

CTCP THẾ GIỚI DI ĐỘNG - CTCP (HSX: MWG)

Triển vọng tăng trưởng ổn định mặc cho tác động của dịch bệnh

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY20	Q4-FY19	+/- qoq	Q1-FY19	+/- yoy
Doanh thu thuần	29.353	25.411	16%	25.017	17%
Lợi nhuận sau thuế	1.132	860	32%	1.040	9%
EBIT	1.597	1.151	39%	1.355	18%
Tỷ suất EBIT	5,4%	4,5%	+90bps	5,4%	0bps

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Q1/2020 – Tăng trưởng lợi nhuận chậm lại trong bối cảnh dịch Covid-19 lan rộng

Doanh thu và LNST lần lượt đạt 29.353 tỷ đồng (+17% YoY) và 1.132 tỷ đồng (+9% YoY). Covid-19 bắt đầu ảnh hưởng MWG từ tháng cuối tháng 2 đầu tháng 3. Cụ thể, doanh thu và LNST tháng 3 lần lượt ở mức 8.810 tỷ đồng (+15% YoY) và 286 tỷ đồng (-8% YoY).

Tăng trưởng doanh thu quý 1 có được chủ yếu đến từ kết quả ấn tượng của BHX. Cụ thể, doanh thu BHX đạt 4.491 tỷ đồng (+176% YoY), đóng góp hơn ¼ mức tăng trưởng doanh thu tập đoàn. Mặt khác, doanh thu của TGDD và DMX tăng trưởng khiêm tốn ở mức 6%, đạt 24.862 tỷ đồng, chủ yếu nhờ vào kết quả bán hàng tốt vào mùa lễ Tết.

Biên lãi gộp tăng trưởng tốt đạt 21% (so với 17,7% của Q1/2019) nhờ vào sự cải thiện ở cả 3 chuỗi. Chi phí G&A giữ ở mức 2,5% doanh thu. Tuy nhiên, chi phí bán hàng/doanh thu tăng khá mạnh, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận ròng chỉ đạt 3,9% (so với 4,2% của Q1/2019).

Triển vọng 2020 và các năm tiếp theo vẫn tích cực mặc dù khó khăn ngắn hạn từ TGDD và DMX

Chúng tôi tin rằng TGDD và DMX bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi Covid-19. Cụ thể, đại dịch kéo dài không chỉ gây ra đóng cửa tạm thời và giảm lưu lượng cửa hàng mà còn tác động lên thu nhập khả dụng của người dân, từ đó hạn chế tiêu dùng không cần thiết. Trong khi đó, BHX lại cho thấy rất nhiều cơ hội để gia tăng doanh số mạnh mẽ ở cả kênh cửa hàng và kênh online.

Ở kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng Covid-19 được kiểm soát tốt tại Việt Nam trong Q2-2020. Do đó, dự kiến doanh thu và LNST 2020 ở mức 114.595 tỷ đồng (+12% YoY) và 3.929 tỷ đồng (+2% YoY). Với dư địa lớn để mở rộng và cải thiện hiệu quả hoạt động, BHX dự kiến sẽ giảm lỗ xuống còn 849 tỷ đồng vào năm 2020 từ khoảng 1.000 tỷ đồng trong năm 2019 (ước tính). Từ 2H2021 trở đi, BHX sẽ bắt đầu đóng góp lợi nhuận cho MWG.

Quan điểm và Định giá

Chúng tôi đánh giá cao nền tảng cơ bản vững chắc của MWG sẽ giúp họ vượt qua cơn bão Covid-19 theo cách ít bị thiệt hại hơn các nhà bán lẻ khác. Điều đó nói lên rằng, vị trí thống lĩnh của TGDD và DMX trong ngành bán lẻ điện tử Việt Nam sẽ tiếp tục củng cố sau dịch, và kết hợp với một BHX quy mô hơn và hiệu quả hơn tạo nên bàn đạp vững chắc cho tăng trưởng các năm tiếp theo. Công ty đang giao dịch ở mức 2020 PER fwd 9,4x trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, với dự báo tăng trưởng EPS sẽ tăng 20% hằng năm trong 5 năm tới. Chúng tôi giữ khuyến nghị **MUA** đối MWG với giá mục tiêu ở mức **131.000 đồng**, cùng với cổ tức bằng tiền mặt 1.500 đồng, tổng mức lợi nhuận dự kiến là **63%** so với giá đóng cửa ngày 15/05/2020.

MUA +63%

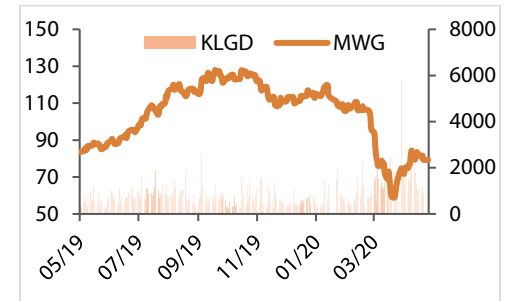
Giá mục tiêu (VND)	131.000
Giá thị trường (VND)	82.100

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	34.208
SLCPDLH	422.328.000
KLGD TB 20 phiên	1.960.198
Free Float (%)	49
Giá cao nhất 52 tuần	128.000
Giá thấp nhất 52 tuần	58.900
Beta	1,29

	FY2019	Hiện tại
EPS	8.460	8.817
Tăng trưởng EPS (%)	33	1.9
EPS điều chỉnh	8,449	8,817
P/E	13,1	9,1
P/B	4,2	2,7
EV/EBITDA	7,21	6,49
Tỷ suất cổ tức (%)	1,2%	2%
ROE (%)	33,1	33,2

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Retail World Ltd	11,38
Tri Tam Ltd	8,53
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	0

Ngô Công Khoa

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1519

khoa.nc@vdsc.com.vn

Trần Thái Sơn

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1527

son.tt@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q1/2020

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY20	Q4-FY19	+/- (qoq)	Q1-FY19	+/- (yoy)
Doanh thu	29.353	25.411	15,5%	25.017	17,3%
Lợi nhuận gộp	6.160	5.365	14,8%	4.434	38,9%
Chi phí bán hàng và quản lý	4.563	4.214	8,3%	3.079	48,2%
Thu nhập HKKD	1.597	1.151	38,8%	1.355	17,9%
EBITDA	2.068	1.586	30,4%	1.666	24,1%
EBIT	1.597	1.151	38,8%	1.355	17,9%
Chi phí tài chính	178	156	13,9%	133	33,7%
- Chi phí lãi vay	178	156	14,0%	133	33,6%
Khấu hao	471	435	8,2%	311	51,2%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	1.544	1.180	30,9%	1.341	15,1%
Lợi nhuận sau thuế	1.132	860	31,6%	1.040	8,8%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	1.132	860	31,6%	1.040	8,8%

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Phân tích HKKD Q1/2020

Chỉ tiêu	Q1-FY20	Q4-FY19	+/- (qoq)	Q1-FY19	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	21,0%	21,1%	-10bps	17,7%	+330bps
EBITDA/Doanh thu	7,0%	6,2%	+80bps	6,7%	+40bps
EBIT/Doanh thu	5,4%	4,5%	+90bps	5,4%	0bps
TS lợi nhuận ròng	3,9%	3,4%	+50bps	4,2%	-30bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	3,9%	3,4%	+50bps	4,2%	-30bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	4	4	0,2	5	-0,9
-Khoản phải thu	72,1	66,4	5,7	57,5	14,5
-Khoản phải trả	7	6	0,7	7	-0,5
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	167,2%	234,2%	-6700bps	191,8%	-2460bps

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q2/2020

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY20	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	28.108	-4%	6%
LN gộp	5.512	-11%	16%
EBIT	1.317	-18%	-4%
LNST	1.023	-10%	-5%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Q2/20 nhận định:

- Doanh thu Q2/2020 dự kiến sẽ tăng nhẹ so với cùng kỳ năm ngoái chủ yếu nhờ BHX tăng trưởng gấp đôi.
- Tuy nhiên, LNST sẽ giảm nhẹ so với cùng kỳ do kết quả kinh doanh yếu hơn của TGDD & DMX trong bối cảnh các biện pháp giãn cách xã hội được triển khai từ 01/04.

Cập nhật

TGDD và DMX: Dịch Covid-19 bắt đầu ảnh hưởng rõ rệt lên hoạt động kinh doanh từ tháng 3

Trong Q1-2020, doanh thu và biên LNG của TGDD & DMX lần lượt đạt 24.856 tỷ đồng (+6% YoY) và 21% (+300 điểm phần trăm YoY). Chỉ riêng trong tháng 3, doanh thu của TGDD & DMX giảm 2% YoY khi Covid-19 bắt đầu cản trở hoạt động của các cửa hàng.

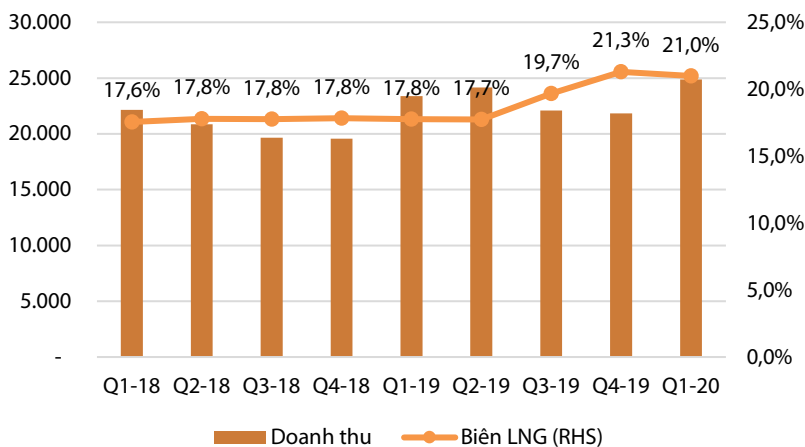
Đầu tháng 4, đã có hơn 600 cửa hàng TGDD & DMX tạm thời đóng cửa để tuân thủ chỉ thị của Chính phủ, chủ yếu ở Hà Nội. Doanh số tại các cửa hàng đóng cửa này chỉ còn khoảng 1/3 (so với điều kiện bình thường), tất cả đều đến từ các đơn hàng của kênh online. Bên cạnh đó, các cửa hàng còn mở cũng bị giảm lưu lượng khách đáng kể do người dân hạn chế đến nơi công cộng để tránh nhiễm bệnh. Kể từ ngày 23/4, MWG đã mở lại hầu hết các cửa hàng bị đóng khi Chính phủ quyết định giảm bớt một số biện pháp cách ly xã hội trong bối cảnh Covid-19 được kiểm soát tốt.

Để đối phó với việc giảm doanh số, TGDD & DMX đã và đang thực hiện nhiều biện pháp cắt giảm chi phí để giảm thiểu thiệt hại, bao gồm (1) Đàm phán lại tiền thuê mặt bằng và (2) Giảm chi phí nhân viên nhờ thu nhập giảm theo doanh số, đồng thời hạn chế tuyển dụng và luân chuyển nhân viên từ TGDD & DMX sang BHX và (3) Cắt giảm các chi phí khác bao gồm khuyến mãi, quảng cáo tiếp thị và điện nước.

Tình hình tài chính của MWG đã được cải thiện trước khi bước vào quý 2 khó khăn. Nhờ KQKD tốt dịp lễ Tết, MWG đã giải phóng một phần đáng kể của lượng hàng tồn kho so với Q4-19 (Hình 3), giảm nợ ngắn hạn và củng cố vị thế tiền mặt (Hình 2). Nợ ngắn hạn giảm 25% từ mức Q4-2019 xuống còn 10.494 tỉ đồng, tương đương tỉ lệ nợ ngắn hạn/VCSH là 0,86 lần (so với 1,16 lần ở Q4-19).

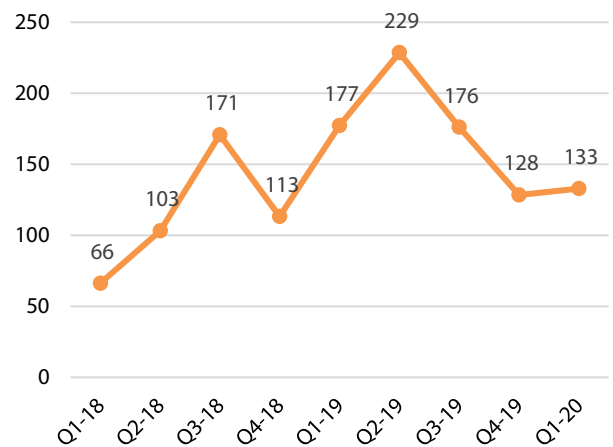
Bên cạnh đó, MWG cũng có những giải pháp sâu hơn để duy trì sự ổn định tài chính, bao gồm (1) hoãn mua hàng mới và giãn thanh toán, (2) chuyển một phần nợ ngắn hạn sang nợ trung hạn và (3) hoãn việc mở rộng TGDD & DMX.

Hình 1: Kết quả kinh doanh của TGDD & DMX



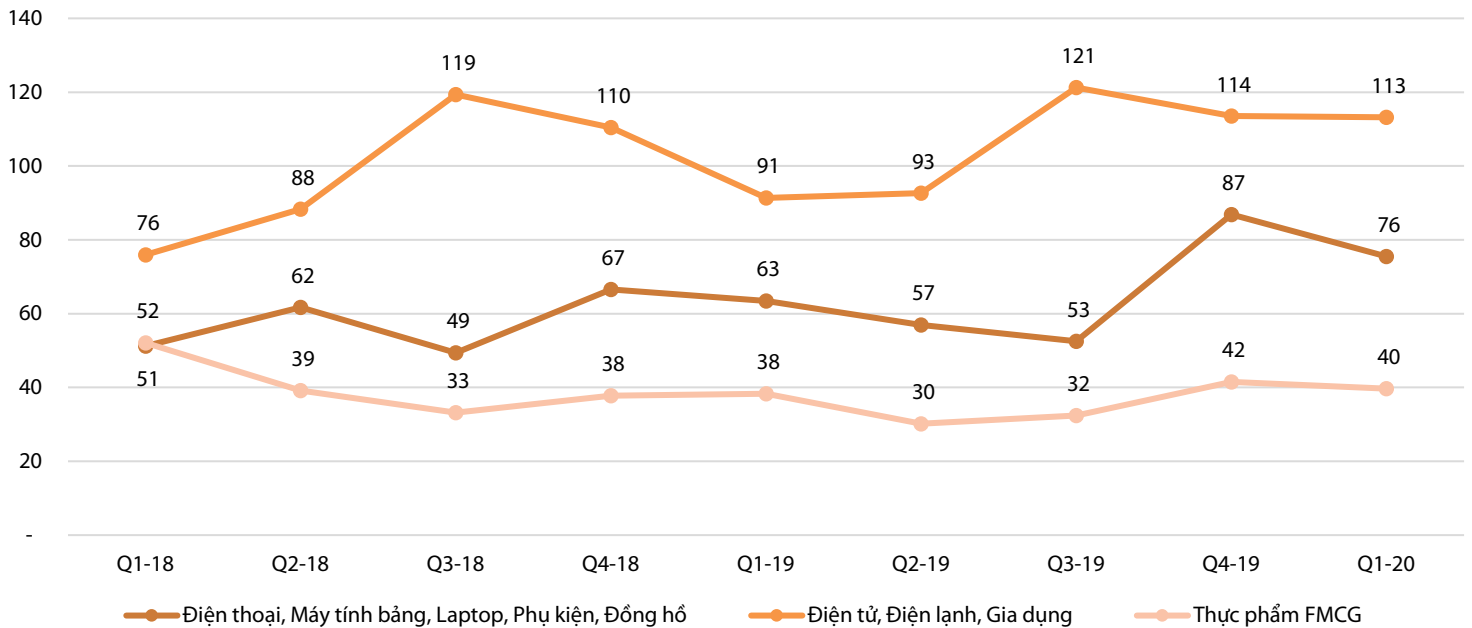
Nguồn: CTCK Rông Việt

Hình 2: Số ngày tiền mặt (DOCOH)



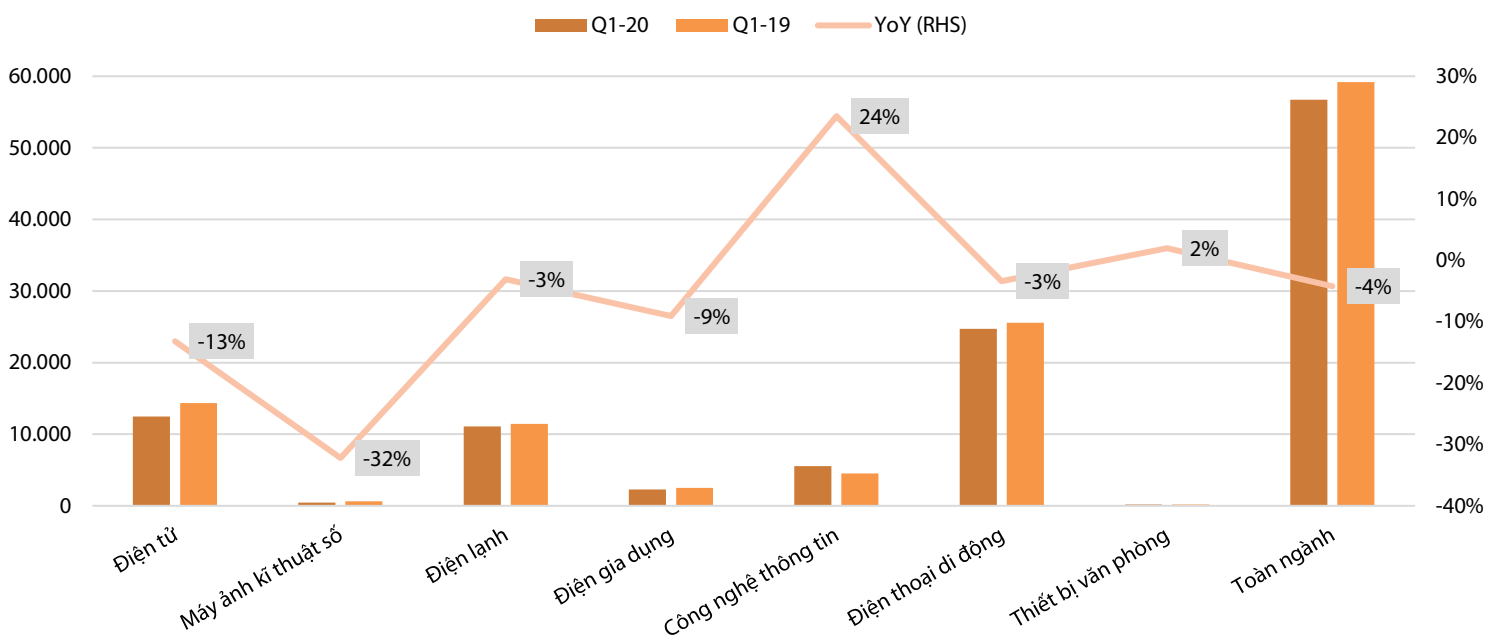
Nguồn: CTCK Rông Việt

Hình 3: Số ngày tồn kho theo ngành hàng (đã điều chỉnh tính mùa vụ)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tiêu thụ hàng điện tử Q1-2020



Nguồn: GfK Temax

BHX: Doanh thu tăng trưởng vượt bậc, đẩy nhanh tốc độ mở mới và nâng cấp cửa hàng để gia tăng thị phần

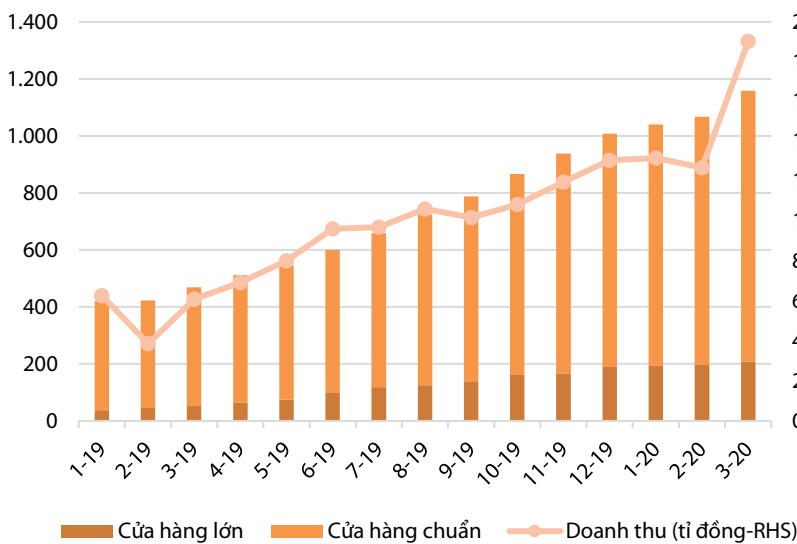
Doanh thu BHX tăng 176% YoY, trong đó doanh thu bình quân trên mỗi cửa hàng đạt gần 1,7 tỷ đồng (+50% YoY) trong tháng 3-2020, mức cao nhất kể từ khi BHX bắt đầu ra mắt vào năm 2015. Nguyên nhân đến từ (1) nhu cầu đột biến đối với nhu yếu phẩm thiết yếu trong bối cảnh đại dịch Covid-19, (2) nâng cấp và mở mới thêm nhiều cửa hàng lớn và (3) thực trạng người mua chuyển từ chợ truyền thống sang các minimart như BHX đang diễn ra nhanh hơn.

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên mức 21% trong Q1-20 (sau hủy hàng), cải thiện 350 điểm phần trăm YoY. Thành quả này đến từ việc BHX không ngừng cải thiện chính sách mua hàng (hưởng chiết khấu cao hơn từ các nhà cung cấp FMCG, cắt giảm chi phí phân phối trung gian đối với hàng tươi sống) và tối ưu hóa danh mục sản phẩm (tăng tỉ lệ hàng tươi sống và nhãn hàng riêng). Cuối năm 2019, thực phẩm tươi sống chiếm 50% tổng doanh thu (so với 40% trong năm 2018) và MWG đang nhắm mục tiêu nâng con số lên 65% trong dài hạn.

BHX mở rộng với tốc độ rất nhanh trong thời gian qua, đặc biệt là các tỉnh ngoài TP.HCM. Chúng tôi ước tính có hơn 60% số cửa hàng nằm bên ngoài TP.HCM vào cuối Q1-20 so với mức 8% cùng kỳ. Mật độ cửa hàng thấp ở các tỉnh này đã đẩy chi phí DC/doanh thu (DC- trung tâm phân phối) tăng mạnh, kéo theo chi phí bán hàng/doanh thu cao hơn, đặc biệt là trong Q4-19 vừa qua. Chúng tôi kì vọng rằng tỷ lệ này sẽ giảm về mức tối ưu (24,8% và 23,8% trong 2020 và 2021) khi mà kế hoạch mở cửa hàng sẽ tập trung hơn để tối ưu hóa tốt hơn cơ sở hạ tầng và trung tâm phân phối hiện hữu.

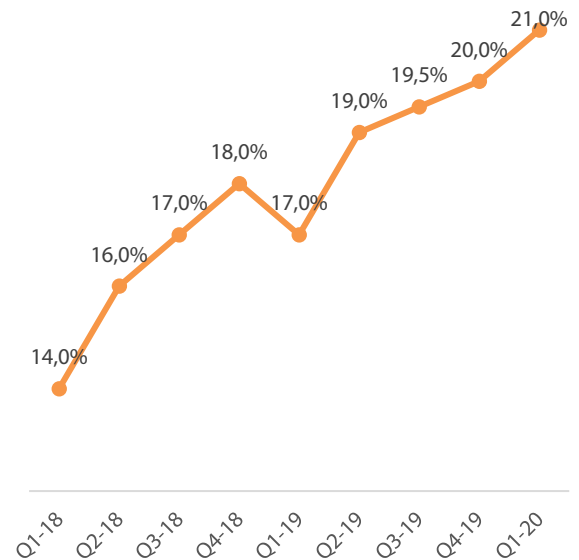
Ngoài ra, BHX cũng tích cực nâng cấp cửa hàng tiêu chuẩn có doanh số cao thành mô hình cửa hàng lớn để lấy thêm thị phần của các chợ và tạp hóa trong khu vực. Theo ước tính của chúng tôi, việc nâng cấp cửa hàng có thể giúp tăng trưởng doanh thu 20% sau đó. BHX đã tăng số lượng cửa hàng lớn từ 59 lên 208 trong 12 tháng qua và hiện chiếm 20% tổng số cửa hàng. Dự kiến BHX sẽ tiếp tục tăng số lượng của hàng lớn lên khoảng hơn 400 cửa hàng cuối 2020.

Hình 5: Số cửa hàng BHX theo mô hình (trục trái) và doanh thu hàng tháng



Nguồn: MWG

Hình 6: Biên LNG của BHX



Nguồn: MWG

Ngoài việc đẩy nhanh tốc độ mở cửa hàng, BHX cũng sẽ tập trung phát triển kênh online trong thời gian tới. Về hiệu quả hoạt động, chúng tôi kỳ vọng BHX sẽ bắt đầu đóng góp lợi nhuận cho MWG từ 2H2021

Mặc dù mua sắm tại cửa hàng và chợ vẫn được người tiêu dùng ưu tiên tuyệt đối đối với hàng FMCG và thực phẩm tươi sống, kênh online theo chúng tôi vẫn có rất nhiều tiềm năng, đặc biệt là ở khu vực thành thị, nơi có nhiều nhu cầu giao hàng tận nhà. Chúng tôi đã thực hiện một cuộc khảo sát, tập trung vào một số tiêu chí chính để lựa chọn kênh online đối với FMCG & thực phẩm tươi sống:

Bảng 1: So sánh kênh online của BHX, Vinmart và Co.op Food

	Bách Hóa Xanh	Vinmart	Co.op Food (Co.op Mart)
Số lượng SKU	6.000	460	4.700
<i>Trong đó số lượng SKU là hàng tươi sống</i>	~80 (thịt, thủy hải sản, gà, rau củ và trái cây)	~40 (KHÔNG có thủy hải sản và trái cây)	~20 (chỉ có trứng và rau củ)
Giá cả	Giá phải chăng, nhắm tới phần đông khách hàng	Giá cao hơn cho cả hàng tươi sống và FMCG. Hàng tươi sống chủ yếu là hàng có thương hiệu lớn (Meat Deli, CP) Nhắm tới phân khúc cao cấp	Giá cả phải chăng, nhắm tới phần đông khách hàng
Phí vận chuyển	15K-30K đồng tùy vào khối lượng và thời gian vận chuyển <i>*30k đối với nền tảng "Đi chợ giúp bạn"</i>	29K	Miễn phí cho đơn hàng >VND 500k 10K cho đơn hàng <VND 500k
Thời gian giao hàng	Tùy chọn thời gian giao hàng (trong ngày; sau 2 giờ hoặc sáng hôm sau nếu đơn hàng sau 16:00) <i>*2 giờ đối với nền tảng "Đi chợ giúp bạn"</i>	Từ 2-4 giờ hoặc sáng hôm sau nếu đơn hàng sau 16:00	Trong ngày cho đơn hàng trước 16:00 và sáng hôm sau cho đơn hàng sau 16:00
Có mặt tại	TP. HCM and Biên Hòa <i>*Chỉ TP.HCM đối với nền tảng "Đi chợ giúp bạn"</i>	Hà Nội và TP.HCM	TP.HCM

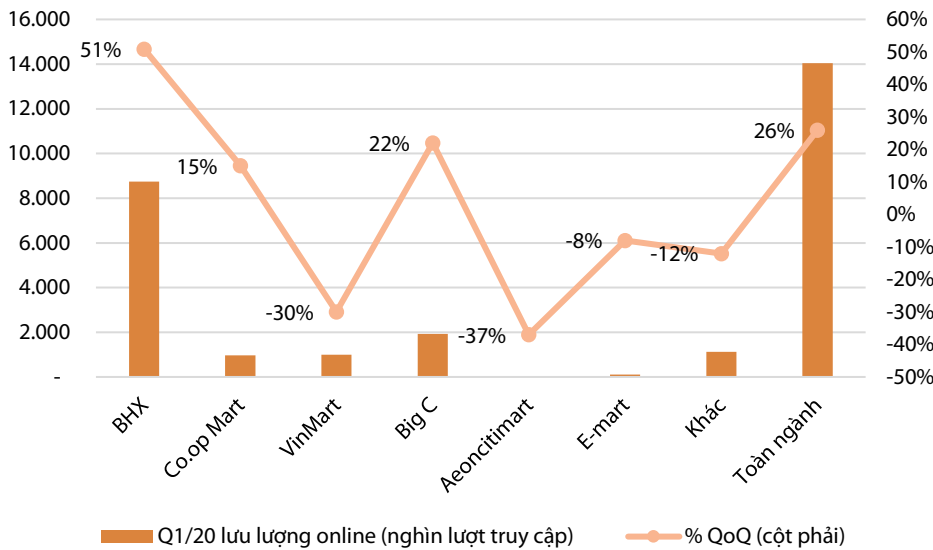
Nguồn: CTCK Rông Việt - Khảo sát được thực hiện ngày 13/04/2020

BHX rõ ràng đang thể hiện quyết tâm cao trong việc phát triển kênh online. Tính đến cuối Q1-2020, tất cả các đơn đặt hàng trực tuyến BHX đều được phục vụ bởi 2 DC online được đặt tại TP.HCM và thành phố Biên Hòa. Khi nhu cầu tăng lên từ đầu tháng 3, 2 DC online này hiện phải hoạt động gấp đôi công suất thiết kế. Do đó, BHX đã mở thêm 2 DC online tại TP HCM để bắt kịp nhu cầu tăng cao này, và dự kiến sẽ mở thêm 1 DC online nữa trong tháng 5.

Ngoài ra, BHX đã chính thức ra mắt nền tảng "Đi chợ giúp bạn" vào đầu tháng 4 sau một thời gian ngắn chạy thử nghiệm. Nhằm mục đích phục vụ thực phẩm tươi sống thông qua kênh trực tuyến, "Đi chợ giúp bạn", cho phép khách hàng mua sắm và nhận sản phẩm trong vòng 2 giờ. Trong bối cảnh nhu cầu về dịch vụ giao hàng tận nhà của người dùng tăng lên giữa mùa Covid-19, chúng tôi cũng quan sát thấy một số nền tảng tương tự ra đời như Vinmart + Đi chợ hộ, Grabmart, NowFresh, Be Di Cho, Lo mart, Chopp.vn, v.v. Dù vậy, chúng tôi tin rằng "Đi chợ giúp bạn" sẽ vượt trội hơn nhờ các chiến lược hoạt động phù hợp. Cụ thể, "Đi chợ giúp bạn" bạn sử dụng các cửa hàng BHX làm điểm lấy hàng và nhân viên MWG là người giao hàng, nhờ đó mang lại 2 lợi thế cạnh tranh so với các nền tảng khác:

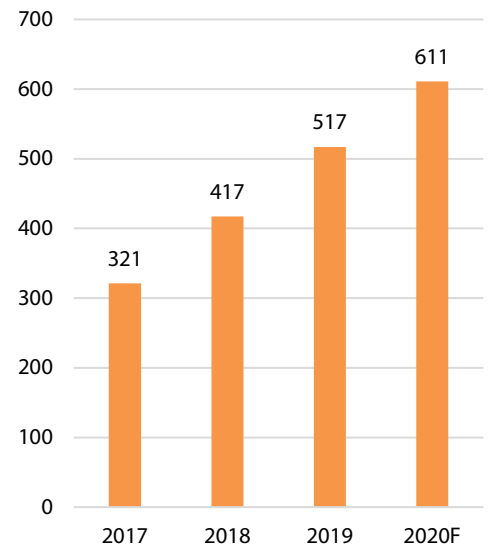
- 1. Giao hàng chặng cuối (last-mile delivery):** Đội ngũ giao hàng in-house quyết định phần lớn đến chất lượng sản phẩm và thời gian giao hàng nhanh nhất đối với các mô hình bán hàng online. Mô hình "Đi chợ giúp bạn" của BHX có một lợi thế đáng kể so với các đối thủ khác nhờ mạng lưới cửa hàng rộng khắp và đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp từ cả TGDĐ, DMX và BHX.
- 2. Số lượng SKU:** Đối với thực phẩm tươi sống, do sự phức tạp của việc lưu trữ và vận chuyển, việc sở hữu mạng lưới cửa hàng rộng giúp lưu trữ số lượng lớn hơn SKU. Mặc dù BHX và Vinmart đang chiếm ưu thế về số lượng cửa hàng so với phần còn lại, nhưng mô hình cửa hàng và phân khúc mục tiêu của BHX cho phép họ cung cấp số lượng SKU tươi sống cao hơn so với Vinmart, vốn ưu tiên yếu tố thương hiệu và tiện lợi hơn là đa dạng sản phẩm.

Hình 7: Lưu lượng của các mô hình bách hóa online trong Q1/2020



Nguồn: YouNet – Social Intelligence, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Doanh thu bách hóa online ở VN (triệu USD)



Nguồn: Statista

Bảng 2: Dự phóng KQKD của BHX (đơn vị: tỉ đồng)

	2019E	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Số lượng cửa hàng	1.008	1.758	2.458	3.058	3.658	4.058
Doanh thu	10.770	26.137	43.656	60.589	76.623	89.504
Giá vốn	-8.724	-20.518	-33.615	-46.047	-57.468	-66.233
Lợi nhuận gộp	2.046	5.619	10.041	14.541	19.156	23.271
<i>Biên LNG</i>	19%	22%	23%	24%	25%	26%
Chi phí bán hàng	-3.080	-6.469	-10.368	-13.935	-17.240	-1.9691
Chi phí quản lý doanh nghiệp*	-215	-497	-786	-1.030	-1.226	-1.343
Lợi nhuận HĐKD (EBIT)	-1.034	-849	-327	606	1.916	3.580
Lợi nhuận trước thuế	-1.034	-849	-327	606	1.916	3.580
Chi phí thuế**			0	0	0	-620
LNST	-1034	-849	-327	606	1.916	2.960
<i>Biên LNST</i>	-9,6%	-3,3%	-0,7%	1,0%	2,5%	3,3%

Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

*BHX hiện đang chia sẻ nhân sự quản lý với tập đoàn, vì vậy chi phí quản lý doanh nghiệp không nằm trong tính toán chi phí thuế và lợi nhuận của BHX.

** Khoản lỗ lũy kế từ trước 2022, ước khoảng 3.000 tỉ, sẽ giảm lợi nhuận chịu thuế năm 2022 và 2023, từ đó giảm chi phí thuế phải trả.

Ảnh hưởng của Covid-19 và dự phóng của chúng tôi

Đại dịch Covid-19 ảnh hưởng rộng khắp lên nền kinh tế cũng như sinh hoạt hằng ngày của người dân. Đối với MWG, dưới đây là một số tác động tiêu cực từ đại dịch:

- Thiếu hàng hóa: Chúng tôi tin rằng MWG có thể gặp khó khăn trong việc tìm nguồn cung ứng cho một số sản phẩm điện tử (vốn được nhập khẩu một phần hoặc toàn bộ) nếu đại dịch không được kiểm soát vào cuối quý 2-2020 (trường hợp XẤU). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng rủi ro này không đáng kể vì thực tế là (1) nhà cung cấp đang cố gắng duy trì hoạt động (ví dụ Samsung VN chỉ đóng cửa một dây chuyền sản xuất nhỏ trong bối cảnh một nhân viên bị nhiễm Covid-19) và (2) đại dịch đang có dấu hiệu sớm

được kiểm soát. Mặt khác, hàng tạp hóa và thực phẩm tươi sống sẽ không gặp phải rủi ro thiếu hụt này khi mà chính phủ quyết tâm duy trì cung cấp hàng hóa thiết yếu nếu đại dịch leo thang.

- Làm gián đoạn hoạt động của cửa hàng: Chúng tôi ước tính rằng một cửa hàng TGDD hoặc DMX có thể mất 70% doanh thu thông thường trong trường hợp đóng cửa tạm thời. Đối với cửa hàng vẫn đang mở, lưu lượng hạn chế có thể làm mất 35% doanh thu thông thường.
- Cản trở chi tiêu, đặc biệt là đối với hàng hóa không thiết yếu, do suy giảm thu nhập và gia tăng thất nghiệp lan rộng trên toàn bộ nền kinh tế. Ngoài ra, việc dời một số sự kiện thể thao quan trọng sang năm 2021 cũng làm tổn hại đáng kể doanh thu bán TV trong năm nay.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng thấy một số tác động tích cực cho MWG trong bối cảnh này:

- Tăng doanh số nhu yếu phẩm thiết yếu và BHX: Người dân đổ xô dự trữ hàng hóa để phòng khi đại dịch kéo dài đem lại tăng trưởng doanh thu đột biến cho BHX. Khi dịch được kiểm soát, nhu cầu này sẽ giảm dần song lợi ích là tăng sự nhận diện của người tiêu dùng với cửa hàng BHX. Bên cạnh đó, chúng tôi tin rằng doanh thu của BHX vẫn sẽ tăng trưởng tốt sau khi dịch bệnh qua đi nhờ vào (1) việc liên tục nâng cấp và mở rộng sang cửa hàng lớn và (2) gia tăng doanh số từ sản phẩm tươi sống và hàng nhãn riêng.
- Đẩy nhanh quá trình hợp nhất thị trường: Chúng tôi quan sát thấy nhiều nhà bán lẻ với tiềm lực tài chính mỏng và năng lực quản trị yếu đang phải cắt giảm hoạt động (thậm chí dừng hoạt động), từ đó thị phần của họ sẽ được trao lại cho những doanh nghiệp khác có khả năng tồn tại qua giai đoạn khó khăn này.
- Cơ hội đàm phán lại giá thuê mặt bằng khi mà nhu cầu về mặt bằng bán lẻ giảm mạnh và sẽ khó có thể phục hồi sớm.

Chúng tôi đã điều chỉnh dự báo năm 2020 cho MWG nhằm lượng hóa những ảnh hưởng của đại dịch Covid-19. Cụ thể, chúng tôi dự phóng KQKD 2020 và 2021 theo hai kịch bản:

- **Kịch bản cơ sở:** Việt Nam gỡ bỏ các biện pháp giãn cách xã hội trong tháng 5-2020. Chính vì vậy, chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế sẽ phục hồi từ thời điểm này trở đi.
- **Kịch bản xấu:** Việt Nam gỡ bỏ dần các biện pháp giãn cách xã hội trong tháng 5-2020, tuy nhiên, chúng tôi không loại trừ khả năng dịch bệnh sẽ quay trở lại, từ đó chính phủ Việt Nam sẽ phải áp dụng biện pháp cách ly xã hội thêm ít nhất 2 tháng nữa trong Q3-2020.

Bảng 3: Tổng hợp các giả định trong dự phóng của chúng tôi

Giả định	2019	2020 Cơ sở	2020 Xấu	Luận điểm
Tăng trưởng doanh thu cửa hàng hiện hữu - SSSG (% YoY)				
TGDD	0%	-14,9%	-22,5%	Giảm lưu lượng và tạm đóng cửa hàng đi kèm với thu nhập khả dụng thấp hơn có thể làm giảm mua sắm không chỉ đối với smartphone mà còn ảnh hưởng lên sản phẩm bán chéo như đồng hồ. Chúng tôi cũng đã lượng hóa số lượng cửa hàng bị đóng và thời gian đóng cửa vào dự báo.
DMX	7%	-15,6%	-22,2%	Giảm lưu lượng và tạm đóng cửa hàng đi kèm với thu nhập khả dụng thấp hơn không chỉ giảm mua sắm đối với các sản phẩm điện máy mà còn giảm hiệu quả của quá trình thay đổi layout, tối ưu hóa không gian bán hàng mà DMX đã thực hiện trong 2019. Chúng tôi cũng đã lượng hóa số lượng cửa hàng bị đóng và thời gian đóng cửa vào dự báo.
BHX	20%	15%	18%	Nhu cầu nhu yếu phẩm thiết yếu tăng đột biến trong bối cảnh dịch bệnh và tăng trưởng organic của mô hình minimart trong thời gian qua. Tăng tỉ lệ thực phẩm tươi sống trên doanh thu ở các cửa hàng tỉnh và ra mắt các sản phẩm nhãn hàng riêng. Nâng cấp cửa hàng chuẩn lên mô hình cửa hàng lớn. Theo ước tính, việc này có thể làm tăng 20% doanh thu sau đó.
Biên LNG (%)				

TGDD & DMX	19,1%	19,7%	19,2%	Biên LNG dự kiến sẽ cải thiện do sự đóng góp nhiều hơn của đồng hồ, gia dụng vào tổng doanh thu; các sản phẩm này vốn đem lại lợi nhuận khá cao. Dù vậy, dịch bệnh kéo dài có thể cản trở nhu cầu đối các sản phẩm này, từ đó kiểm hãm mức độ cải thiện biên LNG.
BHX	19%	21,5%	22%	Nhờ vào (1) chiết khấu tốt hơn đối với hàng FMCG do quy mô chuỗi càng lớn, (2) gia tăng các sản phẩm nhân hàng riêng, (3) tăng tỉ lệ hàng tươi sống và (4) giảm giá mua hàng do tự vận chuyển hàng về điểm bán thay vì nhờ vào nhà cung cấp. Trong trường hợp XẤU, dịch bệnh kéo dài có thể làm tăng doanh số bán hàng tươi sống, từ đó giúp gia tăng hơn nữa biên LNG.
Số cửa hàng mở mới (cửa hàng)				
TGDD	-36	-120	-50	Chuyển đổi sang DMX mini
DMX	268	200	80	Bao gồm cả chuyển đổi và mở mới
BHX	603	900	750	Trong trường hợp XẤU, BHX có thể chậm kế hoạch mở cửa hàng lại để giảm lỗ lên công ty mẹ
Chi phí bán hàng (tỉ đồng – theo % doanh thu)				
BHX	3.080 - 28,6%	6.469 - 24,8%	6.014 - 24,3%	Chi phí bán hàng/doanh thu giảm từ mức 28,6% năm 2019 về mức 24,8% và 23,8% trong 2020 và 2021, nhờ vào việc (1) tối ưu hóa hoạt động ở các DCs, (2) mở rộng quy mô chuỗi và (3) tăng trưởng doanh thu.
TGDD & DMX	9.375 - 10,24%	9.134 - 10,36%	8.426 - 10,49%	TGDD & DMX có nhiều dư địa để cắt giảm chi phí thông qua việc thương lượng lại giá mặt bằng, giảm lương và luân chuyển nhân viên theo số lượng công việc, giảm quảng cáo và khuyến mãi, v.v. nhưng vẫn đảm bảo hiệu quả hoạt động. Trong trường hợp Xấu, dịch kéo dài, MWG có thể tăng mức độ cắt giảm chi phí hơn nữa để giảm thiểu tác động từ suy giảm doanh thu.

Bảng 4: Dự phóng doanh thu trên mỗi cửa hàng của TGDD & DMX

Tháng	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2020 vs. 2019
Kịch bản Cơ Sở										
Doanh thu cửa hàng hiện hữu - SSSG (% YoY)										
DMX	-44%	-10%	-10%	-15%	-15%	-15%	-10%	-5%	-5%	-15,6%
TGDD	-47%	-10%	-10%	-15%	-15%	-15%	-10%	-5%	-5%	-14,9%
Số cửa hàng tạm ngừng hoạt động trong tháng (cửa hàng)										
DMX	258									
TGDD	347									
Kịch bản Xấu										
Doanh thu cửa hàng hiện hữu - SSSG (% YoY)										
DMX	-44%	-10%	-10%	-44%	-44%	-28%	-5%	-15%	-15%	-22,2%
TGDD	-47%	-10%	-10%	-47%	-47%	-30%	-5%	-15%	-15%	-22,5%
Số cửa hàng tạm ngừng hoạt động (cửa hàng)										
DMX	258			258	258	258				
TGDD	347			347	347	347				

Bảng 5: Dự phóng doanh thu và biên LNG của TGDD & DMX

	2019E	2020F – Xấu	2020F – Cơ sở
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	91.446	80.287	88.458
Điện tử, điện máy	83.146	72.987	77.958
Đồng hồ, phụ kiện	800	800	1.500
Gia dụng	7.500	6.500	9.000
Biên LNG (%)	19,1%	19,2%	19,7%
Điện tử, điện máy	17,5%	17,6%	17,6%
Đồng hồ, phụ kiện	35,0%	35,0%	35,0%
Gia dụng	35,0%	35,0%	35,0%

Bảng 6: Dự phóng chi phí bán hàng của TGDD & DMX trong 2020

Chi phí bán hàng trên mỗi cửa hàng (triệu đồng/tháng)	Chi phí bình quân mỗi tháng của cửa hàng bị tạm dừng hoạt động	Chi phí bình quân mỗi cửa hàng bình thường	Chi phí bình quân mỗi tháng trong 2020 (bình quân trọng số của cửa hàng bị đóng và store bình thường)	Chi phí bình quân mỗi tháng trong 2019	2020 vs. 2019 (%)
Trường hợp Cơ sở					
Tổng	352	368	364	409	-11%
Nhân công	202	213	210	223	-6%
Khấu hao	36	36	36	41	-12%
Tiền thuê mặt bằng, điện, nước, quảng cáo	114	119	118	145	-19%
Trường hợp Xấu					
Tổng	323	355	335	409	-18%
Nhân công	179	202	189	223	-15%
Khấu hao	36	36	35	41	-15%
Tiền thuê mặt bằng, điện, nước, quảng cáo	108	118	111	145	-23%

Bảng 7: Dự phóng KQKD cho toàn bộ MWG

Báo cáo KQKD (đơn vị: tỷ đồng)	Trường hợp Cơ sở				Trường hợp Xấu	
	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2020E	FY2021E
Doanh thu thuần	86.516	102.174	114.595	140.552	105.085	129.550
Giá vốn	71.224	82.686	91.580	111.326	84.353	102.592
Lãi gộp	15.292	19.488	23.015	29.226	20.732	26.959
Chi phí bán hàng	9.660	12.437	15.603	20.446	14.439	18.930
Chi phí quản lý	1.762	2.074	2.266	2.724	2.077	2.509
Thu nhập từ HĐTC	342	631	766	1.012	759	1.004
Chi phí tài chính	437	570	688	688	688	688
Lợi nhuận khác	12	19	30	30	30	30
Lãi/lỗ từ LDLK	-2	-3	-3	-3	-3	-3
Lợi nhuận trước thuế	3.786	5.053	5.250	6.407	4.314	5.862
Thuế TNDN	906	1.217	1.319	1.446	1.093	1.324
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	2	2	2	2	2
Lợi nhuận sau thuế	2.879	3.834	3.929	4.959	3.218	4.537
EBIT	3.871	4.977	5.146	6.057	4.216	5.520
EBITDA	5.094	6.420	7.138	8.357	6.058	7.711

Định giá

Chúng tôi tin rằng nền tảng cơ bản vững chắc của MWG sẽ giúp họ vượt qua cơn bão Covid-19 theo cách ít bị thiệt hại hơn các nhà bán lẻ khác. Điều đó nói lên rằng, vị trí thống lĩnh của TGDD & DMX trong ngành bán lẻ điện tử Việt Nam sẽ tiếp tục củng cố sau đó, và kết hợp với một BHX quy mô hơn và hiệu quả hơn tạo nên bàn đạp vững chắc cho tăng trưởng các năm tiếp theo.

Chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu FCFF trong 5 năm tiếp theo để đưa ra định giá cho MWG:

	Trường hợp Cơ sở	Trường hợp Xấu
Giá trị hiện tại của FCFF trong 5 năm tới	21.378	19.866
Giá trị cuối cùng ở năm thứ 5	84.396	73.065
Tăng trưởng dài hạn	2,5%	2,5%
WACC	11,6%	12,1%
Giá mục tiêu	131.000	111.000

KQ HĐKD	tỷ đồng			
	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E
Doanh thu thuần	86.516	102.174	114.595	140.552
Giá vốn	71.224	82.686	91.580	111.326
Lãi gộp	15.292	19.488	23.015	29.226
Chi phí bán hàng	9.660	12.437	15.603	20.446
Chi phí quản lý	1.762	2.074	2.266	2.724
Thu nhập từ HĐTC	342	631	766	1.012
Chi phí tài chính	437	570	688	688
Lợi nhuận khác	12	19	30	30
Lợi nhuận trước thuế	-2	-3	-3	-3
Thuế TNDN	3.786	5.053	5.250	6.407
Lợi ích cổ đông thiểu số	906	1.217	1.319	1.446
Lợi nhuận sau thuế	2	2	2	2
EBIT	2.879	3.834	3.929	4.959
EBITDA	3.871	4.977	5.146	6.057

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	%			
	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E
Tăng trưởng				
Doanh thu	30,4%	18,1%	12,2%	22,7%
Lợi nhuận HĐKD	46,9%	26,0%	11,2%	17,1%
EBIT	39,3%	28,6%	3,4%	17,7%
Lợi nhuận sau thuế	30,5%	33,2%	2,5%	26,2%
Tổng tài sản	23,3%	48,2%	2,7%	16,9%
Vốn chủ sở hữu	43,5%	37,4%	29,1%	28,7%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	17,7%	19,1%	20,1%	20,8%
EBITDA / Doanh thu	5,9%	6,3%	6,2%	5,9%
EBIT / Doanh thu	4,5%	4,9%	4,5%	4,3%
LNST / Doanh thu	3,3%	3,8%	3,4%	3,5%
ROA	10,2%	9,2%	9,2%	9,9%
ROE	37,8%	37,5%	32,0%	29,7%

Hiệu quả hoạt động				
	Vòng quay kh. phải thu	55,5	56,3	37,6
Vòng quay HTK	4,1	3,2	4,8	4,8
Vòng quay kh. phải trả	5,9	5,4	6,7	6,7

Khả năng thanh toán				
	Hiện hành	1,3	1,2	1,3
Nhanh	0,3	0,3	0,6	0,6

Cấu trúc tài chính				
	Tổng nợ / Vốn CSH	83,6%	122,2%	94,7%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	68,8%	112,5%	87,2%	67,7%
Vay dài hạn / Vốn CSH	14,8%	9,7%	7,5%	5,8%

BẢNG CĐKT	tỷ đồng			
	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021
Tiền	3.750	3.177	6.474	9.232
Đầu tư tài chính ngắn hạn	51	3.075	5.000	5.000
Các khoản phải thu	1.560	1.815	3.046	3.562
Tồn kho	17.446	25.745	18.916	23.249
Tài sản ngắn hạn khác	583	1.199	1.259	1.322
Tài sản cố định hữu hình	3.549	5.463	6.271	5.822
Tài sản cố định vô hình	581	520	1.078	1.078
Đầu tư tài chính dài hạn	60	56	114	111
Tài sản dài hạn khác	560	657	690	725
TỔNG TÀI SẢN	28.140	41.708	42.849	50.100
Khoản phải trả ngắn hạn	12.105	15.411	13.737	16.699
Vay và nợ ngắn hạn	5.797	13.031	13.031	13.031
Vay và nợ dài hạn	1.248	1.122	1.122	1.122
Khoản phải trả dài hạn	2	0	0	0
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	5	0	0	0
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	19.157	29.565	27.890	30.852
Vốn đầu tư của CSH	4.435	4.435	4.542	4.553
Cổ phiếu quỹ	-1	-6	-6	-6
Lợi nhuận giữ lại	3.990	7.150	10.413	14.691
Khoản thu nhập khác	2	1	1	1
Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
TỔNG VỐN	8.425	11.581	14.951	19.240
Lợi ích cổ đông thiểu số				

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ ^(*)				
	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021
EPS (đồng/cp)	6.496	8.460	8.460	10.652
P/E (x)	13,0	13,1	8,9	7,1
BV (đồng/cp)	19.011	25.519	32.190	41.325
P/B (x)	4,3	4,2	2,3	1,8
DPS (đồng/cp)	1.500	1.500	1.500	1.500
Tỷ suất cổ tức (%)	2%	1,2%	2%	2%

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	131,000	100%	131,000

Giá mục tiêu (đồng/cp) 130,000

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu*	Khuyến nghị	Thời gian
2019/12/31	171,000	Mua	Dài hạn
2018/10/01	115,000	Mua	Dài hạn

* Điều chỉnh cho số cổ phiếu lưu hành hiện tại

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.

KHOẢNG PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam

Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Lại Đức Dương

Senior Analyst

duong.ld@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1522)

- Bất động sản
- Vật liệu xây dựng

Trần Hà Xuân Vũ

Senior Analyst

vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1518)

- Dầu khí
- Phân bón

Nguyễn Hà Trinh

Senior Analyst

trinh.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1551)

- Xây dựng
- Thép
- Tiện ích công cộng

Vũ Anh Tú

Analyst

tu.va@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1511)

- Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Sơn

Analyst

son.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1527)

- Bán lẻ
- Thực phẩm & Đồ uống
- Dược phẩm

Đỗ Thanh Tùng

Analyst

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Cảng biển
- Dịch vụ hàng không

Phạm Thị Tố Tâm

Analyst

tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Bảo hiểm
- Thủy sản

Nguyễn Thị Thúy Anh

Analyst

anh2.ntt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Ngân hàng

Nguyễn Tiến Hoàng

Analyst

hoang.nt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1538)

- Thị trường

Bùi Huy Hoàng

Analyst

hoang.bh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1514)

- Cao su tự nhiên
- Nông dược

Phạm Minh Tú

Analyst

tu.pm@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1536)

- Thép

Ngô Công Khoa

Analyst

khoa.nc@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1519)

- Bán lẻ

Bernard Lapointe

Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Trương Thị Thảo Vi

Assistant

vi.ttt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1517)

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

50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, 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



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, 2020.**