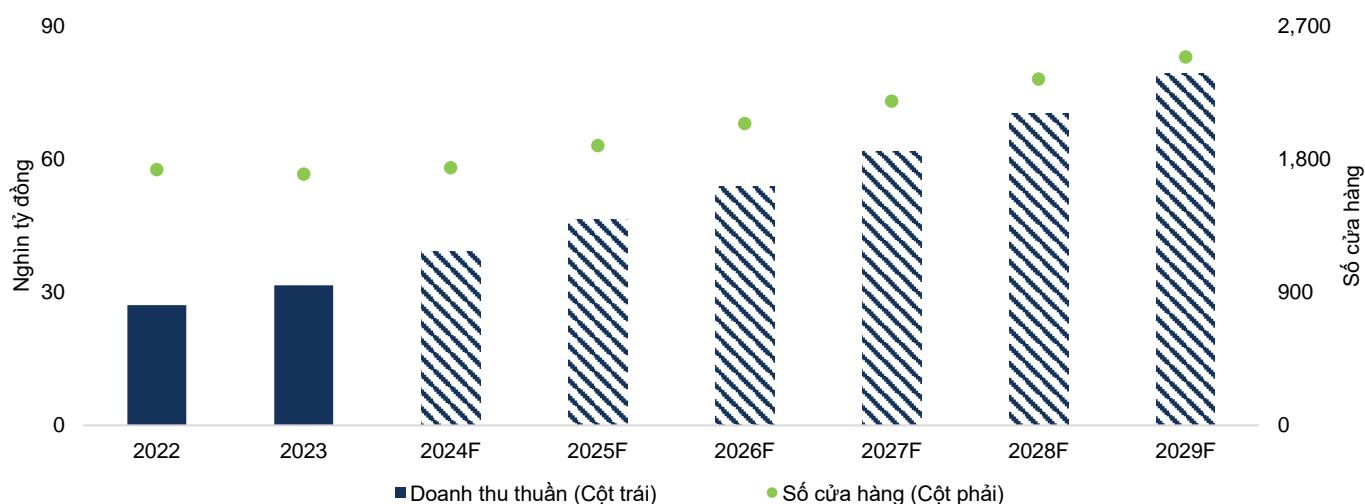
Nguồn: FPT S tổng hợp

Chúng tôi nhận thấy giá bán các sản phẩm thịt tươi tại các chuỗi siêu thị hiện đại thường cao hơn so với chợ truyền thống, cụ thể giá bán tại BHX cao hơn trung bình khoảng 30% so với chợ đầu mối Bình Điền (Hồ Chí Minh). Tuy nhiên, người tiêu dùng sẽ ngày càng ưu tiên mô hình siêu thị so với chợ truyền thống, sẵn sàng đánh đổi giữa sự tiện lợi (mở cửa cả buổi tối và dịch vụ giao hàng miễn phí) và chất lượng (sản phẩm có thương hiệu) với giá cả, nhờ khả năng chi trả gia tăng và thói quen sống ngày càng bận rộn. Trong mô hình siêu thị, BHX có lợi thế hơn so với các chuỗi khác về (1) đa dạng chủng loại sản phẩm, đặc biệt ở phân khúc thực phẩm tươi sống và (2) dịch vụ vận chuyển tốt hơn. Đây là hai yếu tố này sẽ quyết định tần suất mua hàng của người tiêu dùng đối với 1 chuỗi bán lẻ bách hóa hiện đại.

Giai đoạn 2024-2029F, chúng tôi kỳ vọng MWG sẽ mở rộng số lượng cửa hàng nhanh chóng trong sau khi chuỗi này đã đạt được điểm hòa vốn vào cuối năm 2023, tương ứng với mức doanh thu trung bình/cửa hàng đạt 1,8 tỷ đồng/tháng. Để phục vụ cho nhu cầu trên, chuỗi 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.

Giai đoạn 2024-2029F, chúng tôi dự phóng số lượng cửa hàng sẽ tăng thêm 42 cửa hàng so với năm 2023, dự kiến đạt 1.740 cửa hàng (+2,5% YoY) vào cuối năm 2024, trước khi mở mới thêm 100 cửa hàng/năm trong giai đoạn 2025-2029F. Trong đó, doanh thu trung bình/cửa hàng dự kiến đạt 1,88 tỷ đồng/tháng (+21,3% YoY) trong năm 2024, trước khi tăng lên mức 2,65 tỷ đồng/tháng trong năm 2029F (tương ứng với CAGR = +7,1%/năm giai đoạn 2024-2029F). Như vậy, doanh thu của chuỗi BHX năm 2024 dự kiến sẽ phục hồi lên mức 39,3 nghìn tỷ đồng (+24,3% YoY), trước khi tăng trưởng ở mức CAGR = +15,1%/năm trong giai đoạn 2024-2029F (cao hơn mức tăng trưởng ngành CAGR = +13,0%/năm) nhờ (1) việc mở rộng cửa hàng còn nhiều dư địa khi BHX chỉ mới có mặt tại 25 tỉnh thành, chủ yếu ở khu vực Nam Bộ và (2) lợi thế của BHX liên quan đến đa dạng sản phẩm và dịch vụ vận chuyển tiện lợi hơn.

Dự phóng doanh thu và số cửa hàng chuỗi BHX (2022-2029F)

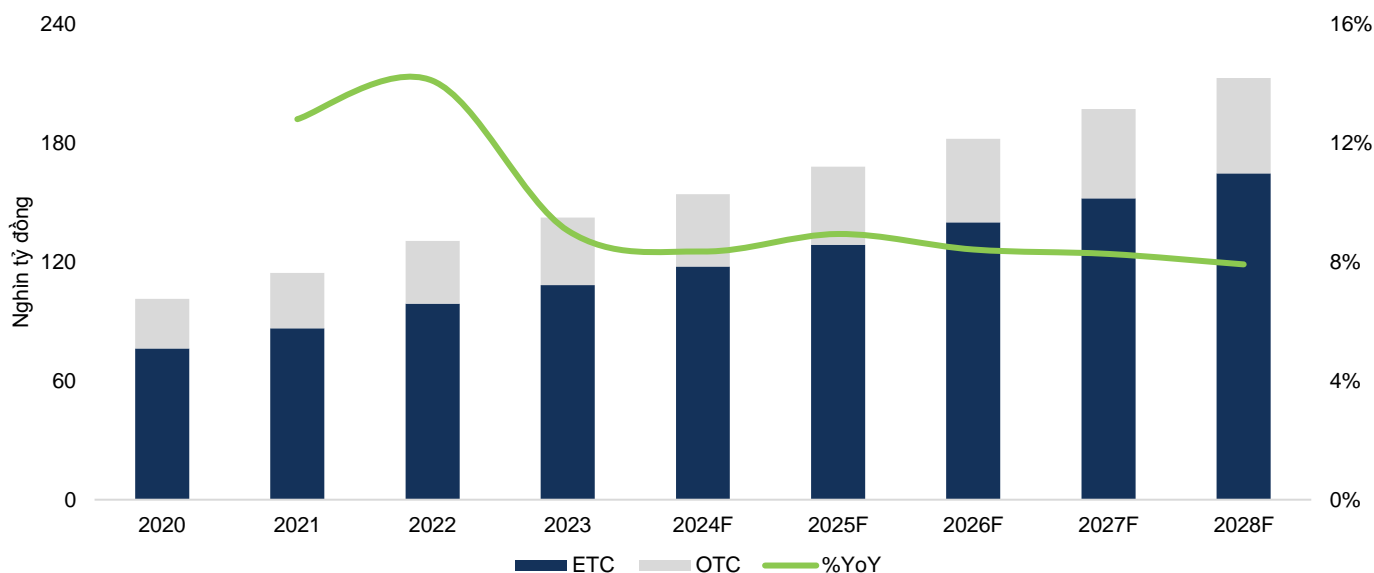


Nguồn: FPTIS dự phóng

2.3. Các chuỗi khác – Dự kiến đạt điểm hòa vốn vào cuối năm 2024 [\(Trở về nội dung chính\)](#)

2.3.1. Chuỗi An Khang – Kỳ vọng đạt điểm hòa vốn vào cuối 2024 trước khi đẩy mạnh mở rộng cửa hàng

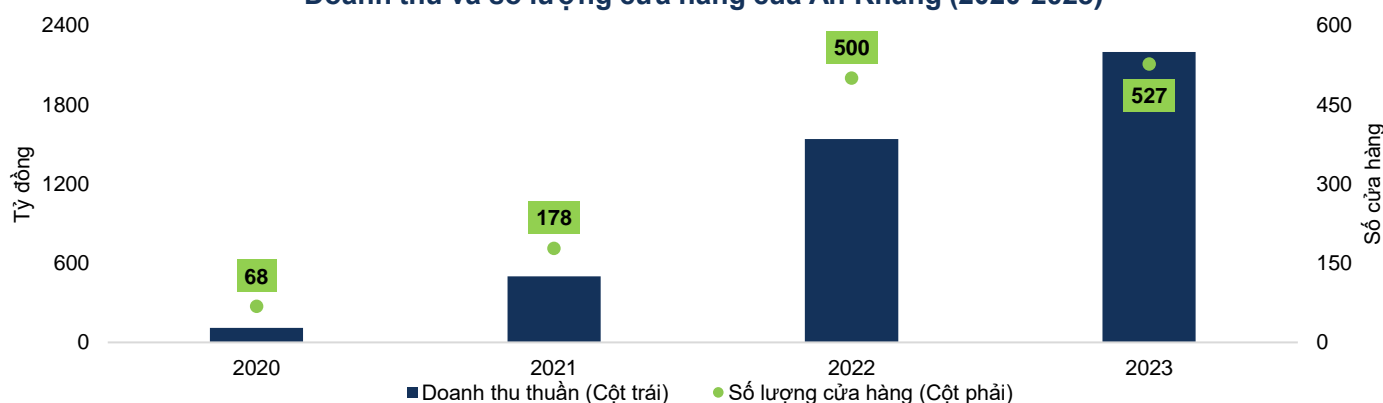
Doanh thu ngành dược tại Việt Nam (2020-2028F)



Nguồn: BMI, FPTIS tổng hợp

Thị trường dược phẩm tại Việt Nam năm 2023 ước tính đạt 142,2 nghìn tỷ đồng, và dự kiến sẽ tăng trưởng với CAGR = +8,4%/năm trong giai đoạn 2023-2028F, nhờ (1) thu nhập và nhận thức về sức khỏe của người dân được cải thiện và (2) tỷ lệ già hóa dân số ngày càng tăng. Trong đó, thuốc ETC (thuốc kê đơn) chiếm tỷ trọng chính ~76%, và cũng dự báo tăng trưởng ở mức cao hơn, ở mức CAGR = +8,7%/năm, so với mức CAGR = +7,2%/năm của thuốc OTC (không kê đơn). Mức tăng trưởng cao hơn này đến từ (1) tỷ lệ bảo hiểm xã hội tiếp tục mở rộng, dự báo tăng từ mức 93,4% lên mức 97,0% trong giai đoạn 2023-2030F và (2) sự gia tăng về tỷ lệ mắc các bệnh mãn tính.

Thị trường bán lẻ dược phẩm tại Việt Nam vẫn còn khá phân mảnh, trong đó kênh bệnh viện và phòng khám chiếm 60% thị phần, các nhà thuốc nhỏ lẻ (hơn 45.000 điểm bán) chiếm 25% thị phần, và 15% thị phần còn lại thuộc về các chuỗi nhà thuốc hiện đại. Chúng tôi nhận định dự địa tăng trưởng của các chuỗi nhà thuốc hiện đại tương đối lớn, sẽ dần thay thế các nhà thuốc nhỏ lẻ nhờ lợi thế về trải nghiệm mua sắm vượt trội, cung cấp (1) chất lượng dịch vụ tốt hơn (tư vấn y tế, chăm sóc khách hàng của dược sĩ) và (2) sản phẩm đa dạng, có nguồn gốc rõ ràng với chất lượng đảm bảo.

Doanh thu và số lượng cửa hàng của An Khang (2020-2023)


Nguồn: MWG, FPTS tổng hợp và ước tính

Chuỗi nhà thuốc An Khang được MWG mua lại 49% trong năm 2018, trước khi nâng tỷ lệ sở hữu lên gần 100% và chính thức hợp nhất vào kết quả kinh doanh của MWG từ T11/2021. Các cửa hàng tiêu chuẩn của An Khang có diện tích 30-40 m² với danh mục sản phẩm ~4.300 mặt hàng, tương đương với quy mô (diện tích và danh mục sản phẩm) của Pharmacity, tuy nhiên nhỏ hơn của Long Châu. Trong đó, tỷ trọng của sản phẩm thuốc trong danh mục sản phẩm của An Khang chỉ đạt 57%, thấp hơn so với Long Châu (65%) và Pharmacity (61%). Trong mảng thuốc, tỷ trọng sản phẩm thuốc ETC (thuốc kê đơn) trong danh mục sản phẩm thuốc của An Khang cũng chỉ đạt ~69%, thấp hơn so với Long Châu (78%). Điều này sẽ giới hạn năng lực cạnh tranh ở các thuốc ETC cho các bệnh mãn tính (chiếm 76% thị phần ngành dược phẩm) của chuỗi An Khang đối với kênh bệnh viện và phòng khám. Xét về giá bán, không có sự chênh lệch quá đáng kể giữa 3 chuỗi nhà thuốc ([Xem thêm Phụ lục 7: So sánh giá bán giữa các chuỗi nhà thuốc hiện đại lớn tại Việt Nam](#)).

Doanh thu trung bình/cửa hàng của chuỗi An Khang hiện ở mức 450 triệu đồng/tháng, tương đương với Pharmacity, tuy nhiên thấp hơn nhiều so với mức khoảng 1.100 triệu đồng/tháng của chuỗi Long Châu. Xét về lợi nhuận, hiện chỉ có chuỗi Long Châu hiện đã có lợi nhuận, trong khi chuỗi An Khang và Pharmacity vẫn chưa đạt điểm hòa vốn. Chúng tôi cho rằng chuỗi Long Châu có lợi thế cạnh tranh hơn so với chuỗi An Khang về (1) danh mục sản phẩm đa dạng hơn, đặc biệt ở sản phẩm thuốc ETC và (2) trải nghiệm mua sắm tốt hơn, thông qua chất lượng tư vấn y tế và chăm sóc khách hàng của đội ngũ dược sĩ, đặc biệt khi người dân vẫn còn thói quen mua theo sự tư vấn của dược sĩ tại nhà thuốc mà không qua thăm khám với bác sĩ có chuyên môn.

Bảng 4: So sánh các chuỗi nhà thuốc hiện đại lớn tại Việt Nam

	An Khang	Long Châu	Pharmacity
Đặc điểm cửa hàng			
Doanh thu trung bình/cửa hàng (triệu đồng/tháng)	450	1,100	400 - 500
Số lượng dược sĩ/cửa hàng	3 - 4	8 - 10	3 - 4
Diện tích cửa hàng (m ²)	30 - 40	60 - 70	30 - 40
Danh mục sản phẩm			
Thuốc	2.436	5.086	2.724
- ETC	1.669	3.976	1.753
- OTC	767	1.110	971
Thực phẩm chức năng	656	1.054	323
Thiết bị y tế	307	544	46
Dược mỹ phẩm	360	674	397
Chăm sóc cá nhân và trẻ em	544	474	961

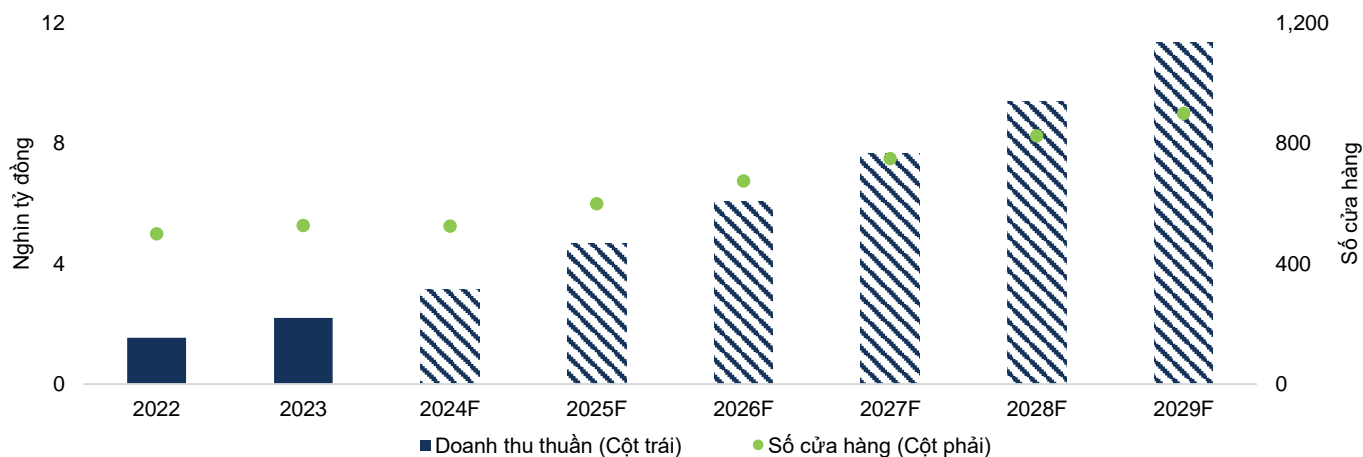
Nguồn: FPTS tổng hợp

MWG hiện đang tạm ngưng mở rộng cửa hàng mới, thay vào đó tập trung nâng cao hiệu quả hoạt động để gia tăng doanh thu/cửa hàng lên điểm hòa vốn - mức 550 triệu đồng/tháng. Để hiện thực hóa mục tiêu đó, MWG đang

tích cực thực hiện một số chính sách như đa dạng hóa danh mục sản phẩm để tránh tình trạng thiếu thuốc hay tập trung đào tạo đội ngũ dược sĩ về chuyên môn và kỹ năng bán hàng.

Chúng tôi dự báo chuỗi An Khang sẽ đạt được điểm hòa vốn vào cuối năm 2024 với 525 cửa hàng (-0,4% YoY), trước khi bắt đầu mở rộng 75 cửa hàng/năm trong giai đoạn 2025-2029F. Chúng tôi dự báo doanh thu trung bình/cửa hàng năm 2024 đạt 500 triệu đồng/tháng (+29,4% YoY), trước khi tăng lên mức 1.200 triệu đồng/tháng trong năm 2029F (tương đương với CAGR = +22,0%/năm giai đoạn 2024-2029F). Như vậy, doanh thu chuỗi An Khang dự báo đạt 3,2 nghìn tỷ đồng (+43,2% YoY) trong năm 2024, trước khi tăng lên mức 11,3 nghìn tỷ đồng vào năm 2029 (tương ứng với mức CAGR = +29,2%/năm trong giai đoạn 2024-2029F).

Dự phóng doanh thu và số cửa hàng chuỗi An Khang (2022-2029F)



Nguồn: FPTTS dự phóng

2.3.2. Chuỗi AVAKids – Kỳ vọng đạt điểm hoà vốn vào cuối 2024, tập trung phát triển kênh trực tuyến

Doanh thu ngành mẹ và bé tại Việt Nam (2009-2028F)

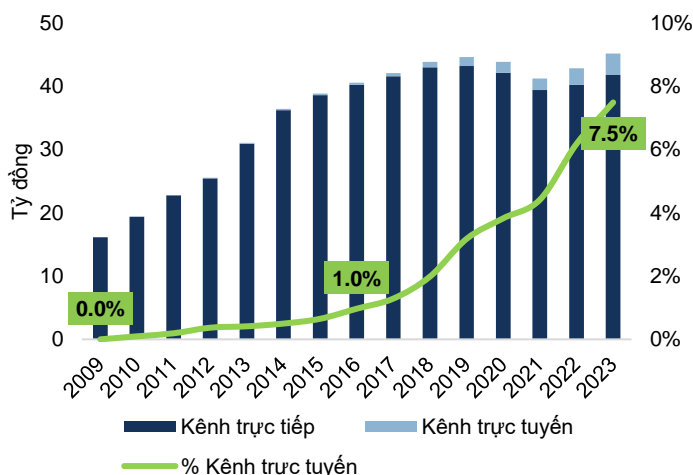


Nguồn: Euromonitor, FPTTS tổng hợp

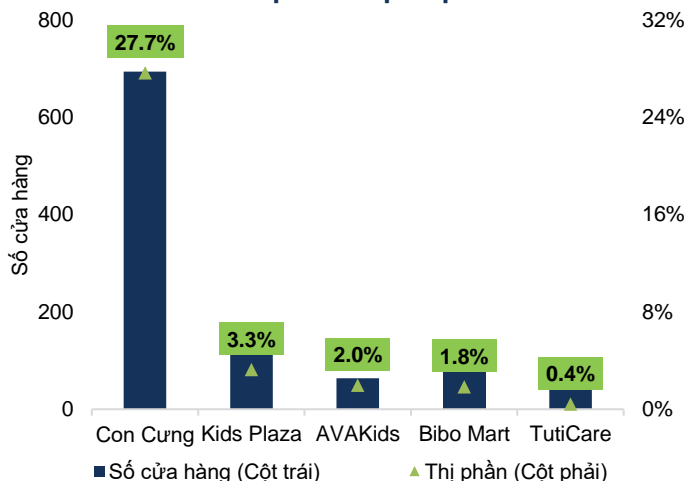
Doanh thu ngành hàng mẹ và bé tại Việt Nam ước tính đạt 45,2 nghìn tỷ đồng trong năm 2023, tăng trưởng mạnh mẽ với CAGR = +7,6%/năm trong giai đoạn 2009-2023. Mặc dù vậy, trong giai đoạn 2020-2021, doanh thu ngành mẹ và bé tăng trưởng âm bởi việc tiêu thụ các sản phẩm quần áo trẻ em bị ảnh hưởng đáng kể trong giai đoạn sách giãn cách xã hội. Doanh thu ngành hàng mẹ và bé tại Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng ở mức CAGR = +7,2%/năm trong giai đoạn 2023-2028F nhờ mức thu nhập khả dụng cải thiện gia tăng chi tiêu vào con cái ngoài những khoản nhu cầu thiết yếu. Tuy nhiên, mức tăng trưởng trong giai đoạn dự báo 2023-2028 thấp hơn so với giai đoạn 2009-2023 do tỷ lệ sinh tại Việt Nam dự báo sẽ giảm dần từ mức 14,3 trẻ em/1000 dân xuống mức 13,7 trẻ em/1000 dân trong giai đoạn dự báo. Trong dài hạn, tỷ lệ sinh tại Việt Nam được dự báo sẽ thấp hơn so với mức trung bình của khu vực châu Á Thái Bình Dương từ năm 2030 do (1) độ tuổi kết hôn ngày càng trễ để đảm

bảo cơ hội nghề nghiệp trước khi sinh, (2) số lượng phụ nữ tham gia lực lượng lao động ngày càng cao, và (3) việc sử dụng các biện pháp tránh thai gia tăng ([Xem thêm Phụ lục 8: Tỷ lệ sinh của Việt Nam so với khu vực châu Á - Thái Bình Dương giai đoạn 1977-2040F](#)).

Doanh thu ngành mẹ và bé theo kênh tại Việt Nam (2009-2023)



Số cửa hàng và thị phần của một số chuỗi mẹ và bé tại Việt Nam

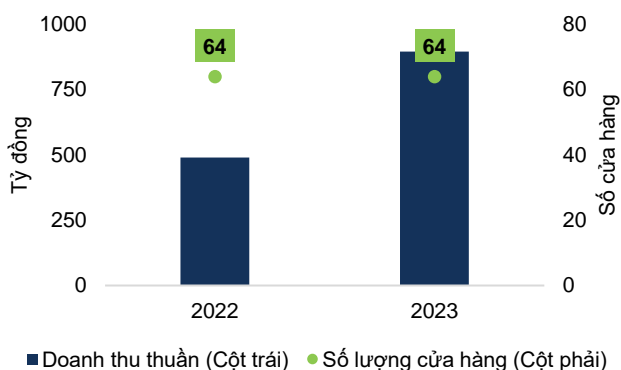


Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

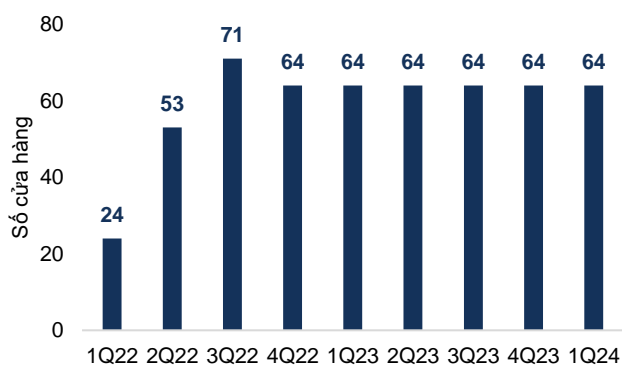
Trong ngành hàng mẹ và bé, các chuỗi bán lẻ hiện đại chỉ chiếm khoảng 40% thị phần, 60% còn lại thuộc về các mô hình truyền thống như chợ, siêu thị, các cửa hàng nhỏ lẻ và thương mại điện tử. Trong đó, AVAKids hiện sở hữu 64 cửa hàng, đứng thứ 3 về thị phần (2,0%), xếp sau chuỗi Con Cưng và Kids Plaza. Dự địa tăng trưởng của các chuỗi bán lẻ hiện đại sẽ đến từ việc giành thị phần từ các cửa hàng nhỏ nhờ sự dịch chuyển trong thói quen mua sắm của người tiêu dùng từ mô hình truyền thống sang các chuỗi bán lẻ bán lẻ chuyên biệt cho sản phẩm mẹ và bé.

Bên cạnh đó, hành vi mua sắm trực tuyến đối với sản phẩm mẹ và bé trên các sàn thương mại điện tử đang trở nên thịnh hành, với tỷ trọng kênh trực tuyến gia tăng nhanh chóng, hiện chiếm 7,5% trong doanh thu ngành hàng mẹ và bé. Điều này xuất phát từ việc các bà mẹ trẻ ngày càng được tiếp xúc nhiều với công nghệ và đáp ứng được nhu cầu nhanh chóng và tiện lợi trong quá trình mua hàng.

Doanh thu và số lượng cửa hàng của AVAKids (2022-2023)



Số lượng cửa hàng của AVAKids (2022-2024)



Nguồn: MWG, FPTS tổng hợp và ước tính

Chuỗi AVAKids được thành lập trong T01/2022, chuyên bán các sản phẩm dành cho mẹ và bé (sữa, tã bỉm, các loại thực phẩm, hóa mỹ phẩm, đồ chơi, thời trang trẻ em). Chuỗi AVAKids hiện có 64 cửa hàng trên 18 tỉnh thành, chủ yếu tập trung ở khu vực Đông Nam Bộ (42 cửa hàng, trong đó 31 cửa hàng ở Hồ Chí Minh) và Tây Nam Bộ (16 cửa hàng). Số lượng cửa hàng của chuỗi AVAKids đã đi ngang trong giai đoạn Q4/2022-Q1/2024 do MWG cho rằng các cửa hàng chỉ là điểm trưng bày và giới thiệu sản phẩm, do đó động lực tăng trưởng chính sẽ đến từ kênh online. Điều này phù hợp với xu hướng của ngành khi các bà mẹ (khách hàng chính) dần chuyển sang mua

sắm online nhiều hơn. Doanh thu chuỗi AVAKids năm 2023 ước đạt 895 tỷ đồng (+82,7% YoY), trong đó tỷ trọng kênh online chiếm gần 30% doanh thu.

Theo MWG, doanh thu/cửa hàng của chuỗi AVAKids trong năm 2023 có tháng đã chạm mốc 1,7 tỷ đồng/tháng - mức cao nhất trong các chuỗi cửa hàng bán lẻ sản phẩm mẹ và bé. Theo khảo sát, số lượng mã sản phẩm của chuỗi AVAKids thấp nhất trong 4 chuỗi cửa hàng mẹ và bé, trong khi giá bán niêm yết của các sản phẩm giữa các chuỗi không có quá nhiều sự khác biệt ([Xem thêm Phụ lục 9: So sánh giá bán giữa các chuỗi bán lẻ sản phẩm mẹ và bé lớn tại Việt Nam](#)).

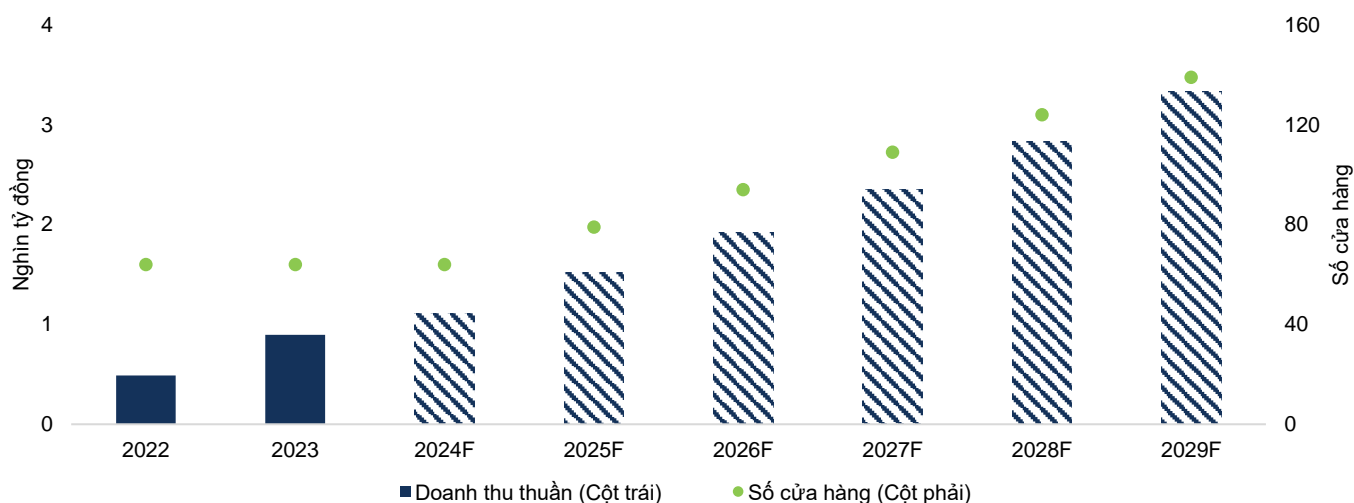
Bảng 5: So sánh các chuỗi bán lẻ sản phẩm mẹ và bé lớn tại Việt Nam

	AVAKids	Con Cưng	Kids Plaza	Bibo Mart
Đặc điểm cửa hàng				
Doanh thu trung bình/cửa hàng (triệu đồng/tháng)	1200	1500	800	550
Số lượng cửa hàng	64	694	153	126
Danh mục sản phẩm				
Sữa bột	180	284	160	133
Sữa pha sẵn	83	260	56	23
Bỉm, tã	148	260	100	98
Bình sữa, núm ti	175	204	120	66
Tắm gội	62	109	75	35
Sức khỏe & vitamin	87	114	100	162
Thời trang	299	835	600	1,076
Đồ chơi mô hình	125	98	60	33

Nguồn: FPTIS tổng hợp

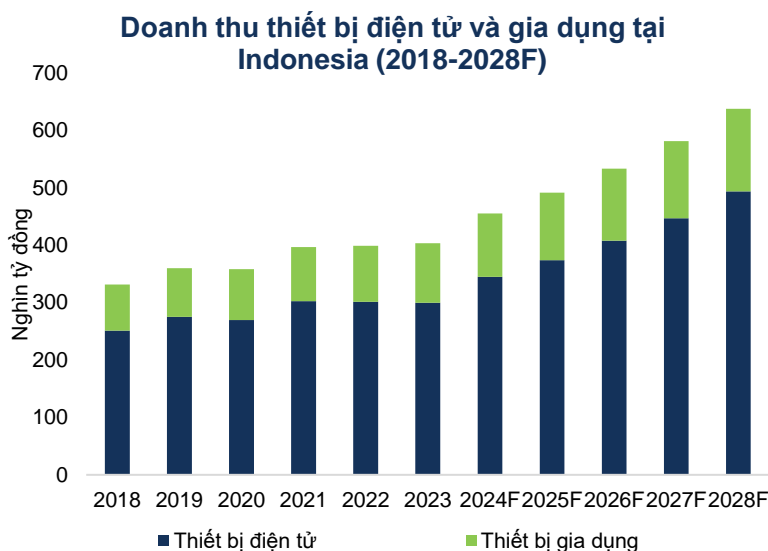
Chuỗi AVAKids đang tập trung nâng cao hiệu quả của chuỗi để nâng mức doanh thu/cửa hàng trong cả năm 2024 đạt mức hòa vốn (tương đương mức 1,45 tỷ đồng/tháng), trước khi mở rộng mạng lưới cửa hàng trong giai đoạn 2025-2029F. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu/cửa hàng dự kiến sẽ 1,45 tỷ đồng/tháng (+24,4% YoY) trong năm 2024, trước khi gia tăng lên mức 2,0 tỷ đồng/tháng trong năm 2029 (tương ứng với CAGR = +6,6%/năm giai đoạn 2024-2029F). Chúng tôi dự báo số lượng cửa hàng trong năm 2024 vẫn sẽ giữ ở mức 64 cửa hàng, sau đó sẽ mở mới 15 cửa hàng/năm khi nhu cầu mở cửa hàng vật lý là không quá lớn (ưu tiên mở rộng mà không mở dày với mục đích để thiết lập sự hiện diện tại 1 khu vực nào đó) và kênh trực tuyến vẫn là xu hướng tăng trưởng chính của ngành hàng mẹ và bé. Như vậy, doanh thu chuỗi AVAKids dự kiến sẽ đạt 1,1 tỷ đồng (+24,4% YoY) trong năm 2024, trước khi tăng lên mức 3,3 nghìn tỷ đồng (tương ứng với mức CAGR = +24,5%/năm giai đoạn 2024-2029F).

Dự phóng doanh thu và số cửa hàng AVAKids (2022-2029F)



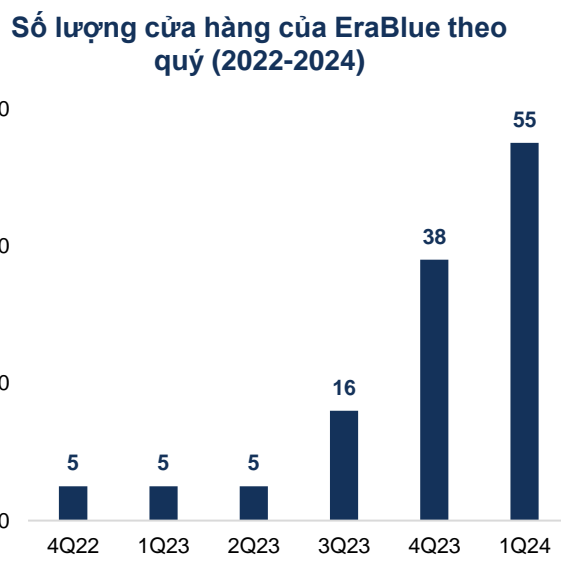
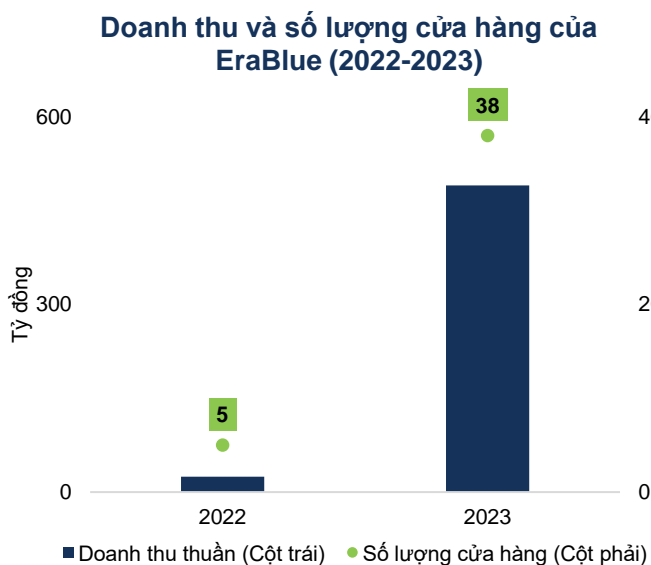
Nguồn: FPTIS dự phóng

2.3.3. Chuỗi EraBlue – Dự địa tăng trưởng lớn, dự kiến mở rộng mạnh mẽ từ 2025



* Số liệu đã được điều chỉnh tỷ giá về Việt Nam Đồng
 Nguồn: Euromonitor, FPTs tổng hợp

Doanh thu ngành thiết bị điện tử và gia dụng tại Indonesia năm 2023 đạt 403,7 nghìn tỷ đồng, gấp 1,5 lần so với quy mô tại Việt Nam. Ngành bán lẻ thiết bị điện tử và gia dụng dự kiến tăng trưởng ở mức cao CAGR = +9,7%/năm trong giai đoạn 2023-2028F, nhờ (1) nhu cầu về sự tiện lợi ngày càng gia tăng và (2) tỷ lệ thâm nhập các thiết bị điện tử và gia dụng còn ở mức thấp ([Xem thêm Phụ lục 1: Tỷ lệ thâm nhập các thiết bị gia dụng chính của các quốc gia trong khu vực châu Á](#)). Mặc dù thị trường có quy mô lớn hơn, tuy nhiên còn tương đối phân mảnh với khoảng hơn 4.000 cửa hàng nhỏ lẻ chiếm 60% thị phần, còn lại là các chuỗi cửa hàng bán lẻ hiện đại.



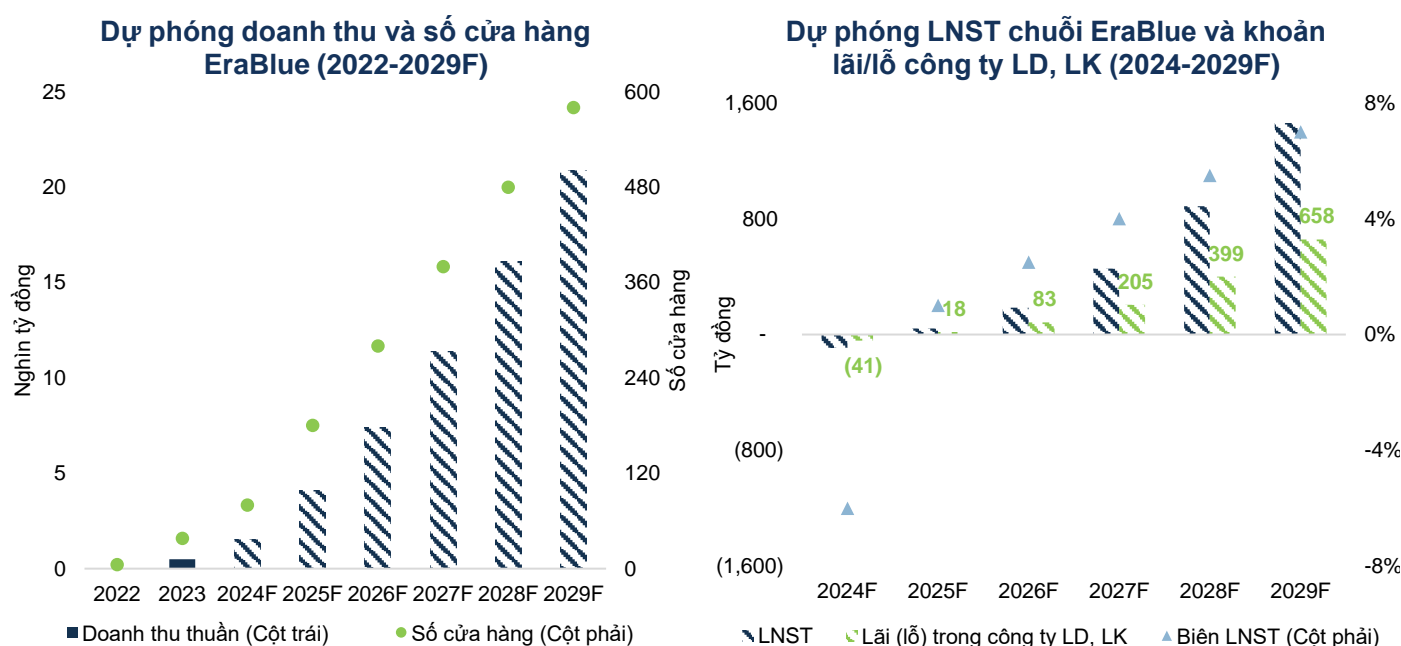
Nguồn: MWG, FPTs tổng hợp và ước tính

EraBlue là liên doanh giữa CTCP Thế Giới Di Động (công ty con của MWG) và Erafone (công ty con của Tập đoàn Erajaya - nhà bán lẻ sản phẩm công nghệ số 1 tại Indonesia) được thành lập trong T03/2022, với mục tiêu trở thành chuỗi cửa hàng bán lẻ điện máy số 1 tại Indonesia. Mô hình kinh doanh của EraBlues tương đồng với mô hình Điện Máy Xanh tại Việt Nam, với 2 mô hình (1) cửa hàng siêu nhỏ (diện tích 180-200 m2) với doanh thu 2,5 tỷ đồng/tháng, và (2) cửa hàng tiêu chuẩn (diện tích 250 -300 m2) với doanh thu 4,5 tỷ đồng/tháng. MWG hiện nắm 45% tỷ lệ sở hữu của chuỗi EraBlue với 55 cửa hàng vào cuối Q1/2024.

MWG cho rằng mô hình bán lẻ các thiết bị điện tử và gia dụng tại Indonesia chỉ tập trung vào sản phẩm mà chưa quan tâm đến nhu cầu khách hàng, dẫn đến các dịch vụ như bảo hành, lắp đặt và giao hàng còn thiếu sót. Do đó, Lợi thế cạnh tranh của EraBlue sẽ tập trung vào (1) dịch vụ giao hàng, lắp đặt và hậu mãi, trong khi các đối thủ

khác chỉ tập trung vào bán hàng; và (2) vị trí thuận lợi khi nằm độc lập ở các trục đường chính nên dễ dàng tiếp cận, trong khi các chuỗi cửa hàng của các đối thủ lớn khác như Electricity và Hartono đặt tại các trung tâm thương mại, không thuận tiện cho việc mua sắm do người dân sử dụng xe máy là chính như ở Việt Nam. Ngoài ra, EraBlue được hỗ trợ bởi kinh nghiệm vận hành và kinh doanh mô hình bán lẻ điện máy của MWG và sự am hiểu thị trường và uy tín thương hiệu của Erajaya.

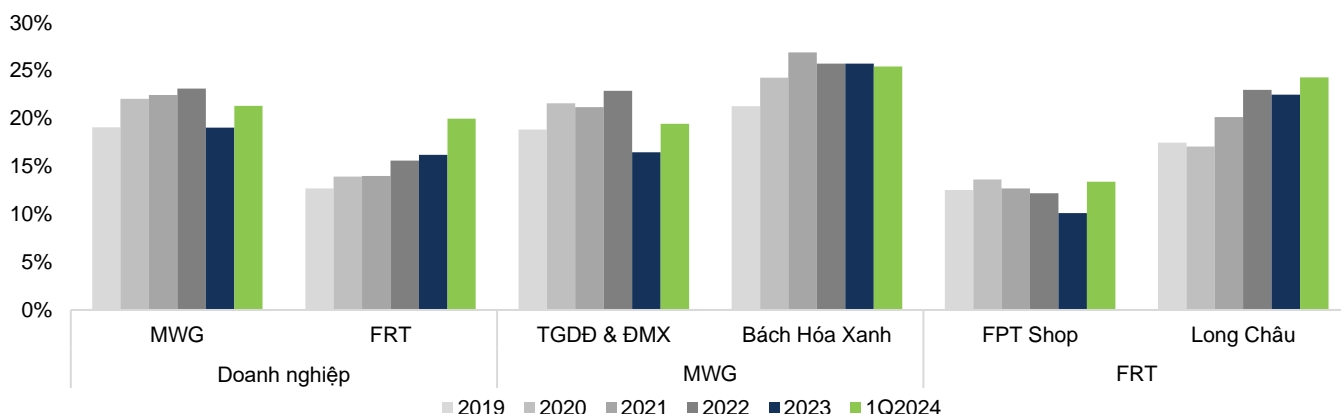
Năm 2023, MWG đã góp vốn thêm 105,6 tỷ đồng vào liên doanh EraBlue tại Indonesia, nâng mức vốn góp cuối năm 2023 lên mức 286,6 tỷ đồng, nhằm thực hiện chiến lược mở rộng cửa hàng trong giai đoạn sắp tới. Chúng tôi dự báo số lượng cửa hàng của EraBlue vào cuối năm 2024 sẽ đạt 80 (+110,5% YoY), trước khi tăng tốc mở rộng 100 cửa hàng/năm trong giai đoạn 2024-2029F. Trong Q1/2024, MWG bắt đầu ghi nhận khoản lỗ 20,5 tỷ đồng cho khoản đầu tư này, tương ứng với tỷ lệ sở hữu 45%. Chúng tôi dự báo MWG sẽ ghi nhận khoản lỗ từ công ty liên doanh/liên kết từ khoản đầu tư vào chuỗi EraBlue là -41 tỷ đồng trong cả năm 2024. Chúng tôi ước tính chuỗi này sẽ đạt điểm hòa vốn vào cuối năm 2024 trước khi có lợi nhuận kể từ năm 2025, và dự kiến sẽ đóng góp 658 tỷ đồng vào lợi nhuận của MWG vào năm 2029 thông qua khoản lãi từ công ty liên doanh/liên kết.



Nguồn: FPT S tổng hợp và dự phóng

III. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Biên lợi nhuận gộp của MWG cao nhất ngành, tuy nhiên mức chênh lệch ngày càng thu hẹp với FRT

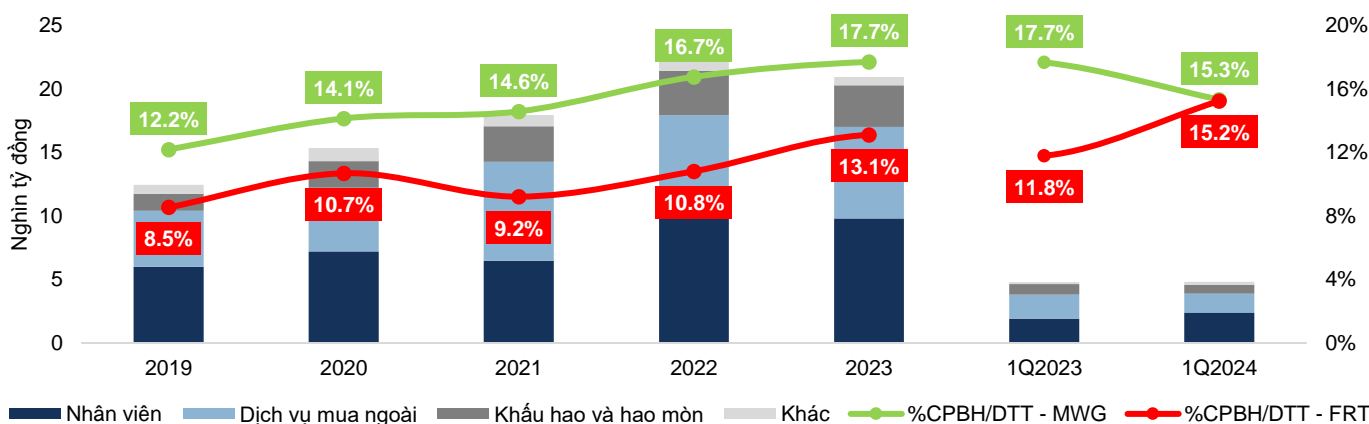
Biên lợi nhuận gộp của MWG và FRT (2019-2024)


Nguồn: MWG, FRT, FPTs tổng hợp và ước tính

Nhìn chung, biên lợi nhuận gộp của MWG cao hơn so với FRT, chủ yếu đến từ biên lợi nhuận gộp của TGDD & ĐMX cao hơn so với FPT Shop ~ 5–8 đpt nhờ (1) tỷ trọng doanh thu điện máy (BLNG cao hơn so với điện thoại di động) của chuỗi TGDD & ĐMX ở mức 40–50%, cao hơn nhiều so với mức dưới 5% của chuỗi FPT Shop và (2) lợi thế kinh tế nhờ quy mô giúp hưởng chiết khấu lớn hơn từ nhà cung cấp. Mặc dù vậy, mức chênh lệch biên lợi nhuận gộp của MWG và FRT dần được thu hẹp chỉ còn ở mức 1,3 đpt trong Q1/2024, khi doanh thu của Long Châu ngày càng chiếm tỷ trọng cao trong doanh thu của FRT (từ 3% trong năm 2019 lên mức 61% trong Q1/2024) và biên lợi nhuận gộp của chuỗi Long Châu cao hơn trung bình ~8 - 12 đpt so với chuỗi FPT Shop.

Trong giai đoạn 2019-2022, biên lợi nhuận gộp của MWG tăng từ mức 19,1 đpt lên mức 23,1 đpt nhờ (1) biên gộp của các chuỗi TGDD & ĐMX và chuỗi BHX đều mở rộng bởi (i) thêm các mặt hàng mới với biên LNG cao như đồng hồ, kính mắt, v.v. (chuỗi TGDD & ĐMX) và (ii) tối ưu hóa vận hành khi liên tục tinh chỉnh các định dạng cửa hàng, cách trưng bày và danh mục sản phẩm (chuỗi BHX); (2) tỷ trọng doanh thu của chuỗi BHX (với BLNG cao hơn chuỗi TGDD & ĐMX) gia tăng nhanh chóng. Năm 2023, biên lợi nhuận gộp của MWG bị sụt giảm -2,1 đpt YoY, xuống mức 19,0% do MWG khơi mào cuộc chiến về giá giữa các nhà bán lẻ thiết bị điện tử để giành thị phần trong bối cảnh nhu cầu suy yếu bởi ảnh hưởng của lạm phát. Trong Q1/2024, biên lợi nhuận gộp của MWG đã cải thiện lên mức 21,3% khi cuộc chiến về giá hạ nhiệt khiến biên lợi nhuận gộp của chuỗi TGDD & ĐMX phục hồi.

2. Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu giảm trong Q1/2024 nhờ nỗ lực tối ưu hiệu quả vận hành

Cơ cấu chi phí bán hàng của MWG (2019-2024)


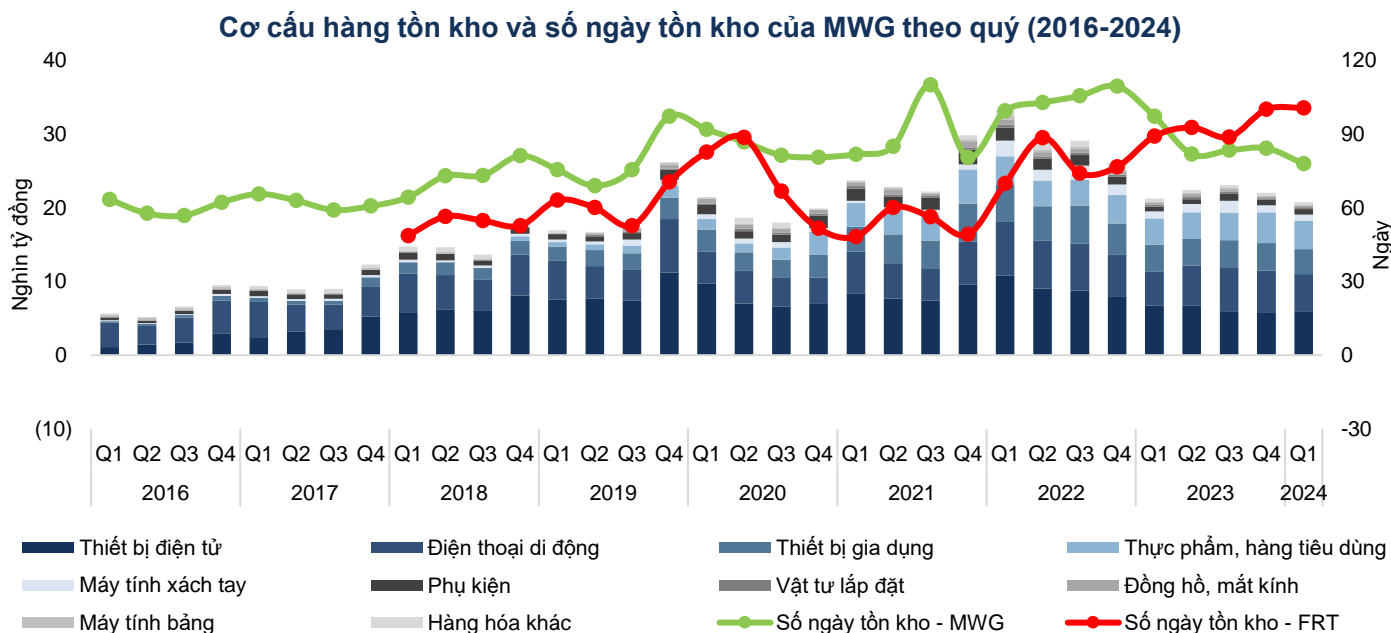
Nguồn: MWG, FRT, FPTs tổng hợp

Với đặc thù của chuỗi bán lẻ, chi phí nhân viên và chi phí dịch vụ mua ngoài (chủ yếu gồm chi phí kho vận và thuê mặt bằng cửa hàng) là hai chi phí lớn nhất trong chi phí bán hàng, lần lượt chiếm tỷ trọng trung bình 44,5% và 36,1% trong giai đoạn 2019-2023. Còn lại là chi phí khấu hao (liên quan đến TSCĐ được hình thành từ việc xây dựng cửa hàng và trung tâm phân phối) và chi phí khác (chủ yếu gồm chi phí quảng cáo), chiếm lần lượt 14,6% và 4,7% trong chi phí bán hàng.

Trong giai đoạn 2019-2023, tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần (CPBH/DTT) của MWG đều ở mức cao hơn so với FRT. Trong giai đoạn trên, tỷ lệ CPBH/DTT của MWG cũng gia tăng nhanh chóng từ mức 12,2% lên 17,7% do việc (1) liên tục mở rộng điểm bán đối với sản phẩm điện máy (2019 – 2022) và bách hóa (2019 – 2021) và (2) sự gia tăng nhanh chóng về mức đóng góp trong doanh thu của chuỗi BHX với tỷ lệ CPBH/DTT cao hơn chuỗi TGDD & ĐMX.

Trong Q1/2024, tỷ lệ CPBH/DTT của MWG đã được kiểm soát về mức 15,3% (-2,3 đpt YoY) nhờ (1) việc liên tục đóng các cửa hàng kém hiệu quả của chuỗi TGDD & ĐMX và (2) tiết giảm chi phí vận hành (đặc biệt chi phí kho vận) của chuỗi BHX. Ngược lại, tỷ lệ CPBH/DTT của FRT trong Q1/2024 lại tăng mạnh +3,4 đpt YoY, lên 15,3% - xấp xỉ với mức CPBH/DTT của MWG, do (1) sự gia tăng tỷ trọng đóng góp trong doanh thu của chuỗi Long Châu trong FRT khi liên tục mở rộng chuỗi nhà thuốc và tiệm chủng và (2) tỷ lệ CPBH/DTT của chuỗi Long Châu cao hơn trung bình ~8-9 đpt so với chuỗi FPT Shop.

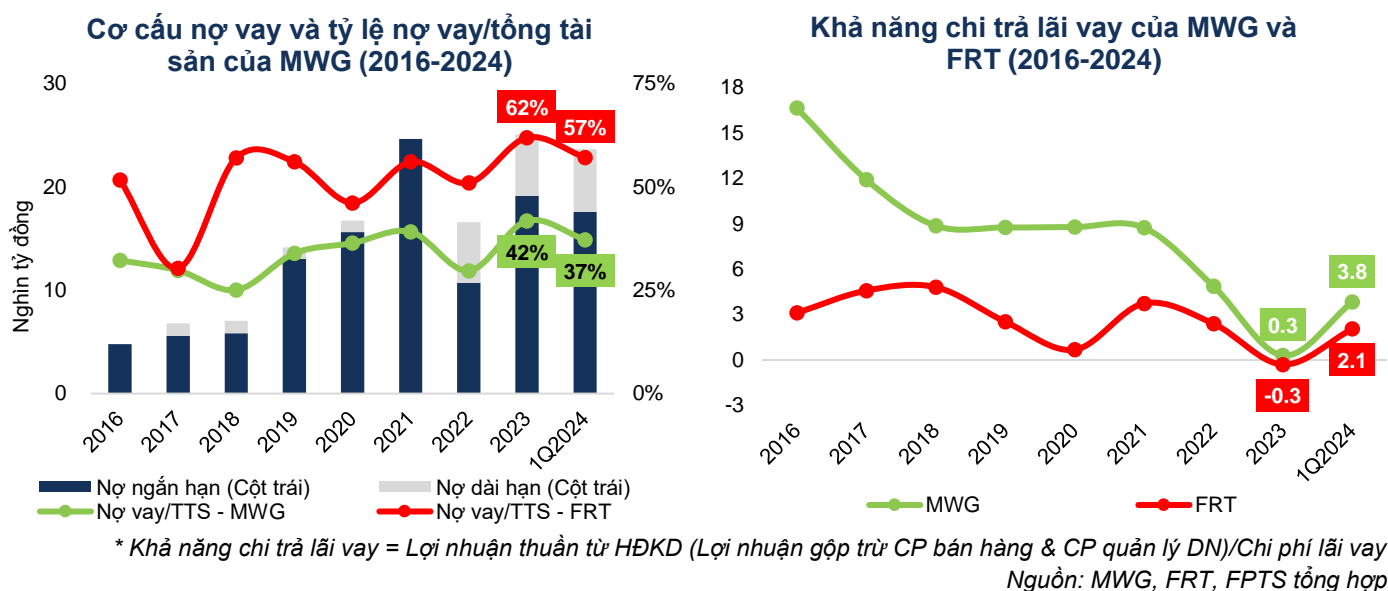
3. Số ngày tồn kho dần được kiểm soát tốt hơn sau giai đoạn mở rộng nhanh chóng



Nguồn: MWG, FRT, FPT S tổng hợp

Trong giai đoạn 2018-2022, số ngày tồn kho của MWG nhìn chung cao hơn so với FRT, chủ yếu do (1) sự gia tăng mức đóng góp của sản phẩm điện máy trong doanh thu cao hơn và (2) các sản phẩm này thường có số ngày tồn kho cao hơn (bán chậm hơn) so với các sản phẩm ĐTDD, MTXT, MTB. Trong giai đoạn trên, số ngày tồn kho của MWG có xu hướng gia tăng liên tục từ mức 60 ngày lên mức đỉnh 110 ngày trong Q4/2022, tương ứng với (1) sự mở rộng cửa hàng liên tục của chuỗi TGDD & ĐMX và chuỗi BHX lẫn danh mục sản phẩm và (2) nhu cầu thiết bị điện tử và gia dụng suy yếu sau khi đạt đỉnh trong Q1/2022. Trong giai đoạn 2023-Q1/2024, MWG đã chủ động kiểm soát hàng tồn kho, đặc biệt đối với các sản phẩm điện thoại, điện máy trong chuỗi TGDD & ĐMX, giúp giảm số ngày tồn kho xuống mức 78 ngày tại cuối Q1/2024 – mức thấp nhất kể từ năm 2020. Ngược lại, số ngày tồn kho của FRT vẫn có xu hướng gia tăng và đã cao hơn MWG kể từ Q2/2023. Nguyên nhân là do (1) doanh thu Long Châu ngày càng đóng góp tỷ trọng lớn trong doanh thu của FRT và sản phẩm của chuỗi Long Châu có số ngày tồn kho cao hơn so với mặt bằng chung của chuỗi FPT Shop, và (2) gia tăng tỷ trọng sản phẩm điện máy của chuỗi FPT Shop khi các mặt hàng này thường có số ngày tồn kho cao hơn so với các sản phẩm ĐTDD, MTXT, MTB.

4. Cơ cấu tài chính lành mạnh, khả năng thanh toán trở về mức an toàn



MWG có đòn bẩy tài chính thấp hơn so với FRT khi tỷ lệ nợ vay/TTS luôn ở mức dưới 45%. Trong đó, nợ vay ngắn hạn chiếm tỷ trọng chính, chiếm hơn 70% trong cơ cấu nợ vay, phục vụ nhu cầu bổ sung vốn lưu động. Xét về khả năng chi trả lãi vay, khả năng chi trả của MWG luôn cao hơn so với FRT trong giai đoạn 2016-Q1/2024. Sau khi nhu cầu các thiết bị điện tử và điện máy suy giảm mạnh trong năm 2023, khả năng chi trả lãi vay của MWG đã phục hồi từ mức dưới 1 lần trong năm 2023 lên mức 3,8 lần trong Q1/2024, đây là mức tương đối an toàn đối với ngành bán lẻ.

IV. TỔNG HỢP KẾT QUẢ DỰ PHÓNG

Dựa trên những phân tích chi tiết về tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh và tình hình tài chính, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của MWG giai đoạn 2024 – 2029F như sau:

Chỉ tiêu	Giả định	
Doanh thu thuần	Năm 2024, doanh thu thuần của MWG ước đạt 134,561 nghìn tỷ đồng (+13,8% YoY), và dự kiến tăng trưởng với CAGR = +9,6%/năm trong giai đoạn 2024-2029F, trong đó: Chuỗi TGDD & ĐMX: Năm 2024, doanh thu chuỗi TGDD và ĐMX dự kiến sẽ phục hồi từ mức nền thấp năm 2023, lần lượt đạt 30,5 nghìn tỷ đồng (+8,0% YoY) và 60,4 nghìn tỷ đồng (+9,4% YoY), nhờ (1) sức mua của người dân được cải thiện hơn và (2) chu kỳ thay thế điện thoại, MTXT và MTB quay trở lại vào cuối 2024. Giai đoạn 2024-2029F, chúng tôi dự báo cả 2 chuỗi TGDD và ĐMX sẽ tăng trưởng ở mức CAGR = +5,5%/năm, cao hơn mức tăng trưởng chung của ngành CAGR = +4,4%/năm, nhờ mức giá bán cạnh tranh hơn sẽ giúp chiếm thêm thị phần từ các cửa hàng/chuỗi bán lẻ thiết bị điện tử và điện máy khác. Năm 2024, tiến độ đóng bớt cửa hàng sẽ chậm lại đáng kể, đạt lần lượt đạt 1.060 (-1,7% YoY) và 2.170 tỷ đồng (-0,9% YoY), sau khi đã đóng bớt 206 cửa hàng (gồm 112 cửa hàng TGDD và 94 cửa hàng ĐMX) trong năm 2023. Trong giai đoạn 2024-2029F, chúng tôi dự báo số lượng cửa hàng của chuỗi TGDD và ĐMX sẽ đi ngang. Chuỗi BHX: Doanh thu của chuỗi BHX năm 2024 dự kiến sẽ phục hồi lên mức 39,3 nghìn tỷ đồng (+24,3% YoY), trước khi tăng trưởng ở mức CAGR = +15,1%/năm giai đoạn 2024-2029F, nhờ (1) việc mở rộng cửa hàng còn nhiều dư địa khi BHX chỉ mới có mặt tại 25 tỉnh thành và (2) lợi thế của BHX liên quan đến đa dạng sản phẩm và dịch vụ vận chuyển tiện lợi hơn. Giai đoạn 2024-2029F, chúng tôi dự phóng số lượng cửa hàng sẽ tăng thêm 42 cửa hàng so với năm 2023, dự kiến đạt 1.740 cửa hàng (+2,5% YoY) vào cuối năm 2024, trước khi mở mới thêm 100 cửa hàng/năm trong giai đoạn 2025-2029F. Chuỗi An Khang: Doanh thu chuỗi An Khang dự báo đạt 3,2 nghìn tỷ đồng (+43,2% YoY) trong năm 2024, trước khi tăng lên mức 11,3 nghìn tỷ đồng vào năm 2029 (tương ứng với mức CAGR = +29,2%/năm trong giai đoạn 2024-2029F). Chúng tôi dự báo chuỗi An Khang sẽ đạt được điểm hòa vốn vào cuối năm 2024 với 525 cửa hàng (-0,4% YoY), trước khi bắt đầu mở rộng 75 cửa hàng/năm trong giai đoạn 2025-2029F. Chuỗi AVAKids: Doanh thu chuỗi AVAKids dự kiến sẽ đạt 1,1 nghìn tỷ đồng (+24,4% YoY) trong năm 2024, trước khi tăng lên mức 3,3 nghìn tỷ đồng (tương ứng với mức CAGR = +24,5%/năm giai đoạn 2024-2029F). Chúng tôi đưa ra dự báo số lượng cửa hàng trong năm 2024 vẫn sẽ giữ ở mức 64 cửa hàng để tập trung nâng cao hiệu quả của chuỗi lên mức hòa vốn, sau đó sẽ mở mới 15 cửa hàng/năm khi nhu cầu mở cửa hàng vật lý là không quá lớn và kênh trực tuyến vẫn là xu hướng tăng trưởng chính của ngành hàng mẹ và bé. Khác: Doanh thu khác dự kiến đạt 103 tỷ đồng (+5,0% YoY) trong năm 2024, và sẽ tăng trưởng với CAGR = +5,0%/năm trong giai đoạn 2024-2029F.	
	Biên lợi nhuận gộp	Năm 2024, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của MWG đạt 21,45% (+2,31 đpt YoY) nhờ (1) tỷ trọng doanh thu chuỗi BHX (với biên lợi nhuận cao hơn) gia tăng và (2) biên lợi nhuận của chuỗi TGDD & ĐMX phục hồi sau khi cuộc chiến về giá hạ nhiệt hơn. Giai đoạn 2024-2028F, biên lợi nhuận gộp của MWG dự báo tăng từ mức 21,45% lên mức 22,14%,

nờ mức đóng góp trong doanh thu của các chuỗi ngoài TGDD & ĐMX ngày càng cao, đi kèm với biên lợi nhuận gộp cao hơn.

Chi phí bán hàng & Chi phí quản lý doanh nghiệp

Năm 2024, chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu của MWG đạt 15,60% (-2,08 đpt YoY) nhờ (1) việc liên tục đóng các cửa hàng kém hiệu quả của chuỗi TGDD & ĐMX và (2) tiết giảm chi phí vận hành (đặc biệt chi phí kho vận) của chuỗi BHX. Giai đoạn 2024-2029F, tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu sẽ giảm dần từ 15,60% xuống mức 15,50% nhờ việc liên tục nỗ lực tối ưu hóa vận hành.

Năm 2024, chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu của MWG đạt 2,00% (+1,01 đpt YoY). Giai đoạn 2024-2029F, tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu sẽ giảm dần từ 2,00% xuống mức 1,90%.

Lãi/lỗ trong công ty liên doanh, liên kết

Chúng tôi dự báo MWG sẽ ghi nhận khoản lỗ từ công ty liên doanh/liên kết từ khoản đầu tư vào chuỗi EraBlue là -41 tỷ đồng trong cả năm 2024. Chúng tôi ước tính chuỗi này sẽ đạt điểm hòa vốn vào cuối năm 2024 trước khi có lợi nhuận kể từ năm 2025, và dự kiến sẽ đóng góp 658 tỷ đồng vào lợi nhuận của MWG năm 2029 thông qua khoản lãi từ công ty liên doanh/liên kết.

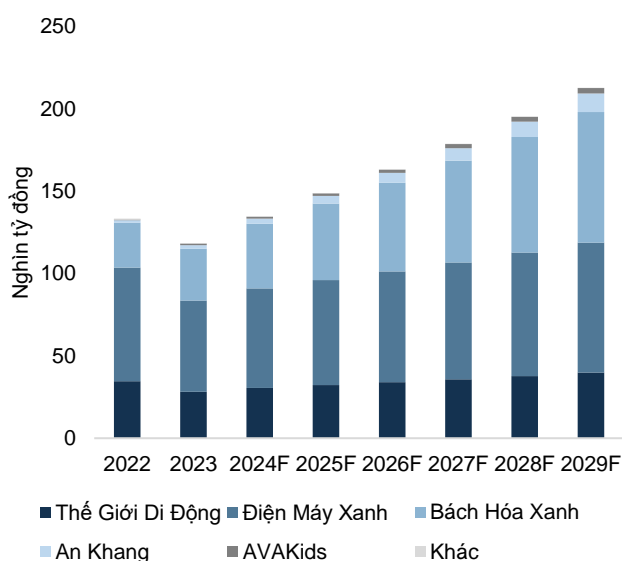
Lợi nhuận trước thuế

Năm 2024, chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế của MWG đạt 5.570 tỷ đồng (+707,6% YoY), Giai đoạn 2024-2028F, chúng tôi ước tính lợi nhuận trước thuế sẽ tăng ở mức CAGR = +18,3%/năm, lên mức 12.925 nghìn tỷ đồng vào cuối giai đoạn dự phóng.

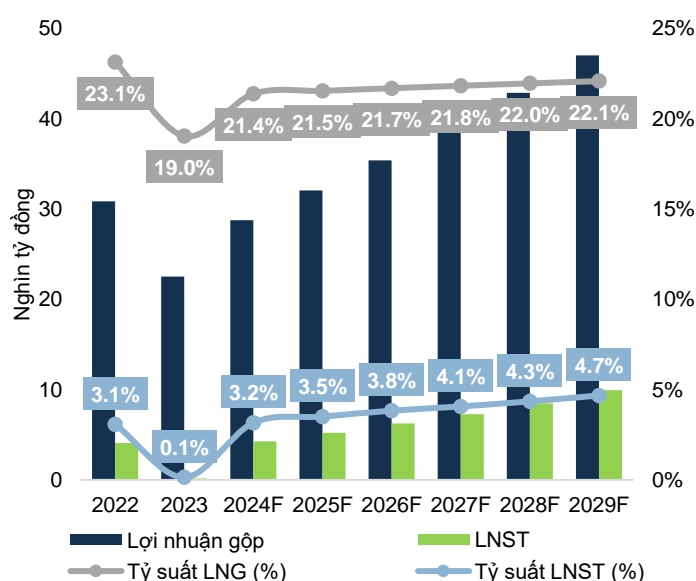
Lợi nhuận sau thuế

Năm 2024, chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế của MWG đạt 4.448 tỷ đồng (+2.550,6% YoY), Giai đoạn 2024-2028F, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế sẽ tăng ở mức CAGR = +18,7%/năm, lên mức 10.471 tỷ đồng vào cuối giai đoạn dự phóng. Mức thuế thu nhập doanh nghiệp được giả định ở mức 20% trong giai đoạn 2024-2029F.

Dự phóng cơ cấu doanh thu của MWG (2022-2029F)



Lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế của MWG (2022-2029F)



Nguồn: FPTIS dự phóng

V. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu MWG bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho chủ sở hữu (FCFE). Giá mục tiêu của một cổ phiếu MWG được xác định là **75.300 đồng/cp**, cao hơn 18,8% so với mức giá đóng cửa ngày 27/06/2024, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

STT	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	76.967	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	73.666	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/cổ phiếu)		75.300	

CÁC GIÁ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giá định mô hình	Giá trị	Giá định mô hình	Giá trị
WACC 2024	11,0%	Phần bù rủi ro	10,36%
Chi phí sử dụng nợ	6,3%	Hệ số beta không đòn bẩy	0,77
Chi phí sử dụng VCSH	15,8%	Tăng trưởng dài hạn	2,0%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	2,58%	Thời gian dự phóng	6 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ đồng)	113.444
(+)Tiền, tương đương tiền & Đầu tư tài chính ngắn hạn (tỷ đồng)	24.303
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng đồng)	25.114
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	112.633
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tỷ cp)	1.463
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	76.967
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	107.802
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	73.666

VI. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HKĐK (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	118.280	134.561	148.741	163.181
- Giá vốn hàng bán	95.759	105.703	116.602	127.691
Lợi nhuận gộp	22.521	28.858	32.139	35.491
- Chi phí bán hàng	20.917	20.992	23.174	25.391
- Chi phí quản lí DN	1.168	2.691	2.945	3.198
Lợi nhuận thuần HKĐK	436	5.175	6.020	6.901
- Doanh thu TC	2.167	2.067	2.144	2.447
- Chi phí TC	1.556	1.631	1.372	1.262
- Thu nhập khác	(357)	-	-	-
- Lãi/lỗ trong công ty LDLK	-	(41)	18	83
Lợi nhuận trước thuế	690	5.570	6.810	8.170
- Thuế TNDN	433	1.122	1.358	1.617
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-
LNST	168	4.448	5.451	6.553
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	2	1	1
LNST của cổ đông CT Mẹ	168	4.446	5.450	6.551
EPS (đ)	118	3.038	3.724	4.477
EBITDA	2.994	3.448	3.393	901
Khấu hao	3.351	3.448	3.393	901
Tăng trưởng doanh thu	-11%	14%	11%	10%
Tăng trưởng LN HKĐK	-93%	1086%	16%	15%
Tăng trưởng LNNT	-89%	708%	22%	20%
Tăng trưởng EPS	-96%	2475%	23%	20%
Chỉ số khả năng sinh lời	2023	2024F	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19,0%	21,4%	21,6%	21,7%
Tỷ suất LNST	0,1%	3,3%	3,7%	4,0%
ROE DuPont	0,7%	17,6%	18,5%	18,9%
ROA DuPont	0,3%	7,2%	8,5%	9,5%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	0,4%	3,8%	4,0%	4,2%
LNST/LNNT	24,3%	79,9%	80,1%	80,2%
LNNT/EBIT	158,1%	107,6%	113,1%	118,4%
Vòng quay tổng tài sản	204,0%	218,4%	232,5%	235,6%
Đòn bẩy tài chính	245,2%	244,4%	217,4%	199,6%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2023	2024F	2025F	2026F
Số ngày phải thu	0,75	0,75	0,75	0,75
Số ngày tồn kho	90,57	80,00	79,00	78,00
Số ngày phải trả	30,22	36,00	36,00	36,00
Thời gian luân chuyển tiền	61,10	44,75	43,75	42,75
COGS / Hàng tồn kho	4,39	4,65	4,71	4,76
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2023	2024F	2025F	2026F
CS thanh toán hiện hành	1,69	1,91	1,85	1,92

CĐKT	2023	2024F	2025F	2026F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương tiền	5.366	7.475	8.608	11.695
+ Đầu tư TC ngắn hạn	18.937	21.437	21.937	24.937
+ Các khoản phải thu	5.159	5.140	5.181	5.223
+ Hàng tồn kho	21.824	22.741	24.778	26.798
+ Tài sản ngắn hạn khác	665	510	513	516
Tổng tài sản ngắn hạn	51.950	57.304	61.017	69.169
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	20.139	21.297	22.667	24.171
+ Khấu hao lũy kế	(13.708)	(17.150)	(20.537)	(21.433)
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	6.431	4.147	2.130	2.738
+ Đầu tư tài chính dài hạn	747	705	724	807
+ Tài sản dài hạn khác	452	452	452	452
+ Xây dựng cơ bản dở dang	5	-	-	-
Tổng tài sản dài hạn	8.161	5.825	3.821	4.507
Tổng tài sản	60.111	63.129	64.838	73.676
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	7.927	10.426	11.500	12.594
+ Vay và nợ ngắn hạn	19.129	15.855	17.490	19.154
+ Quỹ khen thưởng	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn	30.765	30.068	33.043	36.060
+ Vay và nợ dài hạn	5.985	5.985	-	-
+ Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-
Nợ dài hạn	5.986	5.985	-	-
Tổng nợ	36.752	36.053	33.043	36.060
+ Thặng dư	558	558	558	558
+ Vốn điều lệ	14.634	14.634	14.634	14.634
+ LN chưa phân phối	8.160	11.875	16.593	22.413
Vốn chủ sở hữu	23.346	27.060	31.779	37.598
Lợi ích cổ đông thiểu số	13	15	17	18
Tổng cộng nguồn vốn	60.111	63.129	64.838	73.676
Lưu chuyển tiền tệ	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	5.061	5.366	7.475	8.608
Lợi nhuận sau thuế	690	4.446	5.450	6.551
+ Khấu hao	3.351	3.448	3.393	901
+ Điều chỉnh	(2.274)	(2.304)	(520)	(3.085)
+ Thay đổi vốn lưu động	1.835	1.677	(737)	(708)
Tiền từ hoạt động KD	3.436	7.267	7.586	3.659
+ Thanh lý tài sản cố định	31	-	-	-

CS thanh toán nhanh	0,98	1,15	1,10	1,18	+ Chi mua sắm TSCĐ	(523)	(1.153)	(1.370)	(1.503)
CS thanh toán tiền mặt	0,79	0,96	0,92	1,02	+ Tăng (giảm) đầu tư	(11.452)	-	-	-
Nợ / Tài sản	0,42	0,35	0,27	0,26	+ Các hđ đầu tư khác	1.113	-	-	-
Nợ / Vốn CSH	1,08	0,81	0,55	0,51	Tiền từ hđ đầu tư	(10.831)	(1.153)	(1.370)	(1.503)
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,82	0,59	0,55	0,51	+ Cổ tức đã trả	(731)	(732)	(732)	(732)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,26	0,22	0,00	0,00	+ Tăng (giảm) vốn	10	-	-	-
Khả năng TT lãi vay	0,30	3,52	4,98	6,28	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	(3.273)	1.635	1.663
					+ Thay đổi nợ dài hạn	-	0	(5.985)	-
					+ Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
					Tiền từ hoạt động TC	7.700	(4.005)	(5.082)	932
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	304	2.109	1.133	3.087
					Tiền cuối năm	5.366	7.475	8.608	11.695

VII. PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Tỷ lệ thâm nhập các thiết bị gia dụng chính của các quốc gia trong khu vực châu Á ([Trở về nội dung chính](#))

	Philippines	Việt Nam	Indonesia	Thái Lan	Malaysia	Trung Quốc	Hàn Quốc	Nhật Bản	Singapore
GDP/người 2022 (USD)	3.499	4.164	4.788	6.909	11.972	12.598	32.138	34.135	78.115
Tỷ lệ thâm nhập theo hộ gia đình (%)									
Máy giặt tự động/bán tự động	34,9	85,3	37,2	73,0	72,0	83,8	106,5	95,3	112,3
Bếp tích hợp	1,8	19,5	4,6	13,1	32,6	30,0	57,5	35,7	47,3
Bếp rời	43,6	78,3	72,1	32,8	92,1	38,3	67,2	69,2	8,3
Lò vi sóng	46,7	14,9	2,2	23,9	14,2	20,7	59,8	68,3	40,5
Máy hút mùi	6,2	19,5	3,2	9,0	17,9	24,5	83,1	38,4	37,4
Thiết bị chuẩn bị thực phẩm	27,1	25,7	33,7	46,5	152,9	37,7	96,5	28,9	96,1
Tủ lạnh có ngăn đông	4,7	102,4	65,6	98,9	76,2	98,9	113,2	88,0	98,4
Máy điều hòa tách rời	15,0	78,5	44,2	49,8	134,4	136,8	89,0	154,3	86,2
Quạt	61,2	156,1	184,2	261,3	177,2	88,8	137,6	68,0	185,2
Thiết bị chăm sóc tóc	7,6	12,2	13,0	20,0	31,2	27,8	133,2	159,3	88,9
Bàn là	26,3	41,8	74,5	84,3	83,0	10,2	24,8	19,9	70,4

Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

Phụ lục 2: Thời gian thay thế trung bình theo năm của các thiết bị gia dụng chính của các quốc gia trong khu vực châu Á ([Trở về nội dung chính](#))

	Philippines	Việt Nam	Indonesia	Thái Lan	Malaysia	Trung Quốc	Hàn Quốc	Nhật Bản	Singapore
Máy giặt tự động/bán tự động	9,0	15,0	9,0	11,0	10,0	11,0	11,0	11,0	10,0
Bếp tích hợp	10,0	16,0	9,0	10,0	10,0	10,0	11,0	11,0	10,0
Bếp rời	8,0	16,0	7,0	7,0	7,0	9,0	11,0	11,0	10,0
Lò vi sóng	6,0	9,0	6,0	6,0	6,0	9,0	11,0	11,0	7,0
Máy hút mùi	10,0	14,2	8,1	8,2	7,1	8,1	12,5	14,9	10,0
Thiết bị chuẩn bị thực phẩm	5,2	6,0	5,1	9,0	7,0	4,2	6,1	7,0	6,0
Tủ lạnh có ngăn đông	12,0	10,0	11,0	13,0	12,0	13,0	12,0	12,0	11,0
Máy điều hòa tách rời	9,0	9,0	8,0	8,0	8,0	8,0	9,0	9,0	8,0
Quạt	7,0	6,0	6,0	6,0	6,0	7,0	7,0	7,0	6,0
Thiết bị chăm sóc tóc	4,0	4,0	4,0	4,0	5,0	4,0	7,0	6,0	6,0
Bàn là	6,0	7,0	6,0	8,0	7,0	6,0	7,0	6,0	6,0

Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

Phụ lục 3: So sánh giá bán giữa các chuỗi bán lẻ điện thoại lớn tại Việt Nam ([Trở về nội dung chính](#))

	TGDD	FPT Shop	ViettelStore	CellphoneS	Didongviet	Hoàng Hà Mobile
Giá bán chính thức⁴ (triệu đồng/chiếc)						
iPhone 15 Pro Max 256GB	29,59	100%	98%	99%	97%	100%
iPhone 15 Pro Max 512GB	35,39	100%	102%	100%	99%	100%
iPhone 15 Pro 128GB	24,99	96%	96%	98%	96%	96%
iPhone 15 Pro 256GB	27,59	100%	98%	100%	98%	100%
iPhone 15 128GB	19,19	100%	98%	100%	98%	100%
iPhone 15 256GB	22,59	100%	100%	100%	99%	100%
Samsung Galaxy S24 5G 256GB	21,99	89%	100%	90%	100%	89%
Samsung Galaxy S24 5G 512GB	25,49	90%	100%	90%	89%	90%
Samsung Galaxy S24 Plus 5G 256GB	24,99	90%	100%	90%	90%	90%
Samsung Galaxy S24 Plus 5G 512GB	25,59	100%	111%	100%	111%	100%
Samsung Galaxy S24 Ultra 5G 256GB	28,39	106%	113%	111%	113%	106%
Samsung Galaxy S24 Ultra 5G 512GB	31,89	100%	111%	100%	111%	100%

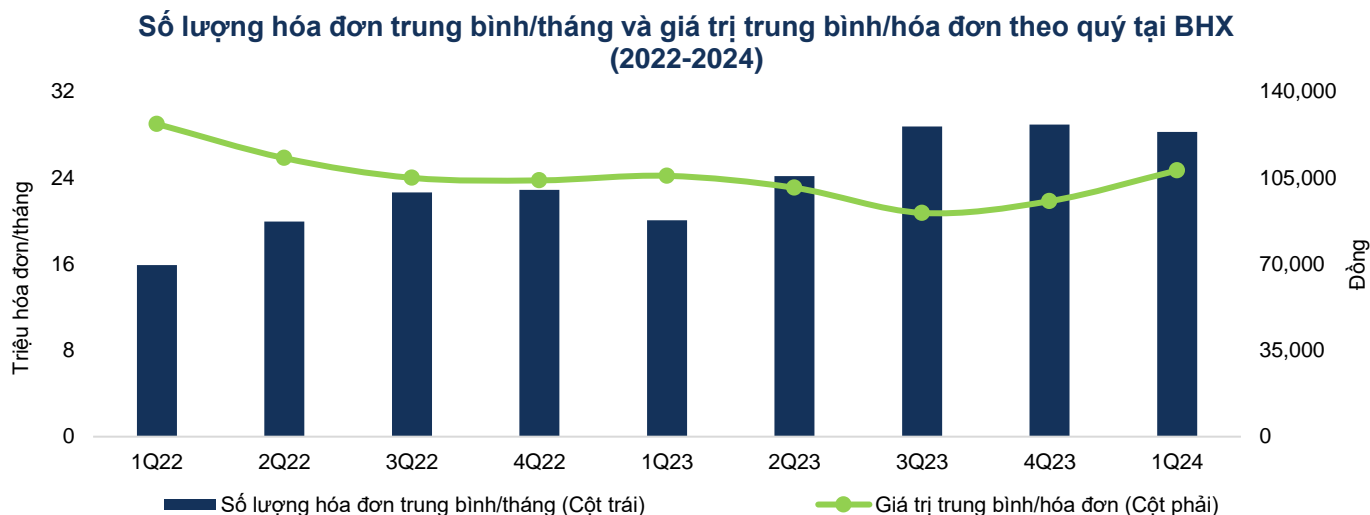
* Giá bán tại chuỗi TGDD được lấy làm mốc, giá bán của các chuỗi khác tính theo % giá bán tại chuỗi TGDD
 Nguồn: FPT S tổng hợp và khảo sát vào ngày 25/05/2024

Phụ lục 4: So sánh giá bán giữa các chuỗi bán lẻ điện máy lớn tại Việt Nam ([Trở về nội dung chính](#))

	Điện Máy Xanh	Nguyễn Kim	Pico	Điện Máy Chợ Lớn	Điện Máy HC
Giá bán chính thức (triệu đồng/chiếc)					
Smart Tivi NanoCell LG 4K 55 inch 55NANO76SQA	13,49	95%	81%	84%	89%
Smart Tivi Samsung 4K 43 inch UA43AU7002	6,49	100%	106%	100%	108%
Tủ lạnh Samsung Inverter 236 lít RT22M4032	6,99	100%	100%	100%	100%
Máy giặt Samsung Inverter 12 kg WA12CG5745BVS	8,89	100%	101%	96%	100%
Máy sấy thông hơi Electrolux UltimateCare 7.5 kg EDV754H3WB	7,99	100%	106%	100%	104%
Máy lạnh Casper Inverter 1 HP TC-09IS35	6,49	102%	92%	85%	100%
Nồi chiên không dầu Sunhouse SHD4062 6 lít	1,49	100%	107%	100%	107%
Quạt điều hòa Sunhouse SHD7727	3,99	100%	93%	100%	100%
Máy xay sinh tố đa năng Sunhouse SHD 5112 Xanh	0,355	108%	112%	108%	104%
Bếp từ đôi lắp âm Kangaroo KG498N	3,62	83%	96%	96%	74%
Máy lọc nước RO nóng nguội lạnh Hydrogen ion kiểm Mutosi MP-S1021H 10 lõi	8,39	N/A	107%	107%	107%

* Giá bán tại chuỗi Điện Máy Xanh được lấy làm mốc, giá bán của các chuỗi khác tính theo % giá bán tại chuỗi Điện Máy Xanh
 Nguồn: FPT S tổng hợp và khảo sát vào ngày 25/05/2024

⁴ Giá bán chính thức: Giá bán sau khi áp dụng các chính sách khuyến mãi của các nhà bán lẻ, thường luôn thấp hơn giá bán niêm yết

Phụ lục 5: Số lượng hóa đơn trung bình/tháng và giá trị trung bình/hóa đơn theo quý tại BHX giai đoạn 2022-2024 (Trở về nội dung chính)


Nguồn: MWG, FPTS tổng hợp và ước tính

Phụ lục 6: So sánh giá bán giữa các chuỗi bán lẻ bách hóa hiện đại lớn tại Việt Nam (Trở về nội dung chính)

	Bách Hóa Xanh	WinMart+	Satrafods	Co.op Food
Giá bán niêm yết (nghìn đồng)				
Thịt, trứng				
Cốt lếch heo/kg	141	72%	104%	104%
Ba rọi heo/kg	182	86%	115%	115%
Vai/kg	135	87%	106%	102%
Đùi/kg	99	94%	166%	166%
Sườn non/kg	216	120%	139%	139%
Trứng gà tươi hộp 10 quả	24 (QL)	129% (O'lala)	140% (Ba Huan)	135% (Coop Select)
Rau, củ, trái cây				
Mận An Phước/kg	36,4	159%	99%	100%
Hành lá/kg	70	69%	100%	100%
Hành tím/kg	96,5	104%	80%	114%
Thực phẩm khô & gia vị				
Dầu đậu nành Simply chai 1 lít	66	100%	103%	100%
Nước mắm Nam Ngư chai 900 ml	62,5	93%	93%	95%
Hạt nêm Knorr thịt thăn, xương ống, túi gói 400g	41,5	93%	92%	92%
Đường mía thượng hạng Biên Hòa gói 1kg	31	98%	98%	96%
Mì Hảo Hảo tôm chua cay gói 75g	4,4	100%	100%	98%
Đồ uống				
Sữa tươi Vinamilk 100% hộp 1 lít	36	100%	100%	98%
Nước ngọt Coca Cola lon 320ml	11,2	93%	94%	92%
Nước Revive muối khoáng chai 500ml	12,1	93%	95%	93%
Bia lon Tiger cao 330ml lốc 6 lon	102	98%	92%	94%

Hóa mỹ phẩm

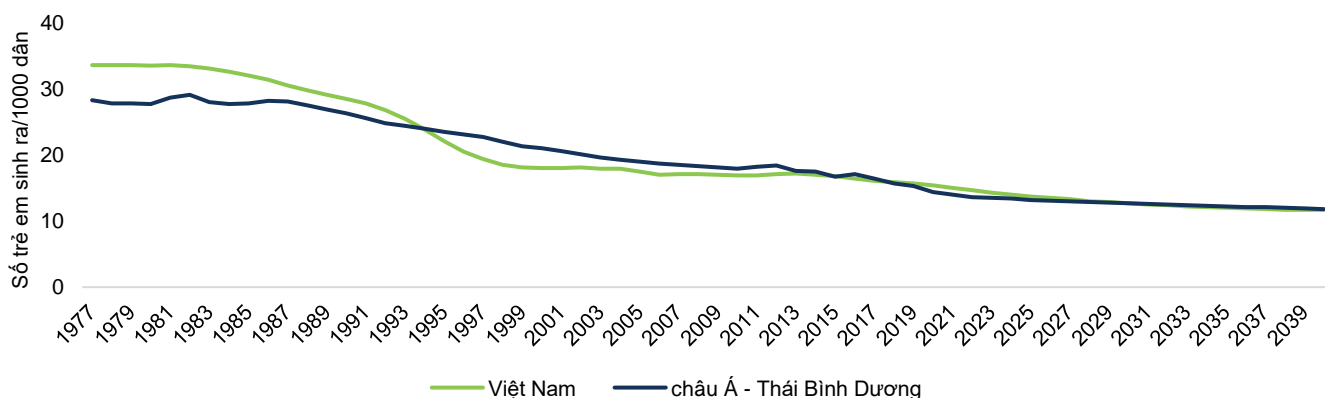
Nước rửa chén chanh Sunlight chai 750g	28	98%	97%	N/A
Nước giặt LIX đậm đặc 3.6kg	155	125%	123%	120%
Toilet xanh biển VIM chai 880ml	38	100%	100%	100%
Kem đánh răng Colgate bạc hà tuýp 250g	52	94%	94%	93%

* Giá bán tại chuỗi Bách Hóa Xanh được lấy làm mốc, giá bán của các chuỗi khác tính theo % giá bán tại chuỗi Bách Hóa Xanh
 Nguồn: FPT S tổng hợp và khảo sát vào ngày 25/05/2024

Phụ lục 7: So sánh giá bán giữa các chuỗi nhà thuốc hiện đại lớn tại Việt Nam ([Trở về nội dung chính](#))

	An Khang	Long Châu	Pharmacy
Giá bán niêm yết (nghìn đồng)			
Viên Hoạt Huyết Dưỡng Não Traphaco (1 vỉ x 20 viên)	21,0	100%	100%
Orihiro Glucosamine lọ 900 viên	664,0	97%	N/A
Viên uống Mỡ Máu Tâm Bình (Hộp 5 vỉ x 12 viên)	200,0	N/A	100%
Tiffy Syrup chai 30ml	17,0	94%	94%
Panadol Extra With Optizorb (12 vỉ x 10 viên)	216,0	100%	100%
Bột sủi Hapacol 250 (24 gói x 1.5g)	47,0	100%	100%
Viên uống Nat C Vitamin C 1000 (Lọ 30 viên)	140,0	100%	100%
Viên Gout Tâm Bình (60 viên)	160,0	100%	100%
Nước muối sinh lý Vĩnh Phúc Natriclorid 0.9% (500ml)	9,1	77%	99%
Cao dán giảm đau FUJISIP Cool (Hộp 10 túi x 2 miếng)	150,0	107%	107%
Nhiệt kế điện tử Microlife MT500	125,0	100%	100%

* Giá bán tại chuỗi An Khang được lấy làm mốc, giá bán của các chuỗi khác tính theo % giá bán tại chuỗi An Khang
 Nguồn: FPT S tổng hợp và khảo sát vào ngày 25/05/2024

Phụ lục 8: Tỷ lệ sinh của Việt Nam so với khu vực châu Á - Thái Bình Dương giai đoạn 1977-2040F ([Trở về nội dung chính](#))
Tỷ lệ sinh của Việt Nam so với khu vực châu Á - Thái Bình Dương (1977-2040F)


Nguồn: Euromonitor, FPT S tổng hợp

Phụ lục 9: So sánh giá bán giữa các chuỗi bán lẻ sản phẩm mẹ và bé lớn tại Việt Nam ([Trở về nội dung chính](#))

	AVAKids	Con Cưng	Kids Plaza	Bibo Mart
Giá bán niêm yết (nghìn đồng)				
Sữa bột Meiji Infant Formula 800g (0-12 tháng)	529	100%	100%	100%
Sữa ColosBaby Gold 1+ 800g (1 - 2 tuổi)	515	100%	100%	100%
Sữa Abbott Grow Gold 3+ hương Vani 900g (3-6 tuổi)	409	100%	105%	106%
Bột ăn dặm Ridielac Gold 3 vị ngọt 200g (6 - 24 tháng)	62	100%	106%	106%
Tã quần Huggies Skin Perfect size M 76 miếng (6 - 11 kg)	355	100%	100%	80%
Tã dán Bobby size NB 70 miếng (Dưới 5 kg)	209	93%	95%	84%
Bộ 2 núm ti Wesser cổ rộng size L (từ 7 tháng)	115	100%	84%	84%
Bình sữa nhựa PPSU Hegen cổ rộng 240 ml (3 – 6 tháng)	550	100%	100%	100%
Sữa tắm gội Lactacyd Baby Extra Milky 500ml	190	99%	100%	100%
Siro Fitobimbi Omega hỗ trợ phát triển thị giác và não bộ 30 ml (từ 6 tháng)	390	100%	100%	100%
Canxi Bestical sinh học D3 K2 120ml cho bé trên 4 tháng	290	100%	100%	100%

* Giá bán tại chuỗi AVAKids được lấy làm mốc, giá bán của các chuỗi khác tính theo % giá bán tại chuỗi AVAKids
 Nguồn: FPTS tổng hợp và khảo sát vào ngày 25/05/2024

Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu MWG, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu của các doanh nghiệp này.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT****Trụ sở chính**

Số 52 - Lạc Long Quân, Phường
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt
Nam

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

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

Tầng 3, 136 - 138 Lê Thị Hồng
Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh,
Việt Nam

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

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

Số 100 Quang Trung, phường Thạch
Thang, quận Hải Châu, TP Đà Nẵng.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888