



The image shows a large, modern shopping mall with multiple levels. The ground floor is a wide, brightly lit atrium with a polished floor, where many people are walking. The upper levels are enclosed with glass railings and feature various retail stores. At the top, a large digital display shows the 'Lowmalls' logo. The overall atmosphere is bright and modern.

# BÁO CÁO NGÀNH BÁN LẺ

PULL & BEAR

GUESS

GUESS

Superdry

## Tiềm năng tăng trưởng lớn cho chuỗi bán lẻ

- **Tiềm năng thị trường bán lẻ Việt Nam**
- **Phân tích cạnh tranh**
- **Rủi ro đến từ thương mại điện tử với các chuỗi bán lẻ**
- **Phân tích mô hình 5 forces**
- **Lựa chọn cổ phiếu**

**Pham Viet Duy**

duy.phamviet@mbs.com.vn

## Điểm nhấn

MBS nhận định rằng ngành bán lẻ tại Việt Nam là một cơ hội đầu tư hấp dẫn cho nhà đầu tư nước ngoài cả về đầu tư tài chính hoặc đầu tư để kinh doanh. Việt Nam được hưởng lợi bởi những yếu tố lợi thế như: (1) Cơ cấu dân số vàng; (2) Đất nước đang phát triển với tốc độ tăng trưởng GDP cao và lạm phát ổn định. Những lợi thế này giúp cho ngành bán lẻ có tốc độ tăng trưởng tiêu thụ hơn 10%/năm.

Hơn nữa, Việt Nam còn được biết tới như là: (1) Đất nước có sự tăng trưởng nhanh của tầng lớp trung lưu; (2) tỉ lệ đô thị hóa cao; (3) 40% dân số Việt Nam dưới 24 tuổi. 3 yếu tố này sẽ hỗ trợ cho các chuỗi bán lẻ hiện đại tại VN như PNJ, MWG và FRT có được tốc độ tăng trưởng về lợi nhuận từ 20% - 40%/năm, cao hơn tương đối so với tăng trưởng trung bình ngành.

Tuy nhiên, những chuỗi bán lẻ hiện đại này đang gặp áp lực khi phải cạnh tranh với xu hướng mua hàng trực tuyến. Trong năm 2018, tổng doanh thu bán hàng trực tuyến đạt 6,2 tỷ đô, chiếm khoảng 3,4% tổng doanh thu bán lẻ tại Việt Nam. Cơ cấu dân số của Việt Nam có rất nhiều yếu tố để giúp mảng này có thể tăng trưởng hơn 20%/năm trong vòng tối thiểu 5 năm. Như là: trung bình 1 tháng tiêu dùng cho thương mại điện tử 1 người mới chỉ 700 nghìn đồng.

Yếu tố lo ngại về chất lượng, sự hiện diện của các cửa hàng thật và cơ sở hạ tầng cho vận chuyển còn kém là những rào cản lớn nhất cho thương mại điện tử thâm nhập vào thị trường Việt Nam. Những trở ngại này sẽ giảm bớt khi đầu tư công của chính phủ khởi động trở lại và những doanh nghiệp lớn như lazada, alibaba, amazon gia nhập thị trường.

Tổng kết, các chuỗi bán lẻ được hưởng lợi từ cơ cấu dân số nhưng đồng thời cũng có rủi ro cạnh tranh từ hình thức kinh doanh thương mại điện tử nên khiến cho triển vọng của các chuỗi này đồng thời có cả tích cực và tiêu cực. Vì vậy, những công ty có cả chuỗi cửa hàng trên toàn quốc và cả kênh bán lẻ trực tuyến sẽ có nhiều cơ hội thành công hơn tại Việt Nam - gọi là hình thức omni channel.

## Khuyến nghị cổ phiếu và giá mục tiêu

Công ty	Mã cổ phiếu	Vốn hóa (Tỷ VND)	Giá (VND)	Khuyến nghị		Price Target	
				Hiện tại	Quá khứ	Hiện tại	Quá khứ
Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận	PNJ	15,898	72,000	HOLD	n/m	79,000	n/m
CTCP Thế giới di động	MWG	40,297	91,000	BUY	n/m	110,500	n/m
Bán lẻ FPT	FRT	12,492	60,000	HOLD	n/m	58,900	n/m

## Growing potential for modern retail players

- **Tiềm năng thị trường bán lẻ Việt Nam**

**Pham Viet Duy**

duy.phamviet@mbs.com.vn

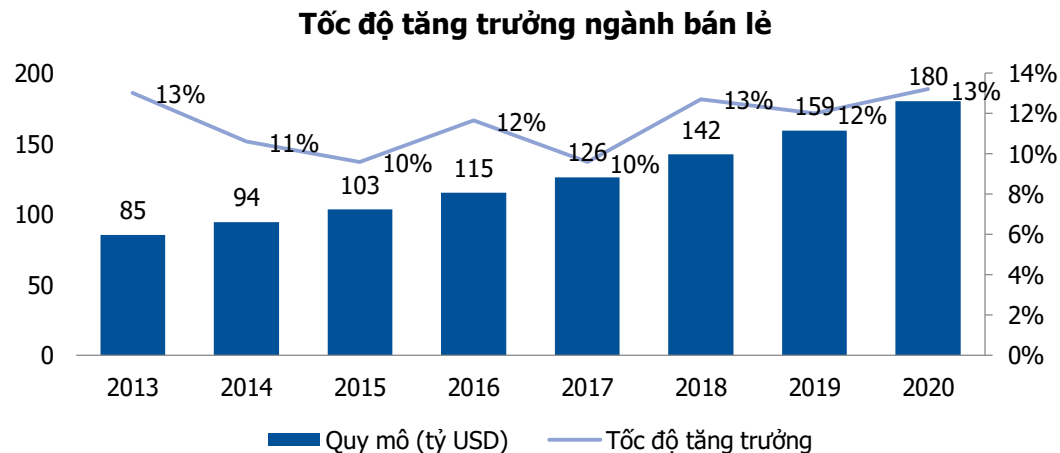
# Equity Research

## Ngành bán lẻ

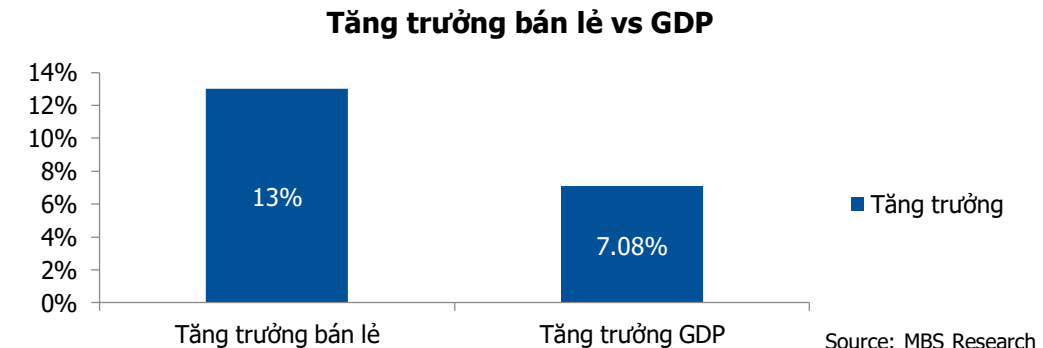
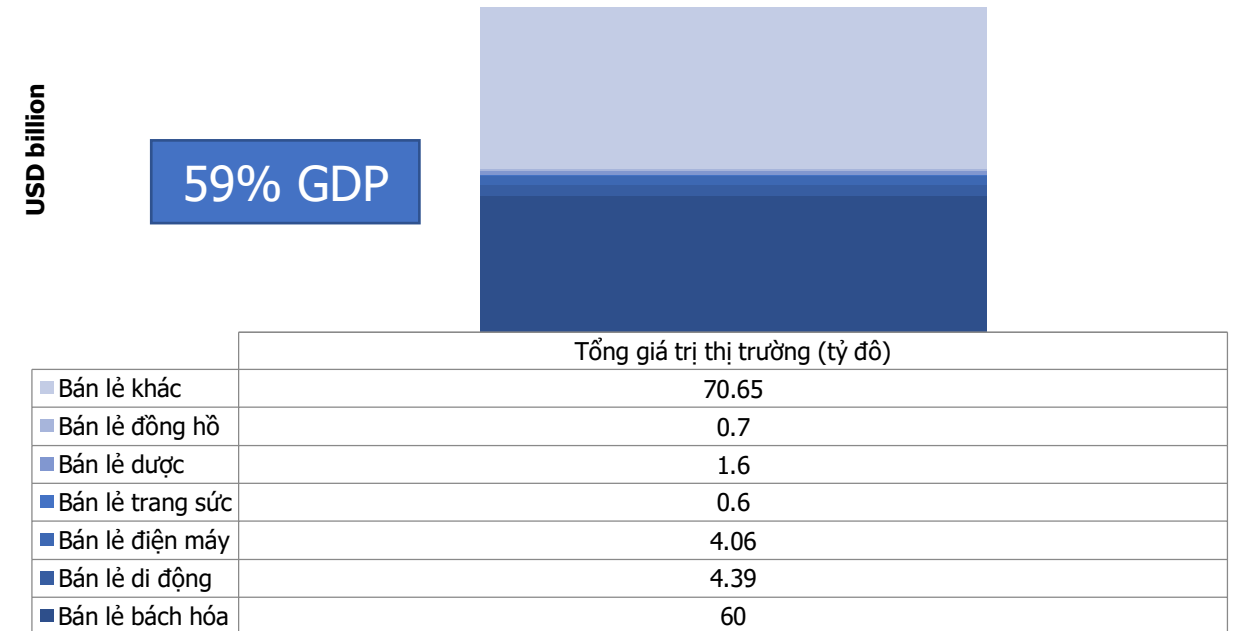
## Tổng quan ngành

### Ngành kinh tế quan trọng nhất tại Việt Nam

- Nền kinh tế Việt Nam được định hướng là nền kinh tế xuất khẩu như tiêu thụ nội địa vẫn đóng một vai trò quan trọng. Quy mô toàn thị trường bán lẻ là 142 tỷ USD đóng góp vào 59% GDP cả nước.
- Tuy nhiên các doanh nghiệp niêm yết trên sàn mới chỉ tham gia 1 phần các mảng bán lẻ trị giá khoảng 71 tỷ đô (đóng góp 29.8% GDP cả nước).
- Với tốc độ tăng trưởng ngành bán lẻ luôn cao từ gấp rưỡi đến gấp đôi tăng trưởng GDP cả nước và tỷ trọng lớn trên tổng GDP. Thị đầu tư vào bán lẻ chính là đầu tư vào tương lai nền kinh tế tại Việt Nam.
- Là một trong những thị trường tiêu thụ tiềm năng nhất của thị trường. Các doanh nghiệp tại ngành này luôn có tỉ lệ sở hữu nước ngoài đạt tối đa.



### Quy mô thị trường bán lẻ



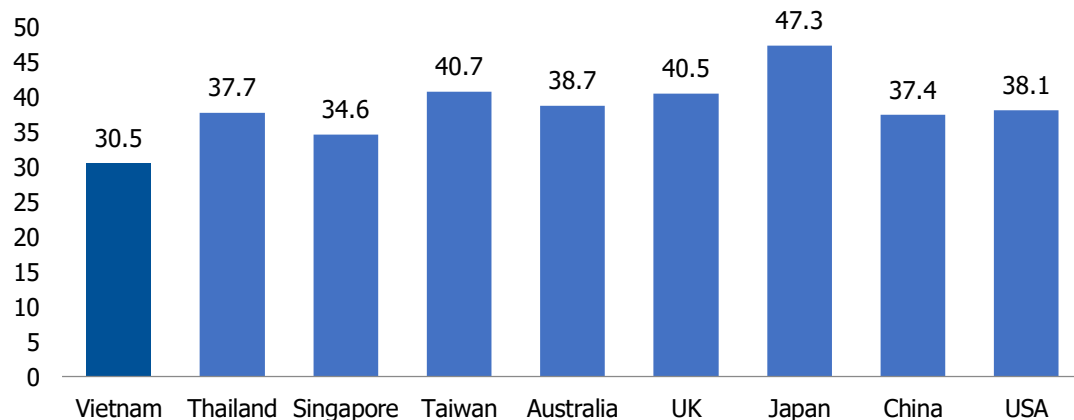
Source: MBS Research

## Ngành bán lẻ

### Tăng trưởng thêm về tầng lớp trung lưu và dân số vàng

- Theo Economist Intelligent dự đoán, tỷ lệ hộ gia đình có thu nhập hơn 10,000 đô/năm đã tăng từ 12% năm 2016 lên 17% năm 2021. Việt Nam là nước có tốc độ tăng trưởng về tầng lớp trung lưu nhanh nhất khu vực Châu Á Thái Bình Dương.
- Dân số vàng: Hơn 50% dân số Việt Nam đang ở độ tuổi lao động. Hơn 40% dân số có tuổi dưới 24. Là những độ tuổi có nhu cầu tiêu dùng lớn nhất, sẽ quyết định xu hướng tiêu dùng của người Việt.
- Dân số vàng cùng với sự tăng nhanh của tầng lớp trung lưu có nghĩa là sẽ có nhu cầu tiêu dùng nhiều hơn nữa những hàng hóa cơ bản và cao cấp. Cơ cấu dân số không chỉ tăng tiêu thụ các mặt hàng cơ bản mà nhu cầu về những mặt hàng cao cấp cũng sẽ được sử dụng nhiều hơn.

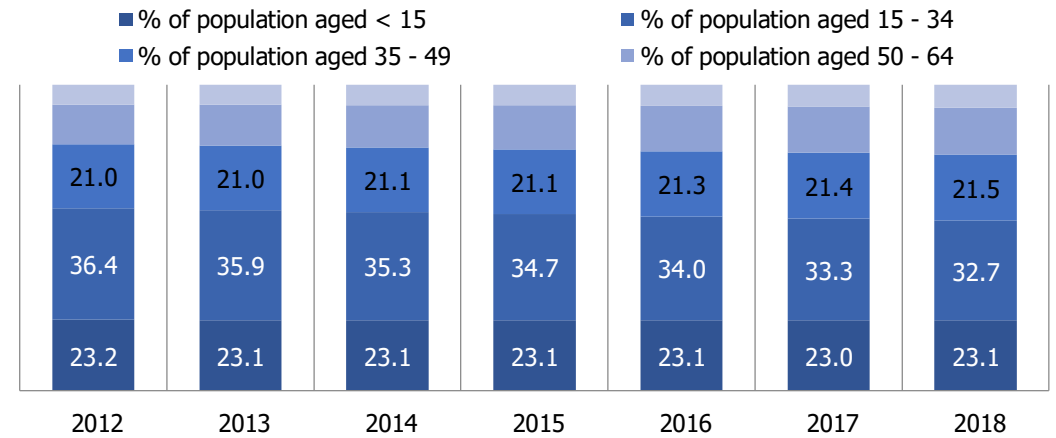
### Tuổi trung vị



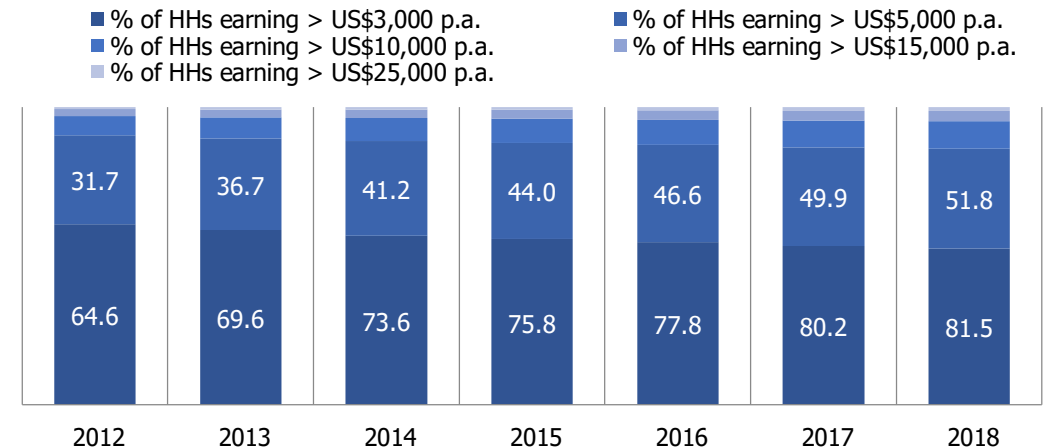
Source: MBS Research

## Chuyện gì đang xảy ra với người tiêu dùng Việt Nam?

### Cơ cấu dân số Việt Nam



### Cơ cấu thu nhập Việt Nam



Source: Economist Intelligence Unit

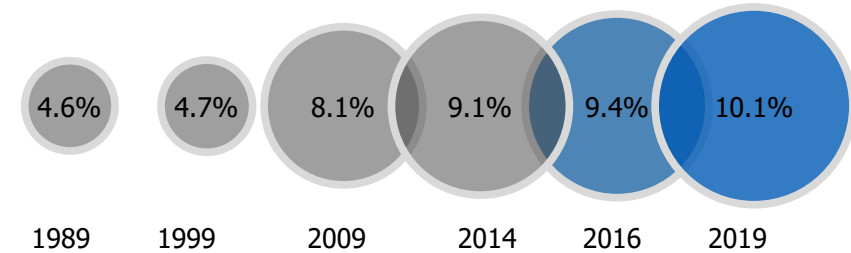
## Ngành bán lẻ

### Thay đổi về dân số: tăng thêm số hộ gia đình độc thân, giảm bớt quy mô một gia đình

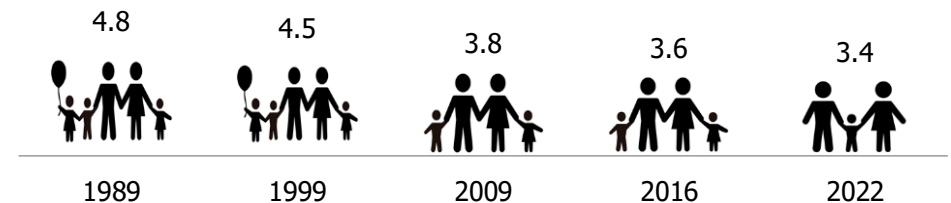
- Chi phí nuôi con ngày càng đắt đỏ và tỉ lệ phụ nữ phải đi làm để gia tăng thêm thu nhập đã khiến cho quy mô một hộ gia đình tại Việt Nam nhỏ đi. Mục đích chính là để tập trung nhiều điều kiện sống tốt hơn cho con cái mình, hưởng những thức ăn và nền giáo dục tiên tiến hơn.
- Cùng với đó, tỉ lệ người độc thân đã tăng mạnh từ 5.6% năm 2005 lên 11.2% năm 2015. Tỷ lệ người độc thân cao lên khiến nhu cầu tiêu dùng sẽ cao lên ví dụ như: cần nhiều phòng để ở hơn, cần nhiều dịch vụ vui chơi giải trí, nhu cầu làm đẹp tăng, nhu cầu trải nghiệm cuộc sống cũng tăng v.v..
- Không chỉ có người trẻ là nhu cầu tiêu dùng quan trọng của nền kinh tế mà những người cao tuổi cũng sẽ là một lực lượng tiêu dùng bổ sung cho ngành bán lẻ. Trong năm 2000 số người già trên 60 tuổi chỉ khoảng 6.9 triệu người thì đến 2015 đã tăng lên 9.6 triệu người và dự kiến sẽ tăng lên 12.3 triệu người năm 2020, chiếm 12.5% dân số. Người cao tuổi, tuổi thọ cao hơn sẽ làm tăng nhu cầu những mặt hàng gia tăng sức khỏe và có ích cho cuộc sống.

## Chuyện gì đang xảy ra với người tiêu dùng Việt Nam?

### Tăng trưởng hộ gia đình độc thân tại thành phố



### Giảm bớt số thành viên 1 gia đình



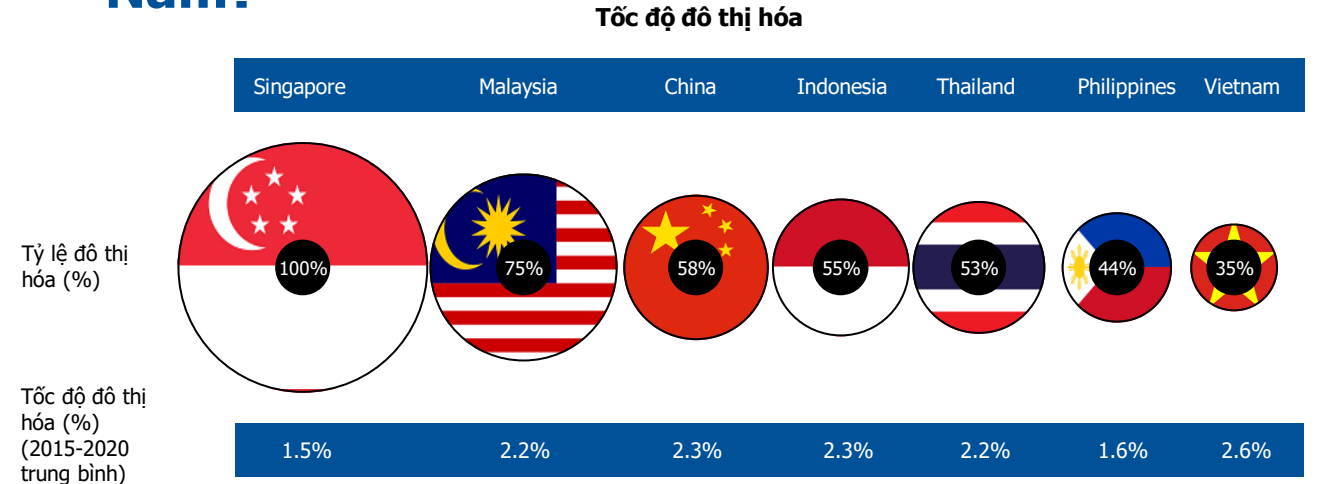
Source: GSO, UN

## Ngành bán lẻ

### Xu hướng đô thị hóa

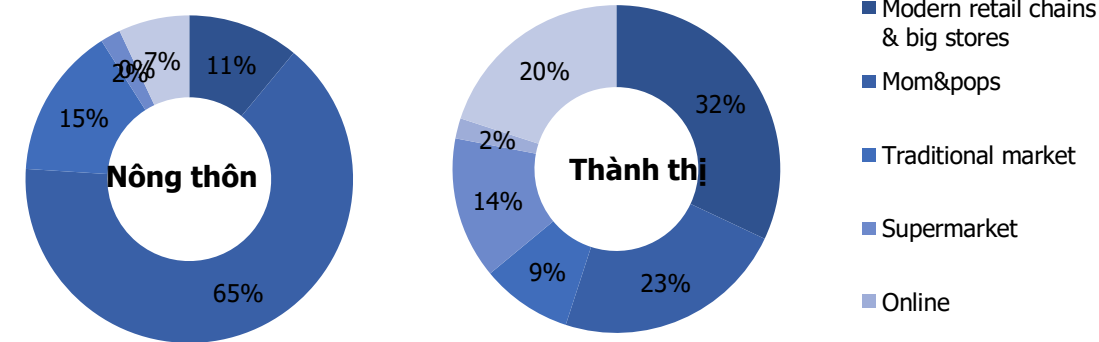
- Mặc dù Việt Nam là nước trong top tỉ lệ đô thị hóa thấp nhất trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương, chỉ 35% trong khi ở Phillipines và Thái Lan thì tỉ lệ này lần lượt là 44% và 53%. Nhưng lại là nước có tốc độ đô thị hóa nhanh nhất, dự đoán hơn 2.6%/năm cho giai đoạn từ 2015 đến 2020. Tốc độ đô thị hóa nhanh là mảnh đất màu mỡ cho ngành bán lẻ.
- Có sự khác biệt lớn trong thị phần ở khu vực nông thôn và thành thị, cụ thể: mô hình các cửa hàng nhỏ lẻ truyền thống chiếm phần lớn ở nông thôn với thị phần hơn 65%. Chúng tôi dự đoán thị phần của cửa hàng nhỏ lẻ truyền thống sẽ giảm dần nhường chỗ cho các loại hình bán lẻ tiên tiến như chuỗi, siêu thị, thương mại điện tử. Lý do đến từ thay đổi thói quen tiêu dùng của người khu vực nông thôn.
- Cụ thể hơn, người nông thôn ưu tiên các yếu tố về giá hơn là chất lượng và dịch vụ, họ tin rằng giá bán tại các chuỗi cửa hàng hiện đại đắt hơn ở chợ và cửa hàng truyền thống. Các cửa hàng truyền thống sẽ không còn lợi thế cạnh tranh nữa khi mức sống của người dân tăng lên và họ sẽ quan trọng hơn các yếu tố về chất lượng và dịch vụ. Hơn nữa, giá cả của chuỗi bán lẻ hiện đại không đắt hơn so với các cửa hàng truyền thống. Điều này đã được thể hiện qua sự thành công của các chuỗi điện máy, di động và bách hóa khi mở về khu vực nông thôn.
- Mua sắm trực tuyến sẽ gặp nhiều khó khăn hơn khi thâm nhập vào thị trường nông thôn vì cơ sở hạ tầng của Việt Nam còn yếu kém dẫn tới chi phí vận chuyển cao và giá cả sẽ không cạnh tranh.
- Các siêu thị vẫn chưa phổ biến ở khu vực nông thôn khi mà 1 tỉnh chỉ mới có 10 siêu thị và 1 big C.

## Chuyện gì đang xảy ra với người tiêu dùng Việt Nam?



Source: GSO, Fact book 2017

### Thị phần theo khu vực



Source: MBS Research



## Growing potential for modern retail players

- **Competitive Analysis – showing omni channel is the best**

**Pham Viet Duy**

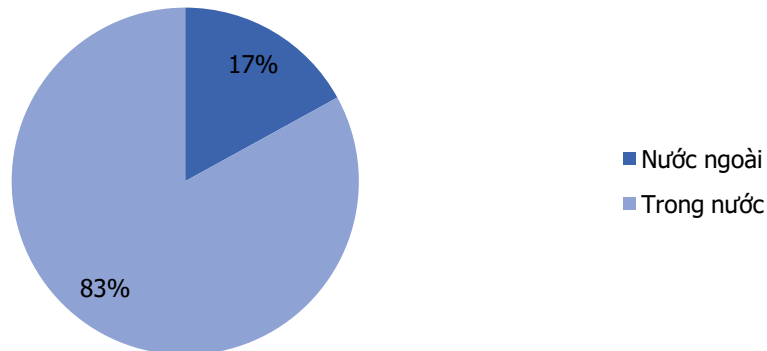
duy.phamviet@mbs.com.vn

## Ngành bán lẻ

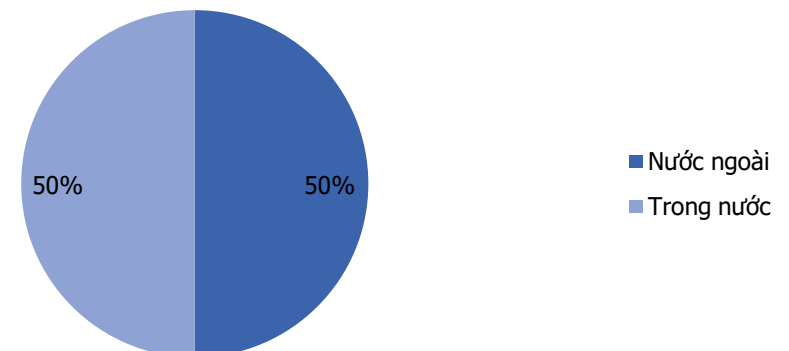
### Các doanh nghiệp bán lẻ, nội địa hay nước ngoài?

- Thị trường bán lẻ Việt Nam có sự tham gia của cả nguồn vốn nội và ngoại. 2 doanh nghiệp nội và ngoại sẽ không thực sự cạnh tranh với nhau mà hợp tác với nhau. Đây sẽ là một sự kết hợp hoàn hảo khi mà doanh nghiệp nội có lợi thế về hiểu biết tiêu dùng của người địa phương và giấy phép trong khi doanh nghiệp ngoại có lợi thế về công nghệ và nguồn vốn.
- MBS chia thị trường bán lẻ Việt Nam làm 2 khu vực: (1) khu vực nông thôn và (2) khu vực thành thị.
- Với khu vực nông thôn: cạnh tranh chủ yếu đến từ các cửa hàng nhỏ lẻ truyền thống và chuỗi cửa hàng hiện đại. Các doanh nghiệp nội địa chiếm thị phần chính ở đây, tuy nhiên doanh nghiệp nước ngoài sẽ cải thiện thị phần trong tương lai khi mô hình bán lẻ chuỗi và trực tuyến vươn tới được khu vực nông thôn.
- Với khu vực thành thị sẽ là cạnh tranh giữa các siêu thị, chuỗi bán lẻ hiện đại và thương mại điện tử.

#### Thị phần siêu thị



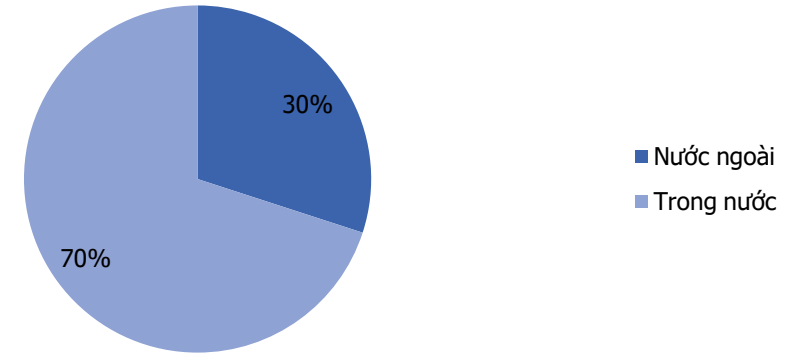
#### Thị phần thương mại điện tử



Source: MBS Research

## Môi trường cạnh tranh

#### Thị phần bán lẻ



## Ngành bán lẻ

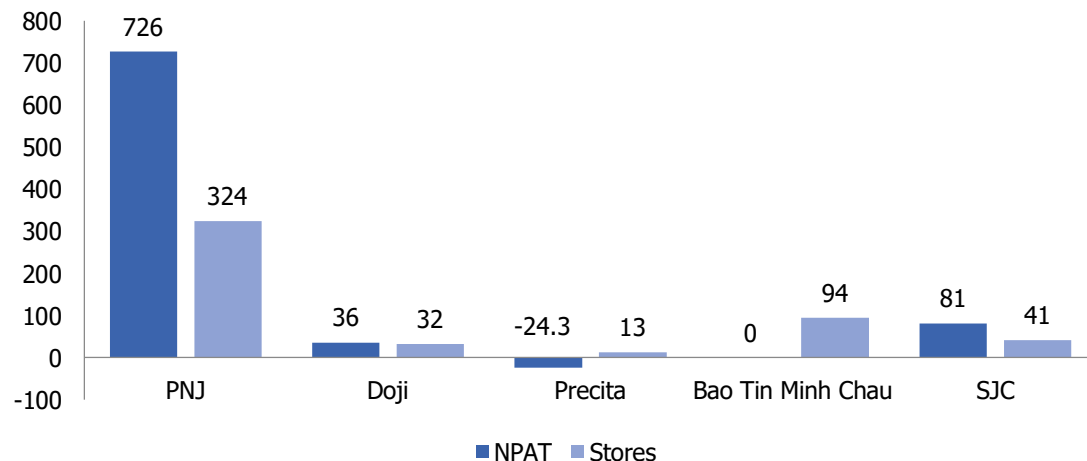
### Tại sao doanh thu 1 cửa hàng khác nhau giữa các chuỗi ?

Doanh thu từng cửa hàng của các nhà bán lẻ thể hiện sự thành công của một chuỗi bán lẻ hiện đại. Sự khác nhau của doanh thu từng cửa hàng đến từ 4 yếu tố:

- (1) Giá thành sản phẩm
- (2) Chất lượng sản phẩm
- (3) Sự đa dạng của sản phẩm
- (4) Sự tiện lợi (số cửa hàng, vị trí)

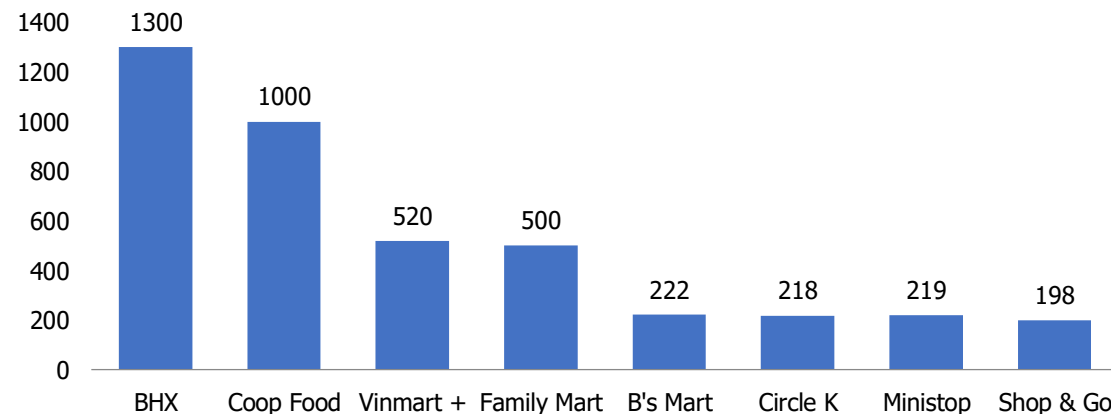
Đối với chuỗi bán lẻ trang sức, các chuỗi này có bao gồm cả doanh thu bán vàng miếng và khó có thể tách riêng doanh thu vàng trang sức ra được. Vì vậy chúng tôi tạm so sánh về lợi nhuận và số cửa hàng để thấy được sự hiệu quả của các chuỗi. Và có thể thấy, số cửa hàng càng lớn thì lợi nhuận của chuỗi càng cao.

Số cửa hàng và lợi nhuận sau thuế

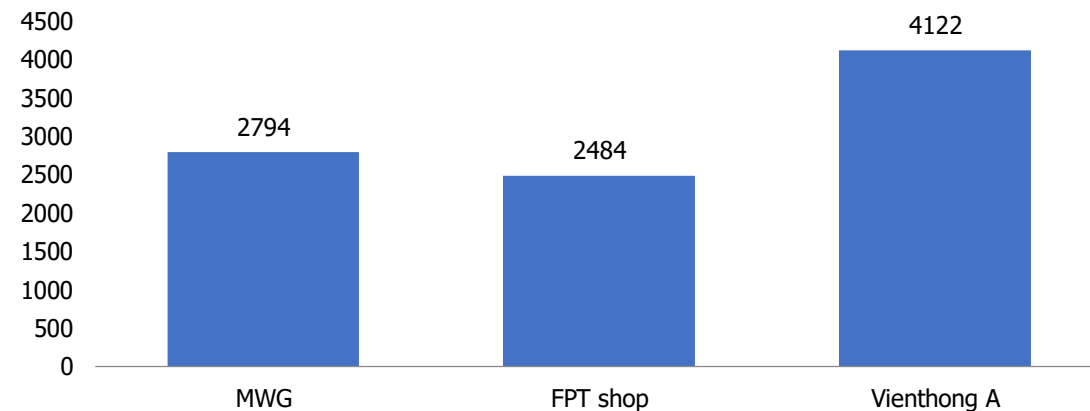


### Chuỗi bán lẻ vs chuỗi bán lẻ

Doanh thu từng cửa hàng (triệu đồng/tháng)



Doanh thu từng cửa hàng (triệu đồng/tháng)



Source: MBS Research

# Ngành bán lẻ

Tại sao doanh thu 1 cửa hàng khác nhau giữa các chuỗi ?

## Giá thành, chất lượng, độ đa dạng của sản phẩm

### Chuỗi bách hóa

### Chuỗi điện máy và di động

### Chuỗi trang sức

**MWG**

- Giá: 5/5 giá tương đương với chợ.
- Đa dạng: Tỷ trọng đồ tươi sống cao và hoa quả nhập khẩu.
- Chất lượng: 30% vietgap

**Vin**

- Giá: 4.5/5 Có khuyến mãi từ VinID
- Đa dạng: Không có nhiều loại đồ tươi sống.
- Chất lượng: 30% - 50% thực phẩm từ Vineco

**Coop**

- Giá: 5/5 giá tương đương với chợ.
- Đa dạng: Tỷ trọng đồ tươi sống cao.
- Chất lượng: 80% vietgap

**MWG**

- Giá: 4/5, chương trình hậu chăm sóc khách hàng tốt nhất
- Đa dạng: Chỉ tập trung vào các mặt hàng phổ thông
- Chất lượng: giống nhau

**FPT**

- Giá: 4/5 chất lượng dịch vụ sau mua tốt
- Đa dạng: nhiều mẫu hàng
- Chất lượng: giống nhau

**Mom&pops**

- Giá: 4.5/5 do có thể trốn thuế hoặc nhập lậu
- Đa dạng: tùy thuộc vào cửa hàng
- Chất lượng: không rõ ràng

**PNJ**

- Giá: không thể so sánh vì đồ thời trang phụ thuộc nhiều vào thương hiệu
- Thương hiệu thời trang và nhà sản xuất nữ trang top 1 Việt Nam.

**Doji**

- Giá: không thể so sánh vì đồ thời trang phụ thuộc nhiều vào thương hiệu
- Trong top 5

**Precita**

- Giá: không thể so sánh vì đồ thời trang phụ thuộc nhiều vào thương hiệu
- Trong top 5

Source: MBS Research

# Ngành bán lẻ

## Sự khác biệt chủ yếu đến từ số lượng cửa hàng

Các doanh nghiệp trong ngành bán lẻ đều có các tiêu chí chọn vị trí giống nhau (số dân cư, số lượng giao thông đi lại, mức độ giàu có v.v..). Tuy nhiên công ty có đội ngũ tìm mặt bằng tốt hơn sẽ tìm được nhiều vị trí đẹp trước, dẫn tới nhiều hơn về số lượng cửa hàng.

Đội ngũ tìm mặt bằng của MWG và Vinmart đều vượt trội so với các doanh nghiệp bán lẻ khác. Những đội ngũ tìm mặt bằng của satra foods, PNJ, Doji ... ở mức trung bình. Điều này được thể hiện qua bảng số cửa hàng các chuỗi bán lẻ bên cạnh.

2018/ Doanh nghiệp nước ngoài	Số cửa hàng	Loại hàng hóa kinh doanh
7 eleven	24 stores	Convenience stores
AEON	4 Shopping malls 115 Convenience stores 26 Supermarkets	
Big C	36 Supermarkets	
Circle K	300 stores	Convenience stores
B's Mart	168 stores	Convenience stores
Lotte	14 Supermarkets	
Shop&Go	95 Convenience stores	

## Địa điểm và số cửa hàng

2018/ Doanh nghiệp trong nước	Số cửa hàng	Loại hàng hóa kinh doanh
BiBoMart	140	Baby&Mom goods
Kid's plaza	91	Baby&Mom goods
Media Mart	95	CE and home appliance
FPT Retail	553	Mobile and laptop
Home Center	14	CE and home appliance
Nguyen Kim	64	CE and home appliance
Hapro	10	Super market and grocery stores
Saigon Coop	110 mini super market 274 retail stores	Super market and grocery stores
Satra	3 super market 182 retail stores	Super market and grocery stores
MWG	1058 mobile stores 454 grocery stores 724 CE stores	
Vingroup	67 super market 1700 retail stores 36 CE stores 46 shopping malls	

Source: MBS Collect

## Growing potential for modern retail players

- **Shopping online may be the main key risk in the future**

**Pham Viet Duy**

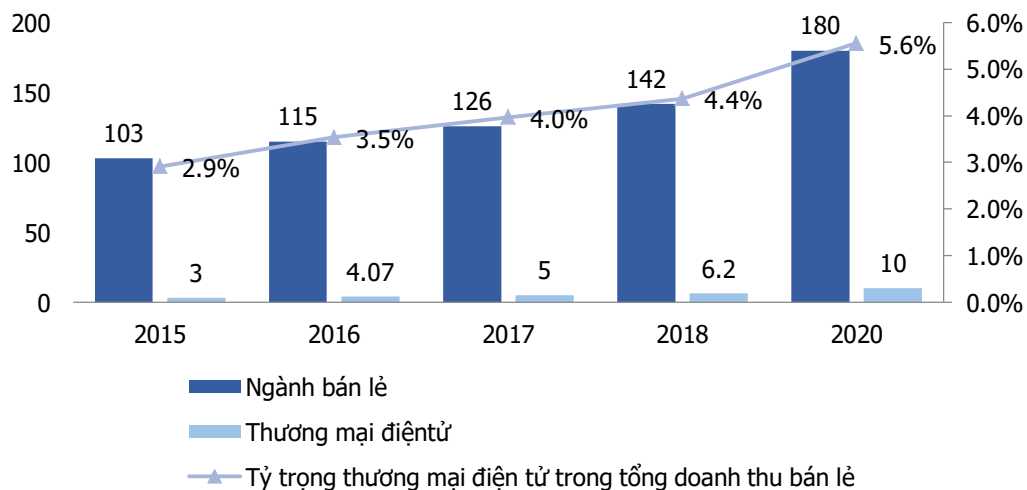
duy.phamviet@mbs.com.vn

# Ngành bán lẻ

## Thương mại điện tử gia tăng với tốc độ tăng trưởng hơn 24%/năm

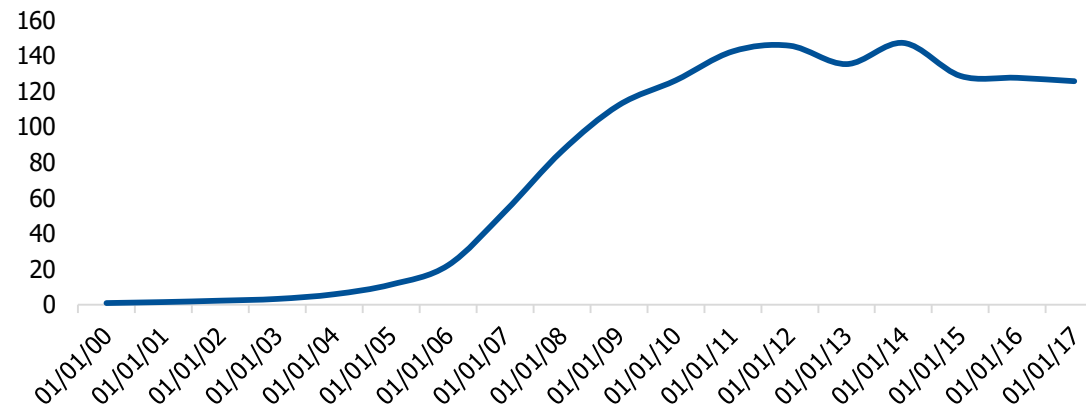
- Tỷ trọng doanh thu thương mại điện tử trong tổng doanh thu bán lẻ đã tăng mạnh từ 2.9% năm 2015 lên 4.4% năm 2018 với tốc độ tăng trưởng hơn 24%/năm nhờ có:
- Tăng trưởng số người dùng internet từ 33 triệu người dùng lên 50 triệu người dùng với tốc độ tăng trưởng trung bình đạt 27.3%/năm.
- Tăng trưởng đột biến số người dùng di động từ năm 2005 đến năm 2010. Tạo cơ hội cho smart phone bùng nổ và xu hướng sử dụng di động để mua hàng online.

Thương mại điện tử tăng trưởng cao hơn trung bình ngành

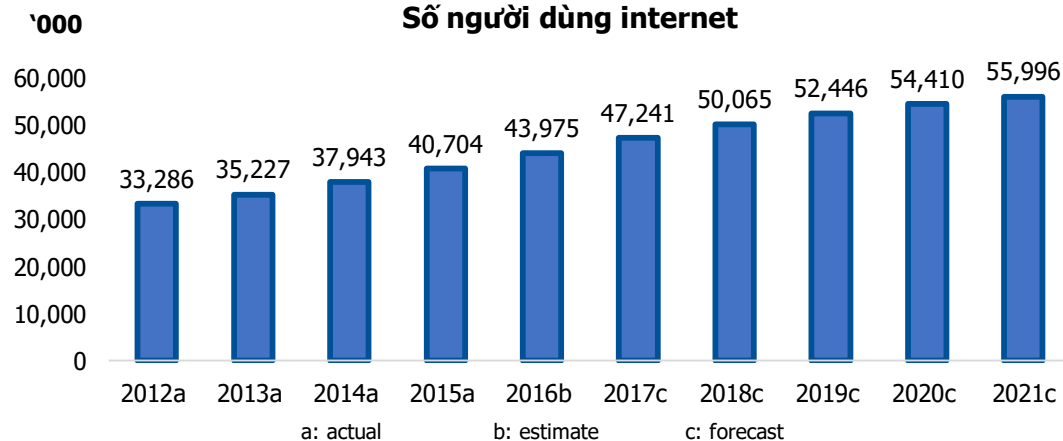


## Xu hướng thương mại điện tử

Số người dùng điện thoại



Số người dùng internet



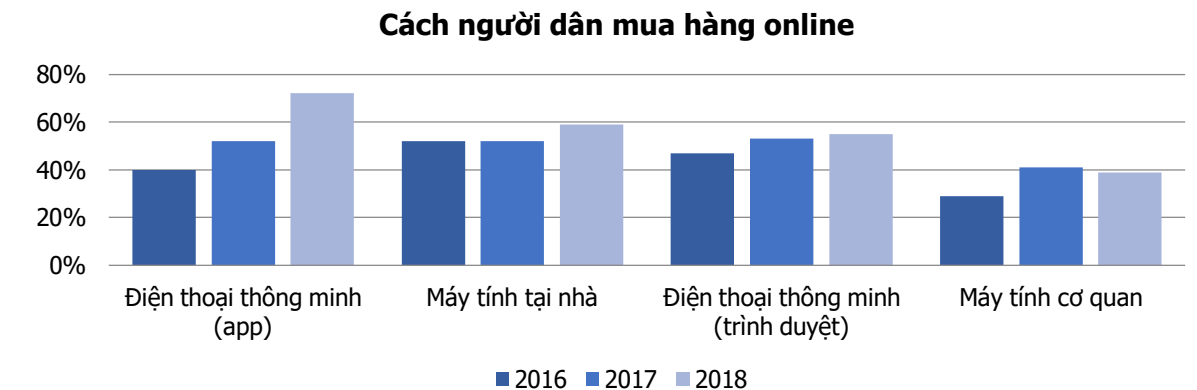
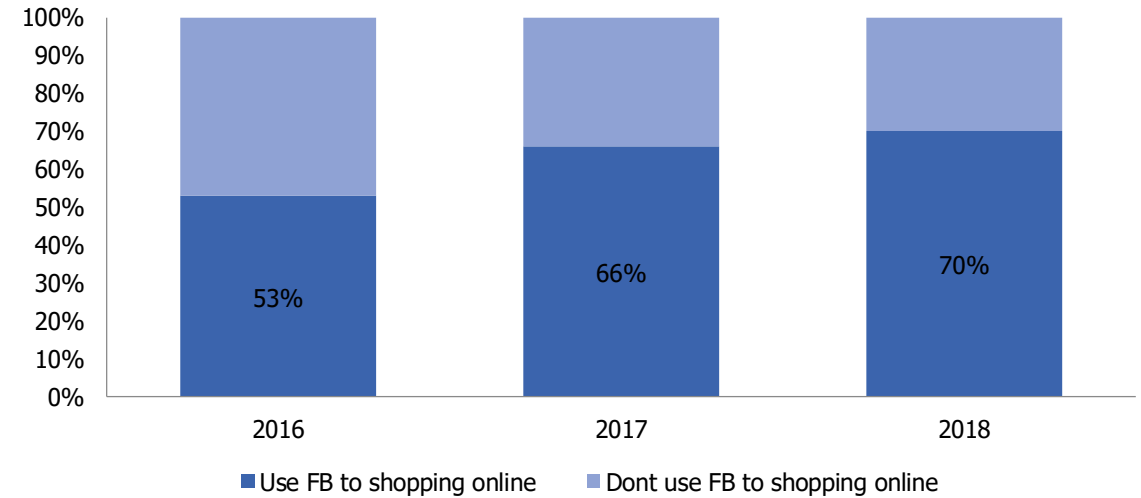
Source: Economist Intelligence Unit

## Ngành bán lẻ

### Công nghệ hỗ trợ cho thương mại điện tử

- Những trang web bán hàng online và mạng xã hội điện tử như Facebook, Lazada đã tiếp cận người dùng nhanh hơn nữa nhờ sự bùng nổ của smart phone. Theo International Data Corporation, số lượng smart phone đã tăng từ 15 nghìn chiếc/năm năm 2015 lên 28 nghìn chiếc/năm năm 2019.
- Hơn nữa, số người dùng Internet của Việt Nam đang tăng trưởng rất nhanh, với hơn 44 nghìn người dùng năm 2016. Theo Economist Intelligence đoán thì số người dùng sẽ đạt 56 nghìn người vào năm 2021, với tốc độ tăng trưởng trung bình 5%/năm.
- Sự bùng nổ của smartphone và mạng xã hội là tiền đề cho thương mại điện tử lên ngôi.

### Công nghệ là yếu tố hỗ trợ cho thương mại điện tử



Source: EIU, Bloomberg



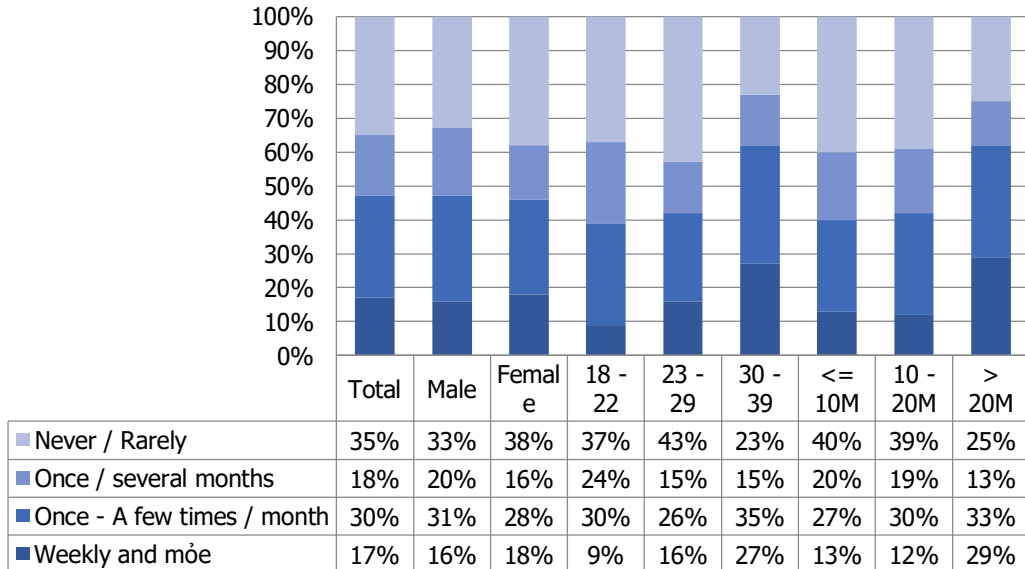
## Ngành bán lẻ

### Người ta mua gì trên mạng?

Giá trị tiêu dùng thương mại điện tử một người một tháng chỉ dưới 700,000 đồng – một giá trị rất thấp. Cho thấy rằng

- (1) Người tiêu dùng thường mua đồ thời trang, đồ ăn, đồ công nghệ online.
  - (2) Những đồ có giá trị cao vẫn được mua trực tiếp.
- Đồ tươi sống và đồ tạp hóa cũng được mua trực tiếp nhiều hơn.

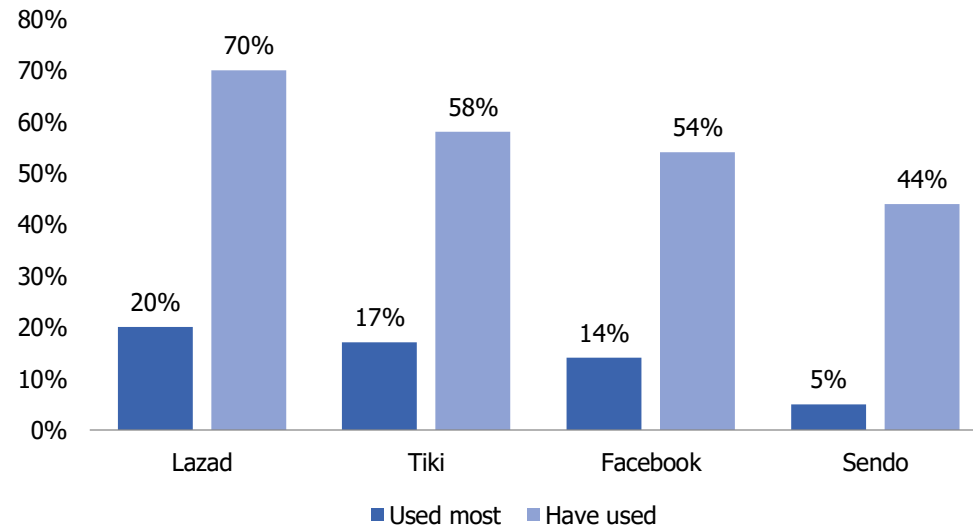
Tần suất mua hàng online



### Những người tiêu dùng, trang web tiêu dùng



Trang thương mại điện tử nổi bật nhất



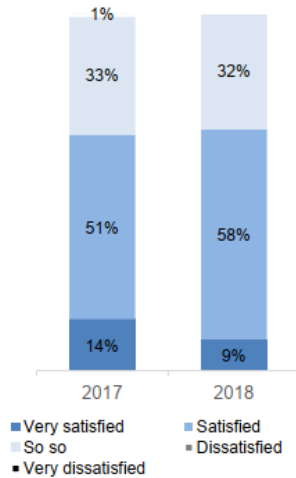
Source: MBS Research

## Điều gì khiến người tiêu dùng không shopping online?

- Lo ngại về chất lượng và cảm thấy yên tâm hơn khi có cửa hàng thật (để có thể đổi trả, bảo hành) là 2 yếu tố người tiêu dùng lo ngại nhất khi sử dụng dịch vụ thương mại điện tử. Điều này khiến cho mô hình omni channel là giải pháp vận hành và kinh doanh tốt nhất cho các doanh nghiệp bán lẻ là do: họ vừa có sự tiện lợi của việc mua hàng online nhưng lại đồng thời có sự tin tưởng của khách hàng khi có sự hiện diện của chuỗi cửa hàng tại nhiều nơi.

## Satisfaction / dissatisfaction in online shopping

Online shopping satisfactions



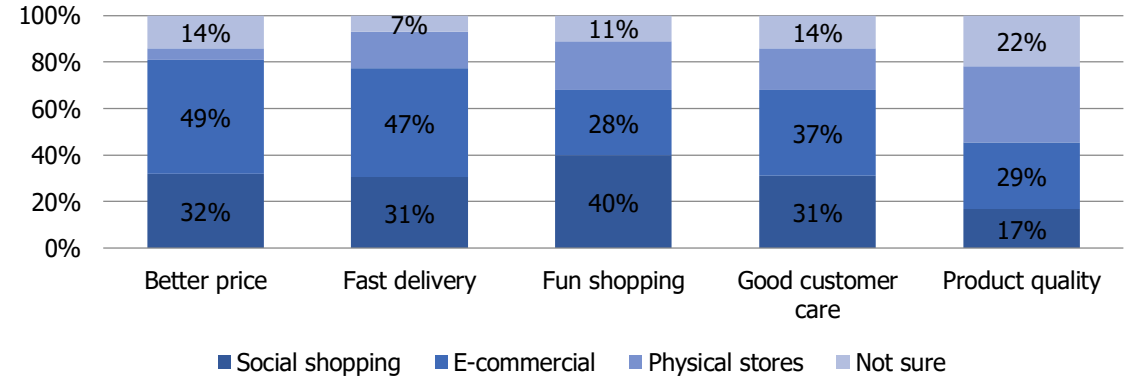
Satisfaction /dissatisfaction reasons

Reason	'18	'17	Reason	'18	'17
Product variety	67%	60%	Product quality	66%	44%
Price	63%	62%	Delivery cost	38%	33%
Promotions	53%	45%	Customer support	31%	15%
Payment method	42%	37%	Delivery speed	23%	18%
Delivery speed	42%	45%	Cancel inflexibility	13%	9%

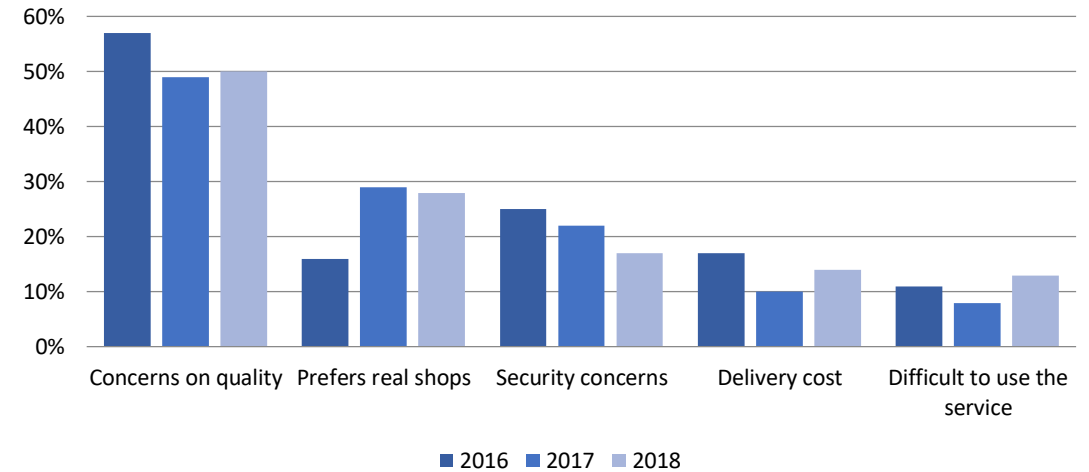
\*Positive changes are marked in green. The opposite is in red

## Trong tương lai các yếu tố lo ngại sẽ giảm bớt

Khảo sát những người đã sử dụng thương mại điện tử



Những lý do khách hàng không dùng thương mại điện tử



Source: MBS Research

## Growing potential for modern retail players

- **Micheal Porter Five Forces Analysis**

**Pham Viet Duy**

duy.phamviet@mbs.com.vn

### Phân tích mô hình 5 forces Micheal Porter

Source: MBS Research

#### 1. Rủi ro người mới gia nhập ngành: Thấp (2)

Rất khó cho người mới gia nhập ngành vì 2 lý do: (1) các chuỗi bán lẻ cần sở hữu nội địa 50% vì vậy chuỗi bán lẻ nước ngoài không thể kinh doanh ngành này 1 mình tại Việt Nam. (2) các nhà bán lẻ cần số lượng cửa hàng lớn để có được lợi thế thương mại. Vì vậy người đến trước sẽ có lợi thế hơn nhờ lấy được hết các vị trí đẹp để kinh doanh. Hơn nữa, biên lợi nhuận ròng của nhà bán lẻ là thấp nên họ cần hiểu biết về ngành và người dùng để vận hành trơn tru nếu không sẽ dễ dàng bị lỗ.

#### 2. Khả năng mặc cả của người bán, nhà cung cấp: Thấp (2)

Các nhà bán lẻ đồ di động và điện máy có khả năng mặc cả thấp nhất khi làm việc với các nhà cung cấp do những hãng cung cấp đều có thương hiệu rất tốt và được nhiều người biết đến. Tuy nhiên, nếu như các chuỗi bán lẻ có quy mô đủ lớn thì họ vẫn có thể cải thiện được biên lợi nhuận gộp. Có thể thấy, FRT và MWG là những doanh nghiệp đã từng được hưởng biên lợi nhuận gộp cao lên khi quy mô doanh thu của họ tăng. Đối với nhóm bán lẻ trang sức thì khả năng mặc cả của người bán, nhà cung cấp là thấp vì nhà bán lẻ trang sức chủ yếu nhập vàng miếng và đá quý. Đối với nhóm bán lẻ tạp hóa, khả năng mặc cả của người bán cũng thấp vì các nhà bán lẻ thường làm việc với các nhóm nông dân nhỏ lẻ và rời rạc.

#### 3. Khả năng mặc cả của người mua: Cao (4)

Đối với các nhà bán lẻ thì khách hàng là nhóm đối tượng tạo ra nhiều sức ép nhất. Vì chi phí chuyển đổi để thay đổi thói quen mua bán từ MWG sang Coop mart hay Vinmart gần như bằng không. Vì vậy nên giá bán và chăm sóc khách hàng là những điều quan trọng nhất để một doanh nghiệp bán lẻ tồn tại. Càng có nhiều khách hàng thì các nhà bán lẻ mới càng hoạt động tốt.

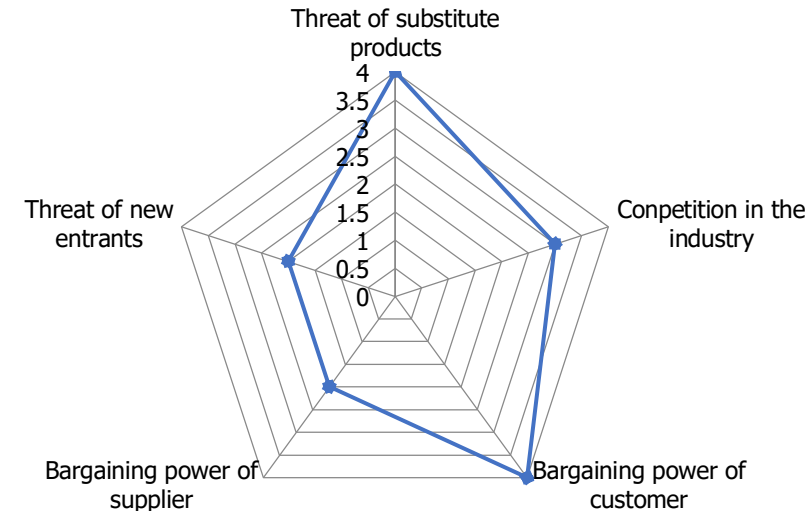
#### 4. Cạnh tranh giữa các công ty trong ngành: Trung bình (3)

Cạnh tranh các công ty trong ngành là tương đối nhiều do có rất nhiều doanh nghiệp bán lẻ tham gia vào thị trường. Các nhà bán lẻ không chỉ cạnh tranh để giành lấy khách hàng mà còn phải cạnh tranh cả vị trí để bán hàng.

#### 5. Rủi ro thay thế bởi sản phẩm khác: Cao (4)

Sản phẩm thay thế khác của chuỗi bán lẻ hiện đại là kênh bán hàng trực tuyến vốn tiện lợi hơn và phù hợp với giới trẻ. Bán hàng trực tuyến sẽ là rủi ro lớn nhất với các công ty bán lẻ thời điểm hiện tại.

### 1 – Most favourable to modern offline retailer 4 – Most unfavourable to modern offline retailer



## Growing potential for modern retail players

- **Stock Picks (MWG, PNJ).**

**Pham Viet Duy**

duy.phamviet@mbs.com.vn

# CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HSX-MWG)



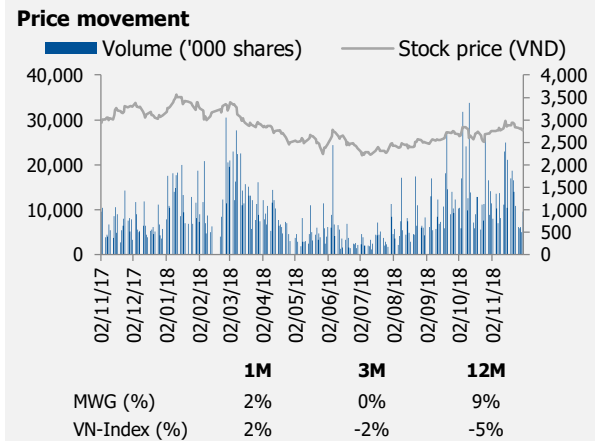
## MUA; Giá mục tiêu: VND 110,500

### What's news

- Kết quả kinh doanh 5 tháng của MWG đạt 42,784 tỷ doanh thu (+ 15% yoy – tăng 5704 tỷ) và 1,792 tỷ lợi nhuận sau thuế (+ 39% yoy – tăng 502 tỷ).
- Tốc độ tăng trưởng doanh thu đến từ: (1) sản lượng máy lạnh tăng gấp đôi so với cùng kì đạt 200,000 chiếc tương đương đóng góp 2,000 tỷ doanh thu và 84 tỷ lợi nhuận. (Giúp tăng thêm 1000 tỷ doanh thu so với cùng kì) ; (2) Tăng trưởng đến từ BHX khi doanh thu từng cửa hàng tăng gấp đôi so với cùng kì 2018 – giúp tăng thêm 1000 tỷ doanh thu so với cùng kì ; (3) doanh thu còn lại tăng thêm nhờ mảng điện máy xanh thay đổi lại cách bài trí cửa hàng mở thêm mặt hàng mới là đồ gia dụng và vật dụng nhà bếp có tỷ trọng doanh thu khoảng 5% - 7% tổng doanh thu tại ĐMX, biên gộp khoảng 25%.
- Lợi nhuận được cải thiện nhờ đóng ít cửa hàng BHX hơn. Mỗi cửa hàng BHX đóng sẽ ghi nhận 1 khoản lỗ 2 tỷ.
- Kết quả kinh doanh 5 tháng cải thiện chủ yếu đến từ cải thiện biên lợi nhuận ròng nhờ: (1) Bách hóa xanh hết lỗ - năm ngoái BHX lỗ khoảng 200 tỷ - 400 tỷ. (2) thêm mặt hàng mới đồ gia dụng và triển khai tốt các dịch vụ như thu tiền điện, tiền nước có biên gộp là 100%. (3) cải thiện doanh thu từng cửa hàng giúp tăng biên lợi nhuận ròng. (4) số cửa hàng đóng ít đi nên ghi nhận lỗ ít đi.
- Dự phóng, trong năm 2019 mỗi tháng MWG sẽ mở khoảng 150 cửa hàng BHX, dự kiến tới cuối năm sẽ có gần 900 cửa hàng, tức **tăng gấp đôi** so với 405 cửa hàng của năm 2018. Doanh thu từng cửa hàng tiệm cận 1,500 tỷ từ mức 1,300 tỷ . Biên gộp hiện đang ở mức gần 19% đạt mục tiêu cả năm. Nhưng chi phí logistic đã tăng hơn 2% do phải vận chuyển mặt hàng ra các tỉnh ngoài HCM.

### Catalyst và định giá

Dựa vào phương pháp so sánh, Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu là **VND110,500/CP**, hiện tại P/E forward năm 2019 là 13.x lần. Mặc dù kết quả kinh doanh 4 tháng đầu năm ấn tượng, tăng trưởng 36% yoy nhưng MBS vẫn giữ nguyên dự phóng tăng trưởng 30% cả năm do yếu tố mùa vụ sẽ giảm bớt trong quý 3, quý 4.



Ngày báo cáo	13 tháng 06, 2019
Giá hiện tại	VND 89,500
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 110,500</b>
Upside	25%
Mã Bloomberg	MWG VN Equity
Vốn hóa thị trường	VND 39,204bn
	USD 371mn
Biến động giá 52 tuần	VND 22,200
	VND 35,300
Giá trị giao dịch bình quân	VND 26bn
	USD 1mn
Giới hạn NĐTNN	49.00%
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN	49.00%

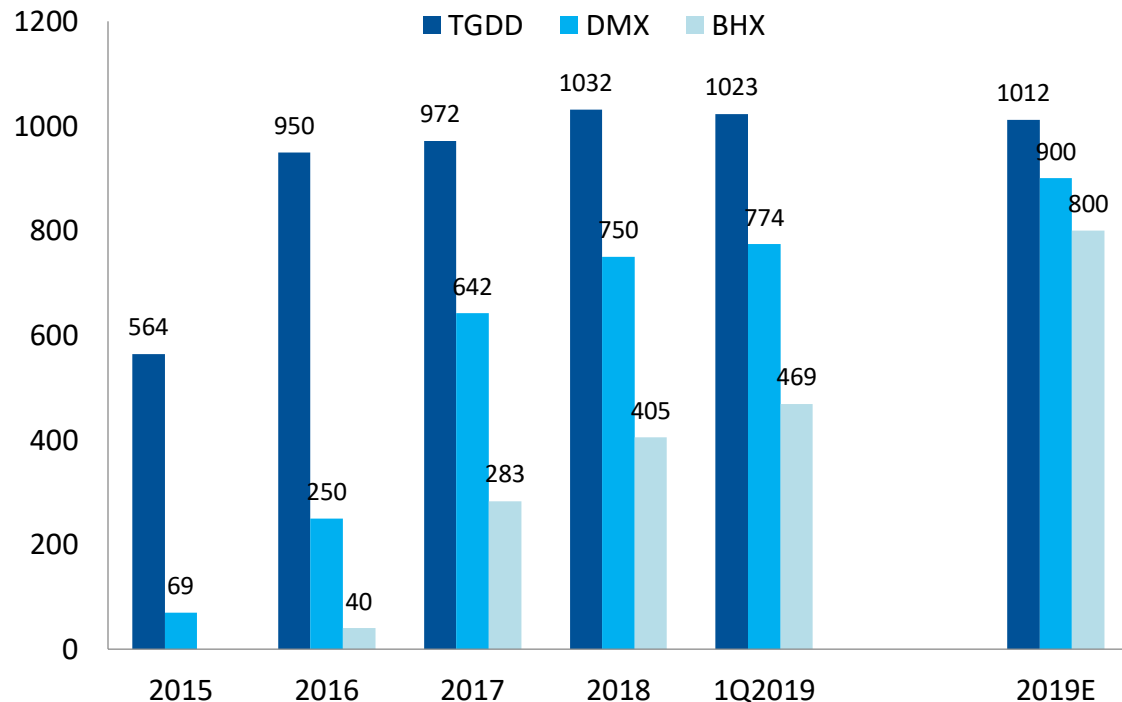
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019F	2020F
<b>Doanh thu</b>	<b>66,340</b>	<b>86,516</b>	<b>105,814</b>	<b>133,269</b>
EBIT	2,778	3,871	5,506	7,221
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>2,207</b>	<b>2,880</b>	<b>3,732</b>	<b>4,755</b>
<b>Lợi nhuận ròng từ HĐKD</b>	<b>2,207</b>	<b>2,880</b>	<b>3,732</b>	<b>4,755</b>
EPS (VND)	4,980	6,500	8,421	10,728
Tăng trưởng EPS (%)		30.5%	29.6%	27.4%
<b>P/E</b>	<b>16.99</b>	<b>13.02</b>	<b>10.05</b>	<b>7.89</b>
EV/EBITDA	13.67	9.81	6.90	5.26
Cổ tức (VND)	1,500	1,500	1,500	1,500
Tỷ suất cổ tức (%)	1.77%	1.77%	1.77%	1.77%
P/B	4.53	4.18	3.28	3.09
<b>ROE (%)</b>	<b>39.9%</b>	<b>34.4%</b>	<b>33.4%</b>	<b>22.0%</b>
Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu (%)	94.8%	64.5%	57.0%	67.0%

Nguồn: MBS Research

# CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HSX-MWG)

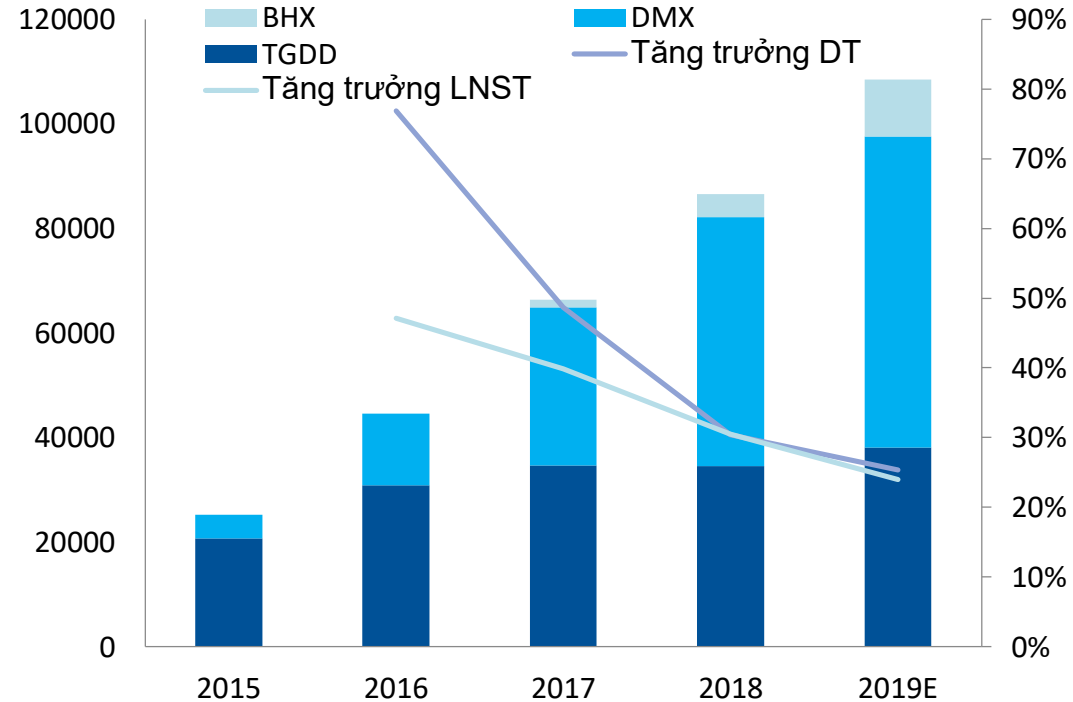
**MUA; Giá mục tiêu: VND 110,500**

**Số lượng cửa hàng của MWG qua các năm**



- Chuỗi TGDD biểu hiện ngưỡng tối ưu rõ rệt
- Chuỗi Điện Máy Xanh vẫn tăng trưởng nhưng có dấu hiệu chững lại
- Chuỗi Bách Hóa Xanh đang mở rộng mạnh

**Doanh thu theo chuỗi và LNST (tỷ đồng)**



- Tỷ trọng tăng nhanh ở chuỗi Điện Máy Xanh và Bách Hóa Xanh
- Tốc độ tăng trưởng dần dần chậm lại.

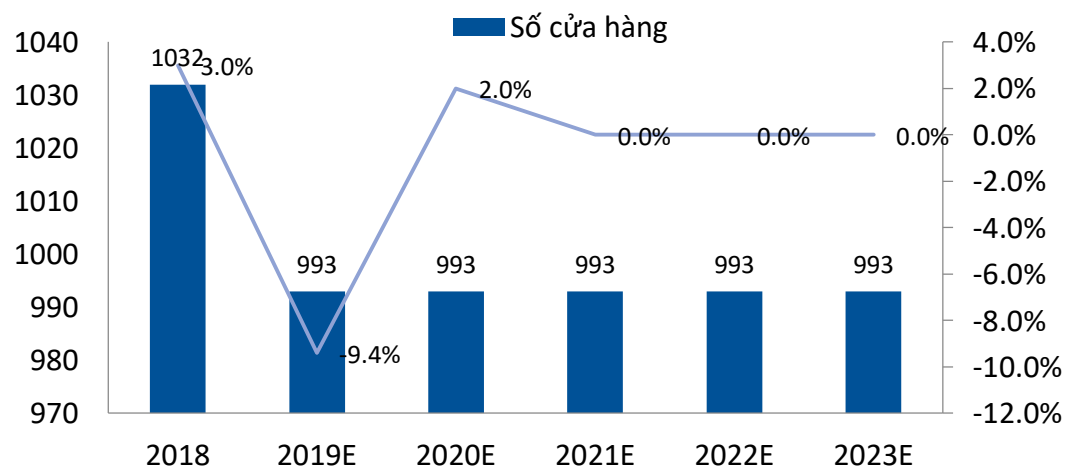
# CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HSX-MWG)

**MUA; Giá mục tiêu: VND 110,500**

## Thế Giới Di Động

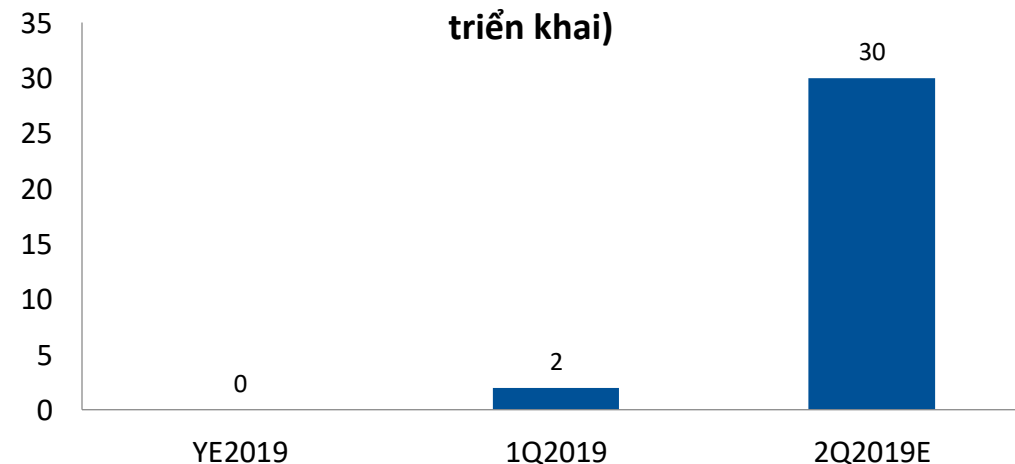
### Chiến lược hiện hữu

#### Duy trì chuỗi cửa hàng TGDD



### Chiến lược mới

#### Phát triển bán đồng hồ trong chuỗi TGDD (số CH triển khai)



➤ Tiếp tục duy trì lợi thế cạnh tranh về dịch vụ và quy mô hiện có. Thị phần tiếp tục tăng từ 45% lên 47%.

➤ Tăng doanh thu online tốc độ 69% cao gần gấp 3 so với tốc độ tăng trưởng của TMĐT.

➤ Dự kiến tăng trưởng 10% YoY trong năm 2019

➤ Doanh số: 500 sản phẩm/tháng

➤ Biên lợi nhuận gộp: 40%

➤ Không mất chi phí hạ tầng do mở trong TGDD



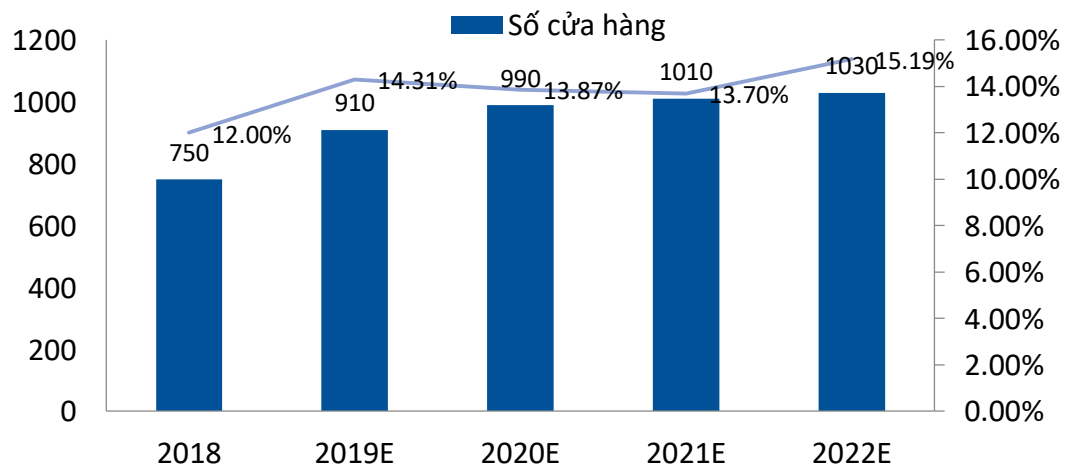
# CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HSX-MWG)

**MUA; Giá mục tiêu: VND 110,500**

## Điện Máy Xanh

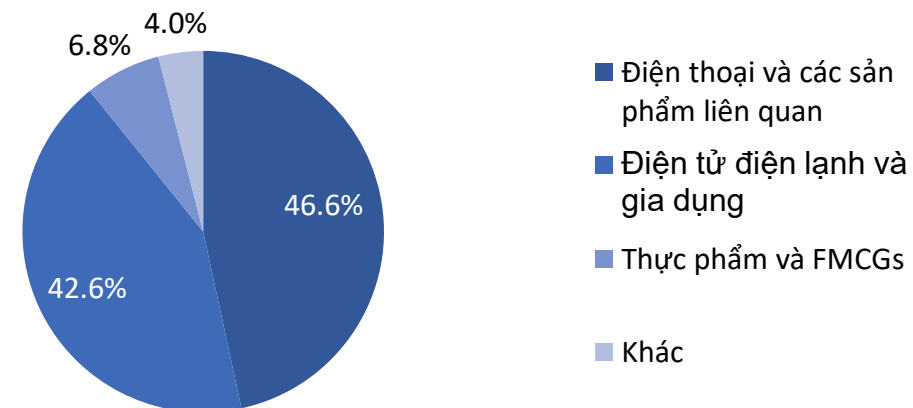
### Chiến lược hiện hữu

#### Phát triển chuỗi cửa hàng ĐMX



### Một số điểm đáng chú ý

#### Tỷ trọng doanh thu theo ngành hàng



- Tiếp tục là động lực tăng trưởng của MWG trong 2-3 năm tới.
- Dự kiến tăng trưởng hơn trung bình hơn 30% trong 2 năm tới và 15% trong 3 năm sau.

- Mặt hàng điện máy có tốc độ tăng trưởng hơn 100% so với cùng kì năm 2018. Đạt sản lượng 200.000 bộ chỉ trong 1 tháng, gần bằng nửa tổng sản lượng 2018. Tương đương 2,000 tỷ doanh thu hay 84 tỷ lợi nhuận. Những tháng sau khi sản lượng máy lạnh không còn đột biến nữa thì tốc độ tăng trưởng của MWG vẫn sẽ giữ được trên 30%.

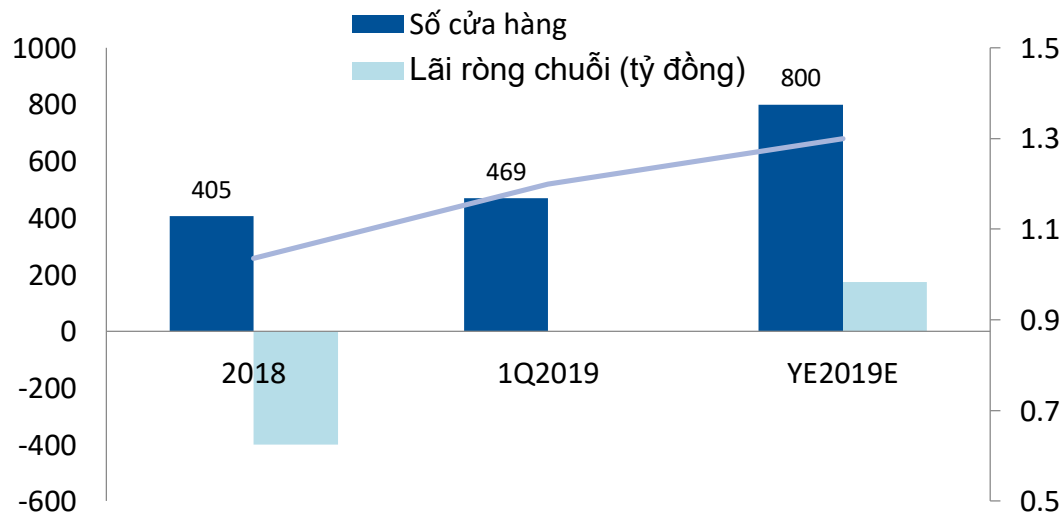
# CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HSX-MWG)

**MUA; Giá mục tiêu: VND 110,500**

## Bách Hóa Xanh

### BHX bắt đầu có lãi hoạt động từ năm 2019

#### Tăng trưởng quyết liệt chuỗi BHX



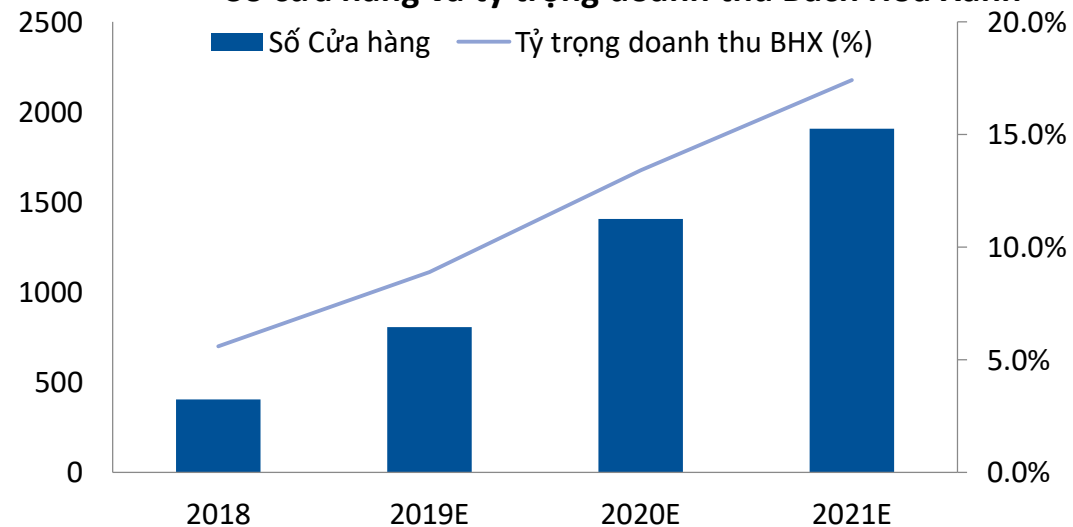
➢ Mỗi tháng mở trung bình 50 cửa hàng, tăng gấp đôi số cửa hàng BHX so với năm 2018

➢ Doanh thu năm 2019 dự kiến: 1.3 tỷ/CH/tháng  
 ➢ Doanh thu hòa vốn: 1.2 tỷ/CH/tháng

➢ Mở mới 2 Trung tâm phân phối (DC), phục vụ bán hàng tươi sống và giảm chi phí logistics.

### Tâm quan trọng của Bách Hóa Xanh

#### Số cửa hàng và tỷ trọng doanh thu Bách Hóa Xanh



➢ Trong trung và dài hạn, Bách Hóa Xanh sẽ là động lực tăng trưởng chính của MWG.

➢ Tiếp tục cải thiện biên gộp từ 18% lên 19%, mục tiêu cuối năm 2019.

➢ Các cửa hàng mới mở ở tỉnh đều có doanh thu vượt chỉ tiêu hơn 1.4 tỷ/ cửa hàng/tháng.

# CTCP Vàng Bạc Đá Quý PNJ (HSX-PNJ)

**THEO DÕI; Giá mục tiêu: VND 79,000**

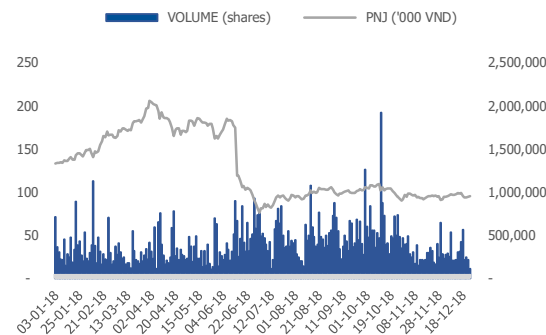
## Luận điểm đầu tư

- Vào cuối năm 2018, chuỗi thương hiệu chỉ chiếm 20% thị phần thị trường trang sức Việt Nam, do đó room tăng trưởng còn rộng lớn. PNJ nắm giữ 29% thị phần trang sức có thương hiệu, trở thành người chơi lớn nhất trong phân khúc này.
- Đô thị hóa cao và tăng trưởng tầng lớp trung lưu cho phép PNJ mở rộng các cửa hàng bán lẻ, dự báo sẽ tăng thêm 40 đơn vị (+ 13%) để đạt tổng số 35 cửa hàng trong năm 2019.
- Kết quả kinh doanh quý 2 sẽ thấp so với kế hoạch đề ra vì hệ thống ERP mới của PNJ gặp trục trặc khiến lợi nhuận tháng 5, tháng 6 tăng trưởng âm hơn 20% so với cùng kỳ.
- Triển vọng năm 2019. Chúng tôi hy vọng PNJ sẽ mang lại tăng trưởng doanh thu 16% hàng năm trong năm 2019, với 17% SSSG. Chúng tôi nhấn mạnh tiềm năng tăng giá của ước tính SSSG trong trường hợp tiêu dùng trong nước biến mạnh hơn mong đợi của chúng tôi. Chúng tôi cũng mong đợi việc mở rộng GPM 100bps trong năm 19 nhờ cải thiện tỷ lệ vàng bán lẻ. Chúng tôi hy vọng thu nhập FY19 sẽ tăng 23% - 25% hàng năm .

## Định giá

Mức giá mục tiêu cuối năm 2019 là 79,000 đồng, dựa trên các chất xúc tác trong trung hạn. Các nhà kim hoàn Việt Nam chứng kiến doanh số bán hàng của họ tăng trong năm 2018 nhờ tăng trưởng kinh tế cao và mở rộng mạng lưới bán hàng. Năm 2019, trong trường hợp tăng trưởng kinh tế chậm lại, sức mua người tiêu dùng yếu hơn thì các mặt hàng cao cấp như PNJ sẽ bị ảnh hưởng nặng. Về dài hạn, tại thị trường Việt Nam, chúng tôi thích PNJ với hệ thống cửa hàng đủ để củng cố thị trường vàng và khả năng cung cấp cả các sản phẩm thời trang và sang trọng.

Biểu đồ giá



## Dữ liệu công ty

<b>Giá ngày khuyến nghị</b>	VND 75,680
<b>Giá mục tiêu</b>	VND 79,000
<b>Upside</b>	4%
<b>Bloomberg</b>	PNJ VN
<b>Vốn hóa (tỷ đồng)</b>	VND 15,615bn USD 671.45mn
<b>Khoảng giá 52 tuần</b>	VND 76,000 VND 206,000
<b>Giá trị giao dịch TB ngày</b>	VND 36bn USD 1.5mn
<b>Tỷ lệ sở hữu NN giới hạn</b>	49%
<b>Tỷ lệ sở hữu NN hiện tại</b>	49%

Unit: VND billion	FY17	FY18F	FY19F	FY20F
<b>Revenue</b>	<b>10,977</b>	<b>14,573</b>	<b>17,594</b>	<b>19,746</b>
EBIT	949	1,263	1,544	1,718
<b>Net profit</b>	<b>725</b>	<b>960</b>	<b>1,174</b>	<b>1,444</b>
<b>Net profit (basic)</b>	<b>725</b>	<b>960</b>	<b>1,174</b>	<b>1,444</b>
EPS (VND)	4,340	5,749	5,270	6,450
EPS growth rate (%)	61%	32%	22%	23%
<b>P/E (x)</b>	<b>23</b>	<b>17</b>	<b>14</b>	<b>13</b>
<b>EV/EBITDA (x)</b>	17.6	13.9	11.7	10.6
<b>DPS (VND)</b>	2,600	2,000	5,000	5,000
<b>Dividend yield (%)</b>	3%	2%	5%	5%
<b>P/B (x)</b>	5.7	4.5	4.1	3.8
<b>ROE (%)</b>	<b>33%</b>	<b>29%</b>	<b>30%</b>	<b>31%</b>
<b>Net debt/equity (%)</b>	18.9%	36.3%	49.4%	50.6%

Source: MBS Research

# CTCP Vàng Bạc Đá Quý PNJ (HSX-PNJ)

**THEO DÕI; Giá mục tiêu: VND 79,000**

## Các yếu tố kì vọng trung hạn

- Triển vọng ngành vẫn còn đủ tăng trưởng trên 25% trong vòng 3 – 4 năm tới khi mà quy mô thị trường khoảng 600tr USD, tăng trưởng trung bình 15%/năm. Thị phần bán lẻ trang sức vẫn có 50% thuộc về các cửa hàng nhỏ lẻ.
- Có thể kì vọng vào thông tư/ng nghị định 24 về việc được nhập khẩu vàng trực tiếp từ nhà cung cấp nước ngoài để cải thiện biên gộp.
- Bắt đầu triển khai kênh bán hàng trả góp. Ở các công ty bán lẻ khác tỷ trọng doanh thu trả góp đã tăng từ 45% năm 2018 lên 55% năm 2019

## Các yếu tố kì vọng dài hạn

- Có thể triển khai kênh bán hàng online thông qua khai thác big data sử dụng digital marketing. Bán trực tiếp những món hàng đúng gu tới đúng người.
- Có thể phát triển thành thương hiệu thời trang bán cả đồng hồ, phụ kiện, quần áo.

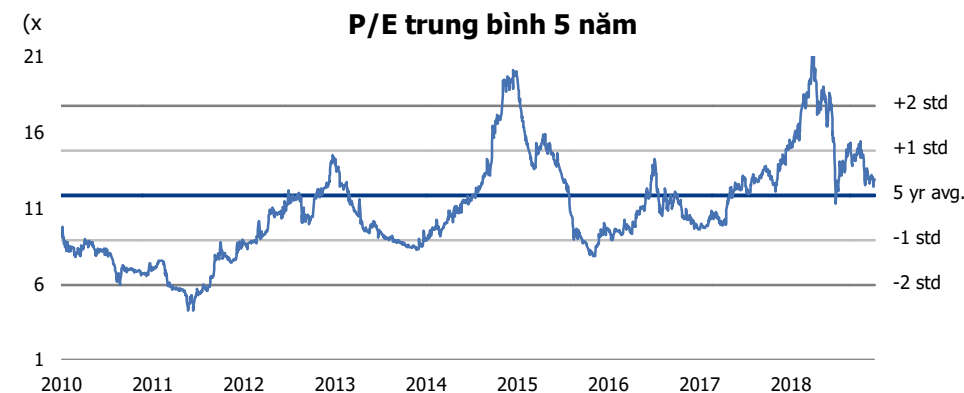
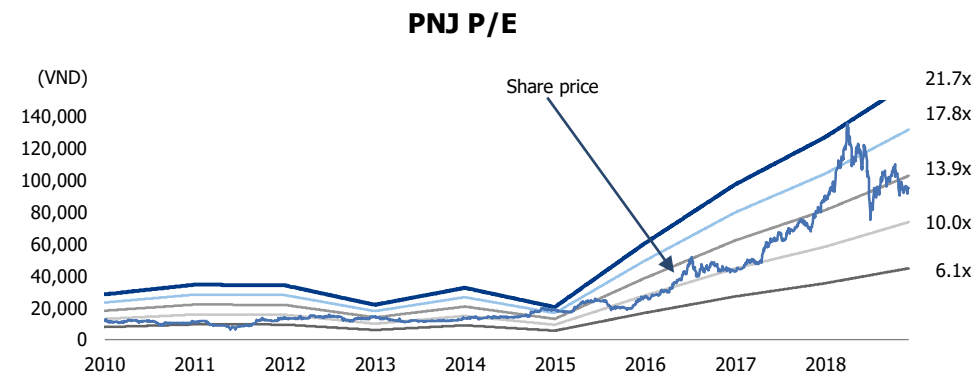
## Rủi ro:

- Kết quả kinh doanh quý 2 thấp nên khi PNJ ra báo cáo tài chính thì nhà đầu tư có thể sẽ phản ứng tiêu cực.

## Cơ sở định giá

Chúng tôi sử dụng mức PE cho PNJ là 15x, với EPS 2019 là VND 5,270. Mức PE này cao hơn mức PE trung bình 5 năm của công ty, dựa trên vị thế của công ty trong ngành và triển vọng ngành. Thì giá hợp lý là 79,000 đồng/cp

Nếu sử dụng eps forward 2020 với tốc độ tăng trưởng tương đương năm nay thì EPS công ty sẽ ở mức 6,450 đ/cp tương đương giá hợp lý ở mức 97,000 đ/cp.



Source: Company data

## CONTACT: MBS EQUITY RESEARCH

**Southern Area Team Leader: Nguyễn Thị Huyền Dương** – (Email: [Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn](mailto:Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Tel: 0982268088)

### Real estate, Construction

**Nguyễn Tiến Dương** (Email: [Duong.NguyenTien@mbs.com.vn](mailto:Duong.NguyenTien@mbs.com.vn) – Tel: 0911225869)

### Banking

**Nguyễn Thị Quế Anh** (Email: [Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn](mailto:Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn) – Tel: 0908762227)

### Banking, Sea ports, Textile

**Lê Khánh Tùng** (Email: [Tung.LeKhanh@mbs.com.vn](mailto:Tung.LeKhanh@mbs.com.vn) – Tel: 0335699989)

### Construction Materials

**Nguyễn Bảo Trung** (Email: [Trung.NguyenBao@mbs.com.vn](mailto:Trung.NguyenBao@mbs.com.vn) – Tel: 0988739505)

### Pharmacy, Natural Rubber

**Nguyễn Đăng Thiện** (Email: [Thien.NguyenDang@mbs.com.vn](mailto:Thien.NguyenDang@mbs.com.vn) – Tel: 0909917939)

### Consumer Goods

**Nguyễn Thị Huyền Dương** (Email: [Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn](mailto:Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Tel: 0982268088)

### Securities, Chemicals, Technology

**Phạm Việt Duy** (Email: [Duy.PhamViet@mbs.com.vn](mailto:Duy.PhamViet@mbs.com.vn) – Tel: 0986696617)

### Oil, Gas & Power

**Nguyễn Hoàng Bích Ngọc** (Email: [Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn](mailto:Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn) – Tel: 0774701272)

### Logistics & Aviation

**Nguyễn Nam Khoa** (Email: [Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn](mailto:Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn) – Tel: 0912323051)

### Fisheries

**Nguyễn Thanh Danh** (Email: [Danh.NguyenThanh@mbs.com.vn](mailto:Danh.NguyenThanh@mbs.com.vn) – Tel: 0354358427)

## MBS SECURITIES

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty CP Việt R.E.M.A.X (VIET R.E.M), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

## MBS RESEARCH | DISCLAIMER

Copyrights. MBS 2019, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2019 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

## MBS HEAD OFFICE

MB Building, 3 Lieu Giai, Ba Dinh, Ha Noi | Tel: +84 4 3726 2600 – Fax: +84 4 3726 2600 | Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)