

**Doanh nghiệp dẫn đầu ngành bán lẻ và điện máy với mạng lưới rộng khắp 63 tỉnh thành**

**Điện máy Xanh là trụ cột kinh doanh của MWG**

**Bách hóa Xanh được kỳ vọng là nhân tố tăng trưởng chủ chốt trong tương lai của MWG**

**BHX đặt mục tiêu hòa vốn tại cửa hàng và trung tâm phân phối vào cuối năm**

**Rủi ro luôn hiện hữu**

### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Đầu tư Thế giới Di Động (MWG) là công ty bán lẻ điện thoại và điện máy số 1 Việt Nam chiếm lần lượt gần 45% và 35% thị phần năm 2018. Hiện tại công ty đã có chuỗi gần 2,500 cửa hàng trải rộng khắp Việt Nam.

Đóng góp 58.7% doanh thu 6 tháng đầu năm 2019 với hơn 30 nghìn tỷ đồng (+22% YoY), doanh thu trung bình/cửa hàng/tháng đạt trên 6 tỷ đồng, ĐMX vẫn tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho MWG trong 2-3 năm tới.

Trong dài hạn, Bách hóa Xanh (BHX) đặt mục tiêu chiếm 10-15% thị phần của thị trường bán lẻ thực phẩm ước tính có quy mô 50 – 70 tỷ USD bằng cách nâng số cửa hàng lên 8,000 – 12,000 cửa hàng trên toàn quốc. Hiện tại, chuỗi BHX đang tập trung tại TP.HCM và các tỉnh lân cận với 600 cửa hàng và dự kiến hướng tới mốc 800-900 cửa hàng vào cuối năm 2019.

Chuỗi bán lẻ thực phẩm và hàng tiêu dùng ghi nhận tăng trưởng doanh thu ấn tượng với 206% YoY cho 6 tháng 2019 với doanh thu trung bình trên từng cửa hàng đạt 1.5 tỷ đồng/tháng. Trong năm nay, BHX đặt mục tiêu mở rộng mạng lưới, tăng doanh thu trên mỗi cửa hàng, cải thiện biên lợi nhuận gộp và hòa vốn tại cửa hàng và trung tâm phân phối vào cuối năm.

Ngành bán lẻ điện thoại di động đang có xu hướng bão hòa với tỷ lệ thâm nhập đạt gần mức tối đa, tăng trưởng SSSG có nguy cơ đi ngang hoặc sụt giảm trong tương lai.

Rủi ro do cạnh tranh gay gắt từ kênh E-Commerce thay thế cho các nhà bán lẻ điện tử truyền thống, vốn đang là xu thế tất yếu ở Mỹ, Trung Quốc và các nước Đông Nam Á khác.

Đối với BHX, áp lực cạnh tranh sẽ gia tăng mạnh mẽ từ nhiều đối thủ như Saigon Co.op, Satrafoods khi các chuỗi này cũng đang tăng cường đầu tư.

## MUA

Giá mục tiêu	<b>136,600 VND</b>
Tăng/Giảm	+32%
Giá hiện tại (31/07/2019)	103,700 VND
Giá mục tiêu	136,600 VND
Vốn hóa thị trường	47,560 tỷ VND (2 tỷ USD)
Tỷ giá ngày 29/07/2019: 1USD= 23,229 VND	

### Dự phóng doanh thu và định giá

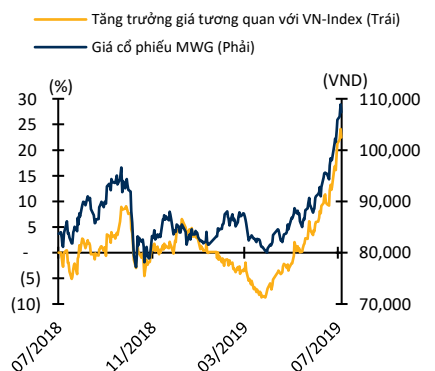
	2016A	2017A	2018A	2019F
Doanh thu (tỷ VND)	44,613	66,340	86,516	108,904
Tốc độ tăng trưởng (%)	76.7%	48.7%	30.4%	25.9%
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	7,214	11,142	15,292	19,339
Biên lợi nhuận gộp (%)	16.2%	16.8%	17.7%	17.8%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	1,578	2,207	2,878	4,366
Tốc độ tăng trưởng (%)	46.7%	39.8%	30.4%	51.7%
EPS (VND)	10,736	9,286	8,910	9,865
Tăng trưởng EPS	28.2%	-13.5%	-4.0%	10.7%
P/E (x)	15	14	13	13

### Dữ liệu giao dịch

KLCP đang lưu hành	442,830,757
KLGD khớp lệnh TB 3T	568,499
% sở hữu nước ngoài	49%

### % thay đổi giá

(%)	1M	3M	6M	12M
MWG	17.5%	31.6%	30.7%	29.6%
VN-INDEX	2.7%	1.2%	8.8%	5.8%



Nguồn: Fiiopro, KBSV

## I. THÔNG TIN TỔNG QUAN

### LỊCH SỬ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN

Bảng 1: Lịch sử hình thành và phát triển của MWG

2004	<ul style="list-style-type: none"> <li>Công ty TNHH Thế giới Di động được thành lập</li> <li>Khai trương siêu thị đầu tiên</li> </ul>
2007	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tiếp nhận vốn đầu tư của Quỹ Mekong Capital, chuyển đổi sang hình thức công ty cổ phần</li> </ul>
2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>Siêu thị thegioididong.com liên tiếp ra đời trên khắp mọi miền của đất nước</li> <li>Cuối năm 2010, hệ thống chuyên bán lẻ các thiết bị gia dụng Điện Máy Xanh ra đời</li> </ul>
2011	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cuối năm 2011 đạt số lượng 200 siêu thị, tăng 5 lần so với năm 2009</li> </ul>
2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>thegioididong.com trở thành hệ thống bán lẻ thiết bị di động đầu tiên và duy nhất có mặt tại tất cả 63 tỉnh thành</li> <li>Điện Máy Xanh có mặt tại 9 tỉnh thành với số lượng 12 siêu thị</li> </ul>
2014	<ul style="list-style-type: none"> <li>Niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE)</li> <li>Số lượng siêu thị thegioididong.com tăng 60%, lợi nhuận sau thuế tăng 160% so với năm 2013</li> </ul>
2016	<ul style="list-style-type: none"> <li>Điện Máy Xanh trở thành nhà bán lẻ điện máy đầu tiên tại Việt Nam phủ sóng 63/63 tỉnh thành với hơn 250 siêu thị</li> <li>Bắt đầu giai đoạn thử nghiệm chuỗi bán lẻ mới: siêu thị mini Bách hóa Xanh</li> </ul>
2017	<ul style="list-style-type: none"> <li>thegioididong.com duy trì vị thế dẫn đầu thị phần với 1,000 siêu thị</li> <li>Điện máy Xanh đạt 640 siêu thị trên toàn quốc</li> <li>Chuỗi siêu thị Bách hóa Xanh tăng tốc với hơn 280 cửa hàng</li> </ul>
2018	<ul style="list-style-type: none"> <li>thegioididong.com và dienmayxanh.com thống lĩnh thị trường Việt Nam với 45% thị phần điện thoại và 35% thị phần điện máy</li> <li>Hoàn tất việc mua chuỗi bán lẻ điện máy Trần Anh</li> <li>Bách hóa Xanh đạt điểm hòa vốn EBITDA ở cấp cửa hàng</li> <li>Hoàn tất việc đầu tư cổ phần thiểu số tại Công ty bán lẻ An Khang - Đơn vị vận hành chuỗi nhà thuốc An Khang</li> </ul>

Nguồn: MWG

**MWG là công ty bán lẻ hàng đầu Việt Nam với 45% thị phần bán lẻ điện thoại và 35% thị phần điện máy**

#### NGÀNH NGHỀ KINH DOANH VÀ VỊ THẾ DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần Đầu tư Thế giới Di Động (HSX: MWG) là công ty bán lẻ số 1 Việt Nam chiếm lần lượt gần 45% và 35% thị phần bán lẻ điện thoại và điện máy năm 2018 với mạng lưới gần 2,500 cửa hàng trên toàn quốc. Bên cạnh đó, từ cuối năm 2015, MWG đã mở rộng sang mảng bán lẻ thực phẩm và hàng tiêu dùng. Hoạt động kinh doanh của công ty được chia theo các ngành chính: (1) Điện thoại, máy tính bảng và máy tính xách tay với chuỗi thegioididong.com (TGDD); (2) Điện tử, điện lạnh và gia dụng với Điện Máy Xanh (ĐMX) (bao gồm chuỗi Trần Anh); (3) Thực phẩm và hàng tiêu dùng với Bách Hóa Xanh (BHX). Ngoài ra, MWG còn có chuỗi BigPhone.com là chuỗi bán lẻ thiết bị di động ở thị trường nước ngoài với 10 cửa hàng tập trung chủ yếu tại Phnôm Pênh, Campuchia.



### CƠ CẤU DOANH THU

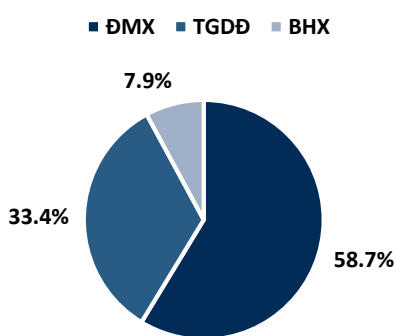
**Trong nửa năm đầu 2019, chuỗi Điện máy Xanh đóng góp 58.7% tổng doanh thu thuần**

**Ngành hàng điện thoại, máy tính bảng, máy tính xách tay... đóng góp 45.5% doanh thu.**

Theo chuỗi, tính đến hết tháng 6/2019, chuỗi TGDD đóng góp 33.4% tổng doanh thu, chuỗi ĐMX chiếm hơn nửa với 58.7% doanh thu, chuỗi Bách hóa Xanh chiếm 7.9% doanh thu 6 tháng.

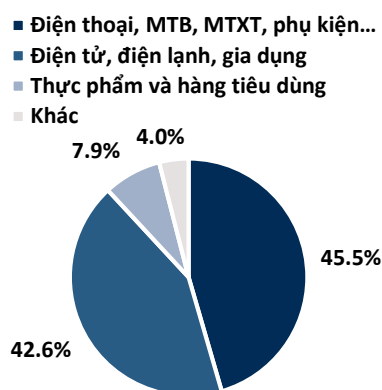
Theo ngành hàng, cho 6 tháng đầu năm 2019, mảng điện thoại, máy tính bảng, máy tính xách tay, phụ kiện... đóng góp 45.5% tổng doanh thu; mảng điện tử, điện lạnh, gia dụng đóng góp 42.6% trong khi đó mảng thực phẩm và FMCGs đóng góp 7.9% tổng doanh thu. Các dịch vụ khác như trả góp, thu hộ, máy cũ... chiếm 4% doanh thu.

Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu 6T/2019 theo chuỗi



Nguồn: MWG

Biểu đồ 3: Cơ cấu doanh thu 6T/2019 theo ngành hàng

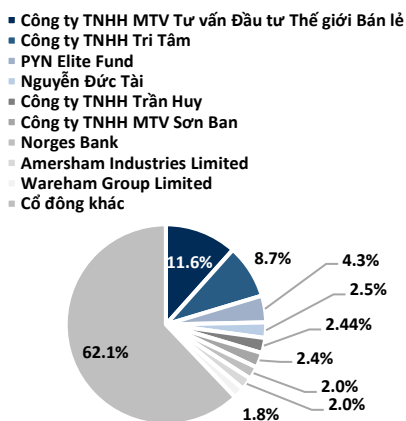


Nguồn: MWG

### CẤU TRÚC DOANH NGHIỆP VÀ CƠ CẤU SỞ HỮU

CTCP Đầu tư Thế giới Di Động có vốn điều lệ tính tới thời điểm hiện tại là 3,232 tỷ VND trong đó cổ đông nước ngoài nắm giữ 49%. Ông Nguyễn Đức Tài, Đồng sáng lập viên, Chủ tịch HĐQT kiêm TGD MWG nắm giữ 2.5%. MWG nhận được nhiều sự quan tâm của các quỹ lớn như PYN Elite Fund (4.3%), nhóm quỹ Dragon Capital (11%)...

Biểu đồ 4: Cơ cấu sở hữu



Nguồn: MWG

Bảng 5: Danh sách công ty con

Công ty con	Tỷ lệ sở hữu (%)
Công ty Cổ phần Thế Giới Di Động	99.95
Công ty Cổ phần Thương mại Bách Hóa Xanh	99.95
Công ty Cổ phần Thế Giới Số Trần Anh	99.33
Công ty TNHH MTV Công nghệ Thông tin Thế Giới Di Động	100
MWG (Cambodia) Co., Ltd	99.95

Nguồn: MWG

## II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### 1. Chuỗi Thế giới di động

#### Chuỗi TGDĐ giữ thị phần số 1 Việt Nam trong mảng bán lẻ điện thoại

Mảng kinh doanh điện thoại di động chính hãng của chuỗi TGDĐ từ vị trí chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu năm 2017 là 52% đã tụt xuống vị trí thứ 2 năm 2018 với 40% doanh thu thuần năm 2018. Trong năm 2018, MWG đã chuyển đổi một số cửa hàng TGDĐ sang ĐMX hoặc ĐMX mini. Chính sách này phù hợp với bối cảnh thị trường điện thoại di động đang có xu hướng bão hòa. Ban lãnh đạo của MWG đặt mục tiêu giữ thị phần dẫn đầu thị trường đối với mảng này. Đến hết năm 2018, chuỗi TGDĐ hiện giữ thị phần số 1 Việt nam (khoảng 45%) với 1,032 cửa hàng trên khắp 63 tỉnh thành ở Việt Nam. Đến hết tháng 6/2019, chuỗi TGDĐ còn 1,010 cửa hàng.

#### Doanh thu của TGDĐ sau 6 tháng 2019 đạt 17 nghìn tỷ đồng, giảm nhẹ 5.5% do các cửa hàng được chuyển đổi thành ĐMX

Doanh thu năm 2018 của mảng thegioididong.com đạt khoảng 34.6 nghìn tỷ đồng, tương đương với năm 2017. Trong 6 tháng đầu năm 2019, doanh thu chuỗi TGDĐ đạt 17,277 tỷ đồng giảm nhẹ 5.5% so với cùng kỳ năm 2018. Nguyên nhân chủ yếu là do các cửa hàng TGDĐ được chuyển đổi thành cửa hàng ĐMX/ĐMX mini.

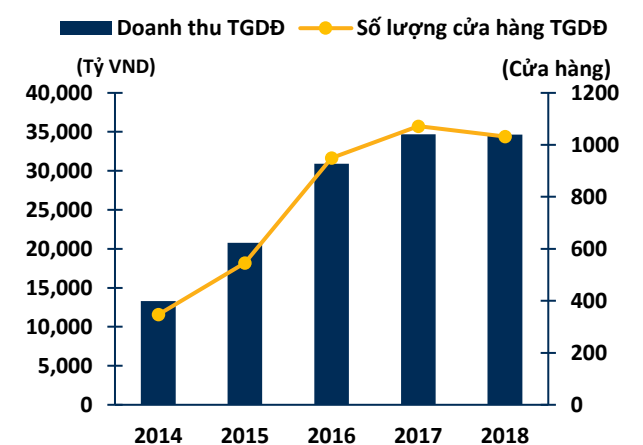
#### MWG thử nghiệm bán shop-in-shop đồng hồ và đạt kết quả khả quan

Hiện tại, công ty đang triển khai kế hoạch bán sản phẩm mới và đang vận hành thử nghiệm kinh doanh đồng hồ tại 34 cửa hàng TGDĐ và ĐMX theo mô hình shop-in-shop và cho kết quả khả quan. Trung bình mỗi tháng, một cửa hàng bán ra trên 500 đồng hồ, tương ứng với mức doanh thu từ 600 triệu đến 1 tỷ đồng. Riêng trong tháng 6/2019, MWG đã bán ra gần 11,000 chiếc đồng hồ. Với kết quả này, MWG sẽ tiếp tục nhân rộng kinh doanh mặt hàng này trong thời gian tới, dự kiến mở khoảng 100 cửa hàng đồng hồ đến hết 30/9. Thị trường bán lẻ đồng hồ tại Việt Nam được ước tính khoảng 18,000 tỷ đồng và hiện đang khá phân mảnh. Đây được xem là một mảng kinh doanh hấp dẫn đối với MWG do có biên lợi nhuận gộp cao (khoảng 40-50%).

#### Kinh doanh mắt kính chiếm 25% doanh thu một cửa hàng TGDĐ

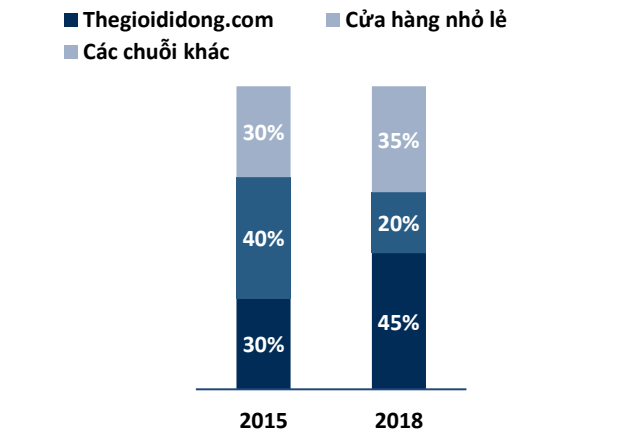
Ngoài ra, MWG cũng vừa chính thức kinh doanh mắt kính bên trong cửa hàng TGDĐ và ĐMX, bao gồm luôn cả nhóm ngành đồng hồ ở siêu thị này. Công ty cho biết cửa hàng đầu tiên sẽ có khoảng 600 mẫu mắt kính để phục vụ nhóm khách hàng trung cấp, với giá bán nằm trong mức 600 ngàn – 3 triệu đồng. MWG dự báo quy mô thị trường mắt kính khoảng 1 tỷ USD (hàng phân phối chính hãng). Hiện nay, doanh thu từ mặt hàng đồng hồ chiếm khoảng 25% doanh thu một cửa hàng TGDĐ, do đó việc mở thêm mắt kính sẽ giúp chuỗi di động này tăng thêm doanh thu trên mỗi cửa hàng.

Biểu đồ 8: Doanh thu và số lượng cửa hàng TGDĐ



Nguồn: MWG, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 9: Thị phần bán lẻ di động 2015-2018



Nguồn: MWG

**ĐMX dẫn đầu thị phần bán lẻ điện máy, vượt xa các đối thủ trong ngành**

**ĐMX đóng góp 58.7% doanh thu 6 tháng 2019, tăng 22% doanh thu so với cùng kỳ năm 2018**

**Việc mở mới và chuyển đổi cửa hàng TGDĐ thành ĐMX mang kết quả khả quan**

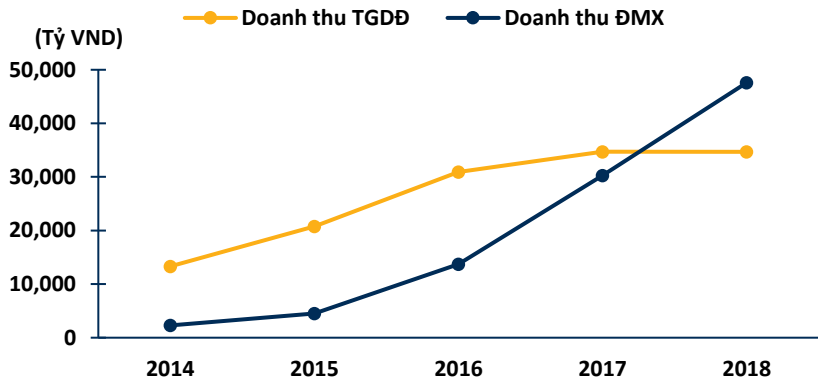
**2. Chuỗi Điện máy Xanh**

ĐMX hiện dẫn đầu thị phần bán lẻ điện máy với 35% thị phần năm 2018. Số lượng cửa hàng của ĐMX vượt xa các đối thủ trong ngành điện máy như Nguyễn Kim (66 cửa hàng) và điện máy Chợ Lớn (67 cửa hàng). Với hơn 100 cửa hàng ĐMX được mở mới trong năm 2018 (bao gồm cửa hàng mới, cửa hàng được chuyển đổi từ chuỗi TGDĐ và điện máy Trần Anh), MWG sở hữu 750 cửa hàng ĐMX tính đến 31/12/2018 và 838 cửa hàng đến 30/6/2019.

ĐMX dẫn đầu về mức độ đóng góp trong tổng doanh thu của MWG với 55% doanh thu năm 2018 và tăng lên thành 58.7% doanh thu 6 tháng 2019. Năm 2018, chuỗi ĐMX đạt khoảng 47.6 nghìn tỷ đồng doanh thu, tăng 70% so với cùng kỳ năm 2017. Cho 6 tháng năm 2019, chuỗi ĐMX ghi nhận doanh thu đạt khoảng 30,364 tỷ đồng (+22% YoY) do nhu cầu mua sắm tăng cao trong các mặt hàng máy lạnh và quạt điều hòa trong mùa cao điểm nắng nóng.

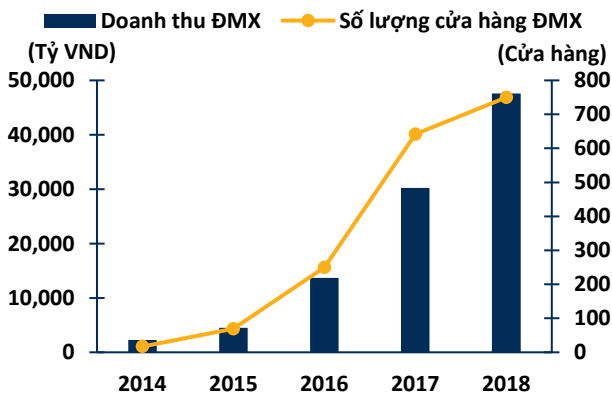
Để duy trì tăng trưởng của chuỗi ĐMX, MWG đưa ra những chính sách sau đây: (1) mở mới cửa hàng ĐMX/ĐMX mini; (2) chuyển đổi từ một số cửa hàng TGDĐ sang ĐMX/ĐMX mini và (3) hoàn tất mua lại chuỗi TAG. Chính sách chuyển đổi cửa hàng TGDĐ thành ĐMX/ĐMX mini bằng cách mở rộng thêm mặt hàng điện máy đã giúp doanh thu trung bình cửa hàng tăng 50% so với trước khi chuyển đổi. So với mức doanh thu bình quân gần 3 tỷ/cửa hàng/tháng của chuỗi TGDĐ, một cửa hàng ĐMX có doanh thu bình quân hơn 6 tỷ/tháng. Với những chính sách như trên, chúng tôi cho rằng ĐMX vẫn tiếp tục được định hướng là động lực tăng trưởng của MWG trong 2-3 năm tới trong bối cảnh thị trường điện thoại đã bão hòa.

Biểu đồ 10: So sánh doanh thu chuỗi TGDĐ và ĐMX



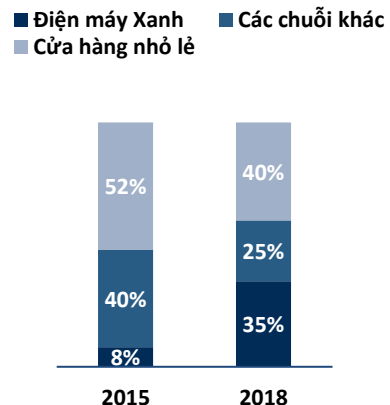
Nguồn: MWG, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 11: Doanh thu mảng Điện máy Xanh



Nguồn: MWG, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 12: Thị phần bán lẻ điện máy



Nguồn: MWG

**Chuỗi BHX chuyên bán lẻ thực phẩm tươi sống và nhu yếu phẩm, cạnh tranh với chợ truyền thống**

**BHX có mô hình cửa hàng chuẩn với doanh thu trung bình 1.3 tỷ/cửa hàng/tháng và cửa hàng lớn với doanh thu trung bình 2.3 tỷ/cửa hàng/tháng**

**BHX hòa vốn EBITDA tại cửa hàng vào cuối năm 2018. Doanh thu BHX chiếm 7.9% doanh thu 6 tháng 2019, hàng thực phẩm tươi sống chiếm hơn 50% doanh thu BHX**

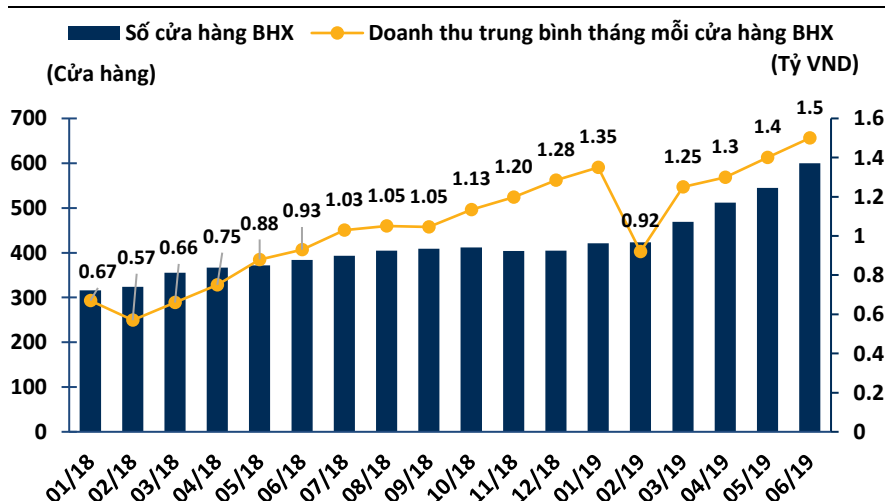
**3. Chuỗi Bách hóa Xanh**

Được đưa vào thử nghiệm cuối năm 2015, BHX là chuỗi cửa hàng chuyên bán lẻ thực phẩm tươi sống (thịt cá, rau củ, trái cây...) và nhu yếu phẩm với các cửa hàng tại TP.HCM và các tỉnh lân cận. BHX được mở ở các trục đường chính và chợ truyền thống nhằm cạnh tranh trực tiếp với những cửa hàng tạp hóa và chợ truyền thống. Năm 2018 là năm bản lề của BHX khi công ty liên tục thử nghiệm và thay đổi các hình thức hoạt động kinh doanh, từ việc vị trí đặt cửa hàng đến cách bài trí hàng hóa, hình ảnh nhận diện.

BHX có hai phiên bản là mô hình BHX tiêu chuẩn và BHX mới. Cửa hàng BHX tiêu chuẩn có diện tích 160-180 m<sup>2</sup>, với số lượng mặt hàng khoảng 2.000. Số giao dịch trong một ngày đạt khoảng 500 lượt, với doanh thu khoảng 1.3 tỷ đồng/cửa hàng/tháng. Trong khi đó, ở một số khu vực có nhu cầu khách hàng lớn, đông dân cư, gần chợ... công ty chọn lọc và nâng cấp cửa hàng thành mô hình lớn hơn với diện tích hơn 300 m<sup>2</sup> với khoảng 3,000 mặt hàng trong đó có 300 mặt hàng tươi sống. Đến hết tháng 6/2019, BHX có 100 cửa hàng lớn 300 m<sup>2</sup>, hơn gấp đôi so với cuối năm 2018 và đang chiếm khoảng 17% số cửa hàng toàn chuỗi. Số giao dịch một ngày khoảng 1.000 lượt với doanh thu khoảng 2.3 tỷ đồng/cửa hàng/tháng.

Doanh thu cửa hàng BHX trung bình đạt 800-900 triệu đồng/tháng từ cuối tháng 6/2018 và đạt mức hơn 1.5 tỷ đồng/cửa hàng/tháng đến hết tháng 6/2019. Doanh thu từ bán lẻ thực phẩm tươi sống và FMCGs năm 2018 đạt trên 4,240 tỷ đồng, chiếm 5% tổng doanh thu năm, gấp 3 lần doanh thu của mảng này năm 2017, trong đó thực phẩm tươi sống chiếm 40% doanh thu của BHX. BHX đã hòa vốn EBITDA tại cửa hàng vào tháng 12/2018 với biên lợi nhuận gộp 18% sau khi trừ mất mát và hủy hàng. Đến hết tháng 6/2019, chuỗi BHX đóng góp 7.9% cho tổng doanh thu với doanh thu hơn 4 ngàn tỷ đồng (+206% YoY), trong đó khoảng hơn 50% doanh thu từ hàng tươi sống. Từ 283 cửa hàng mô hình cũ cuối năm 2017, trong năm 2018 BHX đã có 365 cửa hàng mô hình mới do nỗ lực chuyển đổi và mở mới, tương đương với 90% trong tổng số 405 cửa hàng BHX đang hoạt động tại ngày 31/12/2018. Mô hình cửa hàng mới bao gồm: (1) cửa hàng chuẩn “thịt tươi – cá lợi” và (2) cửa hàng quy mô lớn 300m<sup>2</sup>. Đến hết tháng 6 năm 2019, BHX đã có tổng cộng 600 cửa hàng ở 15 tỉnh/thành phố, trong đó có 218 cửa hàng ngoài TP.HCM.

Biểu đồ 13: Doanh thu trung bình/cửa hàng/tháng và số lượng cửa hàng BHX



Nguồn: MWG, KBSV tổng hợp



Hình 14: Bên trong cửa hàng Bách hóa Xanh theo mô hình mới



Nguồn: KBSV

**MWG hoàn thành 100% kế hoạch doanh thu và 111% kế hoạch lợi nhuận cho năm 2018**

**MWG ghi nhận doanh thu thuần hợp nhất 51,727 tỷ đồng (+16% YoY) và LNST 2,121 tỷ đồng (+38% YoY) cho 6 tháng đầu năm 2019**

### III. KẾT QUẢ KINH DOANH & TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Kết thúc năm 2018, doanh thu thuần hợp nhất của MWG đạt 86,516 tỷ đồng và lợi nhuận ròng hợp nhất đạt 2,880 tỷ đồng, đều đạt mức tăng trưởng mạnh hơn 30% YoY. Như vậy, MWG đã hoàn thành kế hoạch kinh doanh với 100% mục tiêu doanh thu và 111% mục tiêu lợi nhuận ròng của cả năm.

Tính đến hết 31/12/2018, MWG có 1,032 cửa hàng TGDD, 750 cửa hàng ĐMX và 405 cửa hàng BHX, đạt tổng cộng 2,187 cửa hàng trên khắp các tỉnh thành, so với tổng cộng 1,997 cửa hàng năm 2017. Trong số đó, một số cửa hàng TGDD đã được chuyển đổi thành cửa hàng ĐMX/ĐMX mini và MWG đã hoàn tất mua lại chuỗi Trần Anh.

MWG cũng đã công bố kết quả kinh doanh hợp nhất 6 tháng đầu năm 2019. Cụ thể:

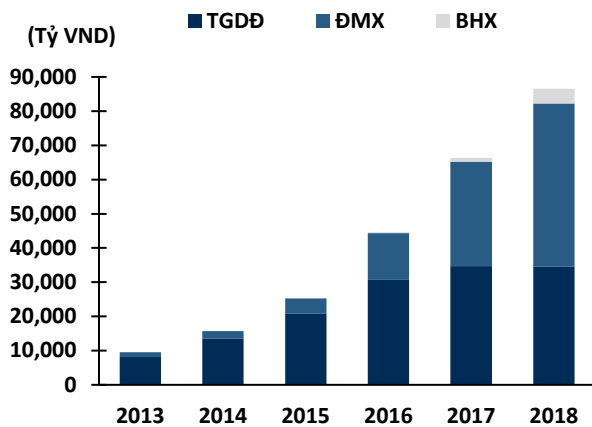
Doanh thu thuần đạt 51,727 tỷ đồng, LNST đạt 2,121 tỷ đồng, đạt tăng trưởng lần lượt 16% và 38% so với cùng kỳ năm 2018. Theo kết quả kinh doanh trên, MWG đã hoàn thành 48% kế hoạch doanh thu và 59% kế hoạch LNST của năm 2019.

Kết quả kinh doanh của MWG tỏ ra rất ấn tượng khi tính đến hết Quý I/2019, MWG chỉ mới đạt được 25,017 tỷ đồng doanh thu thuần và LNST 1,041 tỷ đồng, tương ứng với mức hoàn thành 23% kế hoạch doanh thu và 29% kế hoạch LNST của năm 2019.

Đến hết ngày 30/6/2019, MWG có tổng cộng 2,449 cửa hàng, trong đó có 262 cửa hàng mới được mở chỉ trong 6 tháng đầu năm. Trung bình từ đầu năm 2019, MWG có 1.5 cửa hàng mới mỗi ngày. Cụ thể hơn, tính đến cuối tháng 6/2019, MWG có 1,011 cửa hàng TGDD, 838 cửa hàng ĐMX và 600 cửa hàng BHX. Tính đến cuối tháng 6/2019, MWG cũng đã thực hiện chuyển đổi 21 cửa hàng TGDD sang cửa hàng ĐMX Mini.

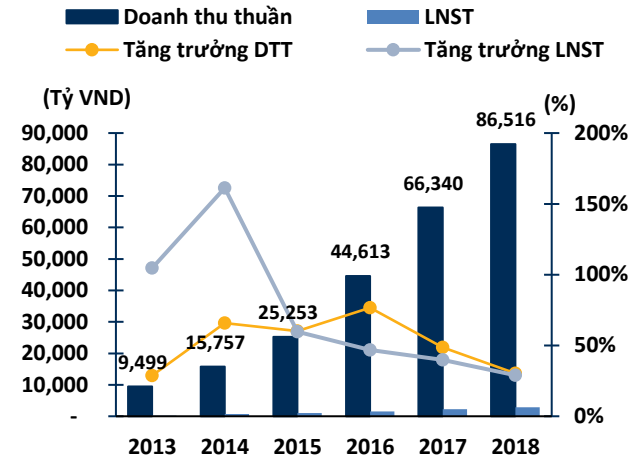
Bên cạnh đó, MWG cũng thực hiện việc thay đổi trưng bày cho chuỗi cửa hàng ĐMX. Chỉ trong quý 2/2019, MWG đã hoàn tất thay đổi trưng bày cho 210 cửa hàng ĐMX mini. Các cửa hàng sau khi thay đổi trưng bày đã ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu trên 30% so với kết quả kinh doanh trước đó.

Biểu đồ 15: Diễn biến doanh thu từng chuỗi qua các năm



Nguồn: MWG

Biểu đồ 16: Doanh thu thuần và LNST qua các năm



Nguồn: MWG

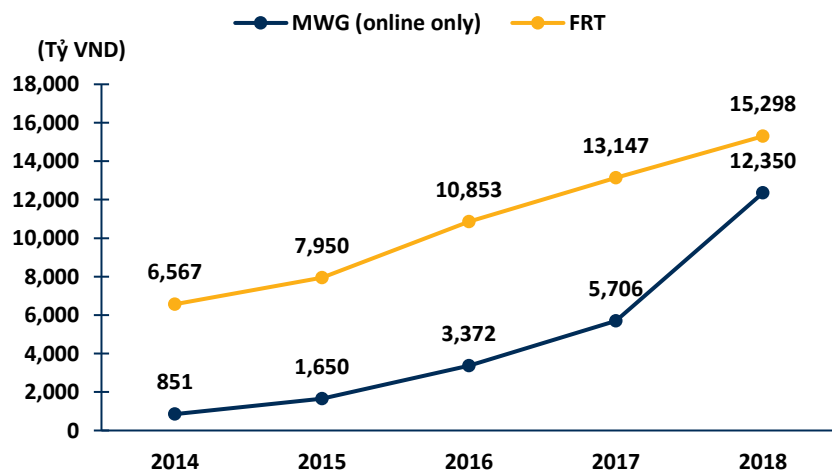
**Doanh thu online tăng trưởng mạnh mẽ, vượt 10,000 tỷ đồng năm 2018**

Những năm qua, mảng kinh doanh online của MWG đã tăng trưởng mạnh mẽ. Từ mức doanh thu online dưới 1,000 tỷ đồng (năm 2014) và chỉ đóng góp 5.9% trong tổng doanh thu, đến năm 2018 doanh thu online của MWG đạt 12,350 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 14.3% tổng doanh thu của MWG. Doanh thu online đã tăng trưởng 116% so với năm 2017 và hoàn thành 123% kế hoạch của năm. MWG có 12 ngàn giao dịch thành công trung bình mỗi ngày qua các website của MWG. Với 3 website đang phục vụ nhu cầu mua sắm online về các sản phẩm điện thoại, điện máy và hàng tiêu dùng nhanh (FMCGs) là thegioididong.com, dienmayxanh.com và bachhoaxanh.com, MWG là công ty đóng góp doanh thu lớn nhất trong tổng giá trị toàn thị trường bán lẻ trực tuyến tại Việt Nam. Chỉ tính riêng doanh thu online của MWG đã gần bằng tổng doanh thu của FPT Retail (FRT: HSX) (hơn 15,000 tỷ đồng năm 2018), thậm chí bỏ xa nhiều đối thủ trong ngành điện máy như Media Mart, Nguyễn Kim, PICO...

**Doanh thu online đóng góp 15% tổng doanh thu 6 tháng năm 2019**

Doanh thu online của 6 tháng đầu năm 2019 đạt 7,720 tỷ đồng, tăng trưởng 39% so với cùng kỳ năm trước và đóng góp 15% trong tổng doanh thu 6 tháng. Tuy nhiên, trong 3 tháng gần đây doanh thu online của MWG đang giảm, và doanh thu online trong tháng 6/2019 chỉ đạt 775 tỷ đồng (-20% YoY). Nguyên nhân là do bối cảnh thị trường điện thoại được đánh giá đã bão hòa.

Biểu đồ 17: So sánh tổng doanh thu FRT và doanh thu online của MWG



Nguồn: MWG



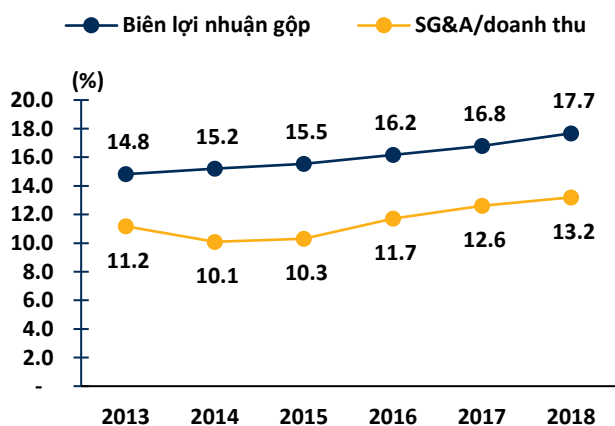
**Biên lợi nhuận tăng đều qua các năm**

Biên lợi nhuận gộp tăng đều qua các năm và đạt mức 17.7% năm 2018, là mức cao nhất trong các năm trở lại đây. Biên lợi nhuận ròng của 6 tháng đầu năm 2019 đạt mức 4.1%, tăng 0.6% so với mức 3.5% của cùng kỳ 2018. Nguyên nhân của sự cải thiện biên lợi nhuận chủ yếu do doanh thu trung bình trên mỗi cửa hàng của các chuỗi tăng lên trong khi chi phí hoạt động tại cửa hàng không thay đổi nhiều.

**Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp (SG&A) tăng nhanh**

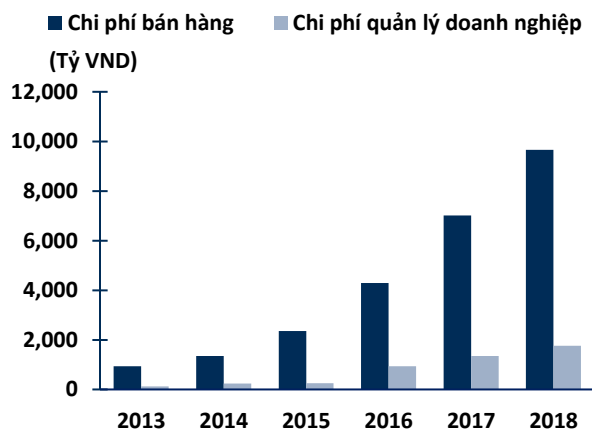
Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng nhanh cùng với tốc độ phát triển mạng lưới của MWG. Hai khoản mục này là 2 chi phí chính của MWG và duy trì đà tăng trong những năm gần đây. Chi phí bán hàng có tốc độ tăng trưởng bình quân hằng năm (CAGR) đạt 59%, trong khi đó CAGR của chi phí quản lý là khoảng 69%. Đây là một dấu hiệu tích cực đối với một doanh nghiệp bán lẻ như MWG khi biên lợi nhuận gộp cùng với số lượng cửa hàng đều tăng tương ứng.

Biểu đồ 18: Biên lợi nhuận gộp và tỉ lệ SG&A/doanh thu qua các năm



Nguồn: MWG

Biểu đồ 19: Biến động chi phí qua các năm



Nguồn: MWG

Bảng 20: Kết quả hoạt động kinh doanh năm 2018

	Doanh thu 2018 (Tỷ VND)	Tăng trưởng YoY	Tỷ trọng doanh thu 2018	Biên lợi nhuận gộp 2018	Biên lợi nhuận gộp 2017
TGDĐ	34,606	-0.3%	40%	17.4%	17.4%
ĐMX	47,638	56.2%	55%	17.5%	17.2%
BHX	4,272	275.1%	5%	18.0%	12.0%
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>86,516</b>	<b>30.4%</b>	<b>100%</b>	<b>17.7%</b>	<b>16.8%</b>

Nguồn: MWG, KBSV tổng hợp

**Khả năng sinh lợi ROA và ROE giảm dần qua các năm**

Tỷ số ROA và ROE của MWG có xu hướng giảm dần qua các năm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây không phải là một rủi ro đối với doanh nghiệp. Nguyên nhân chính là do tốc độ tăng trưởng của LNST không theo kịp tốc độ tăng trưởng của Tổng tài sản và Vốn chủ sở hữu. Chúng tôi tin rằng tốc độ tăng trưởng của Tổng tài sản và Vốn chủ sở hữu như vậy là hợp lý với thực trạng MWG đang tập trung đầu tư cho BHX và ĐMX.

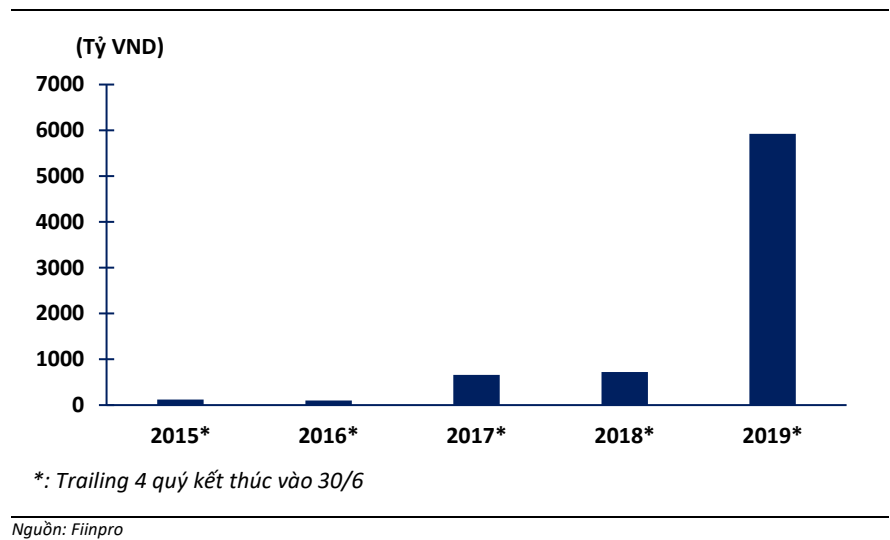
**Cơ cấu tài sản**

Đối với MWG, khoản mục hàng tồn kho chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tài sản của doanh nghiệp. Tuy vậy, tỷ trọng hàng tồn kho trong tổng tài sản đang có xu hướng giảm. Cụ thể là, vào năm 2015, hàng tồn kho chiếm 68% giá trị tổng tài sản; đến năm 2018, con số này đã giảm xuống còn 62%. Tiền và tương đương tiền có xu hướng tăng qua các năm, từ 5% giá trị tổng tài sản vào năm 2015, đã tăng lên 13% giá trị tổng tài sản vào năm 2018, đạt 3,750 tỷ đồng. Trong các năm 2017, 2018, dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh tăng rất mạnh và trở thành nguồn tài trợ chính cho hoạt động đầu tư của MWG. Trong giai đoạn MWG thử nghiệm và đầu tư những mảng kinh doanh mới, việc tiếp tục gia tăng mật bằng bán lẻ cần được tài trợ một cách bền vững từ dòng tiền hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty. Chúng tôi đánh giá điều này thể hiện xu hướng tích cực trong việc duy trì đà tăng trưởng trong tương lai của MWG.

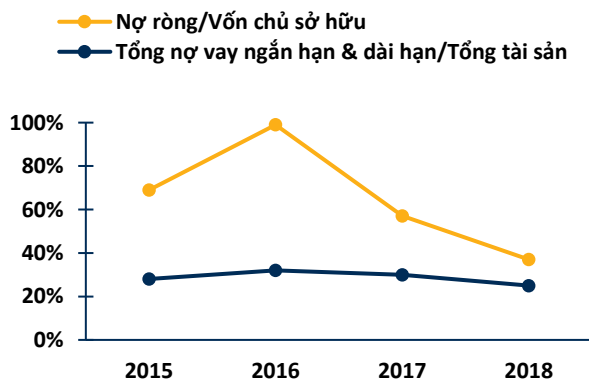
**Cơ cấu nguồn vốn**

Tổng tài sản của công ty năm 2018 đạt 28,140 tỷ đồng, tăng hơn 5 ngàn tỷ đồng so với đầu năm. Cho năm 2018, tổng nợ vay ngắn hạn và dài hạn là 7,045 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu đạt 8,983 tỷ đồng. Chỉ số tổng nợ vay ngắn hạn và dài hạn/tổng tài sản và nợ ròng/vốn chủ sở hữu đều được cải thiện qua các năm.

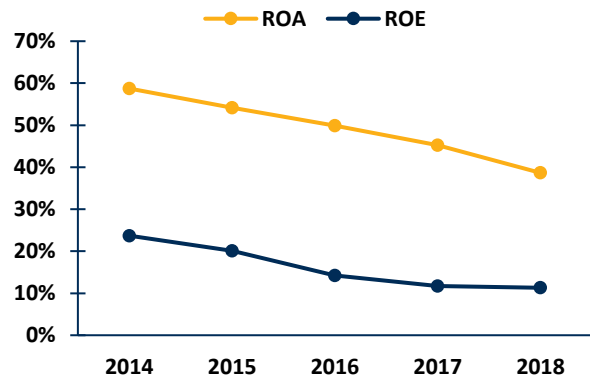
Biểu đồ 21: Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh



Biểu đồ 22: Nợ ròng/ Vốn chủ sở hữu và Tổng nợ vay ngắn hạn & dài hạn/Tổng tài sản



Biểu đồ 23: Khả năng sinh lợi



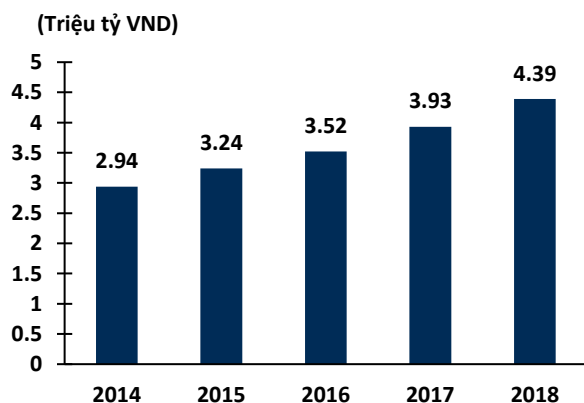
### III. ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**Các yếu tố về kinh tế vĩ mô, cơ cấu dân số, thu nhập người dân tạo tiền đề cho hoạt động bán lẻ tiếp tục bùng nổ tại Việt Nam**

**Tiếp tục hưởng lợi từ tăng trưởng kinh tế, tốc độ đô thị hóa cao.** Theo dự báo của Viện Nghiên cứu Thương mại (Bộ Công Thương), giai đoạn 2016 - 2020, tốc độ tăng trưởng thương mại bán lẻ của Việt Nam sẽ đạt 11.9%/năm, quy mô thị trường khoảng 179 tỷ USD vào năm 2020, trong đó bán lẻ hiện đại chiếm trên 45% so với mức 25% của năm 2016. Đến năm 2020, theo quy hoạch, cả nước sẽ có khoảng 1.200 - 1.500 siêu thị, 180 trung tâm thương mại, 157 trung tâm mua sắm. Tăng trưởng mạnh ở các lĩnh vực nhu cầu cần thiết và thiết yếu. Theo Tổng cục thống kê, tổng mức hàng hóa bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng của Việt Nam năm 2018 đạt mức 4.39 triệu tỷ đồng (+9.4% YoY), cao nhất từ trước đến nay.

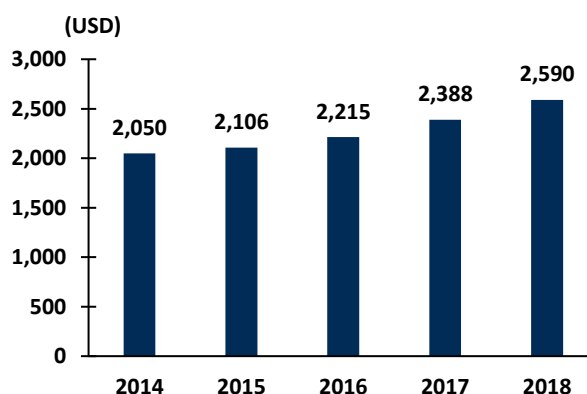
**Thu nhập khả dụng của người dân có xu hướng tăng và điều kiện nhân khẩu học càng trở thuận lợi.** Với dân số đông (97 triệu dân, cuối năm 2018) và tốc độ tăng trưởng kinh tế và tốc độ tăng thu nhập bình quân đầu người thuộc nhóm tăng trưởng cao trong khu vực, đạt 2,590 USD/năm cho năm 2018 và dự báo tăng khoảng 8-10% mỗi năm, thị trường bán lẻ Việt Nam có nhiều tiềm năng cho nhiều tập đoàn bán lẻ trong và ngoài nước thâm nhập. Xu hướng tiêu dùng của tầng lớp thanh niên/ trung niên cũng khiến phương thức mua bán chuyển dịch theo hướng giảm các kênh mua sắm truyền thống và chuyển sang các trung tâm thương mại, cửa hàng tiện lợi hoặc mua sắm online. Sự chuyển dịch này rất phù hợp với các chiến lược kinh doanh của MWG.

Biểu đồ 24: Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ



Nguồn: Tổng cục thống kê

Biểu đồ 25: GDP đầu người qua các năm gần đây



Nguồn: KBSV tổng hợp

**Điện máy Xanh là động lực tăng trưởng chính trong 2-3 năm tới**

**Mảng bán lẻ nhóm sản phẩm điện máy có triển vọng tăng trưởng tốt nhờ tỉ lệ thâm nhập còn thấp.** Theo Euromonitor (tập đoàn nghiên cứu thị trường toàn cầu có trụ sở tại London), doanh thu ngành bán lẻ điện tử tiêu dùng được kì vọng sẽ có tốc độ tăng trưởng kép 10-10.5% giai đoạn 2018-2023 do: (1) Thu nhập khả dụng của người dân tăng, nhờ vào tốc độ tăng trưởng GDP cao (bình quân 6.1% giai đoạn 2012-2018) tạo nên triển vọng mạnh về nhu cầu đối với ngành hàng điện tử tiêu dùng trong trung hạn; (2) tỉ lệ thâm nhập của điện tử tiêu dùng còn thấp (đối với TV là 51%, máy lạnh là 33%, máy giặt là 30%) và (3) sự tiếp cận dễ dàng các kênh tài chính tiêu dùng khiến cho người dân tăng chi tiêu mua sắm.

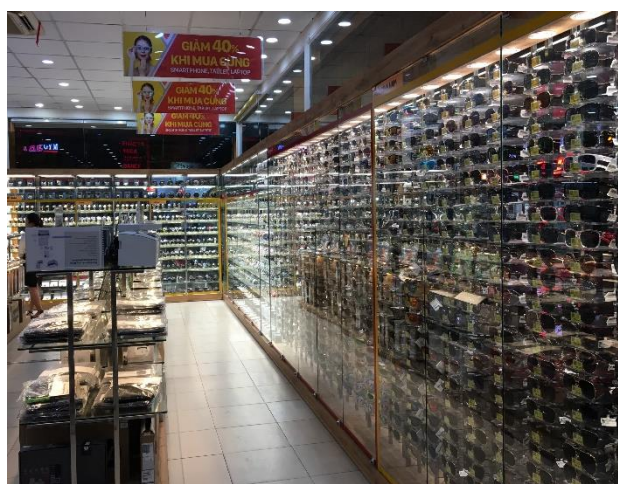
**ĐMX đã vượt qua TGDĐ từ tháng 11/2017 để trở thành đầu tàu đóng góp doanh thu cho MWG** với khoảng 58.7% doanh thu cho 6 tháng đầu năm 2019. Hiện doanh thu 1 cửa hàng TGDĐ vào khoảng 2.8 tỷ đồng/tháng trong khi ĐMX là hơn 6 tỷ đồng/tháng. Đã có trên 80 cửa hàng được chuyển đổi từ giữa năm 2017 đến nay. Điều này sẽ giúp MWG tối ưu được chi phí và lấy thêm được thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ địa phương – hiện đang chiếm 40% thị trường. Ngoài ra, thị trường miền Bắc cũng là đối tượng tiềm năng khi ĐMX hiện chỉ đang chiếm 15% thị phần tại khu vực này.

**MWG có kế hoạch tiếp tục mở rộng chuỗi cửa hàng ĐMX** với khoảng 150 cửa hàng trong năm 2019 đồng thời chuyển đổi các cửa hàng ĐMX mini hiện hữu sang mô hình mới. Chỉ riêng trong quý 2, MWG đã hoàn tất thay đổi trưng bày cho 210 cửa hàng ĐMX mini. Các cửa hàng ĐMX mini sau khi thay đổi layout có thể tăng thêm 30% doanh thu/cửa hàng nhờ lượng sản phẩm trưng bày được lớn hơn cho cả ngành hàng điện máy và đồ gia dụng/ dụng cụ nhà bếp nhỏ. MWG dự kiến sẽ tiếp tục triển khai việc thay đổi layout cho gần 300 cửa hàng ĐMX mini còn lại trong 6 tháng cuối năm.

**MWG đang thực hiện chiến lược đa dạng hóa danh mục sản phẩm** với việc triển khai bán đồng hồ và mắt kính theo mô hình shop-in-shop trong các cửa hàng TGDĐ và ĐMX. Chiến lược này hiện đạt kết quả khả quan, đóng góp doanh thu vào khoảng 600 triệu VND đến 1 tỷ VND trên một cửa hàng. Do tận dụng được hệ thống trưng bày, nhân viên, cửa hàng... mô hình shop-in-shop này có thể tiết kiệm chi phí cho MWG đồng thời gia tăng biên lợi nhuận. Hiện tại, MWG đang áp dụng các chính sách chiết khấu 20-40% khi mua đồng hồ, mắt kính chung với điện thoại, máy tính bảng, laptop. Việc bán thêm đồng hồ giúp các cửa hàng TGDĐ và ĐMX hiện kinh doanh mặt hàng này tăng trung bình 10% doanh thu.

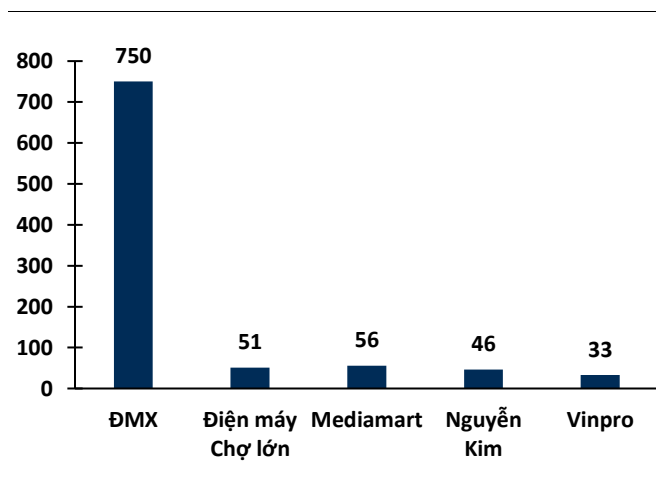
Chúng tôi cho rằng TGDĐ và ĐMX có lợi thế cạnh tranh ở thương hiệu lớn, độ phủ rộng (hơn 1,800 cửa hàng trải rộng khắp Việt Nam) và chú trọng vào trải nghiệm của khách hàng. MWG tạo sự khác biệt với các đối thủ cạnh tranh bằng chất lượng dịch vụ: từ thái độ tận tâm, trung thực, integrity của nhân viên bán hàng, dịch vụ hậu mãi an toàn đến việc phát triển website có giao diện thân thiện với người dùng. MWG đã giành được thị phần một cách khá thuyết phục trong các năm vừa qua và chúng tôi đánh giá mục tiêu 45% thị phần mảng bán lẻ điện máy đến năm 2020 của ĐMX là tương đối khả thi.

Hình 26: MWG bán đồng hồ, mắt kính theo mô hình shop-in-shop



Nguồn: KBSV

Biểu đồ 27: So sánh số cửa hàng điện máy (2018)



Nguồn: KBSV tổng hợp

## Bách hóa Xanh là tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn

**Ngành bán lẻ thực phẩm – hàng tiêu dùng hiện là thị trường khá màu mỡ,** đặc biệt khi thu nhập bình quân đầu người đang ở mức cao. Theo thống kê của Euromonitor, quy mô thị trường bán lẻ bách hóa của Việt Nam hiện đạt hơn 50 tỷ USD và tăng trưởng với tốc độ khoảng 10%/năm. Thị trường có độ phân mảnh rất cao khi 90% thị phần nằm ở 8,500 chợ truyền thống và 1.4 triệu tạp hóa nhỏ lẻ. Chúng tôi tin rằng đây là thị trường có cơ hội rất lớn cho MWG nếu bài toán mở rộng chuỗi được giải quyết.

**Doanh thu bình quân mỗi cửa hàng BHX tăng trưởng ấn tượng.** Từ hơn 20 cửa hàng “thịt tươi – cá lội” được triển khai thử nghiệm đầu năm nay, đến cuối tháng 6/2019, BHX đã có 600 cửa hàng trên toàn quốc. Trong đó có 218 cửa hàng tại 14 tỉnh thành thuộc khu vực Nam Bộ ngoài TP.HCM (chiếm 36% tổng số cửa hàng BHX so với mức 8% cuối năm 2018). Các cửa hàng đã hoạt động ổn định tiếp tục tăng trưởng doanh thu bình quân, đạt hơn 1.5 tỷ đồng/cửa hàng/tháng. Biên lợi nhuận của BHX đạt khoảng 19% đến tháng 6/2019. Doanh thu trung bình các cửa hàng BHX liên tục tăng do (1) công tác mua hàng linh hoạt, tươi ngon, số lượng lớn; (2) hoàn thiện năng lực lựa chọn mặt bằng mở mới và đảm bảo cửa hàng nhanh chóng đạt doanh số mục tiêu sau khi khai trương.

Năm 2019, công ty sẽ tiếp tục cải thiện công tác thu mua trực tiếp đối với hàng hóa nhập khẩu, từ đó giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp. Sản phẩm trái cây nhập khẩu của BHX sẽ phần lớn đến từ các quốc gia phương Tây như táo và cherry từ Mỹ và New Zealand, cam và nho từ Úc và Nam Phi. Sản lượng hàng hóa nhập khẩu đã tăng đáng kể từ 30 containers trong tháng 4 lên đến 80 containers trong tháng 5. Sau trái cây và cá biển, BHX tiếp tục thử nghiệm nhập khẩu trực tiếp bánh kẹo. BHX đã tiêu thụ hết 4 containers bánh kẹo chỉ trong 2 tuần sau khi các sản phẩm được bày bán tại cửa hàng và trên website bachhoaxanh.com. Các mặt hàng nhập khẩu trực tiếp tại BHX có giá cả thấp hơn thị trường từ 10-30%.

Tỷ lệ đóng góp hàng tươi sống, hàng mát và đông lạnh trong tổng doanh thu của BHX lũy kế 6 tháng đầu năm tăng lên hơn 50%. Đây là ưu thế của BHX khi nhóm hàng này thu hút khách đến mua hàng thường xuyên và thường mang lại biên lợi nhuận gộp cao hơn các nhóm hàng FMCGs.

Hiện tại, MWG đang có 2 kho hoạt động tại TP.HCM và 1 kho sơ chế tại Lâm Đồng và dự định mở mới 2 trung tâm phân phối để phục vụ bán hàng tươi sống và giảm chi phí logistics. Cách thức mua hàng mới đối với các sản phẩm tươi sống ngay tại thị trường địa phương giúp gia tăng sản lượng hàng hóa, cải thiện biên lợi nhuận gộp, sản phẩm tươi ngon hơn do giảm đáng kể thời gian trung chuyển từ nơi thu hoạch, sơ chế đến nơi người tiêu dùng.

**Các cửa hàng BHX mới mở ở các tỉnh ngoài TP.HCM có doanh thu trung bình/cửa hàng cao** với khoảng 1.6 – 2 tỷ trong tháng 4/2019, cao hơn mức doanh thu trung bình/cửa hàng của toàn chuỗi là 1.5 tỷ đồng vào thời điểm tháng 6/2019.

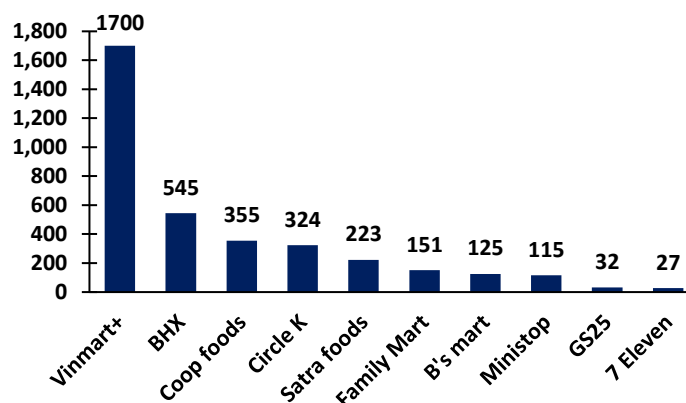
Cuối tháng 5/2019, BHX đã khởi động mô hình đưa đồ dùng nhà bếp và một số sản phẩm gia dụng thiết yếu vào mô hình Double shop (BHX kết hợp gia dụng), cửa hàng thử nghiệm đầu tiên đặt tại Tây Ninh. Các cửa hàng Double Shop kinh doanh sản phẩm gia dụng có doanh thu tăng trưởng khoảng 30% so với trước khi chuyển đổi. Sau khi thử nghiệm thành công mô hình này tại Tây Ninh vào cuối tháng 5, BHX đã chuyển đổi thêm 3 cửa hàng lớn 300 m<sup>2</sup> đang có doanh số cao tại TP.HCM trong tháng 6/2019.



Ngoài ra, **MWG cũng đã đảm bảo đủ số lượng mặt bằng để vượt mục tiêu số cửa hàng BHX** đặt ra hồi đầu năm là 700 cửa hàng. Năng lực lựa chọn mặt bằng của MWG ngày càng được hoàn thiện góp phần thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trên từng cửa hàng. Chỉ riêng trong tháng 6, MWG đã ký thành công hơn 70 mặt bằng BHX. MWG dự kiến sẽ có cửa hàng BHX thứ 700 trong quý 3/2019.

MWG đặt mục tiêu đến hết năm 2019, BHX sẽ hòa vốn cửa hàng và kho phân phối, điều này phù hợp với dự phóng của chúng tôi.

Biểu đồ 28: Số lượng cửa hàng theo các chuỗi



Nguồn: KBSV tổng hợp

Tiếp tục duy trì lợi thế cạnh tranh cốt lõi đó là **tối ưu hóa hệ thống vận hành thông qua ERP** và tối ưu hóa trải nghiệm khách hàng thông qua các dịch vụ chăm sóc khách hàng. Kinh nghiệm trong việc vận hành các chuỗi bán lẻ cùng với việc ứng dụng Công nghệ Thông tin trong quản trị chuỗi cung ứng của MWG được chúng tôi đánh giá cao. MWG là một trong những doanh nghiệp sử dụng hệ thống ERP rất hiệu quả.

#### IV. RỦI RO ĐẦU TƯ

##### Rủi ro bão hòa mảng điện thoại

Chuỗi thegioidadong.com sau 5 năm phát triển mạnh mẽ bắt đầu có dấu hiệu chững lại, doanh thu mảng này năm 2018 giảm nhẹ so với năm 2017. Nguyên nhân của sự sụt giảm này là do mặt hàng điện tử đã có độ phổ biến cao nhờ sự xuất hiện của nhiều hãng điện thoại giá rẻ từ Trung Quốc như Xiaomi, Oppo. Độ thâm nhập gần đạt ngưỡng bão hòa: 84% ở các thành phố lớn và 71% ở các thành phố thứ cấp theo nghiên cứu của Nielsen (công ty thông tin, dữ liệu và đo lường toàn cầu có trụ sở tại New York, Mỹ).

Dù MWG sở hữu các website bán hàng online có lượt traffic và giao dịch top đầu của Việt Nam như thegioidadong.com, dienmayxanh.com, và bachhoaxanh.com, cuộc chiến về giá từ các đối thủ online đang muốn tranh giành thị phần có thể sẽ làm giảm biên lợi nhuận hoạt động của MWG.

##### Sức ép cạnh tranh ngày càng lớn của các nhà bán lẻ nước ngoài

Ngoài việc các công ty lớn ngành E-Commerce với chiến lược chi phí thấp như Lazada (Alibaba), Shopee (SEA Group) và Tiki (JD.com), những công ty thương mại điện tử có uy tín từ thị trường phát triển như Rakuten (Nhật), AeonEshop (Nhật), Lotte (Hàn Quốc) và thậm chí là Amazon (Hoa Kỳ) cũng sẽ tham gia trong dài hạn, góp phần đưa các sản phẩm có nguồn gốc chất lượng vào thị trường và tạo sức ép cạnh tranh đáng kể cho miếng bánh E-Commerce Việt Nam trong những năm tới.

## Rủi ro của chuỗi BHX

BHX phải cạnh tranh với các đối thủ khác như Saigon Co.op, Satrafoods; ngoài ra, chi phí vận chuyển từ DC đến cửa hàng chiếm khoảng 3% doanh thu chuỗi BHX, do đó chuỗi này phải giảm chi phí giá vốn hoặc gia tăng doanh thu cửa hàng để có thể nâng biên lãi gộp của BHX từ 18-20%, điều này có thể gặp khó khăn trong bối cảnh BHX muốn mở rộng ra thị trường các tỉnh lẻ. Do đó, BHX có thể chưa đạt được điểm hòa vốn tại cửa hàng và kho bãi đến cuối năm nay. Bên cạnh đó, gần 50% doanh thu của BHX đến từ hàng tươi sống, chi phí hàng hóa hư hỏng chiếm khoảng 2.5% tổng doanh thu của chuỗi, do đó MWG cần có cách thức vận chuyển, lưu trữ hàng phù hợp để đảm bảo độ tươi ngon và an toàn thực phẩm của các mặt hàng này.

## V. ĐỊNH GIÁ

### 1. Dự phóng kết quả kinh doanh

**MWG đặt mục tiêu tăng 25% YoY doanh thu và 25% YoY lợi nhuận sau thuế**

Cho năm 2019, MWG đặt ra kế hoạch kinh doanh doanh thu thuần ở mức 108,468 tỷ VND (+25% YoY) và LNST đạt 3,571 tỷ VND (+24% YoY). Theo ban lãnh đạo của MWG, năm 2019 là năm xây dựng nền móng quan trọng nhằm đảm bảo cho chuỗi BHX sẵn sàng để nhân rộng mạnh mẽ trên toàn quốc. Hoạt động bán lẻ sản phẩm điện thoại, điện máy vẫn là nguồn đóng góp doanh thu và lợi nhuận chủ yếu cho MWG trong năm nay, mục tiêu ngành hàng điện máy chiếm 40% thị phần.

**MWG dự kiến cuối năm có 1,900 cửa hàng TGDĐ và ĐMX, chuỗi BHX đạt điểm hòa vốn tại cửa hàng và trung tâm phân phối**

Trong năm 2019, MWG dự kiến chuyển đổi cửa hàng từ TGDĐ thành ĐMX mini/ĐMX, số lượng dự kiến tăng thêm từ mở mới/chuyển đổi là 150 cửa hàng, kỳ vọng tăng trưởng doanh thu trung bình 50% so với trước khi chuyển đổi, tổng số cửa hàng TGDĐ và ĐMX dự kiến cuối năm 2019 là 1900 cửa hàng. Đối với chuỗi BHX, mục tiêu cuối năm 2019 là có lợi nhuận trực tiếp (bù đắp hoàn toàn các chi phí hoạt động tại cửa hàng và các trung tâm phân phối, nhưng chưa bao gồm các chi phí ở cấp độ công ty).

Về doanh thu:

**Chuỗi TGDĐ được dự phóng giảm 35-40 cửa hàng, doanh thu giảm 0.3% YoY trong năm 2019 đạt 34 nghìn tỷ đồng**

- **Chuỗi Thế Giới Di Động:** Theo dự báo của GFK, tốc độ tăng trưởng thị trường bán lẻ điện thoại khoảng 1% trong 2019. Do đó, công ty sẽ không mở thêm cửa hàng và còn chuyển đổi khoảng 35-40 cửa hàng thành ĐMX. Do đó, số cửa hàng cuối 2019 của chuỗi TGDĐ chúng tôi dự phóng còn khoảng 992 (-3.9% YoY). Tăng trưởng doanh thu cửa hàng hiện hữu (SSSG) khoảng 1%. Chúng tôi ước tính doanh thu từ chuỗi này có tốc độ tăng trưởng -0.3% trong năm 2019. Tương đương với doanh thu khoảng 34,489 tỷ đồng.

**Chuỗi ĐMX được dự phóng mở mới và chuyển đổi 150 cửa hàng, doanh thu trung bình/cửa hàng/tháng tăng lên mức 6.4 tỷ đồng, doanh thu đạt 63 nghìn tỷ cho năm 2019 (+34% YoY)**

- **Chuỗi Điện Máy Xanh:** năm 2019, chúng tôi dự phóng công ty sẽ mở mới và chuyển đổi khoảng 150 cửa hàng ĐMX (+38% YoY). Bên cạnh GFK dự báo tốc độ tăng trưởng thị trường bán lẻ nhóm sản phẩm điện máy tiếp tục duy trì ở mức 10-11%. Thị phần ở mảng này của MWG năm 2018 là 35%, do đó vẫn còn dư địa để gia tăng thêm thị phần. Với giả định tăng trưởng doanh thu cửa hàng hiện hữu (SSSG) khoảng 12%, doanh thu trung bình/cửa hàng/tháng tăng lên mức 6.4 tỷ đồng. Cách bố trí cửa hàng ĐMX được tối ưu, các sản phẩm mới như đồng hồ, mắt kính với mô hình shop-in-shop có biên lợi nhuận cao. Chúng tôi ước tính doanh thu từ ĐMX sẽ tăng trưởng 33% trong 2019 tương đương với doanh thu khoảng 63,368 tỷ đồng.

**Chuỗi BHX có thể đạt 850 cửa hàng đến cuối năm, doanh thu trung bình/cửa hàng/tháng tăng lên mức 1.5 tỷ đồng, doanh thu đạt 11 nghìn tỷ đồng năm 2019 (+155% YoY)**

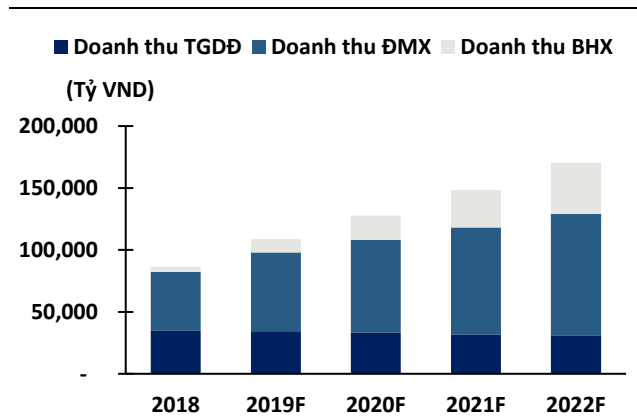
• **Chuỗi Bách Hóa Xanh:** Chúng tôi cho rằng số lượng cửa hàng BHX có thể đạt được 850 cửa hàng tại thời điểm cuối năm 2019 do MWG đã đảm bảo đủ số lượng mặt bằng vượt mục tiêu đầu năm và kì vọng doanh thu trung bình/cửa hàng/tháng giữ ở mức 1.5 tỷ đồng như 1H/2019, chúng tôi dự phóng doanh thu của BHX trong 2019 đạt khoảng 11,047 tỷ đồng (+155% YoY).

Về lợi nhuận:

**Chúng tôi dự phóng biên LNG của MWG tăng nhẹ lên 17.8%, biên LNR tăng lên mức 4.0%**

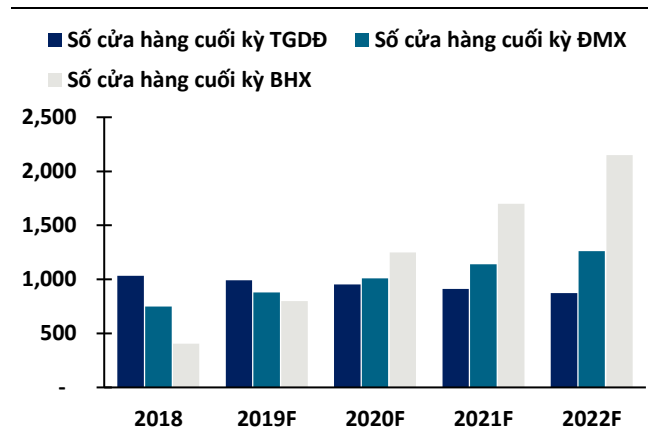
Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của năm tăng nhẹ lên 17.8%, biên lợi nhuận gộp của ĐMX và BHX sẽ tiếp tục cải thiện. Tỷ lệ chi phí QLDN và chi phí bán hàng/doanh thu thuần chiếm lần lượt 2% và 11%. Chúng tôi ước tính biên LNST của MWG sẽ cải thiện từ 3.3% lên 4.0% cho cả năm 2019 do biên lợi nhuận ròng 6 tháng đầu năm đã đạt mức 4.1%. LNST ước đạt 4,366 tỷ đồng (+52% YoY), vượt kế hoạch lợi nhuận của năm.

Biểu đồ 29: Dự phóng doanh thu của các chuỗi



Nguồn: KBSV dự phóng

Biểu đồ 30: Dự phóng số cửa hàng của mỗi chuỗi



Nguồn: KBSV dự phóng

Bảng 31: Dự phóng kết quả kinh doanh

Tỷ VND	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020F
Doanh thu thuần	25,253	44,613	66,340	86,516	108,904	135,232
Giá vốn hàng bán	21,330	37,399	55,198	71,224	89,565	110,841
Lợi nhuận gộp	3,922	7,214	11,142	15,292	19,339	24,391
Chi phí bán hàng	2,351	4,288	7,017	9,660	11,031	14,470
Chi phí quản lý doanh nghiệp	249	935	1,346	1,762	2,163	2,705
Lợi nhuận sau thuế	1,076	1,578	2,207	2,880	4,366	5,874
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	1,072	1,577	2,206	2,879	4,365	5,873

Nguồn: MWG, KBSV dự phóng

**2. Định giá**

Chúng tôi định giá MWG bằng việc kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và chỉ số P/E.

Chúng tôi ước tính doanh thu và dòng tiền theo phương pháp DCF như sau:

Bảng 32: Định giá bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền

(TỶ VND)	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	108,904	135,232	165,839	201,282	243,317
EBITDA	7,451	9,741	12,041	14,282	18,247
Lợi nhuận từ hoạt động SXKD	5,502	7,217	9,212	11,438	14,122
Thuế	(1,373)	(1,848)	(2,432)	(3,123)	(4,003)
Khấu hao	1,458	1,749	1,599	937	1,209
Đầu tư XDCB	(2,408)	(2,996)	(1,942)	(2,357)	(2,850)
Thay đổi vốn lưu động	(587)	(1,481)	(1,306)	(1,065)	1,636
<b>FCFF</b>	<b>2,591</b>	<b>2,641</b>	<b>5,132</b>	<b>5,830</b>	<b>10,115</b>
Giá trị hiện tại (WACC 11.3%)	19,849				
Giá trị cuối cùng (g = 3%)	57,061				
Giá trị doanh nghiệp	76,910				
Giá trị vốn hóa	76,180				
Số lượng cổ phần (triệu)	443				
Giá tính theo DCF (ngàn đồng)	<b>172</b>				

Nguồn: KBSV ước tính

Bảng 33: Định giá một số công ty cùng ngành trong khu vực

Tên công ty	Mã CK	Quốc gia	Vốn hóa (USD)	Beta	P/E
AEON CO (M) BHD	AEON	Malaysia	603,681,050,000	0.82	21.54
CP ALL PCL	CPALL	Thái Lan	25,511,867,321	0.86	38.22
SM PRIME HLDGS	SMPH	Philippines	21,411,810,675	1.09	32.85
SUMBER ALFARIA TRIJAYA	AMRT	Indonesia	2,793,357,612	0.31	53.65
ROBINSONS RETAIL	RRHI	Philippines	2,403,892,759	0.54	22.83
CAPITALAND RETAIL	CRCT	Singapore	1,184,740,050	0.64	11.35
MATAHARI DEPT	LPPF	Indonesia	762,800,676	0.92	10.06
PHU NHUAN JEWELRY	PNJ	Việt Nam	711,184,525	1.00	15.47
RAMAYANA LESTARI	RALS	Indonesia	695,745,208	0.73	14.54
JIANPU TECHNOLOGY	JT	US	629,438,421	-	-
FPT DIGITAL RETAIL	FRT	Việt Nam	177,103,742	-	12.09
CHALLENGER TECH	CHLG	Singapore	141,561,218	0.59	9.98
DIGIWORLD CORP	DGW	Việt Nam	37,817,043	0.88	7.36
EPICENTRE HOLDINGS	EPIC	Singapore	2,102,098	-	-
Trung bình					17.85
Trung vị					13.32

Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

### Tổng hợp định giá

MWG là công ty bán lẻ mặt hàng điện thoại, thiết bị điện-điện tử, và thực phẩm lớn nhất Việt Nam, đóng vai trò đầu tàu trong ngành bán lẻ. Chúng tôi tin rằng MWG đã tìm ra được hướng đi phù hợp với chiến lược phát triển đúng đắn, đồng thời, MWG đã thành công trong việc tìm ra công thức phát triển cho BHX và phương án tối ưu hóa doanh thu cho chuỗi cửa ĐMX và TGDD cũng như phát triển các mảng kinh doanh mới như đồng hồ, mắt kính. Sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF và hệ số P/E forward 13x, chúng tôi định giá MWG ở mức 136,600đ/cp vào thời điểm cuối 2019 và khuyến nghị MUA với mức sinh lời kỳ vọng 32% so với giá ở thời điểm 31/07/2019.

Bảng 34: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá/cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng	Giá trị hiệu lực (đồng)
P/E	101,253	50%	50,626
DCF	171,963	50%	85,981
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>136,600</b>

**PHỤ LỤC**

**Báo cáo Kết quả HKKD (Tỷ VNĐ)**

	2016	2017	2018	1H/2019
Doanh số thuần	44,613.33	66,339.80	86,516.29	51,621.17
Giá vốn hàng bán	-37,399.23	-55,198.02	-71,224.16	-42,438.97
Lãi gộp	7,214.11	11,141.78	15,292.13	9,182.20
Thu nhập tài chính	135.33	250.51	342.08	271.51
Chi phí tài chính	-120.09	-234.29	-436.57	-267.14
Trong đó: Chi phí lãi vay	-119.65	-233.20	-436.42	-267.11
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0.00	0.00	-2.10	-0.49
Chi phí bán hàng	-4,287.70	-7,017.06	-9,659.74	-5,457.77
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-934.78	-1,345.50	-1,761.61	-1,004.11
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,006.87	2,795.44	3,774.18	2,724.19
Thu nhập khác	31.13	17.68	33.23	20.59
Chi phí khác	-32.09	-3.82	-21.10	-8.01
Thu nhập khác, ròng	-0.96	13.87	12.14	12.58
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0.00	0.00	0.00	0.00
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2,005.91	2,809.31	3,786.32	2,736.78
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-427.66	-602.41	-906.01	-616.09
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,578.25	2,206.90	2,880.31	2,120.69
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0.88	1.22	1.58	1.07
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,577.37	2,205.68	2,878.72	2,119.62

**Chỉ số hoạt động**

	2016	2017	2018	TTM Q2/2019
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16.17%	16.80%	17.68%	17.78%
Tỷ suất EBITDA	5.33%	5.23%	5.89%	6.21%
Tỷ suất EBIT	4.46%	4.19%	4.47%	4.82%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	4.50%	4.23%	4.38%	4.82%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	4.50%	4.21%	4.36%	4.80%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	3.54%	3.33%	3.33%	3.70%

**Báo cáo lưu chuyển tiền tệ**

Gián tiếp - Tỷ VNĐ	2016	2017	2018	1H/2019
Lãi trước thuế	2,005.91	2,809.31	3,786.32	2,736.78
Khấu hao TSCĐ	386.63	689.71	1,222.87	638.62
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	0.00	-35.34	-84.86	-127.25
Chi phí lãi vay	119.65	233.20	436.42	267.11
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	2,590.54	3,823.77	5,486.72	3,476.35
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-989.52	-1,322.95	1,246.65	494.62
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-4,503.95	-2,796.30	-4,672.94	1,080.36
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	3,124.56	3,970.34	1,331.04	-142.09
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-164.87	-96.81	126.75	-89.25
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	-586.48	2,663.66	2,261.13	4,090.61
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-1,278.79	-2,065.07	-1,495.93	-1,027.31
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0.95	0.18	1.34	27.96
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	0.00	-210.28	-85.92	-6,113.40
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	0.00	125.58	0.00	30.92
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0.00	0.00	-828.17	0.00
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp	0.00	0.00	0.00	0.00
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1.80	29.37	64.29	31.55
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-1,276.04	-2,120.21	-2,344.39	-7,050.28
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0.00	92.47	705.36	0.48
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	-0.32	0.00	-0.73	-3.42
Tiền thu được các khoản đi vay	19,961.55	29,465.79	31,893.81	22,841.94
Tiền trả các khoản đi vay	-17,225.51	-27,456.00	-31,690.85	-19,678.48
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0.00	0.00	0.00	0.00
Cổ tức đã trả	-220.13	-231.72	-485.86	-657.71
Tiền lãi đã nhận	0.00	0.00	0.00	0.00
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	2,515.60	1,870.54	421.72	2,502.81
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	653.08	2,413.99	338.46	-456.86
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	343.87	996.98	3,410.98	3,749.55
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	996.98	3,410.98	3,749.55	3,292.66

**Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)**

	2016	2017	2018	1H/2019
TÀI SẢN NGẮN HẠN	12,288.44	18,862.86	23,371.99	27,617.54
Tiền và tương đương tiền	996.98	3,410.98	3,749.55	3,292.66
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	0.00	0.00	50.92	6,133.40
Các khoản phải thu	1,410.64	2,765.85	1,542.53	1,309.52
Hàng tồn kho, ròng	9,370.73	12,050.16	17,446.01	16,424.09
TÀI SẢN DÀI HẠN	2,565.82	3,959.80	4,750.54	5,149.29
Phải thu dài hạn	179.69	242.12	313.78	330.67
Tài sản cố định	2,096.13	3,463.66	3,333.15	3,930.03
Giá trị ròng tài sản đầu tư	0.00	0.00	0.00	0.00
Tài sản dở dang dài hạn	80.42	35.46	256.83	51.37
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>14,854.26</b>	<b>22,822.66</b>	<b>28,122.53</b>	<b>32,766.83</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>11,012.91</b>	<b>16,913.75</b>	<b>19,139.50</b>	<b>22,335.86</b>
Nợ ngắn hạn	11,012.91	15,713.81	17,929.43	21,216.00
Phải trả người bán	4,680.04	7,373.23	8,244.61	8,278.29
Người mua trả tiền trước	20.04	22.48	38.06	41.10
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	0.00	0.00	0.00	17.50
Vay ngắn hạn	4,788.99	5,603.51	5,836.45	9,090.48
Nợ dài hạn	0.00	1,199.93	1,210.06	1,119.87
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
Người mua trả tiền trước dài hạn	0.00	0.00	0.00	0.00
Doanh thu chưa thực hiện	0.00	0.00	0.00	0.00
Vay dài hạn	0.00	1,199.93	1,208.17	1,119.87
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>3,841.36</b>	<b>5,908.92</b>	<b>8,983.04</b>	<b>10,430.96</b>
Vốn góp	1,539.51	3,169.88	4,434.96	4,434.96
Thặng dư vốn cổ phần	36.72	36.72	551.45	551.45
Lãi chưa phân phối	2,261.76	2,698.57	3,989.60	5,440.04
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2.32	2.78	6.25	7.16
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>14,854.26</b>	<b>22,822.66</b>	<b>28,122.53</b>	<b>32,766.83</b>

**Chỉ số chính**

	2016	2017	2018	TTM Q2/2019
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	8.65	12.73	13.65	13.49
P/E pha loãng	8.65	12.73	13.65	13.49
P/B	3.55	4.76	4.38	4.54
P/S	0.31	0.42	0.45	0.51
P/Tangible Book	3.58	4.78	4.39	4.55
P/Cash Flow	-23.26	10.54	17.38	7.87
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	7.33	9.07	8.36	9.33
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	8.75	11.33	11.00	12.01
<b>Hiệu quả quản lý</b>				
ROE%	49.88	45.24	38.66	36.80
ROA%	14.26	11.71	11.30	11.84
ROIC%	23.08	21.86	24.15	-2.64
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.09	0.22	0.21	0.16
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.22	0.39	0.30	0.53
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.12	1.20	1.30	1.30
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.00	0.20	0.13	0.11
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.00	0.05	0.04	0.03
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	1.25	1.15	0.78	0.98
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.32	0.30	0.25	0.31
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	2.87	2.66	2.00	2.03
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.74	0.69	0.64	0.65
Tổng công nợ/Vốn CSH	2.87	2.86	2.13	2.14
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.74	0.74	0.68	0.68
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	278.51	79.20	96.06	220.10
Hệ số quay vòng HTK	5.15	5.06	4.73	4.72
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	11.25	9.16	9.12	10.51

*Nguồn: MWG, KBSV tổng hợp*



**Hệ thống khuyến nghị đầu tư****Mua:** +15% hoặc cao hơn**Nắm giữ:** trong khoảng +15% và -15%**Bán:** -15% hoặc thấp hơn**KHUYẾN CÁO**

Các thông tin trong báo cáo được thu thập và phân tích dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)****Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7 Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Sài Gòn**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**LIÊN HỆ****Trung Tâm Khách hàng Tổ chức:** (+84) 28 7303 5333 - Ext: 2656**Trung Tâm Khách hàng Cá nhân:** (+84) 24 7303 5333 - Ext: 2276**Hotmail:** [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)**Website:** [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)