

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

Tìm kiếm cơ hội từ lĩnh vực kinh doanh mới

Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	Q3-FY21	Q2-FY21	+/-qoq	Q3-FY20	+/-yoy
Doanh thu thuần	24.333	31.658	-23,1%	25,714	-5,4%
LNST	785	1.213	-35,3%	951	-17,4%
EBIT	843	1.498	-43,7%	1,156	-27,1%
Biên EBIT	3,5%	4,7%	-1,3pps	4,5%	-1,0pps

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Q3/2021 – Giãn cách xã hội ảnh hưởng đến chuỗi điện tử tiêu dùng trong khi lợi nhuận của chuỗi BHX tăng mạnh

- Các cửa hàng TGDD & ĐMX ghi nhận SSSG giảm -36% do nhiều cửa hàng phải tạm thời đóng cửa trong quý Q3.
- Chuỗi BHX tăng trưởng mạnh với SSSG đạt +33% trong Q3/2021 khi kênh bách hóa hiện đại là lựa chọn duy nhất cho hàng tiêu dùng ở nhiều tỉnh thành phía Nam. Doanh thu tăng vọt lên 9,2 nghìn tỷ đồng (+ 62% YoY). BHX công bố lợi nhuận sau thuế quý đầu tiên, ước tính đạt 62 tỷ đồng (3 triệu USD; -5% YoY).
- Đóng góp cao hơn của ĐMX Super mini (DMS) đã nâng tỷ suất lợi nhuận gộp của TGDD & ĐMX lên 23% (+1,5 pps YoY), trong khi nỗ lực tăng nguồn cung thực phẩm tươi sống trong giai đoạn giãn cách xã hội đã thúc đẩy tỷ suất lợi nhuận gộp của BHX sau khi khấu trừ có khoản hao hụt tăng lên hơn 28%.

Triển vọng 2021F-22F – Các sáng kiến nhằm nâng cao doanh số bán hàng trên mỗi cửa hàng TGDD & ĐMX và tối ưu hóa OPEX cho BHX là những động lực tăng trưởng chính

- Doanh thu năm 2021F/22F dự kiến đạt 119 nghìn tỷ đồng (+10% YoY; 5,2 tỷ USD) / 150 nghìn tỷ đồng (+26% YoY). Đối với TGDD & ĐMX, chúng tôi kỳ vọng SSSG tích cực là 10% cho năm 2022F từ mức cơ bản thấp vào năm 2021F do sức mua dần phục hồi và các sáng kiến để tăng doanh số bán hàng trên mỗi cửa hàng bao gồm triển khai chuỗi Topzone mới trong khi các chuỗi đang thử nghiệm như phụ kiện thời trang –BlueJi, đồ thể thao BlueSport sẽ hỗ trợ tiềm năng tăng trưởng. Trong khi một số chuỗi khác (thời trang và đồ mẹ & bé) cũng sẽ được thử nghiệm trong thời gian tới, chúng tôi tin rằng ĐMS sẽ là mô hình chính sẽ được tiếp tục đẩy mạnh vào năm 2022F. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng BHX sẽ đăng SSSG là 5% vào năm 2022F từ mức cơ bản cao vào năm 2021F.
- Chúng tôi dự báo LNST 2021F/22F sẽ tăng 20% YoY / 45% YoY lên 4,7 nghìn tỷ đồng (+20% YoY) / 6,8 nghìn tỷ đồng (+45% YoY) với sự cải thiện khả năng sinh lời của BHX sẽ đóng góp nhiều nhất vào tăng trưởng lợi nhuận năm 2022F. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng BHX sẽ đạt lợi nhuận ròng 50 tỷ đồng vào năm 2022F, sau khi lỗ dự kiến 1,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2021F, chủ yếu nhờ vào chi phí nhân viên và chi phí DC được tối ưu hóa. Đối với TGDD & ĐMX, chúng tôi dự báo LNST tăng 11% YoY lên 6,7 tỷ đồng vào năm 2022F.

Quan điểm & định giá

Chúng tôi tin rằng với sự linh hoạt trong việc thực thi các sáng kiến của MWG nhằm đối phó với những thử thách về (1) nhu cầu trong ngành hàng điện tử tiêu dùng và (2) tính sinh lời của BHX sẽ thúc đẩy kết quả hoạt động trên toàn hệ thống và, qua đó, thúc đẩy tăng trưởng thu nhập sau năm 2021. Tỷ lệ tăng trưởng kép LNST dự kiến 3 năm của chúng tôi là 35% trong giai đoạn 2021F-24F khiến chỉ số P/E 2022F 14,8 lần tương đối hấp dẫn. Chúng tôi nâng giá mục tiêu 10% lên **163.500 đồng/cổ phiếu**, dựa trên phương pháp tổng các thành phần, sau khi điều chỉnh tăng LNST năm 2021-24F và chuyển hệ số định giá áp dụng sang năm 2022F. Chúng tôi lập lại khuyến nghị **MUA của chúng tôi đối với MWG với tổng mức sinh lời là 24%**, dựa trên giá đóng cửa ngày 07 tháng 12 năm 2021.

MUA +24%

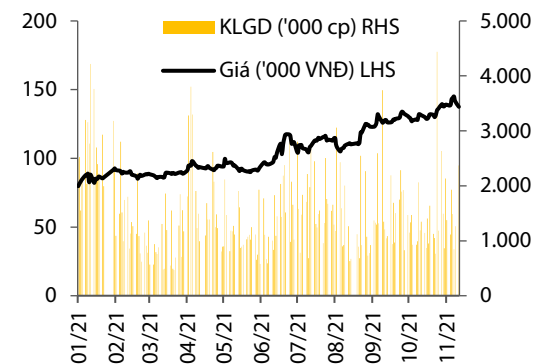
Giá mục tiêu (đồng)	163.500
Giá thị trường (đồng)	133.500
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.500

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	98.025
SLCPDLH	712,9
KLGD TB 20 phiên	1.546.305
Free Float (%)	35
Giá cao nhất 52 tuần	145.000
Giá thấp nhất 52 tuần	75.437
Beta	0,90

	FY2020	Hiện tại
EPS	8.654	8.601,3
Tăng trưởng EPS (%)	0	1,1
EPS điều chỉnh	8.644	6.000
P/E	13,8	22,9
P/B	3,5	5,2
EV/EBITDA	7,4	13,3
Tỷ suất cổ tức (%)	1,3	1,1
ROE (%)	25,3	22,7

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Retail World Inv Consultant Co Ltd.	11,3
DC	10,0
Arisaig Asia Consumer Fund Limited	5,1
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0

Đỗ Thanh Tùng

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1521
tung.dt@vdsc.com.vn

Bảng 1: KQKD Q3/2021

Tỷ đồng	Q3-FY21	Q2-FY21	+/- (qoq)	Q3-FY20	+/- (yoy)
Doanh thu	24.333	31.658	-23,1%	25.714	-5,4%
Lợi nhuận gộp	6.089	7.144	-14,8%	5.750	5,9%
Chi phí bán hàng & quản lý	5.246	5.646	-7,1%	4.594	14,2%
Thu nhập HĐKD	843	1.498	-43,7%	1.156	-27,1%
EBITDA	1.591	2.217	-28,2%	1.758	-9,5%
EBIT	843	1.498	-43,7%	1.156	-27,1%
Chi phí tài chính	165	171	-3,6%	132	24,6%
- Chi phí lãi vay	164	170	-3,5%	132	24,0%
Khấu hao	748	719	4,1%	602	24,2%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	968	1.626	-40,5%	1.278	-24,3%
Lợi nhuận sau thuế	785	1.213	-35,3%	951	-17,4%
(*) LNST điều chỉnh các khoản mục	785	1.213	-35,3%	951	-17,4%

Nguồn: MWG, CTCK Rông Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3/2021

Chỉ tiêu	Q3-FY21	Q2-FY21	+/- (qoq)	Q3-FY20	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	25,0%	22,6%	2,5 pps	22,4%	2,7 pps
Biên EBITDA	6,5%	7,0%	-0,5 pps	6,8%	-0,3 pps
Biên EBIT	3,5%	4,7%	-1,3 pps	4,5%	-1,0 pps
Biên lợi nhuận ròng	3,2%	3,8%	-0,6 pps	3,7%	-0,5 pps
Biên lợi nhuận ròng điều chỉnh	3,2%	3,8%	-0,6 pps	3,7%	-0,5 pps
Hiệu quả hoạt động *(x)					
-Hàng tồn kho	3,3	4,3	-1,0	4,5	-1,2
-Khoản phải thu	33,8	53,7	-19,9	74,7	-41,0
-Khoản phải trả	5,2	6,8	-1,5	6,5	-1,2
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng vốn CSH	145,8%	190,3%	-44,5 pps	160,2%	-14,4 pps

Nguồn: CTCK Rông Việt

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q4/2021

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY21	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	32.094	32%	18%
Lợi nhuận gộp	7.448	22%	19%
EBIT	1.484	76%	21%
LNST	1.363	74%	45%

Nguồn: CTCK Rông Việt

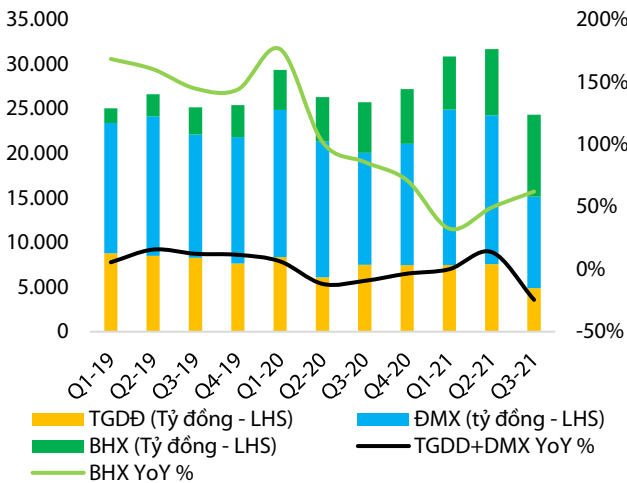
Cập nhật

Giãn cách xã hội gây ra sự phân hoá trong hoạt động bán hàng của chuỗi cửa hàng chính, nhưng về tổng thể biên gộp vẫn được cải thiện

Doanh thu thuần trong quý 3/2021 của MWG giảm -5% YoY xuống còn 24,3 nghìn tỷ đồng gây nên KQKD trái chiều của các chuỗi chủ chốt. Trong đó, doanh thu của chuỗi cửa hàng điện tử tiêu dùng TGDĐ & ĐMX đạt 15,1 nghìn tỷ đồng (-24% YoY) do SSSG giảm -36% YoY sau khi 60-70% tổng số cửa hàng bị tạm đóng cửa hoặc hạn chế hoạt động. Ngược lại, doanh thu của BHX tăng 62% lên 9,2 nghìn tỷ đồng với SSSG tăng lên +36% YoY trong Q3/2021 do nhu cầu tích trữ đột biến gây ra bởi giãn cách xã hội. Do đó, đóng góp từ BHX đã tăng đáng kể lên 38% vào Q3/2021. Trong 9 tháng đầu năm 2021, TGDĐ & ĐMX có SSSG giảm xuống mức -10% YoY, trái ngược với mức tăng +12% của các cửa hàng BHX.

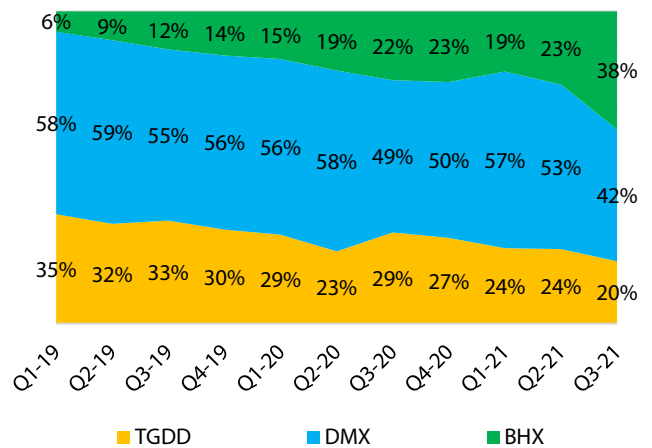
Mặc dù các chính sách giãn cách xã hội gây diễn biến trái chiều trong doanh thu tại cửa hàng của các chuỗi này, nó đã thúc đẩy doanh số bán hàng trực tuyến toàn hệ thống mặc dù vẫn có một số hạn chế trong việc phân phối các sản phẩm không thiết yếu trong thời gian giãn cách. Chúng tôi ước tính rằng doanh thu bán hàng trực tuyến của TGDĐ & ĐMX tăng mạnh trong Q3/2021, đạt hơn 3,7 nghìn tỷ đồng (+66% YoY) và doanh thu lũy kế 9T2021 đạt 8,6 nghìn tỷ đồng (+21% YoY). Trong khi đó, mức cơ sở thấp vào năm 2020 đã giúp BHX tăng doanh số bán hàng trực tuyến gấp hơn 5 lần trong 9T2021.

Hình 1: Doanh thu MWG theo chuỗi



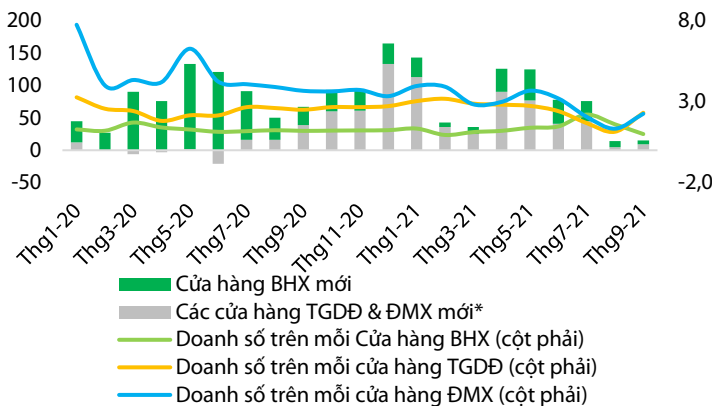
Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tỷ lệ đóng góp doanh thu theo chuỗi



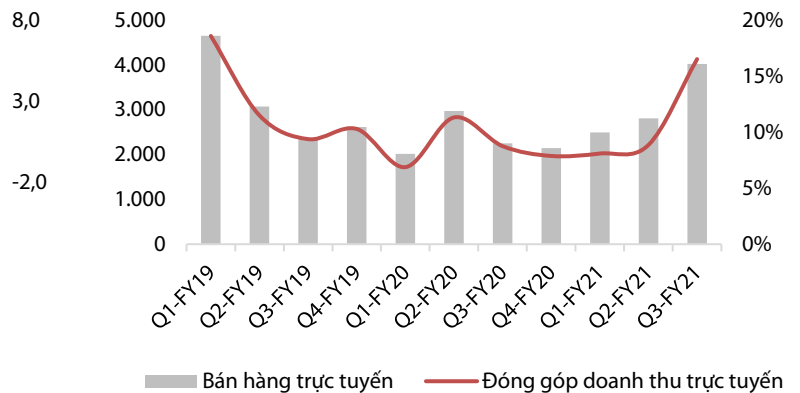
Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng theo chuỗi (tỷ đồng)



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt, *bao gồm Bluetronics

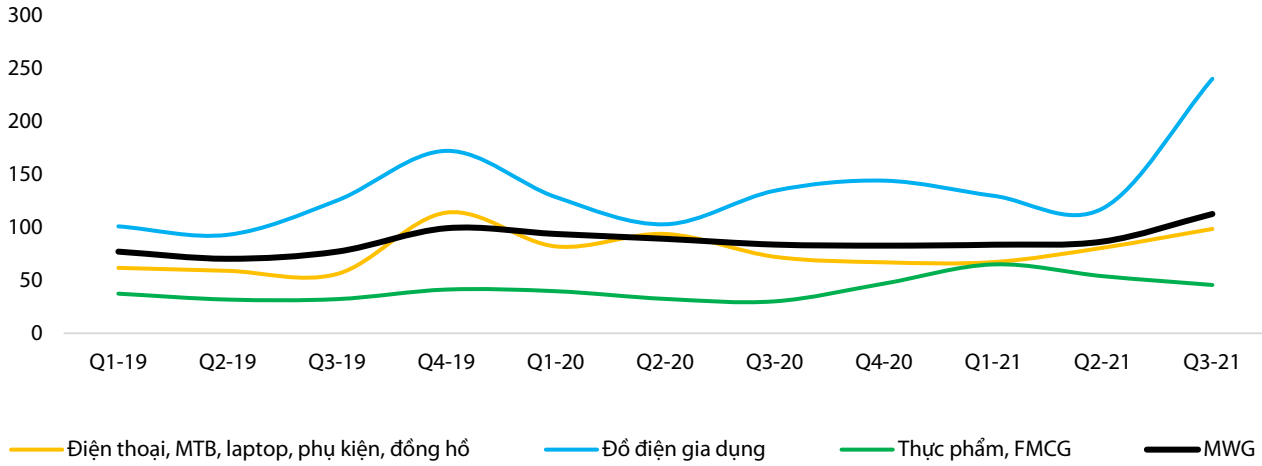
Hình 4: Doanh thu trực tuyến (tỷ đồng)



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Hoạt động kinh doanh của TGDĐ & ĐMX bị gián đoạn đã khiến số ngày tồn kho tăng mạnh, đặc biệt là đối với các mặt hàng điện gia dụng do nỗ lực đảm bảo đủ hàng để bán trong bối cảnh chuỗi cung ứng hàng điện tử tiêu dùng bị gián đoạn do thiếu chip toàn cầu. Trong khi đó, số ngày tồn kho thực phẩm và hàng tiêu dùng nhanh đã trở lại mức bình thường sau khi tăng mạnh ở Q3/2021.

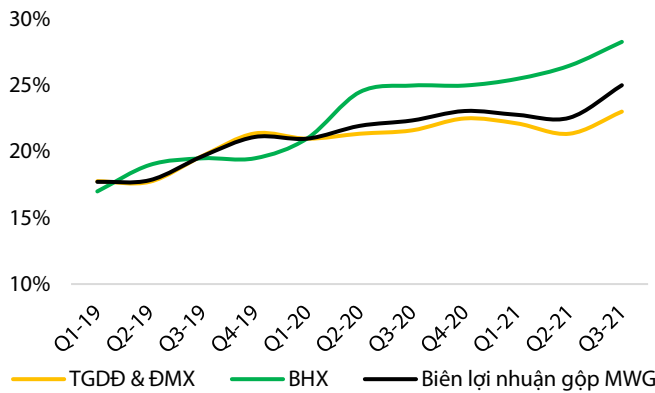
Hình 5: Số ngày tồn kho ước tính theo danh mục sản phẩm



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

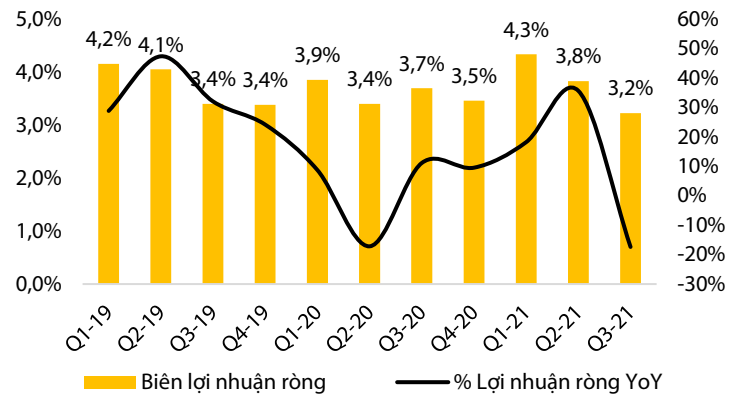
Mặc dù doanh thu thấp, chuỗi TGDĐ & ĐMX cải thiện đáng kể tỷ suất lợi nhuận trong Q3/2021 nhờ (1) đóng góp doanh thu cao hơn của ĐMS trong ĐMX đạt 14% trên 10% trong nửa đầu năm 2021 do hoạt động của các cửa hàng này, hầu hết nằm ở các vùng sâu vùng xa và nông thôn, ít chịu ảnh hưởng bởi các chính sách giãn cách và (2) tăng trưởng doanh số tích cực của các sản phẩm thiết bị gia dụng nhờ có lợi nhuận cao. Trong khi đó, nỗ lực của BHX trong việc cung cấp thực phẩm tươi sống nhiều nhất có thể để đáp ứng nhu cầu trong thời điểm kênh chợ truyền thống đóng cửa đã giúp tăng tỷ trọng đóng góp của thực phẩm tươi sống lên 51% trong Q3/2021, qua đó củng cố tỷ suất lợi nhuận gộp của chuỗi này lên 28%. **Tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện trên toàn hệ thống (Hình 5) cùng với (1) tối ưu hóa chi phí nhân viên và (2) giảm chi phí thuê mặt bằng 20% YoY đối với phần lớn chuỗi TGDĐ & ĐMX thông qua việc thương lượng lại với chủ nhà đã giảm bớt tác động tiêu cực của việc sụt giảm doanh số trên lợi nhuận ròng.** Do đó, LNST công ty mẹ giảm -17% YoY xuống còn 785 tỷ đồng, tốt hơn dự kiến. Trong 9 tháng đầu năm 2021, LNST vẫn tăng 12% lên 3,3 nghìn tỷ đồng (144 triệu USD), tương ứng tỷ suất lợi nhuận ròng là 3,8%.

Hình 6: Biên lợi nhuận gộp ước tính theo chuỗi



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Biên lợi nhuận ròng và tăng trưởng lợi nhuận ròng của MWG



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

TGDĐ & ĐMX đã ghi nhận những tín hiệu tích cực sau nới lỏng phong tỏa; Nâng cấp điểm bán hàng hiện hữu là chiến lược chính để duy trì tăng trưởng cho tương lai

Hầu hết các cửa hàng đã hoạt động trở lại vào cuối tháng 9 cùng với nhiều chương trình khuyến mại được triển khai đã nắm bắt tốt nhu cầu bị dồn nén sau khi mở cửa trở lại. Kết quả là, **doanh thu tháng 10 đã tăng trở lại 61% MoM và đạt mức doanh thu cao nhất trong năm** (Hình 6). Chúng tôi tin rằng doanh thu tăng vọt trong tháng 10 chủ yếu do doanh số tích cực của nhóm hàng:

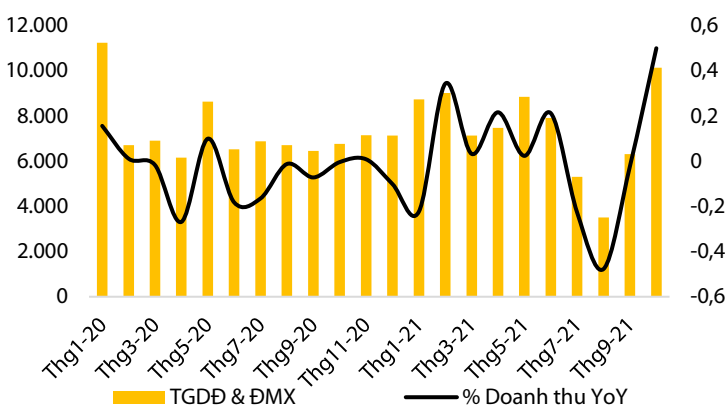
- (1) Máy tính xách tay đến từ nhu cầu làm việc / học tập tại nhà ngày càng tăng. Trên thực tế, ước tính doanh số bán máy tính xách tay thậm chí còn cao hơn tháng 9 khoảng 10-15%, đóng góp hơn 1 nghìn tỷ đồng. Với kết quả đó, chúng tôi ước tính giá trị bán máy tính xách tay của MWG đạt 4,4 nghìn tỷ đồng trong 10T2021, tăng 40% YoY. MWG ước tính chiếm 40% thị phần bán lẻ máy tính xách tay Việt Nam, tương đương thị phần của FRT theo ước tính của chúng tôi.
- (2) iPhone 13 mới. Nhận thấy dư địa tiềm năng trong việc củng cố thị phần các sản phẩm của Apple, trong đó MWG chiếm khoảng 25% thị phần của thị trường 1,5 tỷ USD này, MWG đã ra mắt Topzone - một chuỗi mới chuyên bán các sản phẩm của Apple - cùng thời điểm iPhone mới được giới thiệu tại Việt Nam. Kết quả bán hàng ban đầu của bốn cửa hàng phiên AAR (100-120 m2 và tích hợp bên cạnh các cửa hàng TGDĐ/ĐMX) rất đáng khích lệ: 40 tỷ đồng trong mười ngày tương đương với khoảng 30 tỷ đồng doanh thu/cửa hàng/tháng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức doanh số này thường cao vào thời điểm ra mắt sản phẩm mới và doanh thu trên mỗi cửa hàng sẽ điều chỉnh về mức ổn định khoảng 4 - 5 tỷ đồng/cửa hàng/tháng sau đó. Tuy nhiên, mức này vẫn tốt hơn so với kỳ vọng ban đầu của ban lãnh đạo là 2 - 3 tỷ đồng/cửa hàng/tháng đối với một cửa hàng AAR.

Hình 8: Topzone – cửa hàng phiên bản AAR



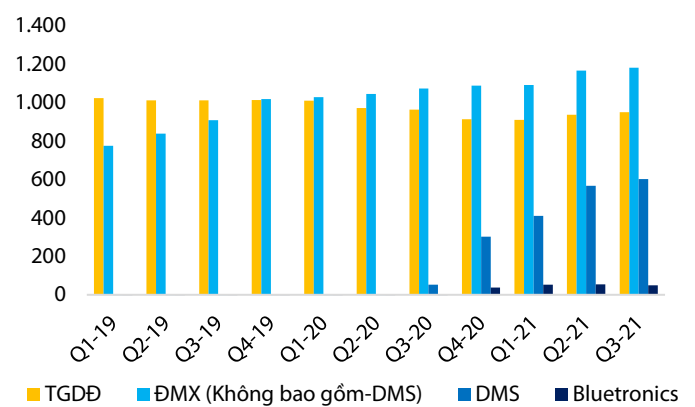
Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Doanh thu hàng tháng của TGDĐ & ĐMX



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Tổng số cửa hàng TGDĐ & ĐMX



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Về kế hoạch mở rộng cửa hàng, ban lãnh đạo chia sẻ rằng diện tích mặt bằng nhiều khả năng sẽ bị hạn chế do mạng lưới cửa hàng TGDĐ/ĐMX dày đặc hiện nay. Mặc dù vậy, công ty sẽ tăng cường mở rộng ĐMS trong Q4/2021 (mục tiêu 800 cửa hàng vào cuối năm 2021 từ 601 cửa hàng vào cuối tháng 9) và 2022F để củng cố thị phần hơn nữa đối với tại khu vực nông thôn, khi nhiều nhà bán lẻ tại các địa phương đã phải dừng cuộc chơi. Bên cạnh đó, chúng tôi thấy một số sáng kiến nâng cao hoạt động kinh doanh sẽ được thực hiện/thí điểm trong thời gian tới như:

- (1) Mở đến 60 cửa hàng Topzone vào Q1/2021 (50 cửa hàng AAR và 10 cửa hàng APR độc lập, ước tính gấp đôi cửa hàng AAR về quy mô và doanh thu).
- (2) Nâng cấp quy mô của các cửa hàng hoạt động tốt hiện nay.
- (3) Tìm kiếm các địa điểm mới với giá thuê hấp dẫn.
- (4) Tăng điểm bán hàng cho xe đạp và thí điểm bán các danh mục sản phẩm mới (ví dụ: quần áo thể thao với chuỗi Blue Sport, và mắt kính, trang sức giá rẻ với các cửa hàng Blue Ji nằm trong các cửa hàng TGĐĐ).
- (5) Tối ưu hóa kênh bán hàng trực tuyến để nắm bắt nhu cầu đang tăng cao bằng cách thiết kế lại giao diện trang web phù hợp hơn với hành vi mua sắm trực tuyến và đẩy mạnh kênh chính thức của mình trên các trang thương mại điện tử (Tiki, Shopee, Lazada) nhằm thu hút khách hàng mới (sau ba tháng kể từ khi ra mắt, 70% của người mua trên các nền tảng này là khách hàng mới). Hiện tại, phụ kiện là danh mục sản phẩm chính mà MWG đẩy mạnh trên các thị trường thương mại điện tử này. Trên thực tế, hơn 70% trong số hơn hai nghìn sản phẩm đang bán trên Tiki.vn là đồng hồ, thiết bị ngoại vi máy tính, theo ước tính của chúng tôi, hầu hết có giá khoảng 1 triệu đồng. Điện thoại thông minh cũng bán tại kênh này nhưng đa phần có mức giá rẻ. Trong khi các sản phẩm có giá bình quân thấp này sẽ kích thích nhu cầu mua sắm trực tuyến, chúng tôi cho rằng kênh bán này cũng sẽ không ảnh hưởng nhiều tới lưu lượng khách tới các cửa hàng vật lý khi các nhóm hàng hóa có giá trị cao, có số lượng hạn chế trên các gian hàng trực tuyến, thường đòi hỏi sự trải nghiệm của khách hàng tại cửa hàng.

Hình 11: Sơ lược về MWG trên các trang thương mại điện tử chính của Việt Nam

The image displays three screenshots of MWG's official store profiles on major Vietnamese e-commerce platforms:

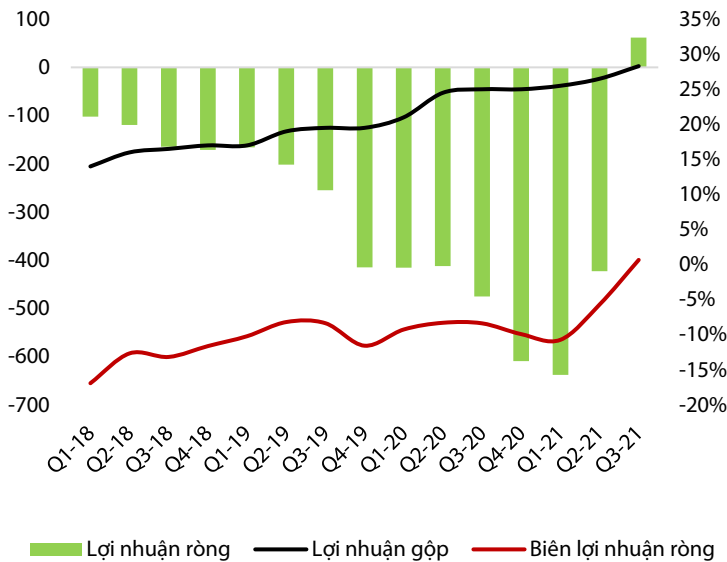
- Shopee:** Shows the 'Thế Giới Di Động Official' store with 2K products, a 3% shop return rate, and 3 months of participation. It has 3 followers and a 6.7k rating.
- Lazada:** Shows the 'Thế Giới Di Động Official' store with 5090 followers and 99% positive seller ratings. It has a 'Chat Now' and 'Follow' button.
- Tiki:** Shows the 'Thế Giới Di Động Official' store with 2040 followers and a 'Đang Theo' (Following) button. It features a search bar and a list of store statistics: 2021 since established, 2252+ products, a store description, and 2040 followers.

Nguồn: Shopee.vn, Lazada.vn, tiki.vn

Doanh thu trên mỗi cửa hàng BHX suy giảm sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận ròng trong các quý tới

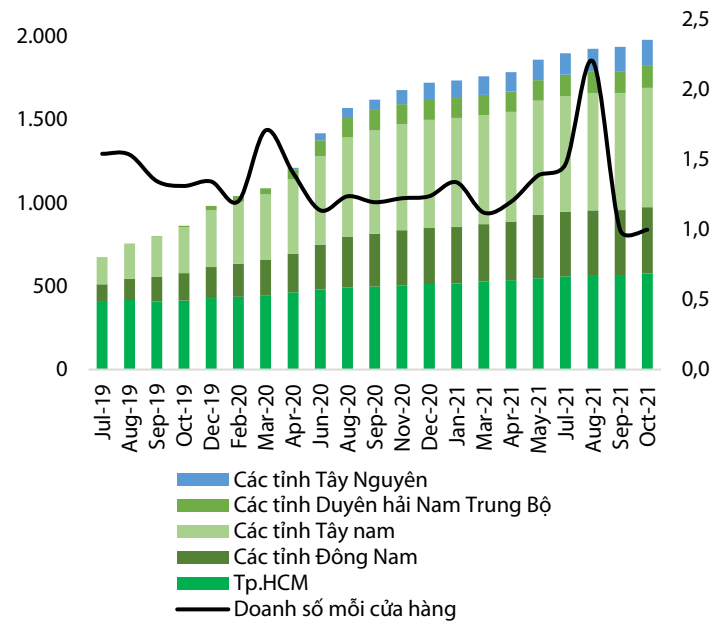
Doanh thu trên mỗi cửa hàng BHX đạt đỉnh 2,2 tỷ đồng vào tháng 7 đã giúp chuỗi này có lãi ròng Q3/2021 (ước tính 62 tỷ đồng). Tuy nhiên, doanh thu bình quân mỗi cửa hàng đã bắt đầu giảm xuống còn khoảng 1 tỷ đồng vào tháng 9 và tháng 10 do (1) siết chặt hơn các biện pháp giãn cách xã hội vào cuối tháng 8 đến đầu tháng 9 đã cản trở hoạt động bán hàng tại cửa hàng, (2) sức mua giảm tại các siêu thị giảm sau khi hàng nghìn người dân rời khỏi các vùng đô thị phía Nam, nơi đóng góp gần 50% doanh thu trong điều kiện bình thường và các kênh chợ truyền thống mở cửa trở lại. Tuy nhiên, đáng chú ý là chuỗi này vẫn cố gắng duy trì EBITDA dương ở cấp độ công ty trong tháng 9, điều mà chúng tôi cho rằng đến từ việc chi phí nhân viên được tối ưu hóa.

Hình 12: Lợi nhuận ròng ước tính của BHX



Nguồn: MWG, CTCK Rông Việt

Hình 13: Phân phối cửa hàng và doanh số bán hàng trên mỗi cửa hàng



Nguồn: MWG, CTCK Rông Việt

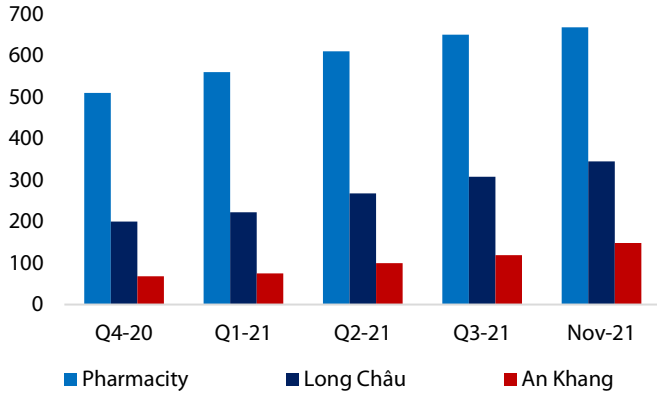
Theo Bộ Lao động - Thương binh và Xã hội, dịch Covid-19 đã khiến khoảng 1,3 triệu người lao động từ thành phố Hồ Chí Minh và các tỉnh trọng điểm phía Nam phải rời khỏi các thành phố lớn. Mặc dù thị trường lao động tại các trung tâm công nghiệp này đang dần được cải thiện nhưng hiện mới chỉ có khoảng 70 - 75% doanh nghiệp, 50 - 60% lực lượng lao động quay trở lại hoạt động so với điều kiện bình thường. Chúng tôi kỳ vọng rằng lực lượng lao động sẽ quay trở lại các khu vực đô thị trọng điểm phía Nam vào đầu năm 2022 để chuẩn bị cho mùa sản xuất cao điểm trước Tết và sẽ dần cải thiện sau đó nhờ hoạt động sản xuất phục hồi. Trong khi sức mua trong ngắn hạn sẽ phục hồi tương ứng sau đó, chúng tôi cho rằng, về lâu dài, sự thành công của mô hình này sẽ phụ thuộc vào mức độ BHX có thể (1) hợp lý hóa chi phí hoạt động (tối ưu hóa chi phí nhân viên, chi phí kho vận, giảm mở rộng tốc độ hàng mỗi tháng), (2) nâng cao doanh thu trên mỗi cửa hàng thông qua nâng cấp diện tích và (3) cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp.

MWG đẩy mạnh mở rộng Nhà thuốc An Khang

MWG cuối cùng đã bắt đầu đẩy nhanh việc mở rộng chuỗi dược phẩm An Khang (AK) khi chuỗi bắt đầu có lãi trong những tháng gần đây, theo ban lãnh đạo. Chúng tôi giả định rằng lưu lượng khách hàng đột biến tới các cửa hàng BHX trong Q3/2021 đã giúp cải thiện hiệu quả hoạt động của AK, từ đó lợi nhuận được cải thiện tương ứng.

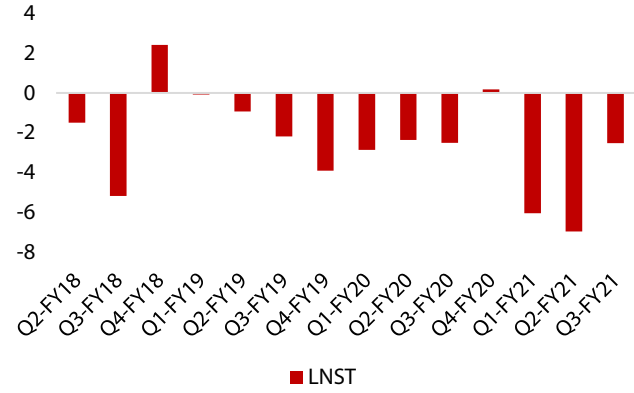
Chuỗi này đã mở 30 cửa hàng mới kể từ cuối quý 3 năm 2021, đạt 148 cửa hàng cho đến nay và tổng số cửa hàng dự kiến sẽ lên tới 160-170 cửa hàng vào cuối năm 2021. Vì vị trí của các cửa hàng mới của AK đã được tích hợp vào các cửa hàng BHX với diện tích 500m2 để tận dụng lưu lượng khách cao, chúng tôi ước tính sẽ có 300-400 địa điểm sẵn sàng để mở các cửa hàng AK mới trong năm tới. Mặc dù con số ước tính này có thể đưa AK vượt qua nhà thuốc Long Châu về số lượng cửa hàng, nhưng khả năng phủ sóng của AK nhiều khả năng sẽ bị giới hạn ở các tỉnh phía Nam so với phạm vi toàn quốc của đối thủ.

Hình 14: Số lượng cửa hàng của nhà bán lẻ dược phẩm



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Hình 15: LNST của An Khang (tỷ đồng) cải thiện trong Q3/2021



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Triển vọng 2021F-22F
Bảng 1: Điều chỉnh dự báo năm 2021

Đơn vị: Tỷ đồng	2021F Cũ	2021F Mới	Thay đổi	YoY %	Giải thích
Doanh thu	120.332	118.913	-1%	10%	
Doanh thu tại cửa hàng TGDD/DMX	77.440	76.362	-1%	-2%	(1) Sự kết hợp điều chỉnh gia tăng của SSSG lên -5% từ -10% trong báo cáo trước đây của chúng tôi vì chúng tôi kỳ vọng rằng doanh số bán hàng tại mỗi cửa hàng sẽ phục hồi mạnh mẽ trong Q4/2021 ở mức 15% n/n nhờ vào doanh thu vững chắc đến từ máy tính xách tay, iPhone và các thiết bị đi kèm. Dự kiến số lượng cửa hàng của TGDD từ 913 ở cuối năm 2020 sẽ tăng lên 958 vào năm 2021. (2) Số lượng cửa hàng ĐMX cuối năm 2021 giảm nhẹ còn 802 so với giả định 1.002 cửa hàng ở trước đây do tốc độ mở bị ảnh hưởng bởi giãn cách xã hội. Tổng các tụ điểm bán hàng dự kiến của DMX sẽ tăng từ 1.464 ở cuối năm 2020 lên 2.049 vào cuối năm 2021 (bao gồm 50 cửa hàng Bluetronics ở Campuchia).
Doanh thu tại cửa hàng ĐMX	31.565	28.818	-9%	37%	Mặc dù SSSG ở 9T2021 tăng trưởng mạnh mẽ khoảng 12%, chúng tôi dự kiến rằng doanh số bán hàng tại mỗi cửa hàng sẽ phải đối mặt với mức tăng trưởng âm khoảng 8% trong Q4-2021 do nhu cầu bị ảnh hưởng như đã đề cập ở trên. Chúng tôi điều chỉnh giảm tốc độ mở rộng của BHX, tăng thêm 320 cửa hàng mới vào năm 2021 so với 350 cửa hàng ở năm trước đó, nâng tổng số cửa hàng lên đến 2.039 cửa hàng vào cuối năm 2021.
Doanh thu online	11.326	13.733	21%	46%	Chúng tôi điều chỉnh về sự gia tăng của doanh số bán hàng trực tuyến dựa theo kế hoạch của MWG nhằm đẩy mạnh kênh bán hàng trực tuyến, đặc biệt là đối với các sản phẩm phụ kiện. Doanh số bán hàng trực tuyến trong 10 tháng đầu năm 2021 đạt hơn 11 nghìn tỷ đồng (+40% YoY).
Lợi nhuận gộp	120.332	27.706	1%	16%	
Chi phí bán hàng	77.440	17.935	-5%	17%	
Chi phí quản lý	31.565	4.254	22%	25%	
LN từ HĐKD	11.326	5.517	11%	6%	
LNTT	27.342	6.217	10%	15%	
LNST công ty mẹ	4.190	4.699	12%	20%	
TGDD & ĐMX	5.817	6.062	4%	4%	Chúng tôi nâng dự báo LNST tổng hợp của TGDD và ĐMX chủ yếu dựa trên sự cải thiện của biên lợi nhuận gộp (21,9% so với trước đó là 21%) sau khi DMS đóng góp cao hơn vào khoảng 12% doanh thu năm 2021.
BHX	-1.626	-1,363	-16%	-29%	Chúng tôi có sự điều chỉnh giảm ở khoảng lỗ ròng của BHX nhằm phản ánh mức lợi nhuận cao đạt được ở Q3/2021 và biên lợi nhuận gộp cả năm dự kiến cao hơn 27,5%.
EPS (VND)	5.880	6,594	12%	14%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>22,7%</i>	<i>23,3%</i>	<i>0,6 pps</i>	<i>1,2 pps</i>	
<i>Chi phí quản lý/bán hàng</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,3%</i>	<i>0,0 pps</i>	<i>1,4 pps</i>	
<i>Biên LN từ HĐKD</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,6%</i>	<i>0,5 pps</i>	<i>-0,2 pps</i>	
<i>Biên lợi nhuận trước thuế</i>	<i>4,7%</i>	<i>5,2%</i>	<i>0,5 pps</i>	<i>0,2 pps</i>	
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>3,5%</i>	<i>24,4%</i>	<i>0,5 pps</i>	<i>0,3 pps</i>	

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Dự phóng 2022

Đơn vị: Tỷ đồng	2022F	YoY %	Giải định
Doanh thu	150.082	26%	
Tại cửa hàng TGD/ĐMX	91.162	19%	Phục hồi từ mức cơ bản thấp vào năm 2021F, chúng tôi kỳ vọng SSSG kết hợp của TGDĐ & ĐMX sẽ đạt 10% vào năm 2022F, chủ yếu được thúc đẩy bởi các sản phẩm ICT và thiết bị điện gia dụng nhỏ lẻ nhờ tăng cường mở mới các cửa hàng Topzone và đóng góp cao hơn từ ĐMS. Chúng tôi ước tính rằng việc mở mới 700 cửa hàng của ĐMS vào năm 2022F sẽ đẩy doanh số bán hàng ĐMS / tổng doanh số bán hàng ĐMX lên khoảng 17%. Chúng tôi giả định rằng số lượng cửa hàng của TGDĐ & ĐMX sẽ tăng lên 3.785 vào cuối năm 2022F từ 3.007 vào cuối năm 2021. Chúng tôi chưa bao gồm doanh thu từ các chuỗi mới triển khai là Blue Sport (bán quần áo thể thao) và BlueJi (bán trang sức giá cả phải chăng) vào mô hình của chúng tôi do giai đoạn thử nghiệm.
Tại cửa hàng BHX	41.581	44%	Chúng tôi giả định rằng tốc độ mở mới cửa hàng sẽ duy trì ở mức khoảng 300 cửa hàng thuần vào năm 2022F, điều này đã giảm tốc độ theo kế hoạch của MWG là tập trung vào việc cải thiện lợi nhuận của BHX trước khi tăng tốc mở các cửa hàng mới. Do đó, tổng số cửa hàng sẽ đạt 2.339 vào cuối năm 2022F. Các cửa hàng mới sẽ có quy mô từ 300m2 đến hơn 500m2. Chúng tôi cũng tin rằng MWG sẽ tiếp tục chuyển đổi các cửa hàng tiêu chuẩn có hiệu suất cao và cửa hàng 300m2 sang các cửa hàng lớn hơn để tăng doanh thu trên mỗi cửa hàng. Chúng tôi kỳ vọng rằng doanh số bán hàng tăng đột biến trong Q3/2021 và nhu cầu bị ảnh hưởng sẽ khiến SSSG sụt giảm xuống 5% vào năm 2022F.
Online	17.339	26%	Chủ yếu được củng cố bởi TGDĐ & ĐMX. Doanh số bán hàng trực tuyến dự báo sẽ chiếm 15% tổng doanh thu của các chuỗi này vào năm 2022F.
Lợi nhuận gộp	34.732	25%	
Chi phí quản lý	22.373	25%	
Chi phí quản lý	5.041	19%	
EBIT	7.318	33%	
LNTT	8.491	37%	
LNST công ty mẹ	6.800	45%	
TGDĐ & ĐMX	6.754	11%	
BHX	50	-104%	Được củng cố bởi mở rộng GPM và tối ưu hóa chi phí hoạt động tại mỗi cửa hàng.
EPS (đồng)	9.355	42%	Vì chúng tôi ước tính LNST năm 2021 sẽ tăng trưởng 20% YoY, nên chúng tôi kỳ vọng EPS năm 2022F sẽ bị pha loãng bởi đợt phát hành ESOP 2%.
Biên gộp	23,1%	-0,2 pps	Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của BHX sẽ cải thiện 1,0 ppts trong năm 2022F lên 28,5% chủ yếu nhờ đóng góp lớn hơn từ các sản phẩm mang thương hiệu riêng.
Chi phí quản lý bán hàng	18,3%	-0,4 pps	
Biên LN từ HĐKD	4,9%	0,2 pps	
Biên LNNT	5,7%	0,4 pps	
Biên lợi nhuận ròng	4,5%	0,6 pps	

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp Tổng các thành phần để định giá cổ phiếu. Chúng tôi triển khai phương pháp DCF (FCFE 10 năm với Ke là 15%, tăng trưởng cuối kỳ là 1%) và bội số P/S (tỷ lệ mục tiêu 1,0 lần) để đánh giá BHX và đi đến mức định giá 46 nghìn tỷ đồng đối với chuỗi (2,0 tỷ USD). Đối với TGDĐ / ĐMX, chúng tôi kết hợp DCF (FCFE 5 năm với Ke là 13%, tăng trưởng cuối kỳ là 0,5%) cộng với bội số P/E dự phóng (tỷ lệ mục tiêu 10 lần) với tỷ trọng bằng nhau và đưa ra mức định giá 71 nghìn tỷ đồng (3.1 tỷ USD). Ước tính giá trị hợp lý của chúng tôi cho MWG là **163.500 đồng/cổ phiếu**, tương ứng P/E FY2021/22F là 24,8 lần / 17,5 lần và tổng tỷ suất sinh lời từ cổ phiếu là **24%** tính đến giá đóng cửa ngày 07/12/2021.

Bảng 2: Tóm tắt định giá bằng phương pháp Tổng các thành phần

Đơn vị: tỷ đồng	Phương pháp định giá	% Đóng góp	Giá trị mỗi cp
BHX	10Y FCFE (Ke: 15%, g: 1%)	25%	69.200
	P/S @ 1.0x 2022F Sales	25%	59.000
TGDĐ/ĐMX	5Y FCFE (Ke: 13%, g: 0.5%)	25%	105.900
	P/E @ 10x 2022F EPS	25%	92.900
Giá mục tiêu (đồng)			163.500
Cổ tức tiền mặt			1.500
Giá thị trường (đồng) @ngày 07/12/2021			133.500
Tổng tỷ suất sinh lời			24%
GMT / 2021F EPS			24,8
GMT / 2022F EPS			17,5

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Tỷ đồng

KQ HKKD	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
Doanh thu thuần	102.174	108.546	118.913	150.082
Gía vốn	82.686	84.592	91.208	115.350
Lãi gộp	19.488	23.954	27.706	34.732
Chi phí bán hàng	12.437	15.334	17.935	22.373
Chi phí quản lý	2.074	3.404	4.254	5.041
Thu nhập từ HĐTC	631	794	1.267	1.743
Chi phí tài chính	570	594	564	568
Lợi nhuận khác	19	-3	0	0
Lợi nhuận trước thuế	5.053	5.410	6.217	8.491
Thuế TNDN	1.217	1.490	1.516	1.689
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	2	2	2
Lợi nhuận sau thuế	3.834	3.918	4.699	6.800
EBIT	4.977	5.216	5.517	7.318
EBITDA	6.420	7.412	8.455	11.086

%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	18,1	6,2	9,6	26,2
Lợi nhuận HKKD	26,0	15,5	14,1	31,1
EBITDA	28,6	4,8	5,8	32,7
Lợi nhuận sau thuế	33,2	2,2	19,9	44,7
Tổng tài sản	48,2	10,4	6,1	13,3
Vốn chủ sở hữu	35,2	27,5	39,8	26,9
Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp / Doanh thu	19,1	22,1	23,3	23,1
EBITDA/ Doanh thu	6,3	6,8	7,1	7,4
EBIT/ Doanh thu	4,9	4,8	4,6	4,9
LNST/ Doanh thu	3,8	3,6	4,0	4,5
ROA	9,2	8,5	9,6	12,3
ROE	37,5	31,4	26,7	27,2
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh, phải thu	56,3	68,0	45,6	65,5
Vòng quay HTK	3,2	4,4	4,5	4,6
Vòng quay kh, phải trả	5,4	6,1	5,9	6,0
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	1,2	1,3	1,4	1,5
Nhanh	0,3	0,6	0,7	0,6
Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng nợ/ Vốn CSH	116,6	108,3	64,0	37,9
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	107,4	101,0	58,8	33,8
Vay dài hạn/ Vốn CSH	9,2	7,3	5,2	4,1

Tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
Tiền	3.177	7.348	2.005	1.591
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3.075	8.057	12.892	13.536
Các khoản phải thu	1.815	1.595	2.607	2.291
Tồn kho	25.745	19.422	20.129	25.083
Tài sản ngắn hạn khác	1.199	895	939	986
Tài sản cố định hữu hình	5.463	7.400	9.001	10.597
Tài sản cố định vô hình	520	457	370	310
Đầu tư tài chính dài hạn	56	53	51	53
Tài sản dài hạn khác	657	804	844	886
TỔNG TÀI SẢN	41.708	46.031	48.837	55.334
Tiền hàng phải trả và ứng trước	15.411	13.797	15.427	19.183
Vay và nợ ngắn hạn	13.031	15.625	12.715	9.278
Vay và nợ dài hạn	1.122	1.127	1.127	1.127
Khoản phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	0	0	0	0
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	29.565	30.549	29.268	29.587
Vốn đầu tư của CSH	4.991	5.090	7.690	7.832
<i>Cổ phiếu quỹ</i>	-6	-6	-6	-6
Lợi nhuận giữ lại	7.150	10.390	13.944	19.616
Khoản thu nhập khác	1	-1	-1	-1
Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	12.136	15.472	21.626	27.440
Lợi ích cổ đông thiểu số	8	9	9	9

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
EPS (đồng/cp)	8.656	8.654	6.594	9.355
P/E (x)	8,6	9,1	21,0	14,8
BV (đồng/cp)	27.361	34.177	30.346	37.749
P/B (x)	2,7	2,3	4,6	3,7
DPS (đồng/cp)	1.500	1.500	1.500	1.500
Tỷ suất cổ tức (%)	2,0%	1,9%	1,1%	1,1%

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
Tổng thành phần	163.500	100%	163.500
Giá mục tiêu (đồng/cp)			163.500

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu *	Khuyến nghị	Thời hạn
12/8/2021	148.400	Mua	Dài hạn
26/3/2021	122.700	Mua	Dài hạn
18/12/2020	103.300	Mua	Dài hạn

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

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

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

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

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Manager
 vu.thx@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm
Manager
 tam.ptt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

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

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Đào Phước Toàn
Manager
 toan.dp@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1518)

- Thực phẩm & Đồ uống

Bernard Lapointe
Senior Consultant
 bernard.lapointe@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

Phạm Minh Tú
Analyst
 tu.pm@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1536)

- Vật liệu xây dựng
- Dược

Nguyễn Ngọc Thành
Analyst
 thanh.nn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

Trần Hoàng Thế Kiệt
Analyst
 kiet.tht@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1528)

- BDS dân dụng
- Thị trường

Nguyễn Hồng Loan
Analyst
 loan.nh@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản

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

- Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Ngọc Thảo
Analyst
 thao.nn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng

Trần Thu Anh
Analyst
 anh.tt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6288 2006 (2221)

- Cảng biển
- Logistics

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

Trần Ngọc Thảo Trang
Assistant
 trang.tnt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1522)



HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH
Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh
☎ +84 28 6299 2006
☎ +84 28 6299 7986
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI
Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
☎ +84 24 6288 2006
☎ +84 24 6288 2008
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH NHA TRANG
Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa
☎ +84 258 3820 006
☎ +84 258 3820 008
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH CẦN THƠ
95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An,
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ
☎ +84 292 381 7578
☎ +84 292 381 8387
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

Hoàng Sa
Trường Sa

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2021.**