



## Công ty cổ phần Đầu tư Thế giới Di động (MWG – HSX)

### Nỗ lực duy trì tăng trưởng

- Đẩy mạnh tăng trưởng cả hai hệ thống Thegioididong và DienmayXanh
- Năm 2016 được khởi động đúng theo định hướng tăng trưởng của BLĐ MWG
- Động lực tăng trưởng 2016 đến từ (1) Tiến độ và chất lượng mở mới cửa hàng DienmayXanh và (2) Khả năng duy trì doanh số của cửa hàng cũ và khai phá thêm địa điểm kinh doanh mới của Thegioididong
- Dự phóng KQKD năm 2016
- Tăng trưởng dài hạn (2017-2020) cần thêm thời gian để kiểm nghiệm

### Quan điểm và Định Giá:

Chúng tôi đánh giá rất cao đội ngũ lãnh đạo và văn hóa phát triển của MWG. Đồng thời, về hoạt động kinh doanh cốt lõi hiện tại (bán lẻ điện thoại và bán lẻ điện máy), DN cũng đang phát triển rất ổn định, với vị thế đầu ngành bán lẻ thiết bị công nghệ. Tăng trưởng lợi nhuận năm 2016 được ước tính hơn 33%. EPS năm 2016 của MWG dự kiến sẽ đạt khoảng 9,300 đồng, tương ứng với mức P/E forward vào khoảng 8,4. Đây là mức định giá rất hấp dẫn trong ngắn hạn vì MWG có mức ROE dự phóng trong hai năm tiếp theo trên 35% và mức PE hiện tại thấp hơn khoảng 30% so với trung bình P/E của các doanh nghiệp trong ngành và thấp hơn khoảng 20% so với các doanh nghiệp có cùng vốn hóa.

Trong giai đoạn tăng trưởng vẫn đang duy trì mức cao, BLĐ MWG đã chủ động mở mới các kế hoạch kinh doanh nhằm bảo đảm tăng trưởng dài hạn. Cuối năm 2015, MWG đã mở mới mảng kinh doanh **BachhoaXanh** và năm 2016 sẽ khởi động kế hoạch mở rộng thị trường bán lẻ thiết bị công nghệ sang các quốc gia trong khu vực. Hiện tại, còn quá sớm để đánh giá khả năng thành công của hai kế hoạch kinh doanh mới này nhưng qua đó chúng tôi đánh giá cao sự năng động của BLĐ MWG trong việc thực hiện các kế hoạch nhằm duy trì vị thế công ty tăng trưởng hàng đầu Việt Nam.

Các kế hoạch kinh doanh mới đều đang giai đoạn thử nghiệm nên chúng tôi tạm thời chưa tính đến động lực tăng trưởng từ các kế hoạch nêu trên. Với kịch bản này, mức PE hợp lý đối với MWG trong năm 2016 vào khoảng 10x và mức EPS năm 2016 vào khoảng 9.300 đồng. Chúng tôi giữ khuyến nghị **MUA** đối với MWG trong **DÀI HẠN** và mức giá mục tiêu năm 2016 khoảng **93.000** đồng.

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2014	FY2015	Lũy kế đến HT	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	15.756,7	25.252,7	6.842	38.072,4	49.201,0
% tăng trưởng	65,9%	60,3%	78%	50,8%	29,2%
Lợi nhuận sau thuế	668,1	1.071,9	296	1.410,4	1.627,9
% tăng trưởng	161,4%	60,4%	79%	31,6%	15,4%
Tỷ suất LNST (%)	4,2%	4,2%		3,7%	3,3%
ROA (%)	23,2%	19,9%		15,0%	12,3%
ROE (%)	58,7%	54,2%		44,3%	35,8%
EPS (VND)	5.975	7.305		9.100	10.800
EPS đ/chính (VND)	4.553	7.305		9.300	10.800
Giá trị sổ sách (VND)	13.174	16.897		25.237	33.791
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0		1.500	2.000
P/E (x)	0,0	14,9		8,5	7,4
P/BV (x)	0,0	6,5		3,1	2,3

Nguồn: Báo cáo tài chính MWG Rông Việt tổng hợp và ước tính, \*Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 22/03/2016

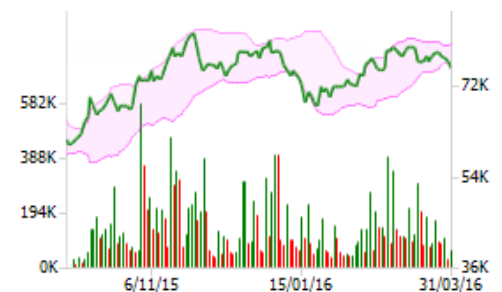
Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

## MUA

Giá thị trường (VND)	74.000
Giá mục tiêu (VND)	93.000
Thời gian đầu tư	Dài hạn

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	11.293
SLCPDLH	146.670.000
Beta	0,73
Free Float (%)	36,5
Giá cao nhất 52 tuần	91.000
Giá thấp nhất 52 tuần	59.000
KLGD bình quân 20 phiên	85.200



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
MWG	4	-12	N/A
Bán lẻ	2	-7	19
VNIndex	7	3	21
VN30 Index	5	-1	8

### Cổ đông lớn (%)

Công ty TNHH MTV Tư vấn Đầu tư Thế giới Bán lẻ	13,17
Mekong Enterprise Fund II	10,94
Công ty TNHH Tri Tâm	9,88
CDH Electric Bee Limited	8,27
Mutual Fund Elite	6,74
Ntasian Discovery Master Fund	5,44
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	0

### Huyệnh Minh Tuấn

(084) 08- 6299 2006 – Ext: 1318

Tuan.hm@vdsc.com.vn

**Đẩy mạnh tăng trưởng cả hai hệ thống Thegioididong và DienmayXanh**

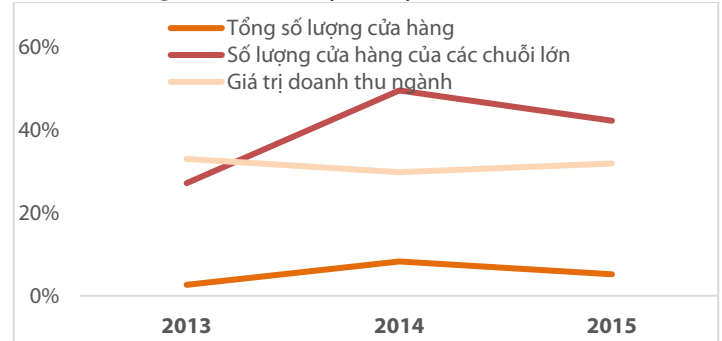
Doanh thu ngành bán lẻ thiết bị viễn thông tiếp tục tăng trưởng cao, hơn 30% trong năm 2015 (theo số liệu của Gfk). Tuy nhiên, song hành với sức tiêu thụ, các chuỗi cửa hàng bán lẻ lớn cũng đã đẩy nhanh tốc độ mở cửa hàng mới.

**Bảng 1: Tình hình mở mới cửa hàng của các chuỗi bán lẻ lớn trong năm 2015**

	Thegioididong	FPTShop	Vinpro	VienthongA
SLCH cuối năm 2015	506	250	40	153
SLCH mở mới 2015	154	90	40	27

Nguồn: Euromonitor, RongvietResearch

**Hình 2: Tăng trưởng số lượng cửa hàng và tăng trưởng doanh thu ngành bán lẻ điện thoại**



Nguồn: Euromonitor, Gfk, RongvietResearch

Do đó, với vị thế của DN dẫn đầu ngành, **Thegioididong** cũng tăng tốc mở thêm cửa hàng mới và gia tăng thị phần về mức gần 30% trong năm 2015. Tính đến cuối năm 2015, **Thegioididong** đã mở mới 220 cửa hàng và hoàn thành doanh thu hơn 20.769 tỷ đồng (xấp xỉ 1 tỷ USD), tăng 56% so với cùng kỳ. Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu năm 2015 của **Thegioididong** gồm 43% đến từ cửa hàng cũ (cửa hàng mở trước năm 2014) và 57% đến từ cửa hàng mở trong năm 2014 và 2015. Đồng thời, với mức tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ vào khoảng 5%, doanh thu trung bình của các cửa hàng này đều đang tiến về mức 4 tỷ đồng/tháng, cao hơn khoảng 20% doanh thu trung bình của các cửa hàng FPTShop.

Đồng thời, năm 2015, chuỗi **DienmayXanh** cũng tăng trưởng hơn gấp đôi về doanh thu và lợi nhuận. Tổng doanh thu của chuỗi này đạt 4.482 tỷ đồng. Do đó, tỷ trọng của chuỗi DienmayXanh trong tổng doanh thu MWG cũng nâng dần lên mức 17,8%. Hiện tại, chuỗi **DienmayXanh** đã chiếm thị phần khoảng 8% và thấp hơn khoảng 4 điểm phần trăm (400bps) so với thị phần của chuỗi Nguyễn Kim (chuỗi bán lẻ đang tại vị trí số 1 thị trường điện máy). Trong năm 2015, **DienmayXanh** đã mở mới 49 cửa hàng và đã phủ rộng 52 tỉnh thành, và tập trung hơn 30/49 cửa hàng mở mới trong 3 tháng cuối năm. Ngoài ra, tỷ lệ tăng trưởng cửa hàng cũ của chuỗi này vẫn còn cao, khoảng hơn 10%. Các yếu tố này sẽ hỗ trợ **DienmayXanh** trong việc tăng tốc về vị trí dẫn đầu thị trường bán lẻ điện máy trong năm 2016.

Hình 3: Biểu đồ phân phối cửa hàng của thegioididong



Nguồn: MWG, Rongviet Research

Hình 4: Biểu đồ phân phối cửa hàng của DienmayXanh



Nguồn: MWG, Rongviet Research

**Lợi thế theo quy mô thể hiện rõ hơn.** Với việc đẩy nhanh tăng trưởng cả hai chuỗi **Thegioididong** và **DienmayXanh** trong năm 2015, **MWG** đã ghi nhận doanh thu hơn 25.251 tỷ đồng trong năm 2015, tăng trưởng hơn 62% so với năm 2014 và duy trì tốc độ tăng trưởng kép 5 năm vào khoảng 47%/năm. Nhờ tốc độ này, quy mô và vị thế của cả MWG trong việc thương lượng với các nhà sản xuất và phân phối điện thoại tốt hơn qua các năm nên biên lợi nhuận gộp của MWG cũng cải thiện và duy trì ổn định, từ mức chỉ hơn 14,8% trong năm 2013 lên 15,5% trong năm 2015. Ngoài ra, vị thế quy mô của MWG còn thể hiện tại chi phí lãi vay rất thấp, trung bình dưới 5%. Trong năm 2015, DN này đã vay hơn 8.000 tỷ đồng và số dư nợ vay hàng quý khoảng 1.000 tỷ nhưng tổng chi phí lãi vay chỉ khoảng 38,8 tỷ đồng. Đồng thời, hiệu quả quản lý doanh nghiệp của MWG cũng luôn được duy trì tốt, với chi phí quản lý DN của MWG trong năm 2015 gần như không tăng so với năm 2014 dù doanh thu tăng hơn 62%.

**Tuy nhiên, hàng tồn kho tăng mạnh tạo nên một số quan ngại nhất định.** Với hệ thống và phần mềm quản lý nguồn lực DN được xây dựng bởi chính nhân viên MWG, nên Ban lãnh đạo DN luôn chủ động trong việc sáng chế và cải thiện các yếu điểm của hệ thống quản lý nguồn lực này, đặc biệt là tối ưu hóa việc quản lý vốn lưu động. Do đó, các năm trước, hệ thống này đã giúp MWG cải thiện quản trị vốn lưu động rất rõ nét, đặc biệt là số ngày tồn kho chỉ khoảng 45-50 ngày. Tuy nhiên, dựa trên số liệu BCTC cuối năm 2015, số ngày tồn kho của MWG tăng hơn 10 ngày, từ mức khoảng 50 ngày năm 2014 lên khoảng 60 ngày năm 2015. Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo của DN, việc tăng mạnh tồn kho này nhằm tích trữ hàng phục vụ hoạt động kinh doanh trong các tháng Tết và phục vụ kế hoạch mở lượng lớn cửa hàng trong Q1/2016. Tuy nhiên, chúng tôi đã ước tính chỉ số giá trị tồn kho cuối năm trên số lượng cửa hàng dự tính cuối tháng 3/2016 và nhận ra rằng lượng hàng tồn kho trung bình mỗi cửa hàng TGDĐ đã tăng gần 20% và DienmayXanh tăng gần 17% so với cùng kỳ. Do đó, nhà đầu tư có thể quan sát kỹ chỉ số tồn kho của MWG để có các phát hiện sớm về hiệu quả hoạt động của DN trong các quý tiếp theo.

Với việc đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng và các lợi thế gia tăng theo quy mô, MWG đã duy trì biên lợi nhuận ròng tại mức khá cao, khoảng 4,2%, cao hơn gấp đôi so với FPTShop. Do đó, năm 2015, MWG đã ghi nhận LNST hơn 1.071 tỷ, tăng 60% so với cùng kỳ. Mức LNST này cao hơn so với ước tính của chúng tôi trong báo cáo phát hành ngày 25/5/2015 do MWG đã đẩy nhanh tốc độ mở mới cửa hàng hơn so với dự tính của chúng tôi. Đồng thời, lợi thế theo quy mô và chính sách MWG được quyền nhập hàng trực tiếp từ Apple chưa được phản ánh một cách đầy đủ trong ước tính của chúng tôi.

### Năm 2016 được khởi động đúng theo định hướng tăng trưởng của BLĐ MWG

Trong năm 2016, MWG đặt kế hoạch doanh thu 34.166 tỷ đồng và LNST đạt 1.388 tỷ đồng, lần lượt tăng trưởng 35% và 29% so với số thực hiện năm 2015. Để hiện thực hóa kế hoạch này, DN dự kiến sẽ mở mới 150 cửa hàng, gồm 100 cửa hàng **Thegioididong** và 50 cửa hàng **DienmayXanh**.

Riêng trong 2 tháng đầu năm, MWG đã khai trương thêm 51 cửa hàng, gồm 33 cửa hàng thegioididong và 18 cửa hàng DienmayXanh. Đồng thời, doanh thu và lợi nhuận đã đạt 6.842 tỷ đồng và 296 tỷ đồng, lần lượt hoàn thành 20% và 21% kế hoạch năm. Trong đó, DienmayXanh đẩy mạnh hoạt động kinh doanh, với doanh thu tăng 186% so với cùng kỳ.

### Động lực tăng trưởng 2016:

#### Tiến độ và chất lượng mở mới cửa hàng DienmayXanh

Theo quan sát của chúng tôi, doanh thu của DienmayXanh đã tăng trưởng khá ấn tượng trong năm 2015. Doanh thu trung bình cửa hàng cũ vẫn duy trì đà tăng trưởng hơn 10% và đang ghi nhận mức doanh thu trung bình khá cao, trên 11 tỷ đồng/tháng/cửa hàng. Đồng thời, các cửa hàng mở mới cũng nhanh chóng được nhân rộng sang các tỉnh thành khác nhau, đặc biệt là khu vực phía Bắc. Mở rộng nhanh quy mô đã giúp biên lợi nhuận của DienmayXanh cải thiện đáng kể, với biên ròng tăng hơn 0,72 điểm phần trăm (72 bps), từ mức 0,81% năm 2014 lên 1,54% năm 2015. Do đó, chúng tôi đánh giá chuỗi DienmayXanh đã tiếp cận mô hình kinh doanh ổn định sau thời kỳ tái cấu trúc (giai đoạn 2012-2013).

**DienmayXanh** đã mở mới 49 cửa hàng trong năm 2015 và kế hoạch tiếp tục mở mới thêm 50 cửa hàng trong năm 2016. Đặc biệt, hầu hết các cửa hàng này đều mở mới lần đầu tại các tỉnh. Điều này khác so với các cửa hàng **Thegioididong** (đa phần là mở tại các khu vực đã có cửa hàng của **Thegioididong** hiện hữu).

**Bảng 5: Thống kê hệ thống cửa hàng của các đối thủ chính trong ngành (NguyenKim, DienmayCholon, Trananh)**

	<b>DienmayXanh</b>	<b>NguyenKim</b>	<b>Dienmaycholon</b>	<b>Trananh</b>
SLCH cuối năm 2015	69	24	35	21
SLCH mở mới 2015	49	2	2	8
KH mở mới năm 2016	50	N/A	N/A	12

*Nguồn: Euromonitor; các website Nguyenkim, Dienmaycholon, Trananh; Rongviet Research*

Đồng thời, các đối thủ cạnh tranh của **DienmayXanh**, theo quan sát của chúng tôi chưa xuất hiện DN có khả năng và có định hướng mở rộng phủ khắp 63 tỉnh thành trong thời gian ngắn như **DienmayXanh**. Trong kế hoạch, chỉ trong năm 2016, thậm chí là khoảng giữa năm nay, **DienmayXanh** sẽ là chuỗi bán lẻ điện máy đầu tiên có mặt tại 63 tỉnh thành của cả nước. Do đó, với thị phần của các cửa hàng nhỏ lẻ hiện hơn 55%, **DienmayXanh** sẽ có lợi thế về dịch vụ và vị thế thương hiệu hơn so với các cửa hàng nhỏ lẻ tại thị trường tỉnh. Điều này giúp thị phần của DienmayXanh được nâng lên cao hơn và các cửa hàng nhỏ lẻ sẽ thu hẹp thị phần, tương tự như tại thị trường bán lẻ điện thoại.

Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu năm 2016 của mảng **DienmayXanh** sẽ vào khoảng 11.500 tỷ đồng, tăng gần 160% so với năm trước. Trong đó, hơn 74% tổng doanh thu **DienmayXanh** được kỳ vọng sẽ đến từ các cửa hàng mở mới trong năm 2015 và 2016. Đồng thời, chúng tôi ước tính tỷ lệ tăng trưởng cửa hàng cũ của **DienmayXanh** sẽ giảm về mức khoảng 5% tại thời điểm cuối năm 2016. Nhờ quy mô này, biên lợi nhuận gộp của **DienmayXanh** được kỳ vọng sẽ tăng khoảng 1,5 – 2,5 điểm phần trăm.

**Khả năng duy trì doanh số của cửa hàng cũ và khai phá thêm địa điểm kinh doanh mới của Thegioididong**

Hiện tại (tính đến cuối tháng 2), **Thegioididong** đã sở hữu trên 599 cửa hàng. Các cửa hàng này được phân bố gồm: 98 cửa hàng tại HCM, 64 cửa hàng tại HN, 40 cửa hàng tại 3 TP trực thuộc Trung ương (Hải Phòng, Đà Nẵng, Cần Thơ) và 397 cửa hàng tại các tỉnh còn lại của Việt Nam. Theo ước tính của chúng tôi, trung bình mỗi quận tại HCMC đã có hơn 4 cửa hàng. Trung bình các tỉnh lẻ hiện đang có khoảng 7 cửa hàng của **Thegioididong**. Do đó, các cửa hàng nằm trong kế hoạch mở mới của **Thegioididong** trong năm 2016 này sẽ rất khó khăn trong việc duy trì được hiệu quả hoạt động như các cửa hàng cũ. Đồng thời, theo quan sát của chúng tôi, các chuỗi cửa hàng (có trên 3 cửa hàng) nhỏ khác cũng đang thực hiện chiến lược vây quanh cửa hàng của **Thegioididong**. Điều này sẽ ảnh hưởng một phần đến doanh thu của các cửa hàng hiện hữu của **Thegioididong**. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các cửa hàng cũ (cửa hàng hoạt động từ trước năm 2015) chỉ duy trì được đà tăng trưởng, tức tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ sẽ về 0% trong năm 2016. Điều này cho thấy tăng trưởng của **Thegioididong** trong năm 2016 sẽ phụ thuộc hoàn toàn vào doanh thu tăng thêm của cửa hàng mở mới trong năm 2015 và 2016. Theo ước tính của chúng tôi, tổng doanh thu của **Thegioididong** trong năm 2016 sẽ vào khoảng 26.500 tỷ đồng, tăng 27% so với cùng kỳ. Trong đó, doanh thu các cửa hàng mở mới trong năm 2015 và 2016 chiếm khoảng 40% tổng doanh thu của **Thegioididong** trong năm 2016.

**Dự phóng KQKD năm 2016**

**Bảng 6: Một số tiêu chí giả định sử dụng trong dự phóng**

Tiêu chí	Giá định	Diễn giải
<b>Số lượng cửa hàng mở mới</b>		
+ Thegioididong	100 cửa hàng	Dựa trên số kế hoạch của DN
+ DienmayXanh	50 cửa hàng	
<b>Tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ</b>		
+ Thegioididong	0%	Dựa trên ước tính của người phân tích và thực tiễn hoạt động của DN
+ DienmayXanh	5%	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	16,1%	Cải thiện so với năm 2015 do biên lợi nhuận gộp DienmayXanh tăng so với cùng kỳ
<b>Chi phí quản lý/doanh thu</b>	1,3%	Tăng so với cùng kỳ do tăng chi phí khen thưởng đối với các cấp quản lý không được nhận ESOP trong năm 2016
<b>Thuế suất</b>	20%	

Nguồn: Rongviet Research

Trong năm 2016, chúng tôi ước tính tổng doanh thu của MWG sẽ vào khoảng 38.072 tỷ đồng, gồm 70% từ chuỗi **Thegioididong** và 30% từ DienmayXanh. Chúng tôi đánh giá biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện nhẹ khoảng 0,5 điểm phần trăm (50 bps) do đóng góp từ chuỗi **DienmayXanh**. Đồng thời, chính sách thưởng tiền mặt đối với đội ngũ quản lý cửa hàng sẽ làm tăng chi phí quản lý khoảng 200-300 tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ chi phí quản lý/tổng doanh thu sẽ tăng từ 0,99% lên 1,3%.

LNST của MWG trong năm 2016 được ước tính vào khoảng 1.434 tỷ đồng, tăng 33,9% so với cùng kỳ. Khoảng giữa năm 2016, MWG sẽ thi hành chính sách ESOP 5% của năm 2015 nên mức EPS pha loãng của MWG trong năm 2016 vào khoảng 9.300 đồng.

**Tăng trưởng dài hạn (2017-2020) cần thêm thời gian để kiểm nghiệm**

*Hiện tại, động lực tăng trưởng dài hạn của MWG sẽ tập trung vào hai kế hoạch kinh doanh: (1) dự án kinh doanh bán lẻ ngành hàng bách hóa và thực phẩm thông qua chuỗi **BachhoaXanh**, (2) kế hoạch mở rộng mô hình kinh doanh bán lẻ thiết bị điện tử thành công tại Việt Nam sang các quốc gia trong khu vực*

**BachhoaXanh – đang được thử nghiệm và cần thời gian để kiểm chứng về khả năng thành công cũng như là sự năng động, linh hoạt của Ban lãnh đạo MWG**

Hiện tại, chúng tôi cho rằng BLĐ MWG đã thành công trong việc mở rộng lĩnh vực kinh doanh sang mảng điện máy. Tuy nhiên, lĩnh vực bán lẻ thực phẩm và bách hóa vẫn đang được thử nghiệm. Chúng tôi chưa đưa ra nhận định cuối cùng về Dự án kinh doanh **BachhoaXanh**. Do đó, mô hình định giá MWG vẫn chưa phản ánh doanh thu và lợi nhuận từ chuỗi **BachhoaXanh** nhưng chúng tôi sẽ tập trung cập nhật một số quan sát thực địa và tìm hiểu về định hướng của BLĐ MWG trong lĩnh vực này.

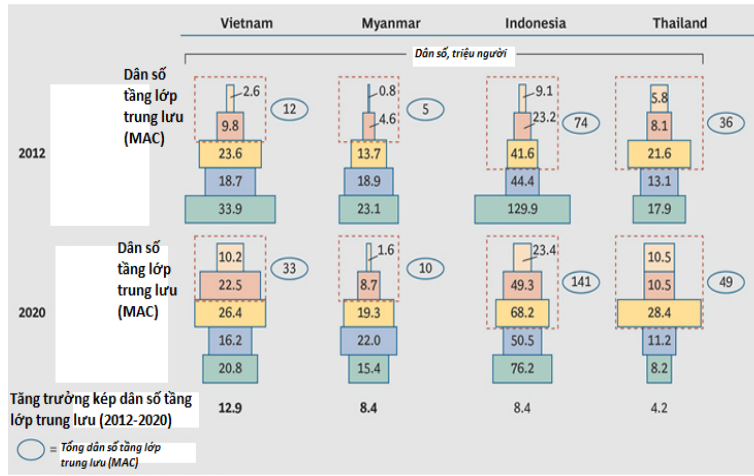
Theo chia sẻ của BLĐ MWG, mô hình **BachhoaXanh** được tham khảo phát triển theo mô hình bán lẻ của Alfamart, một trong các nhà bán lẻ hàng đầu tại Indonesia. *(Một số điểm chính về chuỗi bán lẻ Alfamart được đánh kèm trong Phụ lục 1)*. Theo tìm hiểu của chúng tôi, chuỗi Alfamart này kinh doanh khá giống với CircleK tại Indonesia nhưng có mức giá bình dân hơn (Hiện tại, CircleK cũng đã có mặt tại Việt Nam). Đặc biệt, chuỗi Alfamart không bán mặt hàng thực phẩm tươi sống như thịt, cá, rau quả... Trong khi đó, BLĐ MWG đang phát triển theo hướng kết hợp mảng thực phẩm tươi sống vào chuỗi của hàng **BachhoaXanh**.

Do đó, nếu phát triển theo định hướng này, chúng tôi nhận thấy **BachhoaXanh** sẽ phải cạnh tranh trực tiếp với các đối tượng đang vận hành trên thị trường Việt Nam, như: CoopFood, Satrafood, một số chuỗi cửa hàng chưa phủ rộng (Vissan, C-Express), các chợ truyền thống. Đồng thời, một số đối thủ gián tiếp tại phân khúc bán lẻ bách hóa như: các chuỗi cửa hàng tiện lợi 24/7 (CircleK, Familymart), VinMart+, các cửa hàng tạp hóa nhỏ lẻ.

*Phân khúc bán lẻ thực phẩm tươi sống khá ít chuỗi cửa hàng bán lẻ theo mô hình hiện đại mới tham gia nhưng lĩnh vực bán lẻ bách hóa (không bán kèm thực phẩm tươi sống) đang chứng kiến tốc độ phát triển rất nhanh về số lượng cửa hàng mới, đặc biệt là các chuỗi cửa hàng tiện lợi.* Theo số liệu của Euromonitor, số lượng cửa hàng của kênh bán hàng này cũng đã tăng từ hơn 500 cửa hàng cuối năm 2013 lên hơn 900 cửa hàng cuối năm 2015. Đồng thời, doanh thu của chuỗi cửa hàng tiện lợi tăng nhanh kể từ năm 2014, và đã nhân đôi về giá trị chỉ trong 2 năm (2013-2015) nhưng vẫn chỉ chiếm tỷ trọng thị phần khá khiêm tốn (khoảng 0,16% trong năm 2015). Mặt khác, tổng doanh số bán lẻ bách hóa (chuỗi bách hóa hiện đại, chợ truyền thống) tăng trưởng chậm lại, với tốc độ tăng trưởng kèp hơn 25% (2010-2012) về còn khoảng 12% (2013-2015). Đặc biệt, năm 2015, doanh số này đã chỉ tăng 8,6%. Điều này cho thấy lĩnh vực bán lẻ này đang có sự cạnh tranh rất gay gắt.

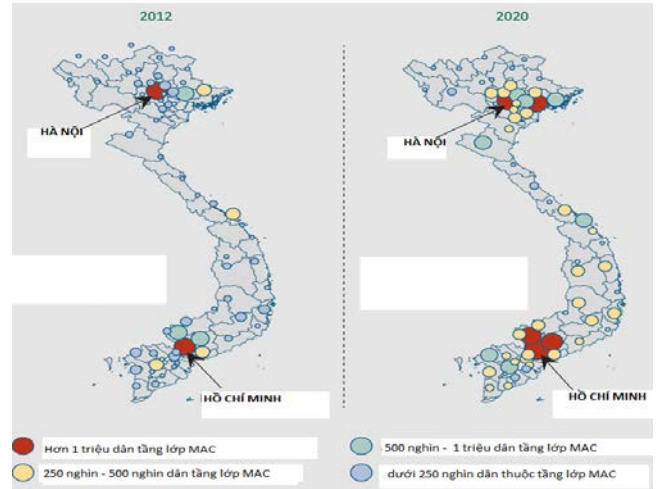
*Tuy nhiên, trong giai đoạn 2016-2020, chúng tôi đánh giá, thị trường bán lẻ bách hóa sẽ có sự chuyển dịch rõ nét hơn từ kênh bán hàng truyền thống sang các kênh bán hàng hiện đại.* Quan sát dữ liệu giai đoạn 2010-2015, chúng tôi nhận thấy giá trị bán hàng tại kênh truyền thống đang tăng trưởng chậm lại trong khi chuỗi hiện đại tăng tốc rất nhanh. Đồng thời, theo dự báo phân tích thị trường của Boston Consulting Group (BCG), Việt Nam là quốc gia có tốc độ tăng trưởng tăng lớp trung lưu (MAC) cao nhất khu vực châu Á Thái Bình Dương, với tốc độ khoảng 12,9%/năm trong giai đoạn 2012-2020. Do đó, cùng với sự mở rộng của các hệ thống bán lẻ hiện đại và thu nhập người dân cao hơn, chúng tôi tin tưởng người tiêu dùng sẽ dần dịch chuyển sang kênh bán hàng hiện đại, đặc biệt là tại khu vực nông thôn. Đồng thời, báo cáo này cũng cho thấy tầng lớp trung lưu không chỉ mở rộng về số lượng mà còn phát triển rộng ra các tỉnh thành ngoài khu vực HCM và HN.

**Hình 7: Tỷ trọng tầng lớp trung lưu tại các quốc gia trong khu vực**



Nguồn: BCG

**Hình 8: Phân bố tầng lớp trung lưu tại Việt Nam**



Nguồn: BCG

**Bảng 9: Tổng hợp số lượng cửa hàng bán lẻ bách hóa giai đoạn 2010-2015 (đơn vị: nghìn cửa hàng)**

Mô hình kinh doanh	2012	2013	2014	2015
Hệ thống bán lẻ hiện đại				
- Cửa hàng tiện lợi	0,8	1,0	1,1	1,4
- Đại siêu thị	0,0	0,0	0,0	0,0
- Siêu thị	0,4	0,4	0,4	0,4
Hệ thống cửa hàng truyền thống	629,3	635,3	641,7	647,5

Ghi chú:

Đại siêu thị gồm: Lotte, Aeon, BigC, CoopExtra,...

Siêu thị: Coopmart, Vinmart,...

Nguồn: Euromonitor, Rongviet Research

**Mở rộng hoạt động kinh doanh điện thoại và điện máy sang các quốc gia trong khu vực**

Ngoài kế hoạch thử nghiệm **BachhoaXanh**, Ban lãnh đạo MWG trong năm 2016 cũng sẽ tiến hành nghiên cứu thị trường bán lẻ điện thoại và điện máy tại các quốc gia trong khu vực như: **Myanmar, Laos, Cambodia**. Nếu quá trình nghiên cứu thị trường thuận tiện, cửa hàng đầu tiên của MWG sẽ có mặt tại một trong ba quốc gia này vào năm 2017, khả năng cao nhất là tại **Myanmar**.

### Quan điểm và định giá

Chúng tôi đánh giá rất cao đội ngũ lãnh đạo và văn hóa phát triển của MWG. Đồng thời, về hoạt động kinh doanh cốt lõi hiện tại (bán lẻ điện thoại và bán lẻ điện máy), DN cũng đang phát triển rất ổn định, với vị thế đầu ngành bán lẻ thiết bị công nghệ. Tăng trưởng lợi nhuận năm 2016 được ước tính hơn 33%. EPS năm 2016 của MWG dự kiến sẽ đạt khoảng 9,300 đồng, tương ứng với mức P/E forward vào khoảng 8,4. Đây là mức định giá rất hấp dẫn trong ngắn hạn vì MWG có mức ROE dự phóng trong hai năm tiếp theo trên 35% và mức PE hiện tại thấp hơn khoảng 30% so với trung bình P/E của các doanh nghiệp trong ngành và thấp hơn khoảng 20% so với các doanh nghiệp có cùng vốn hóa.

Trong giai đoạn tăng trưởng vẫn đang duy trì mức cao, BLĐ MWG đã chủ động mở mới các kế hoạch kinh doanh nhằm bảo đảm tăng trưởng dài hạn. Cuối năm 2015, MWG đã mở mới mảng kinh doanh **BachhoaXanh** và năm 2016 sẽ khởi động kế hoạch mở rộng thị trường bán lẻ thiết bị công nghệ sang các quốc gia trong khu vực. Hiện tại, còn quá sớm để đánh giá khả năng thành công của hai kế hoạch kinh doanh mới này nhưng qua đó chúng tôi đánh giá cao sự năng động của BLĐ MWG trong việc thực hiện các kế hoạch nhằm duy trì vị thế công ty tăng trưởng hàng đầu Việt Nam.

Các kế hoạch kinh doanh mới đều đang giai đoạn thử nghiệm nên chúng tôi tạm thời chưa tính đến động lực tăng trưởng từ các kế hoạch nêu trên. Với kịch bản này, mức PE hợp lý đối với MWG trong năm 2016 vào khoảng 10x và mức EPS năm 2016 vào khoảng 9.300 đồng. Chúng tôi giữ khuyến nghị **MUA** đối với MWG trong **DÀI HẠN** và mức giá mục tiêu năm 2016 khoảng **93.000** đồng.

**Bảng 10: Một số điều chỉnh trong dự phóng**

Chỉ tiêu	Dự phóng trước	Dự phóng sau điều chỉnh
	FY2016F	FY2016F
Tăng trưởng doanh thu (%)	37%	51%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	14,5%	16,1%
Tỷ suất EBIT (%)	5,0%	5,0%
Số lượng cửa hàng thegioiididong cuối năm 2016	427	640
Số lượng cửa hàng dienmayXanh cuối năm 2016	40	139

Nguồn: Rongviet Research

**Bảng 11: Chỉ số tài chính một số công ty cùng ngành với MWG**

Tên công ty	VHTT (triệu đồng)	Quốc gia	P/E	ROE (%)	Số ngày tồn kho (ngày)	Biên lợi nhuận ròng trung bình 5 năm
MOBILE WORLD INVESTMENT CORP	11.220.278	VIETNAM	10,0	54,2	61,0	4,2
SUNING COMMERCE GROUP CO -A	291.461.877	CHINA	93,0	6,9	64,3	1,7
SHENZHEN SUNWAY COMMUNICAT-A	60.840.175	CHINA	133,9	15,6	41,0	(1,9)
GOME ELECTRICAL APPLIANCES	54.122.976	CHINA	12,2	7,4	64,7	2,2
NINGBO BIRD CO LTD-A	22.957.320	CHINA	114,7	6,5	25,8	3,7
TIPHONE MOBILE INDONESIA TBK	9.104.117	INDONESIA	14,6	13,9	24,9	1,7
JAYMART PCL	3.503.586	THAILAND	14,2	19,0	56,8	3,7
ERAJAYA SWASEMBADA TBK PT	3.365.092	INDONESIA	10,3	6,5	42,7	1,3
SAMART I-MOBILE PCL	2.811.443	THAILAND	15,8	8,6	87,2	(0,2)
METRODATA ELECTRONIC PT	2.738.942	INDONESIA	8,4	22,0	38,1	2,3
SINGER SRI LANKA PLC	2.206.734	SRI LANKA	12,7	19,6	83,5	2,9
ELECTRONIC CITY INDONESIA TB	1.503.450	INDONESIA	19,8	2,6	82,0	2,4
<b>Trung vị</b>			<b>14,4</b>	<b>11,3</b>	<b>58,9</b>	<b>2,2</b>

Nguồn: Bloomberg, Rongviet Research

**Bảng 12: Chỉ số tài chính một số công ty vốn hóa lớn tại thị trường Việt Nam**

Mã cp	Vốn hóa (triệu đồng)	P/E	ROA (%)	ROE (%)	Nợ/Vốn	
VNM VN Equity	163,218,958	23,5		29,2	34,7	8,1
VCB VN Equity	112,197,355	21,0		0,8	12,0	72,0
VIC VN Equity	91,173,180	71,8		1,0	5,4	48,0
GAS VN Equity	81,508,631	9,3		15,4	22,1	12,4
CTG VN Equity	62,180,855	10,9		0,8	10,3	77,0
BID VN Equity	57,776,290	8,6		0,8	17,0	84,2
MSN VN Equity	53,763,688	36,4		2,4	9,3	56,8
BVH VN Equity	35,384,516	31,5		2,1	9,1	0,2
MBB VN Equity	23,097,600	7,2		1,2	12,7	33,5
HPG VN Equity	21,619,966	6,3		14,6	26,6	32,2
FPT VN Equity	18,878,839	9,8		7,9	23,4	46,4
STB VN Equity	18,577,629	12,8		0,5	5,6	17,4
ACB VN Equity	15,864,048	17,0		0,5	7,7	37,7
EIB VN Equity	12,663,158	204,7		0,0	0,4	44,8
MWG VN Equity	11,366,949	10,0		20,1	54,2	45,3
DPM VN Equity	11,348,694	7,4		14,2	17,4	2,6
<b>Trung vị</b>		<b>12,8</b>		<b>1,2</b>	<b>12,0</b>	<b>37,7</b>

Nguồn: Bloomberg, Rongviet Research

**Phụ lục: Một số nét sơ lược về Sumber Alfaria Trijaya Tbk PT (Alfamart)**

**Lịch sử hình thành**

- 1999: Cửa hàng Alfamart đầu tiên khai trương với tên gọi **Alfa Minimart** tại Tangerang, Greater Jakarta, thuộc sở hữu của Alfa Minimart Utama PT
- 2002-2003: Chuyển quyền sở hữu sang Summer Alfaria Trijiya (với 70% cổ phần của công ty này được sở hữu bởi HM Sampoerna Tbk PT, một công ty thuốc lá hàng đầu tại Indonesia). Đồng thời đổi tên chuỗi cửa hàng thành **Alfamart**
- 2003: Thực hiện **chính sách nhượng quyền thương hiệu (franchise)** để mở rộng hệ thống bán lẻ trên toàn quốc. Chính sách này đã giúp Alfamart nhân nhanh về số lượng cửa hàng, với số lượng cửa hàng Alfamart đạt hơn 11.000 cửa hàng vào cuối năm 2015
- 2004: Thực hiện **chính sách Operator Mandiri**. Khác với chính sách franchise, chính sách này chỉ yêu cầu người tham gia mở cửa hàng sở hữu mặt bằng và tất cả các chi phí vốn khác đều được tài trợ bởi chính Công ty. Các khoản tài trợ này sẽ được thu hồi dần trong một khoản thời gian cam kết trước
- 2008: thành lập các điểm bán sỉ với tên gọi "Store Selling Points". Các điểm bán hàng này sẽ cung cấp hàng cho các cửa hàng nhỏ lẻ truyền thống
- 2013: mở mảng bán hàng online, với tên gọi **Alfaonline**. Dịch vụ này cho phép khách hàng đặt hàng qua website và sau đó được vận chuyển hàng đến tận nhà hoặc khách hàng có thể lựa chọn tự đến cửa hàng Alfamart gần nhất để nhận hàng
- Đồng thời, nhằm phục vụ nhu cầu mở rộng kinh doanh ra ngoài khu vực đảo Java, Công ty đã thành lập **trung tâm kho phân phối (warehouse)** để phục vụ kinh doanh tại các khu vực Jambi, Pekanbaru và Banjarmasin
- 2014: Mở rộng kinh doanh sang **nước ngoài**, với điểm đến đầu tiên là Philippines

**Bảng 13: Vị thế cạnh tranh năm 2015 của Sumber Alfaria Trijaya Tbk PT**

Kênh	Thị phần bán lẻ	Thứ hạng
Bán lẻ	2,1%	2
Cửa hàng bán lẻ	2,2%	2
Bán lẻ tạp hóa	3,2%	2
Bán lẻ tạp hóa hiện đại	19,0%	2
Cửa hàng tiện lợi	38,9%	2
Chained forecourts	12,5%	3

Nguồn: Euromonitor

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	15.756,7	25.252,7	38.072,4	49.201,0
Giá vốn	13.360,6	21.330,3	31.927,9	41.328,8
<b>Lãi gộp</b>	<b>2.396,1</b>	<b>3.922,4</b>	<b>6.144,6</b>	<b>7.872,2</b>
Chi phí bán hàng	1.349,3	2.351,1	3.883,4	5.166,1
Chi phí quản lý	240,5	249,3	494,9	738,0
Thu nhập từ HĐTC	71,3	81,0	95,2	196,8
Chi phí tài chính	21,3	40,7	121,8	132,8
Lợi nhuận khác	11,9	23,4	23,4	23,4
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>868,2</b>	<b>1.385,8</b>	<b>1.763,0</b>	<b>2.055,4</b>
Thuế TNDN	194,5	310,0	352,6	411,1
Lợi ích cổ đông thiểu số	5,6	3,9	0,0	16,4
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>668,1</b>	<b>1.071,9</b>	<b>1.410,4</b>	<b>1.627,9</b>
EBIT	<b>889,5</b>	<b>1.424,7</b>	<b>1.884,9</b>	<b>2.188,3</b>
EBITDA	1.005,8	1.621,7	2.201,5	2.592,4

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	65,9%	60,3%	50,8%	29,2%
Lợi nhuận HKKD	133,1%	64,0%	33,6%	11,4%
EBITDA	144,4%	61,2%	35,7%	17,8%
EBIT	135,7%	60,2%	32,3%	16,1%
Lợi nhuận sau thuế	161,4%	60,4%	31,6%	15,4%
Tổng tài sản	53,4%	109,1%	58,5%	28,9%
Vốn chủ sở hữu	84,3%	68,3%	56,8%	33,9%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	58,7%	54,2%	37,0%	29,0%
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	15,2%	15,5%	16,1%	16,0%
LN HKKD / Doanh thu	5,1%	5,2%	4,6%	4,0%
EBITDA/ Doanh thu	6,4%	6,4%	5,8%	5,3%
EBIT/ Doanh thu	5,6%	5,6%	5,0%	4,4%
LNST/ Doanh thu	4,2%	4,2%	3,7%	3,3%
ROA	23,2%	19,9%	15,0%	12,3%
ROIC or RONA	73,5%	70,3%	59,0%	48,1%
ROE	58,7%	54,2%	44,3%	35,8%

<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay kh. phải thu	57,9	54,1	42,8	34,4
Vòng quay hàng tồn kho	7,7	6,0	4,8	4,3
Vòng quay khoản phải trả	12,2	10,6	8,7	7,3

<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hiện hành	1,5	1,3	1,3	1,4
Nhanh	0,3	0,3	0,2	0,3

<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	130,4%	192,7%	196,5%	185,4%
Vay ngắn hạn/ Vốn CSH	41,9%	82,7%	78,3%	56,6%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Tiền	213	344	272	600
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	297	636	1.142	1.722
Tồn kho	2.195	4.933	8.301	10.745
Tài sản ngắn hạn khác	133	264	316	380
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>2.838</b>	<b>6.176</b>	<b>10.032</b>	<b>13.447</b>
Tài sản cố định hữu hình	388	827	1.264	1.214
Tài sản cố định vô hình	23	22	24	21
Xây dựng cơ bản dở dang	23	43	60	50
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	187	197	157	143
Lợi thế thương mại	23	13	3	0
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>644</b>	<b>1.102</b>	<b>1.508</b>	<b>1.428</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>3.481</b>	<b>7.278</b>	<b>11.540</b>	<b>14.875</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	990	1.991	3.193	4.546
Khoản phải trả ngắn hạn khác	314	739	1.409	2.165
Vay và nợ ngắn hạn	619	2.053	3.046	2.952
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Khoản phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.923</b>	<b>4.782</b>	<b>7.647</b>	<b>9.663</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.475</b>	<b>2.482</b>	<b>3.892</b>	<b>5.212</b>
Vốn đầu tư của CSH	1.120	1.469	1.542	1.542
Lợi nhuận giữ lại	318	978	2.315	3.634
Các quỹ	1	1	1	1
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.475</b>	<b>2.482</b>	<b>3.892</b>	<b>5.212</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	9	0	0	0
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>3.407</b>	<b>7.264</b>	<b>11.540</b>	<b>14.875</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015</b>	<b>FY2016E</b>	<b>FY2017F</b>
LNTT	868,2	1.385,8	1.763,0	2.055,4
Khấu hao	116,4	197,1	316,6	404,1
Các điều chỉnh	66,7	70,1	201,9	249,9
Thay đổi vốn lưu động	-951,6	-2.294,4	-2.367,4	-1.374,6
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>99,7</b>	<b>-641,5</b>	<b>-85,9</b>	<b>1.334,8</b>
Thay đổi TSCĐ	-264,9	-586,5	-771,4	-338,4
Thay đổi các khoản mục đầu tư khác	-50,0	0,0	0,0	0,0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	6,7	-71,3	1,9	4,2
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-308,2</b>	<b>-657,8</b>	<b>-769,5</b>	<b>-334,2</b>
Nhận/trả lại vốn góp	11,6	-2,2	73,4	0,0
Vay mới/trả nợ vay	105,5	1.434,3	341,4	358,5
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL	-2,6	-1,8	369,0	-1.031,7
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>114,5</b>	<b>1.430,3</b>	<b>783,8</b>	<b>-100,0</b>
Tiền thuần trong kỳ	-94,1	131,0	-71,6	900,6
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>304,7</b>	<b>212,9</b>	<b>343,9</b>	<b>272,3</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>212,9</b>	<b>343,9</b>	<b>272,3</b>	<b>599,8</b>

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY**

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 LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

**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.

**Hệ thống mạng lưới**

**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
 Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
 Website: www.vdsc.com.vn

**Chi nhánh Hà Nội**

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP,Nha Trang

**Chi nhánh Cần Thơ**

08 Phan Đình Phùng – TP, Cần Thơ

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

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, 2016.**