

CTCP Bán lẻ kỹ thuật số FPT (FRT)

Long Châu là động lực tăng trưởng dài hạn

22/12/2023

Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang
Giangnt1@kbsec.com.vn

Sức mua yếu ảnh hưởng trực tiếp đến KQKD

Kết thúc 3Q2023, FRT đạt doanh thu thuần 8,236 tỷ đồng (+6.8% YoY). Biên lợi nhuận gộp đạt 16.7% (+120bps YoY) nhờ đóng góp lợi nhuận ngày càng lớn của chuỗi Long Châu. Công ty tiếp tục ghi nhận lỗ sau thuế 13 tỷ đồng do sức mua yếu cùng ảnh hưởng của cuộc chiến giá khiến chuỗi FPT Shop ghi nhận lỗ, phải nhờ đóng góp lợi nhuận của chuỗi Long Châu thì mức lỗ mới giảm bớt.

Ngành hàng ICT có dấu hiệu tạo đáy

Ngành hàng ICT đã có dấu hiệu tạo đáy trong quý 2 và đang hồi phục dần trong quý 3. Các tín hiệu vĩ mô tích cực đã bắt đầu xuất hiện, xuất khẩu hồi phục, lạm phát hạ nhiệt, FED cũng phát đi tín hiệu hạ lãi suất trong năm 2024. Dự kiến ngành hàng ICT sẽ tăng trưởng trở lại từ 2H2024.

Long Châu là động lực tăng trưởng dài hạn

Long Châu tiếp tục là động lực tăng trưởng dài hạn của FRT khi mà ngành hàng ICT của chuỗi FPT Shop đã dần đến mức bão hòa. Long Châu với lợi thế cạnh tranh vững vàng hiện đang tăng trưởng mạnh mẽ, bỏ xa các đối thủ trong ngành.

Khuyến nghị: **NẮM GIỮ** - Giá mục tiêu 106,000 VND

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2023 của FRT đạt 32,591 tỷ đồng (+8% yoy), LNST ghi nhận lỗ 155 tỷ đồng do ảnh hưởng nặng nề của cuộc chiến giá. Kỳ vọng ngành hàng ICT hồi phục cùng với sự tăng trưởng mạnh mẽ của Long Châu sẽ giúp FRT tăng trưởng mạnh mẽ trong tương lai, tuy nhiên diễn biến giá trong thời gian gần đây của cổ phiếu đã phản ánh tương đối tiềm năng tăng trưởng của FRT, giá cổ phiếu không còn hấp dẫn khi so với định giá. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu FRT với giá mục tiêu 106,000 VND.

NẮM GIỮ Lần đầu

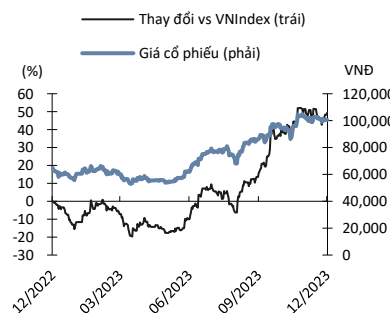
Giá mục tiêu	106,000 VND
Tăng/giảm (%)	3%
Giá hiện tại (22/12/2023)	102,500 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	106,725 VND
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	13.9/0.6

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	49.5%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	53/2.2
Sở hữu nước ngoài	36.4%
Cổ đông lớn	CTCP FPT (46.5%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.7	13.9	57.8	58.3
Tương đối	-2.4	27.1	60.6	49.1

Dự phóng KQKD & định giá

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	22,495	30,166	32,591	38,348
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	546	474	(102)	473
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	444	398	(155)	380
EPS (VND)	562	336	(114)	279
Tăng trưởng EPS (%)	4245%	-40%	N/A	N/A
P/E (x)	30.9	34.5	(88.4)	36.1
P/B (x)	8.2	6.7	7.5	6.6
ROE (%)	31%	21%	-8%	19%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	0.0%	0.3%	0.4%	1.0%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

MỤC LỤC

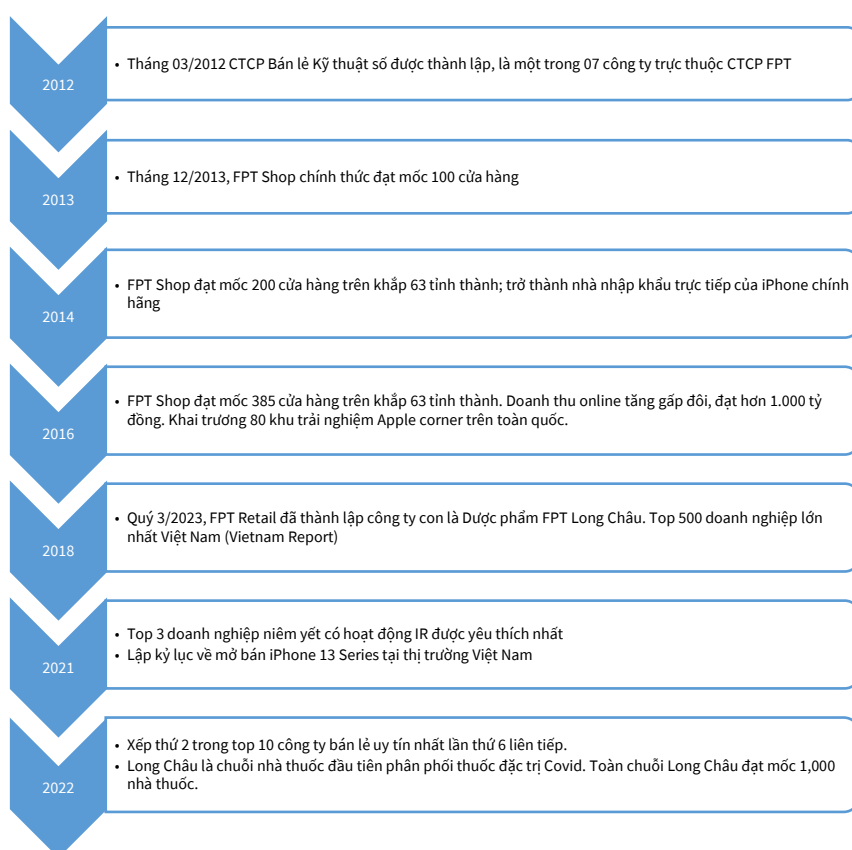
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP	3
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH.....	5
Chuỗi giá trị công ty	5
Ngành hàng ICT với chuỗi FPT Shop	6
Ngành hàng bán lẻ dược phẩm với Long Châu còn nhiều dư địa phát triển	8
CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH.....	14
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH	15
Cơ cấu tài sản	15
Khả năng thanh khoản	16
Hiệu quả hoạt động	16
Khả năng sinh lời.....	16
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ.....	18
Tình hình vĩ mô và ngành bán lẻ ủng hộ sự phát triển của FRT.....	18
Nhu cầu ICT dự báo phục hồi từ 2H2024	20
Long Châu là động lực tăng trưởng dài hạn	21
RỦI RO ĐẦU TƯ	26
DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ	27

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (gọi tắt là FPT Retail) được thành lập từ năm 2012 tại Việt Nam, là công ty liên kết của Tập đoàn FPT, sở hữu 2 chuỗi bán lẻ là FPT Shop và F.Studio. FPT Retail cũng sở hữu 1 công ty con là Công ty Cổ phần Dược phẩm FPT Long Châu. Ngày 26/4/2018, cổ phiếu của FPT Retail chính thức niêm yết trên Sàn Giao dịch Chứng Khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HoSE) với mã FRT.

Sau hơn 11 năm hoạt động, FPT Retail đã tạo dựng được hệ thống chuỗi gần 800 cửa hàng FPT Shop và hơn 1,600 cửa hàng FPT Long Châu rộng khắp trên toàn quốc ở 63 tỉnh thành. Cùng với quy mô ngày càng lớn, FPT Shop cung cấp tới khách hàng những trải nghiệm mua sắm tích cực, thông qua các sản phẩm chính hãng chất lượng cao, giá cả cạnh tranh đi kèm dịch vụ chăm sóc khách hàng thân thiện, được đảm bảo bởi uy tín của doanh nghiệp.

Biểu đồ 1. Quá trình hình thành và phát triển

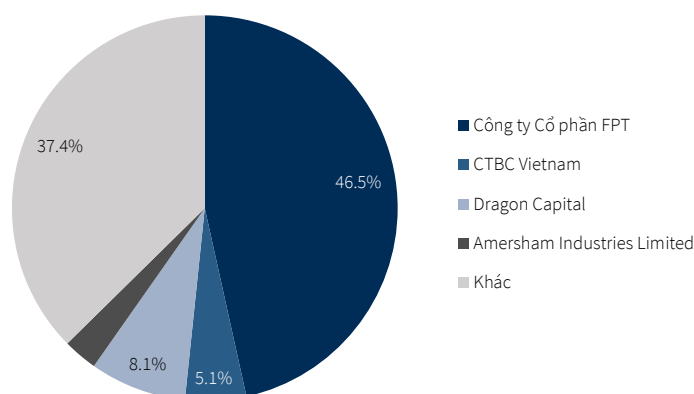


Nguồn: FRT, KBSV

Cơ cấu cổ đông

Về cơ cấu cổ đông, CTCP FPT hiện đang là cổ đông lớn nhất của FRT nắm giữ 46.5% cổ phần. Dù không còn là công ty mẹ-con như trước kia nhưng FPT vẫn nắm quyền kiểm soát khá lớn với FRT, FRT theo đó cũng thừa hưởng những công nghệ tiên tiến và sự hỗ trợ từ tập đoàn FPT. Tổng cộng các nhà đầu tư nước ngoài đang nắm 36.4% cổ phần FRT trong đó nổi bật có quỹ Dragon Capital nắm 8.1%, quỹ CTBC Vietnam nắm 5.1%. Gần đây FRT cũng là một cổ phiếu ưa thích của khối ngoại nhờ tiềm năng tăng trưởng lớn của chuỗi Long Châu. Ban lãnh đạo tuy không nắm nhiều cổ phiếu nhưng đều là những thành viên gắn bó rất lâu năm ở tập đoàn FPT và thể hiện tính cam kết cao.

Biểu đồ 2. Cơ cấu cổ đông



Nguồn: FRT, KBSV

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

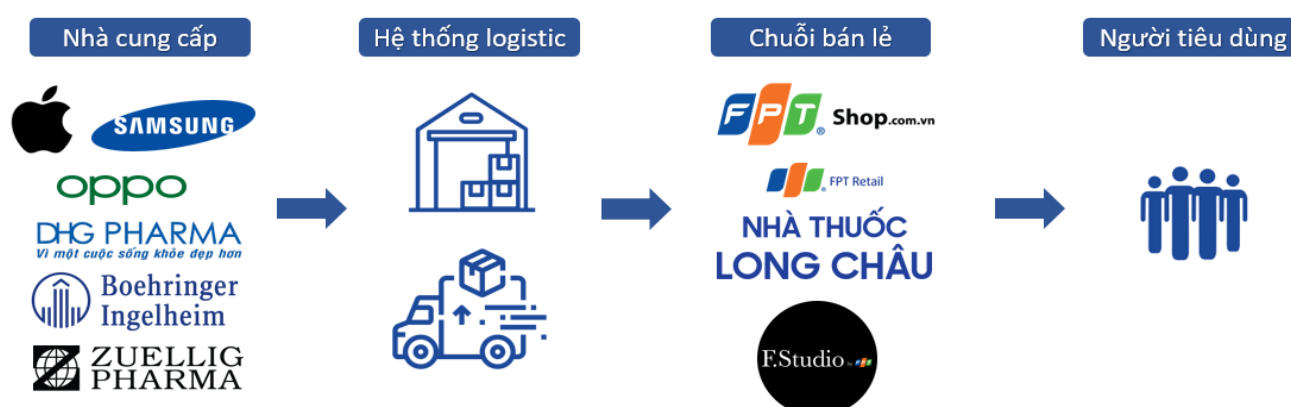
Chuỗi giá trị công ty

Ở bước đầu tiên của chuỗi giá trị, FRT sẽ làm việc với các nhà cung cấp là các nhãn hàng để nhập sản phẩm mà họ kinh doanh như ICT (Thiết bị công nghệ thông tin và truyền thông như điện thoại, laptop) và dược phẩm. Hiện tại FRT đã thiết lập mối quan hệ với nhiều hãng ICT hàng đầu thế giới như Samsung, Apple, Microsoft và nhiều hãng dược lớn nhỏ trong và ngoài nước.

Sau khi nhập hàng từ các nhà cung cấp, công ty sẽ phải làm các thủ tục liên quan đến nhập khẩu trước khi đưa hàng hoá về kho của mình. Hàng hoá sau khi về kho trung tâm sẽ được xử lý đưa đến những trung tâm phân phối (DCs) tại khắp các tỉnh thành. Sau đó hàng hoá sẽ đưa đến những cửa hàng bán lẻ của FRT. Các chuỗi cửa hàng của FRT đều hoạt động theo mô hình cửa hàng bán lẻ hiện đại trong đó:

- (1) FPT Shop: Là chuỗi chuyên bán lẻ các sản phẩm kỹ thuật số di động bao gồm điện thoại di động, máy tính bảng, laptop, phụ kiện và dịch vụ công nghệ... FPT Shop là hệ thống bán lẻ đầu tiên ở Việt Nam được cấp chứng chỉ ISO 9001:2000 về quản lý chất lượng theo tiêu chuẩn quốc tế. Hiện nay, FPT Shop là chuỗi bán lẻ lớn thứ 2 trên thị trường bán lẻ công nghệ.
- (2) F.Studio: Là chuỗi cửa hàng được ủy quyền chính thức của Apple tại Việt Nam ở cấp độ cao cấp nhất, chuyên kinh doanh các sản phẩm chính hãng của Apple, mang đến cho khách hàng không gian toàn diện để trải nghiệm những sản phẩm công nghệ của Apple cùng dịch vụ bán hàng và chất lượng chăm sóc khách hàng cao cấp và thân thiện.
- (3) Nhà thuốc Long Châu: Là chuỗi cửa hàng chuyên kinh doanh dược phẩm, dụng cụ y khoa, thực phẩm chức năng chính hãng thuộc FRT. Với ưu thế về giá cả cạnh tranh, chất lượng sản phẩm đạt chuẩn cùng đội ngũ dược sĩ có trình độ chuyên môn cao, được đào tạo bài bản, nhà thuốc Long Châu đang ngày càng củng cố vị trí trong ngành bán lẻ dược phẩm của mình.

Hình 3. Chuỗi giá trị của FRT



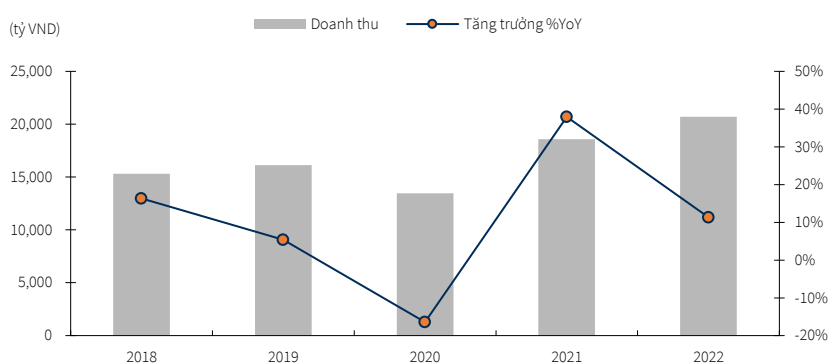
Nguồn: FRT, KBSV

Ngành hàng ICT với chuỗi FPT Shop

“Hụt hơi” trong cuộc đua với chuỗi Thegioiiddong

Ngành hàng ICT với chuỗi FPT Shop trước đây chiếm tỷ trọng chính trong doanh thu và lợi nhuận của công ty. Mặc dù FRT đã “hụt hơi” trong cuộc đua ngành ICT với MWG tuy nhiên công ty vẫn luôn giữ vững được vị trí top 2 trong các công ty bán lẻ ICT tại Việt Nam. Doanh thu từ khi niêm yết tăng trưởng tương đối chậm ngoại trừ 2 năm dịch bệnh Covid, tỷ trọng doanh thu chuỗi FPT Shop trên toàn công ty liên tục giảm do sự trỗi dậy của chuỗi Long Châu. Năm 2022, doanh thu chuỗi FPT Shop chiếm 63%, đến Q3/2023 tỷ trọng 2 chuỗi đã bằng nhau mỗi chuỗi chiếm 50% doanh thu toàn công ty.

Biểu đồ 4. Doanh thu chuỗi FPT Shop giai đoạn 2018-2022

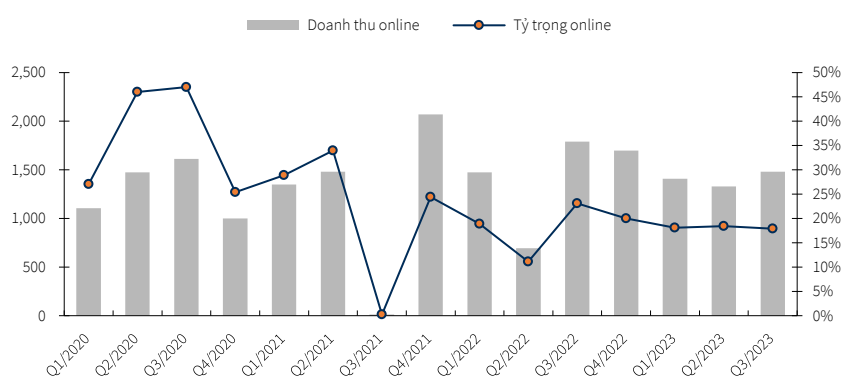


Nguồn: FRT, KBSV

Online là kênh hỗ trợ cho các cửa hàng offline

Theo xu thế phát triển của thương mại điện tử, công ty cũng đã triển khai bán hàng online, tuy nhiên doanh thu online vẫn chưa thực sự có sự tăng trưởng mạnh mẽ. Nguyên nhân do đối với mặt hàng ICT người tiêu dùng vẫn ưu tiên đến cửa hàng xem và trải nghiệm trực tiếp sản phẩm, và độ phủ lớn của FPT Shop giúp họ dễ dàng để thực hiện việc này. Kênh online không cần thiết phải có sự tăng trưởng quá mạnh mà sẽ là kênh hỗ trợ cho kênh offline, đẩy mạnh bán hàng đa kênh O2O, người tiêu dùng có thể tham khảo các thông tin sản phẩm trên website và tới các cửa hàng để trải nghiệm và mua trực tiếp sản phẩm.

Biểu đồ 5. Doanh thu online và tỷ trọng doanh thu online của FRT



Nguồn: FRT, KBSV

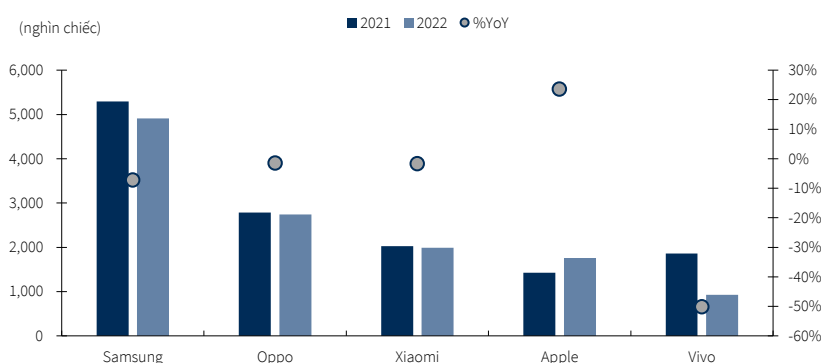
Ngành hàng điện thoại đã bước vào giai đoạn bão hoà, tương lai phụ thuộc vào Apple

Về ngành hàng điện thoại, trong thập kỷ 2010-2019, xu hướng chuyển dịch từ điện thoại truyền thống sang điện thoại thông minh cùng với gia tăng tỷ lệ sở hữu điện thoại toàn dân giúp ngành hàng điện thoại tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ trung bình trên 20%, tuy nhiên tốc độ đã chậm lại vào những năm gần đây. Đại dịch Covid đến, nhu cầu học tập và làm việc tại nhà gia tăng đẩy tốc độ tăng trưởng ngành quay trở lại tăng trưởng mạnh mẽ. Tuy nhiên sau khi đại dịch kết thúc, lạm phát gia tăng, các NHTW tăng lãi suất dẫn đến kinh tế giảm tốc, nhu cầu sản phẩm điện thoại theo đó cũng sụt giảm.

Các công ty nghiên cứu thị trường đều cho rằng ngành này tiềm năng phát triển không còn nhiều, tốc độ tăng trưởng chỉ khoảng 7-8% trong vòng 5 năm tới, chủ yếu tăng về giá trị trung bình khi mà số lượng khó tăng mạnh vì tỷ lệ sở hữu điện thoại ở Việt Nam đã ở mức khá cao sau đại dịch Covid. Trong ngắn hạn vào giai đoạn 2024-2025 sẽ có sự phục hồi mạnh hơn do một vài yếu tố (đề cập ở phần Điểm nhấn đầu tư) tuy nhiên sau đó sẽ về mức tăng trưởng trung bình 1 chữ số.

Hiện tại chiếm khoảng 50% doanh thu chuỗi FPT Shop là các sản phẩm của Apple chủ yếu là iPhone. Với xu hướng cao cấp hóa và tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ của iPhone tại Việt Nam với việc lập kỷ lục và số máy bán ra mỗi lần ra mắt iPhone mới, động lực tăng trưởng trong những năm tới của ngành hàng điện thoại tại FRT sẽ phụ thuộc lớn vào iPhone. Hiện tại FPT đã bị MWG bỏ xa về ngành hàng điện thoại, MWG hiện chiếm hơn 50% thị phần điện thoại và đang có ý định giành giật thêm thị phần với cuộc chiến giá. Chúng tôi cho rằng thị phần của FRT trong những năm tiếp theo sẽ có xu hướng đi ngang hoặc tăng nhẹ nhờ lợi thế quy mô chiếm thị phần các cửa hàng nhỏ lẻ, tuy nhiên dự báo doanh thu sẽ chỉ tăng trưởng với tốc độ tương đương tăng trưởng ngành.

Biểu đồ 6. Apple là hãng duy nhất đạt tăng trưởng dương tại Việt Nam trong năm 2022



Nguồn: IDC, KBSV

Dẫn đầu thị phần laptop nhưng cũng khó có sự đột biến trong tương lai

Với ngành hàng laptop, câu chuyện cũng tương tự như ngành hàng điện thoại. Sau một thời gian tăng trưởng đặc biệt là trong đại dịch Covid đã thúc đẩy ngành tăng trưởng mạnh mẽ tăng độ phủ sở hữu laptop cá nhân. Tuy nhiên sau đại dịch, kinh tế giảm sút làm nhu cầu laptop giảm rõ rệt, theo đó dự báo tốc độ tăng trưởng của ngành cũng chỉ đạt mức 1 chữ số khoảng 8-9% trong những năm tới. Xu hướng tăng trưởng ngành hàng laptop trong tương lai là xu hướng tăng giá bán nhờ cao cấp hóa các dòng máy laptop mỏng nhẹ doanh nhân và

dòng laptop gaming, trong khi việc tăng sản lượng là tương đối chậm do laptop cá nhân đã có độ phủ tương đối lớn sau đại dịch Covid, lượng người dùng mua mới giảm đáng kể so với trước đại dịch. Chuỗi FPT Shop hiện đang là chuỗi dẫn đầu về thị phần laptop với thị phần khoảng 30%, tương tự ngành điện thoại cũng đang bước vào giai đoạn bão hoà cộng thêm sự cạnh tranh trong ngành càng ngày càng gay gắt nên sẽ khó có sự cải thiện đáng kể về thị phần, tăng trưởng được dự báo sẽ nhỉnh hơn tăng trưởng chung toàn ngành nhưng không đáng kể.

Ngành hàng bán lẻ dược phẩm với Long Châu còn nhiều dư địa phát triển

Nhận thấy câu chuyện giảm tốc của ngành hàng ICT, các công ty chuyên về ICT cũng đã ráo riết đi tìm bài toán tăng trưởng mới cho doanh nghiệp của mình. Với MWG là chuỗi Bách Hóa Xanh, với DGW họ đã tìm sang các ngành hàng mới còn với FRT họ đã tìm thấy lời giải cho bài toán của mình chính là chuỗi nhà thuốc Long Châu. Trong báo cáo này chúng tôi sẽ đi sâu vào ngành bán lẻ dược phẩm từ quá trình hình thành phát triển đến hiện trạng các chuỗi bán lẻ trong ngành để mang đến bức tranh tổng thể toàn ngành từ đó có thể thấy tiềm năng tăng trưởng của Long Châu trong tương lai.

Quá trình hình thành và phát triển

Ngành bán lẻ dược phẩm đang trở thành một lĩnh vực hứa hẹn và đầy tiềm năng tại Việt Nam. Thị trường bán lẻ dược phẩm tại Việt Nam đang chứng kiến sự đa dạng và phân mảnh cao, với hơn 60,000 nhà thuốc chủ yếu là các cơ sở kinh doanh nhỏ lẻ. Sự phân mảnh này đặt ra nhiều thách thức nhưng cũng tạo ra cơ hội cho các doanh nghiệp nhỏ có thể nắm bắt nhu cầu đặc biệt của cộng đồng, đặc biệt trong bối cảnh dân số ngày càng già hóa và ý thức về sức khỏe gia tăng. Theo dự báo của World Bank, số người từ 65 tuổi trở lên ở Việt Nam sẽ tăng hơn gấp đôi vào năm 2040, chiếm 18% tổng dân số. Dân số ngày càng già hóa là một trong những yếu tố chính đẩy mạnh sự phát triển của thị trường bán lẻ dược phẩm. Việc tăng lên của số trường hợp mắc các bệnh lý ở người cao tuổi là điều không tránh khỏi, tạo ra một nhu cầu lớn cho các sản phẩm dược phẩm và dịch vụ chăm sóc sức khỏe. Theo thống kê, trung bình người già trên 65 tuổi mắc ít nhất 3 bệnh, trên 80 tuổi mắc ít nhất 6.9 bệnh.

Nhận thấy xu hướng già hoá dân số, Co-Founder Pharmacy - Chris Blank đã thành lập Pharmacy vào năm 2011, khi ông cho rằng thị trường bán lẻ dược phẩm lúc đó rất sơ khai giống như thị trường bán lẻ di động trước kia với thị phần đa số chiếm bởi các cửa hàng nhỏ lẻ và đến hiện tại thì đã thuộc về đa số các chuỗi lớn như Thegioioidong, FPT Shop. Một chuỗi khác cũng thành lập từ rất sớm từ năm 2007 là Phano Pharmacy. Các chuỗi đi đầu như Pharmacy và Phano dù thành lập sớm và theo đuổi mô hình chuỗi từ sớm nhưng thực tế cũng chỉ đạt vài chục cửa hàng, nguyên nhân chính do Luật dược 2006 khi các dược sĩ phải đủ 5 năm kinh nghiệm để có thể đứng tại quầy, việc này giới hạn số lượng dược sĩ đủ khả năng và do đó việc mở rộng các chuỗi cửa hàng cũng là rất khó.

Luật dược 2016 ra đời thay đổi cuộc chơi

Cuộc chơi bán lẻ dược phẩm có sự chuyển biến sau khi Luật dược 2016 ra đời và có hiệu lực từ đầu năm 2017. Luật dược mới yêu cầu dược sĩ chỉ cần đủ 2 năm kinh nghiệm thay vì 5 năm kinh nghiệm, điều này như cú hích thúc đẩy sự phát triển của ngành bán lẻ dược phẩm. Ngay trong năm 2017, FRT và MWG cùng gia nhập ngành bán lẻ dược phẩm khi FRT mua lại chuỗi Long Châu, MWG mua lại chuỗi Phúc An Khang (sau này đổi tên thành An Khang). Dù có cùng điểm bắt đầu nhưng MWG khi đó lại đang bận tâm với các chuỗi đang phát triển mạnh là Điện máy xanh và bắt đầu khởi động Bách hoá xanh trong khi FRT lại quyết tâm phát triển chuỗi Long Châu sau khi chuỗi FPT Shop bị Thegioididong bỏ xa về thị phần.

Đại dịch Covid thúc đẩy hơn nữa sự tăng trưởng ngành

Bước ngoặt tiếp theo đã đến khi đại dịch Covid xảy ra. Sau đại dịch Covid-19, sự quan tâm đến chăm sóc sức khỏe đã tăng cao, người tiêu dùng quan tâm đến các sản phẩm chức năng để phòng bệnh thay vì chữa bệnh, tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển của thị trường bán lẻ dược phẩm. Tận dụng dư địa phát triển đầy hấp dẫn, các tập đoàn đua nhau phát triển và cạnh tranh khốc liệt để giành từng miếng bánh thị phần. Nổi bật trong cuộc đua này gồm có 3 ông lớn: Pharmacity, Long Châu, An Khang. Theo dự báo của Fitch Solutions, doanh thu kênh OTC dự báo có tốc độ tăng trưởng kép 5 năm đạt 7%, doanh thu kênh ETC đạt tốc độ tăng trưởng kép 5 năm đạt 8% dựa trên cơ sở về việc mở rộng độ bao phủ của BHYT toàn dân và dự báo tốc độ tăng trưởng nhanh của thuốc biệt dược gốc, thuốc generics đã được cấp phép sản xuất.

Pharmacity – Mô hình “Nhà thuốc tiện lợi” liệu có phù hợp

Được thành lập vào năm 2011, Pharmacity là một trong những chuỗi bán lẻ dược phẩm đầu tiên tại Việt Nam. Pharmacity được ví là chuỗi tiên phong trong mô hình nhà thuốc bán lẻ hiện đại tại Việt Nam. Được thành lập bởi Chris Blank – một người Mỹ làm việc lâu năm tại Việt Nam, chuỗi Pharmacity được lấy cảm hứng từ các chuỗi nhà thuốc tại Mỹ - nơi ông Blank sinh ra và lớn lên. Một chuỗi nhà thuốc tại Mỹ là mô hình Pharmacity hướng đến có đầy đủ các sản phẩm về dược, sản phẩm chức năng, mỹ phẩm hay các sản phẩm cá nhân như dầu gội, sữa tắm và khách hàng có thể thoải mái đi trong cửa hàng mua sắm như một cửa hàng tiện lợi. Khác với mô hình nhà thuốc tại Việt Nam, khi khách hàng giao tiếp chủ yếu với dược sĩ để dược sĩ chọn loại thuốc phù hợp.

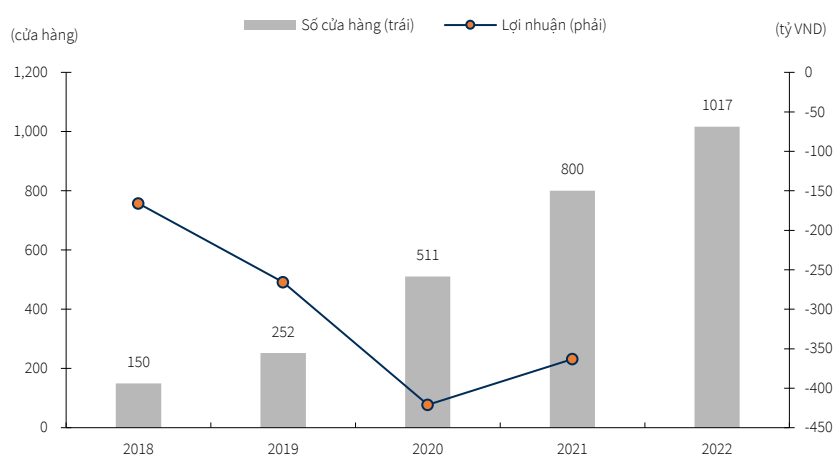
Hình 7. Bên trong một cửa hàng Pharmacity



Nguồn: KBSV sưu tầm

Trong giai đoạn 2018-2020, doanh thu của Pharmacity liên tục tăng trưởng nóng. Doanh thu năm 2019, 2020, 2021 tăng trưởng lần lượt 129%, 230%, 89% YoY. Doanh thu tăng trưởng vượt trội nhưng lại không đi kèm với lợi nhuận, thời điểm bùng nổ là đại dịch Covid công ty ghi nhận lỗ năm 2021 và 2022 lần lượt 421 và 363 tỷ đồng. Sau một thời gian mở cửa hàng ồ ạt, số lượng cửa hàng gia tăng liên tục đỉnh điểm ghi nhận hơn 1,100 cửa hàng. Tuy nhiên nhận thấy cạnh tranh khốc liệt, nhiều cửa hàng mở ồ ạt chưa tối ưu làm tăng chi phí, từ giữa năm 2022 đến nay Pharmacity đã đóng cửa gần 200 cửa hàng để tối ưu hoá tạm thời dừng kế hoạch mở mới.

Biểu đồ 8. Số lượng cửa hàng và lợi nhuận của Pharmacity (2022 không công bố lợi nhuận)



Nguồn: Pharmacity, KBSV

Mặc dù là người tiên phong dẫn đầu thị trường bán lẻ dược phẩm, liên tục đổ vốn “đốt tiền” để mở rộng thị trường nhưng dường như Pharmacity vẫn chưa tìm ra lời giải cho câu chuyện hoà vốn của mình. Mô hình của Pharmacity là mô hình đã chứng minh sự thành công ở các nước phát triển trên thế giới nhưng dường như chưa phù hợp với thị trường Việt Nam tại thời điểm này. Khác với cửa hàng tiện lợi thông thường người tiêu dùng thích tự do lựa chọn hàng hoá theo ý mình thì với một nhà thuốc, người tiêu dùng muốn nhận được sự tư vấn và quan tâm từ dược sĩ hơn, hơn nữa người tiêu dùng Việt Nam cũng chưa có thói quen ra tiệm thuốc mua các sản phẩm chăm sóc sắc đẹp hay hàng tiêu dùng cá nhân, thay vì đến Pharmacity họ có nhiều lựa chọn ở các cửa hàng chuyên biệt hay các siêu thị hơn. Việc trưng bày thêm các quầy kệ hàng tiêu dùng lại làm tốn diện tích, doanh thu không gia tăng đáng kể trong khi tăng chi phí mặt bằng rất nhiều. Đó là lý do vì sao Pharmacity vẫn chưa thể tiến gần điểm hoà vốn vào lúc này.

Một vấn đề khác cho thấy Pharmacity vẫn đang loay hoay với chiến lược kinh doanh của mình nằm ở ban điều hành. Năm 2022, ông Blank – nhà sáng lập kiêm CEO của công ty rời vị trí tổng giám đốc, đây có thể coi là tín hiệu không mấy khả quan với Pharmacity khi ông Blank có thể coi là linh hồn của công ty, người đã đồng hành với quá trình phát triển của chuỗi nhà thuốc này. Sau đó, Pharmacity bổ nhiệm bà Trần Tuệ Tri, người từng có 25 năm kinh nghiệm trong

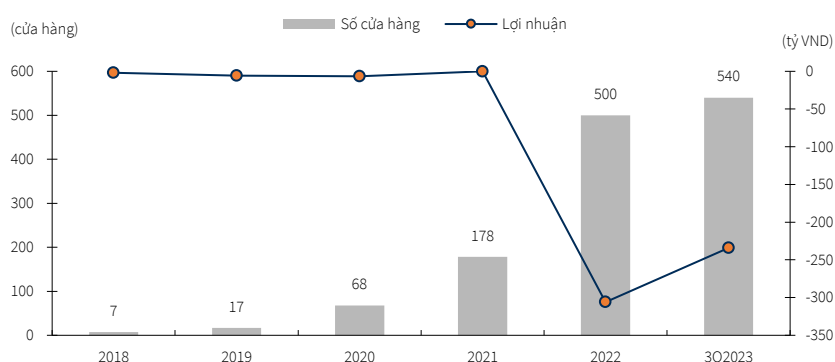
lĩnh vực bán lẻ, tiêu dùng làm tổng giám đốc với mục đích tái cơ cấu hệ thống. Tuy nhiên, chỉ sau một năm vị trí này lại được thay đổi, Pharmacity vừa thông báo bổ nhiệm ông Deepanshu Madan làm tân CEO vào tháng 11/2023. Các động thái này cho thấy thượng tầng của Pharmacity đang không ổn định, do đó chúng tôi cho rằng triển vọng kinh doanh của Pharmacity trong thời gian tới sẽ chưa thể sớm khả quan.

An Khang – Liệu MWG có còn mặn mà?

Năm 2019 MWG mua lại 49% cổ phần nhà thuốc An Khang chính thức gia nhập cuộc chơi bán lẻ dược phẩm. Đến cuối năm 2021, MWG hoàn tất sở hữu 99% nhà thuốc An Khang sau khi nhận thấy ngành bán lẻ dược phẩm có nhiều tiềm năng sau đại dịch Covid khi người tiêu dùng quan tâm đến sức khoẻ nhiều hơn và xu hướng sử dụng các sản phẩm chức năng, vitamin. Ban đầu chuỗi nhà thuốc An Khang được thử nghiệm mở cửa hàng gần với chuỗi Bách Hóa Xanh nhằm tận dụng lưu lượng khách hàng từ chuỗi này. Sau đó, MWG quyết định tách chuỗi An Khang ra khỏi Bách Hoá Xanh. Mô hình nhà thuốc của An Khang cũng được định hình dần theo hướng nhà thuốc hiện đại.

Tính đến thời điểm hiện tại, An Khang có 540 cửa hàng, Doanh thu năm 2022 đạt 1500 tỷ đồng, lỗ 306 tỷ đồng. Hiện tại chuỗi vẫn đang lỗ lũy kế và cũng chưa có dấu hiệu tiến gần điểm hoà vốn. Trong năm 2023, theo mục tiêu của toàn tập đoàn MWG, An Khang sẽ không mở mới mà sẽ tập trung tối ưu chi phí, thu hút khách hàng, hoàn thiện về sản phẩm, hệ thống tồn kho, logistic. Tính đến thời điểm cuối tháng 10/2023, chuỗi tại doanh thu trung bình trên cửa hàng ở mức 420 triệu đồng và dự kiến cuối năm sẽ đạt mức 500 triệu đồng.

Biểu đồ 9. Số lượng cửa hàng và lợi nhuận của An Khang



Nguồn: MWG, KBSV

Với dung lượng thị trường OTC chỉ khoảng 2.5-3 tỷ USD với tốc độ tăng trưởng khoảng 10-11% trong 5 năm tới, chúng tôi cho rằng tiềm năng của thị trường này là khá nhỏ so với quy mô của MWG để họ còn thể dồn toàn lực chiếm thị trường. Hơn nữa với MWG, ưu tiên của họ trong thời gian tới tập trung ở các chuỗi lớn như TGDĐ, ĐMX và BHX với tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận lớn, đặc biệt trong bối cảnh khó khăn chung của toàn thị trường, các mặt hàng chủ lực của MWG là ICT&CE bị ảnh hưởng nặng nề, sự tập trung của toàn tập đoàn sẽ dồn về các chuỗi này. Các chuỗi nhỏ hơn như An Khang, AVAkids tạm thời sẽ không phải là mục tiêu của MWG, khác với việc FRT tập trung toàn nguồn lực

Long Châu – Không phải đi đầu nhưng đang dẫn đầu

phát triển chuỗi Long Châu.

Năm 2007, nhà thuốc Long Châu được thành lập ban đầu chỉ là nhà thuốc mô hình gia đình. Đến năm 2017, Long Châu chính thức được FRT mua lại đánh dấu khởi đầu của FRT với ngành bán lẻ dược phẩm. Ban đầu khi được FRT tiếp quản, Long Châu mới chỉ có 4 cửa hàng ở địa bàn HCM và đến hiện tại chuỗi đã đạt hơn 1,600 cửa hàng trên khắp cả nước. Khác với mô hình “Nhà thuốc tiện lợi” của Pharmacity, nhà thuốc Long Châu hoạt động theo mô hình nhà thuốc tây, tức chỉ tập trung bán thuốc điều trị và các sản phẩm chăm sóc sức khỏe, đây là điều phù hợp và quen thuộc đối với hầu hết người dân Việt Nam. Chúng tôi đánh giá Long Châu có định hướng phát triển phù hợp nhất với ngành bán lẻ dược phẩm tại Việt Nam, chuyên về thuốc, sở hữu danh mục sản phẩm đa dạng, đầy đủ nhóm thuốc chất lượng với mức giá hợp lý, phù hợp với tiêu chí “Ngon, bổ, rẻ” của đại đa số người tiêu dùng Việt.

Trải qua hơn 5 năm kể từ khi FRT tiếp quản, Long Châu hiện có hơn 1,600 cửa hàng dẫn đầu toàn thị trường, bỏ xa các đối thủ phía sau, với doanh thu kết thúc năm 2022 đạt 9,596 tỷ đồng, chúng tôi dự phóng năm 2023 chuỗi sẽ đạt doanh thu 16,216 tỷ đồng (+69% YoY). Với định hướng đúng đắn và sự tập trung nguồn lực của FRT, Long Châu là chuỗi bán lẻ dược phẩm đầu tiên đạt điểm hoà vốn. Ban lãnh đạo FRT cho biết doanh thu trung bình tháng trên cửa hàng của Long Châu hiện khoảng 1 tỷ đồng, các cửa hàng mới mở chỉ cần khoảng 6 tháng để đạt điểm hoà vốn. Long Châu cũng là chuỗi đầu tiên đưa các cửa hàng của mình về đến thị trường nông thôn, các thị trấn, đô thị nhỏ. Các cửa hàng mở ở thị trường nông thôn nhờ các lợi thế về đủ thuốc tốt và giá tốt đã nhanh chóng nhận được sự ủng hộ của người dân tại đây, danh mục sản phẩm đa dạng gồm cả các sản phẩm đặc trị nhiều bệnh mãn tính mà trước đây người dân phải mua tại các thành phố lớn mới có nay đã có tại Long Châu. Sự tiện lợi đó đã giúp Long Châu thu hút được nhiều khách hàng tại thị trường này, với chi phí thuê mặt bằng rẻ hơn nhiều ở thành phố, các cửa hàng ở đây hoạt động hiệu quả, nhanh chóng đạt được điểm hoà vốn.

Về tiềm năng tương lai, Long Châu có tiềm năng tăng trưởng rất sáng khi toàn chuỗi đã có lãi và liên tục mở rộng tăng trưởng trong khi các đối thủ đang gặp những vấn đề riêng. Về lâu dài, Long Châu muốn đi sâu hơn vào hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe với quy mô rộng lớn hơn rất nhiều. Chúng tôi sẽ đi chi tiết hơn vào những phần sau.

Nhiều đối thủ tiềm ẩn chờ gia nhập thị trường

Với một thị trường tiềm năng, không bất ngờ khi sẽ có nhiều đối thủ mới gia nhập thị trường. Chúng tôi cho rằng xu hướng tất yếu của ngành là thị phần sẽ ngày càng tập trung vào các chuỗi lớn.

Tập đoàn Dongwha Pharm (Hàn Quốc) vừa thông báo đã ký hợp đồng mua 51% cổ phần của Trung Sơn Pharma, một chuỗi nhà thuốc đang sở hữu 140 cửa hàng, hoạt động chủ yếu ở thị trường miền Tây. Với sự hợp tác cùng Dongwha Pharm, Trung Sơn Pharma tham vọng tăng cường lên 460 cửa hàng vào năm 2026, là đối thủ đáng gờm với các chuỗi hiện tại. Về kết quả kinh doanh, năm 2022 Trung Sơn Pharma đạt hơn 1,340 tỷ đồng, với tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm lên đến 46% kể từ 2019, doanh thu trung bình trên cửa hàng

thậm chí xấp xỉ Long Châu.

Với chuỗi Phano, sau khi về tay Masan với cái tên Dr. Win, chuỗi này đang mở theo các cửa hàng tích hợp nhiều tiện ích của Masan là WIN. Dù không tấn công ào ạt nhưng nhờ lợi thế đi cùng sự phát triển và hưởng lợi tệp khách hàng của Masan và chuỗi Wincommerce, chuỗi nhà thuốc này cũng có một sân chơi riêng, dù không cạnh tranh trực diện nhưng cũng sẽ là một đối thủ đáng gờm với các nhà thuốc khác.

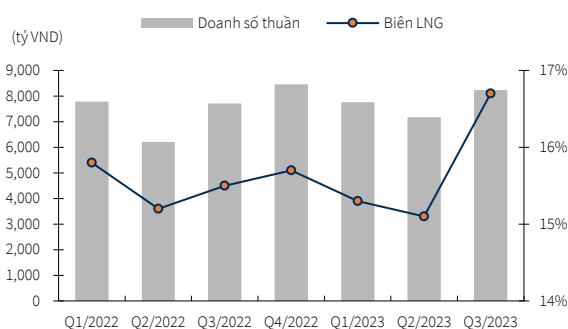
Bên cạnh đó một đối thủ thường ít được để ý đến đó chính là các cửa hàng nhỏ lẻ đã hiện hữu lâu năm trên thị trường. Lợi thế của các cửa hàng này là sự quen thuộc đối với tệp khách hàng khu vực lân cận, các tiệm thuốc thường của chủ nhà không mất chi phí mặt bằng. Tuy nhiên các tiệm thuốc nhỏ lẻ có nhiều điểm yếu như thuốc không rõ xuất xứ, thiếu thuốc, dược sĩ tư vấn chưa tận tình đôi khi mắc các vấn đề đạo đức trong ngành thuốc, thiếu nguồn lực khó áp dụng các công nghệ vào bán hàng, không đáp ứng được các nhu cầu gia tăng của khách hàng...

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Bảng 10. Cập nhật KQKD

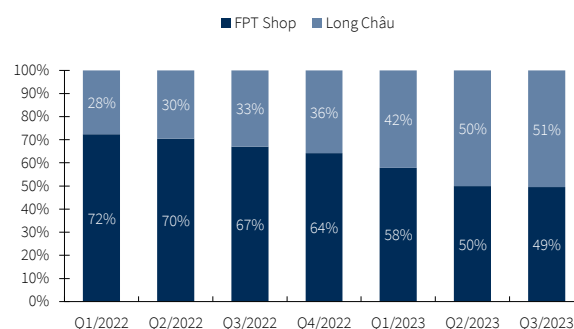
(Tỷ VND)	3Q2022	3Q2023	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	7,709	8,236	6.8%	
<i>FPT Shop</i>	5,185	4,104	-20.8%	Ngành hàng ICT tiếp tục ảnh hưởng nặng nề bởi suy giảm sức mua.
<i>Long Châu</i>	2,554	4,189	64.0%	Với việc liên tục mở mới cửa hàng mà vẫn giữ nguyên hiệu quả, doanh thu trung bình trên cửa hàng không biến động quá lớn góp phần giúp tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ
Lợi nhuận gộp	1,197	1,371	14.5%	Lợi nhuận gộp toàn công ty tăng nhẹ do đóng góp từ chuỗi Long Châu có biên lợi nhuận gộp cao hơn, chuỗi FPT Shop đang trong cuộc chiến cạnh tranh giá nên cả lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận tạm thời đang sụt giảm khá mạnh.
Biên lợi nhuận gộp	15.5%	16.7%	120bps	
Thu nhập tài chính	45	21	-53.3%	
Chi phí tài chính	-63	-65	3.2%	
SG&A	-1,075	-1,326	23.3%	Chi phí SG&A tăng mạnh do liên tục mở mới chuỗi Long Châu, lương nhân viên bán hàng và tiền thuê mặt bằng tăng lên.
SG&A/Doanh thu	-13.9%	-16.1%	15.8%	
Lợi nhuận từ HĐKD	103	1	-99.0%	
Thu nhập khác	3	0	-100.0%	
Lợi nhuận trước thuế	106	1	-99.1%	
Lợi nhuận sau thuế	85	-13	N/A	FRT trải qua quý lỗ thứ 3 liên tiếp do ảnh hưởng từ sức mua tác động xấu đến chuỗi FPT Shop, trong khi đó chuỗi Long Châu liên tục có lãi bù đắp phần nào lợi nhuận cho toàn công ty.

Biểu đồ 11. Doanh thu thuần và BLNG của FRT



Nguồn: FRT, KBSV

Biểu đồ 12. Cơ cấu doanh thu của FRT



Nguồn: FRT, KBSV

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Cơ cấu Tài sản – Nguồn vốn

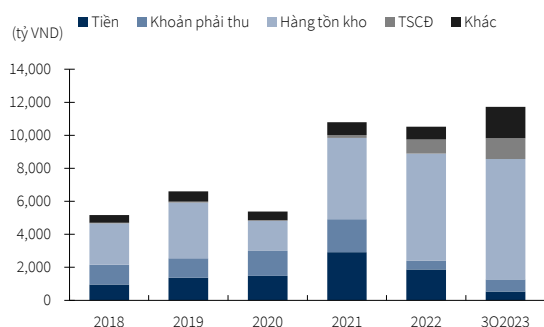
Cơ cấu tài sản

Tính đến hết Q3/2023, tổng tài sản (TTS) của FRT đạt 11,720 tỷ VND, tăng 18% YoY. Với đặc thù là doanh nghiệp bán lẻ, cơ cấu tài sản của FRT phần lớn nằm ở tài sản ngắn hạn (TSNH) với tỷ trọng lên đến 86% TTS, còn lại là tài sản dài hạn trong đó tài sản cố định chiếm 11% TTS, nằm ở chi phí sửa chữa, cải tạo, quầy kệ... đưa các cửa hàng (FPT Shop, Long Châu) vào hoạt động. Trong TSNH, cấu phần chủ yếu là hàng tồn kho (HTK) chiếm 72% TSNH. HTK tăng liên tục trong thời gian vừa qua nguyên nhân do FRT liên tục mở mới chuỗi Long Châu cần một lượng HTK lớn, hơn nữa do Long Châu có tiêu chí đủ thuốc với số lượng SKU lớn nhất thị trường nên HTK chiếm tỷ trọng khá lớn.

Cơ cấu nguồn vốn

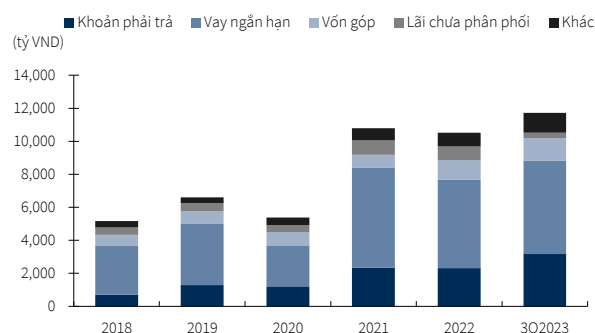
Tính đến hết Q3/2023, trong cơ cấu nguồn vốn, chiếm phần lớn là nợ phải trả với tỷ trọng 85% tổng nguồn vốn, còn lại 15% là vốn chủ sở hữu (VCSH). Trong nợ phải trả, chiếm toàn bộ 100% là nợ ngắn hạn, công ty hiện không có nợ dài hạn. Khoản mục phải trả người bán chiếm 32% nợ ngắn hạn, các khoản phải trả ở đây chủ yếu đến từ các đối tác cung cấp sản phẩm ICT và dược phẩm cho FRT như Apple, DGW, các công ty dược phẩm. Khoản mục vay ngắn hạn chiếm 57% nợ ngắn hạn, khoản mục này gia tăng mạnh kể từ khi FRT đẩy mạnh mở mới chuỗi Long Châu. Khoản nợ vay ngắn hạn này chủ yếu tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động của 2 chuỗi FPT Shop và Long Châu, với tài sản đảm bảo là hàng tồn kho, FRT luôn được vay với lãi suất rất ưu đãi từ các ngân hàng. Dù có lượng nợ phải trả khá lớn và liên tục tăng nhưng nhờ các cửa hàng Long Châu mở mới đều đạt hiệu quả kinh doanh cao có thể tạo ra tiền liên tục để thanh toán các khoản nợ, chúng tôi đánh giá lượng nợ phải trả cao không phải là rủi ro đối với FRT. Ở khoản mục VCSH, vốn góp chiếm 76% VCSH, lãi chưa phân phối chiếm 19% VCSH, công ty cho biết họ không có ý định phát hành thêm cổ phiếu để mở rộng mà chỉ sử dụng lợi nhuận giữ lại và nợ vay.

Biểu đồ 13. Cơ cấu tài sản



Nguồn: FRT, KBSV

Biểu đồ 14. Cơ cấu nguồn vốn



Nguồn: FRT, KBSV

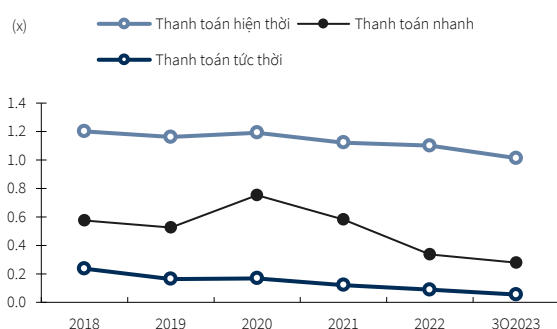
Khả năng thanh khoản

Về khả năng thanh khoản, tính đến hết Q3/2023, chỉ số thanh toán hiện hành của FRT đạt mức 1.0 lần, giảm nhẹ so với những năm trước khi công ty đạt mức 1.1-1.2 lần, nguyên nhân do công ty đẩy mạnh vay ngắn hạn vừa tài trợ hàng tồn kho vừa đầu tư TSCĐ (nợ ngắn hạn tăng mạnh hơn tài sản ngắn hạn). Chỉ số thanh toán nhanh và thanh toán tức thời lần lượt đạt mức 0.3 và 0.1 lần, giảm so với những năm trước do công ty đẩy mạnh mở rộng chuỗi Long Châu cần đầu tư lượng lớn hàng tồn kho từ đó làm các chỉ số này giảm đi.

Hiệu quả hoạt động

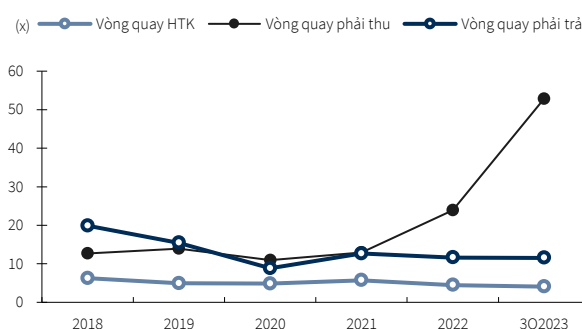
Kết thúc 3Q2023, về hiệu quả hoạt động, vòng quay hàng tồn kho giảm về mức 4.1 lần. Nguyên nhân (1) các mặt hàng ICT gặp khó về sức mua làm vòng quay chuỗi FPT Shop chậm lại, (2) chuỗi Long Châu liên tục mở rộng, lượng hàng tồn kho tăng mạnh làm giảm vòng quay hàng tồn kho. Vòng quay khoản phải thu tăng mạnh lên mức 53 lần, cao nhất trong nhiều năm trở lại đây, nguyên nhân do công ty đã thu hồi hoàn toàn các khoản phải thu về cho vay ngắn hạn với Tập đoàn FPT, các khoản phải thu của FRT khá nhỏ chủ yếu là khách hàng cá nhân không đáng kể nên vòng quay khoản phải thu của FRT luôn ở mức khá cao, không có rủi ro liên quan đến khoản phải thu. Vòng quay khoản phải trả giảm nhẹ về 11.5 lần cho thấy công ty đang thương lượng tốt hơn với các nhà cung cấp về thời gian phải trả.

Biểu đồ 15. Khả năng thanh khoản của FRT



Nguồn: FRT, KBSV

Biểu đồ 16. Hiệu quả hoạt động của FRT

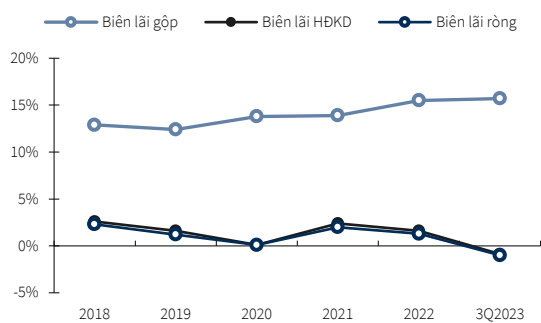


Nguồn: FRT, KBSV

Khả năng sinh lời

Thời gian gần đây do yếu tố bất lợi về thị trường chung, sức mua sụt giảm cộng thêm ảnh hưởng từ cuộc chiến giá làm lợi nhuận của FRT sụt giảm mạnh mẽ khiến công ty ghi nhận lỗ. Biên lợi nhuận gộp liên tục cải thiện nhờ đóng góp lợi nhuận nhiều hơn của chuỗi Long Châu nhưng biên lãi HĐKD và biên lãi ròng đều giảm mạnh so với năm trước. Về hiệu quả sử dụng vốn, do lợi nhuận âm nên ROE và ROA của FRT cũng đều âm và giảm mạnh so với thời kỳ trước. Dự kiến khi sức mua quay trở lại, cuộc chiến giá bớt căng thẳng hơn giúp FRT tạo ra lợi nhuận trở lại các chỉ số lợi nhuận của FRT quay trở về mức bình thường.

Biểu đồ 17. Biên lợi nhuận của FRT



Nguồn: FRT, KBSV

Biểu đồ 18. Khả năng sử dụng vốn của FRT



Nguồn: FRT, KBSV

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Tình hình vĩ mô và ngành bán lẻ ủng hộ sự phát triển của FRT

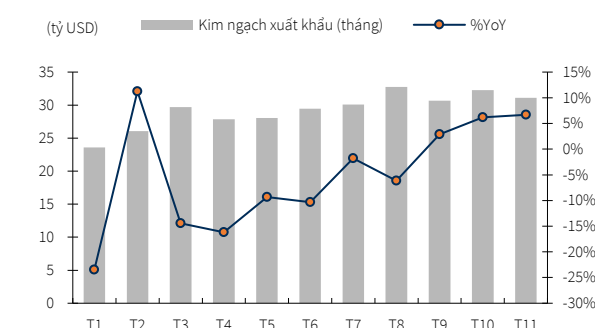
Kinh tế vĩ mô có dấu hiệu hồi phục

Tình hình vĩ mô đang bắt đầu cho thấy những tín hiệu tích cực nhất định, mang lại niềm tin về việc phục hồi sức mua.

(1) Xuất khẩu hồi phục. Xuất khẩu là yếu tố quan trọng đối với kinh tế Việt Nam, đóng góp tỷ trọng đáng kể vào cơ cấu GDP. Khi kinh tế các thị trường nhập khẩu chính của Việt Nam như Mỹ và EU giảm tốc ảnh hưởng khá lớn đến xuất khẩu từ đó làm hạn chế lượng công ăn việc làm của người dân khiến thu nhập giảm sút. Lũy kế 11 tháng đầu năm 2023, kim ngạch xuất khẩu hàng hóa đạt 322,6 tỷ USD, giảm 5,8% YoY. Tuy nhiên, kim ngạch xuất khẩu hàng hóa tháng 11 tăng 6,7% YoY, các tháng gần đây cũng đều quay trở lại mức tăng trưởng dương so với cùng kỳ sau nhiều tháng sụt giảm. Đây là tín hiệu tích cực cho thấy kim ngạch xuất khẩu đã hồi phục và kỳ vọng sẽ có tác động tốt lên nền kinh tế.

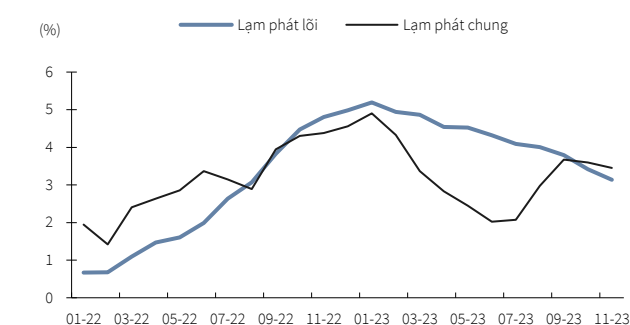
(2) Lạm phát hạ nhiệt: Tình hình diễn biến lạm phát sẽ có ảnh hưởng đáng kể đến việc các NHTW cắt giảm lãi suất kích thích nền kinh tế. Tại Việt Nam, lạm phát đã có dấu hiệu hạ nhiệt rõ rệt từ đầu năm, lạm phát chung từ vùng đỉnh 4.9% từ đầu năm đã hạ nhiệt có những tháng về mức 2% và hiện tại dao động trong khoảng 3.4-3.6%. Trên thế giới, lạm phát tại Mỹ cũng đã có dấu hiệu hạ nhiệt sau thời gian dài neo lãi suất ở mức cao từ vùng đỉnh, lạm phát giảm từ vùng đỉnh 9% hiện tại tháng 11/2023 chỉ còn 3.2%. FED trong cuộc họp mới đây cũng cho biết họ dự báo sẽ có 3 lần giảm lãi suất trong năm 2024, đây được xem như một tín hiệu tích cực với nền kinh tế khi họ nhận thấy tín hiệu lạm phát đã tích cực hơn.

Biểu đồ 19. Kim ngạch xuất khẩu các tháng năm 2023



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 20. Lạm phát có dấu hiệu hạ nhiệt

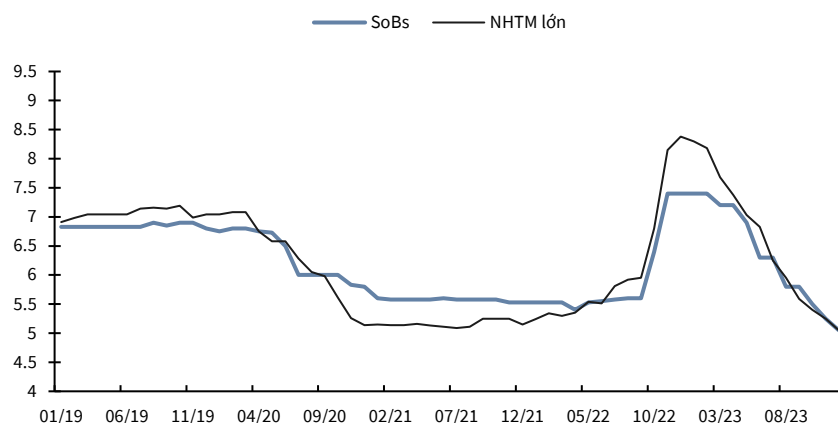


Nguồn: GSO, KBSV

(3) Lãi suất hạ nhiệt nhưng cần thêm thời gian để thẩm thấu vào nền kinh tế: Sau khi NHNN liên tục giảm lãi suất điều hành, các NHTM theo đó cũng giảm lãi suất huy động của mình về mức rất thấp trong nhiều năm trở lại đây. Lãi suất cho vay theo đó cũng bắt đầu hạ nhiệt, tuy nhiên cần thêm thời gian để nền kinh tế hấp thụ lượng vốn vay này. Hiện tại kinh tế khó khăn, sức tiêu thụ hàng

hóa giảm, doanh nghiệp không mở rộng sản xuất mà chỉ duy trì hoạt động cầm chừng thêm nữa các ngân hàng đang lo ngại vấn đề nợ xấu nên dù lãi suất cho vay đã giảm nhưng tăng trưởng tín dụng vẫn đang khá thấp. Kỳ vọng sau những động thái chỉ đạo của NHNN với các ngân hàng về việc khơi thông dòng vốn sẽ giúp tăng trưởng tín dụng trở lại, nền kinh tế sẽ bắt đầu hấp thụ được dòng vốn để thúc đẩy tăng trưởng.

Biểu đồ 21. Lãi suất huy động giảm mạnh ngang bằng thời kỳ Covid

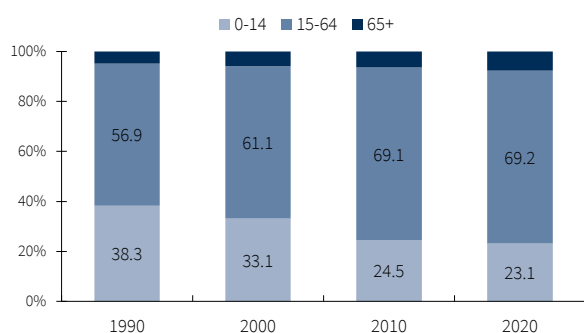


Nguồn: SBV, KBSV

Ngành bán lẻ Việt Nam còn nhiều dư địa tăng trưởng

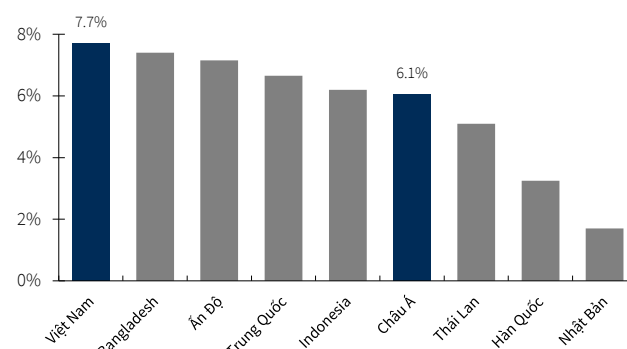
Toàn ngành bán lẻ trong những năm tới dự báo tiếp tục duy trì mức tăng trưởng 2 chữ số. Sự tăng trưởng vượt trội này nhờ các động lực như (1) cơ cấu dân số vàng với gần 70% dân số trong độ tuổi lao động (15-64 tuổi), là độ tuổi có mức chi tiêu tiêu dùng cao; (2) Tỷ lệ đô thị hoá ở Việt Nam dự báo tăng trưởng với tốc độ trung bình cao nhất Đông Nam Á đạt 2.3%/năm đến năm 2030; (3) Sự phát triển mạnh mẽ của thương mại hiện đại (modern trade) và thương mại điện tử, xu thế tất yếu của ngành bán lẻ sẽ là các cửa hàng phát triển theo mô hình chuỗi nhằm lấy lợi thế quy mô. Nhờ đó, chỉ tiêu tiêu dùng của Việt Nam dự báo tăng trưởng nhanh hàng đầu châu Á thúc đẩy ngành bán lẻ phát triển.

Biểu đồ 22. Thay đổi trong cơ cấu dân số Việt Nam giai đoạn 1990-2020



Nguồn: GSO, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 23. Xếp hạng tăng trưởng chi tiêu tiêu dùng tại các quốc gia châu Á giai đoạn 2021-2030



Nguồn: HSBC, KBSV tổng hợp

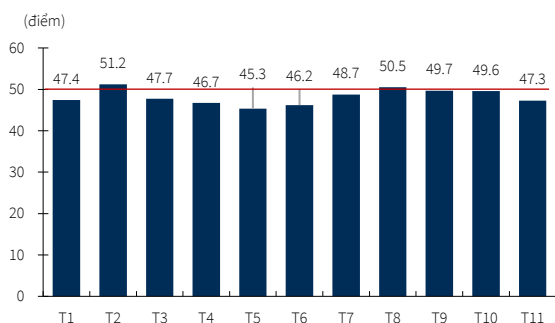
Nhu cầu ICT dự báo phục hồi từ 2H2024

Ngành hàng ICT đã đi qua đáy

Nửa đầu năm 2023, sức mua sụt giảm mạnh, đặc biệt là đối với các sản phẩm không thiết yếu như ICT. Nguyên nhân chính là do ảnh hưởng từ kinh tế trong nước và quốc tế đang giảm tốc. Nhiều doanh nghiệp đã thu hẹp quy mô sản xuất, dẫn đến sự gia tăng đáng kể trong tỷ lệ thất nghiệp và giảm thu nhập của người dân.

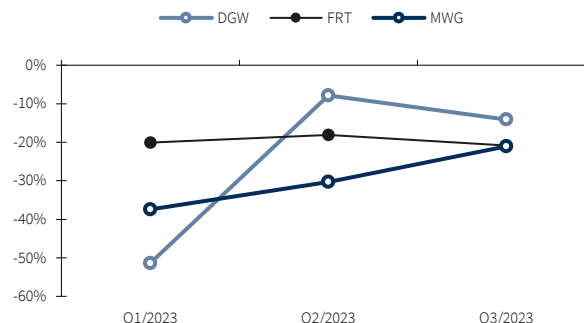
Nếu nhìn vào tăng trưởng doanh thu mảng ICT của các doanh nghiệp đầu ngành về ICT là MWG, FRT, DGW, có thể nhận thấy kết quả kinh doanh nửa đầu năm có sự sụt giảm rất mạnh. Dự báo sức mua đối với sản phẩm ICT đã chạm đáy trong nửa đầu năm và đang trải qua quá trình phục hồi, tuy nhiên, quá trình này sẽ diễn ra khá chậm.

Biểu đồ 24. PMI đã tạo đáy trong quý 2



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 25. Tăng trưởng doanh thu mảng ICT của các công ty



Nguồn: MWG, FRT, KBSV

Nhu cầu ICT dự báo phục hồi từ 2H2024

KBSV dự báo nhu cầu ICT sẽ phục hồi kể từ 2H2024 nhờ một số yếu tố sau:

(1) Tình hình kinh tế dự báo sẽ hồi phục sau những tín hiệu hạ lãi suất của FED, sức mua dự báo cũng sẽ phục hồi về mức bình thường kể từ nửa sau 2024. Lãi suất giảm không chỉ kích thích nền kinh tế mà còn giúp hoạt động mua bán trả góp các mặt hàng ICT hồi phục. Tại thời kỳ đỉnh điểm, doanh thu từ trả góp chiếm một lượng đáng kể trong tổng doanh thu các chuỗi ICT (MWG là 40%, FRT là 20%).

(2) Chu kỳ thay thế điện thoại, laptop: Theo nghiên cứu, vòng đời các sản phẩm ICT trung bình khoảng 3-4 năm, sau đó người tiêu dùng thường có xu hướng nhượng lại máy cũ và mua máy mới khi máy cũ đã có các dấu hiệu lỗi thời và các model mới ra mắt. Trong thời kỳ Covid năm 2020-2022 là thời điểm bùng nổ của các mặt hàng ICT khi nhu cầu học và làm việc online bùng nổ. Theo chu kỳ thay thế, dự báo kể từ nửa cuối năm 2024, nhu cầu thay thế các sản phẩm điện thoại, laptop sẽ bắt đầu tăng trở lại khi thu nhập người dân cải thiện.

(3) Dừng phát sóng 2G, 3G: Theo lộ trình, Bộ Thông tin và Truyền thông đặt mục tiêu dừng công nghệ di động 2G, từ tháng 12/2023 chậm nhất đến tháng 9/2024. Đến tháng 8/2023, còn khoảng 23 triệu thuê bao di động 2G, sau khi tắt sóng 2G các điện thoại này sẽ phải thay thế hoàn toàn sang các dòng điện

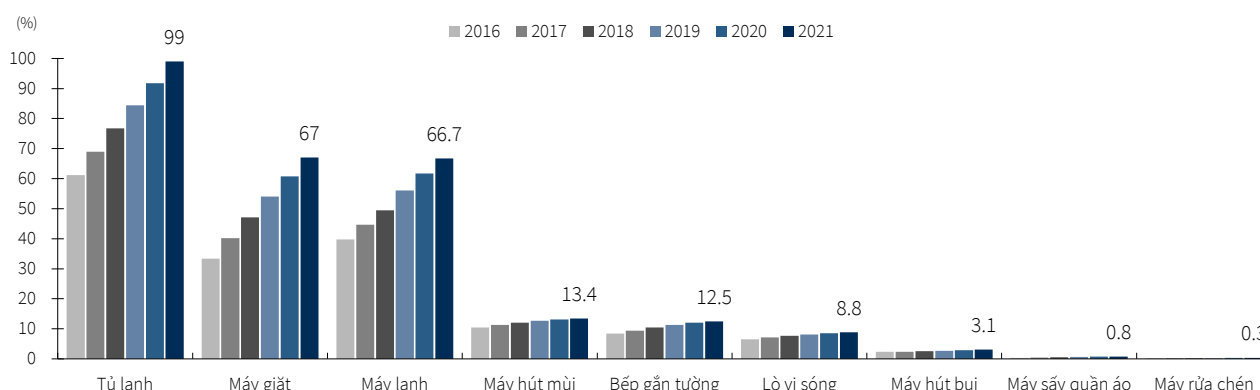
thoại khác. Đây là cơ hội cho các chuỗi bán lẻ điện thoại, đặc biệt các chuỗi có độ phủ lớn đến tận khu vực nông thôn như FPT Shop và Thegioididong.

Nhập cuộc ngành hàng đồ gia dụng

Năm 2022, công ty đã thử nghiệm bán hàng gia dụng và ghi nhận tín hiệu tích cực. Tại Đại hội cổ đông thường niên vừa qua, ban lãnh đạo cho biết mảng mới là hàng gia dụng đang đóng góp 2,5% tổng doanh thu FPT Shop, với biên lợi nhuận gộp khá cao 20-25%. Công ty kỳ vọng 3 năm tới, mảng này sẽ đóng góp tỷ trọng 15% tổng doanh thu chuỗi FPT Shop.

Với quy mô thị trường ước tính 12,5 – 13 tỷ USD, tăng trưởng trung bình khoảng 10%/năm sẽ là thị trường màu mỡ cho các nhà bán lẻ. Tuy nhiên, thị trường này hiện đã được chiếm bởi các chuỗi như Điệnmayxanh, Mediamart. Chúng tôi đánh giá động thái này của FRT sẽ giúp họ tận dụng quy mô của FPT Shop để chiếm được một phần của thị trường, tìm kiếm động lực tăng trưởng khi ngành hàng ICT không còn màu mỡ. Thị trường đồ gia dụng dù nhiều mặt hàng đã bão hoà nhưng cũng có những ngành hàng mới dự kiến sẽ có sự tăng trưởng lớn trong những năm tới như máy rửa bát, robot hút bụi...

Biểu đồ 26. Tỷ lệ hộ dân sở hữu các mặt hàng gia dụng tại Việt Nam qua các năm



Nguồn: Euromonitor, KBSV

Long Châu là động lực tăng trưởng dài hạn

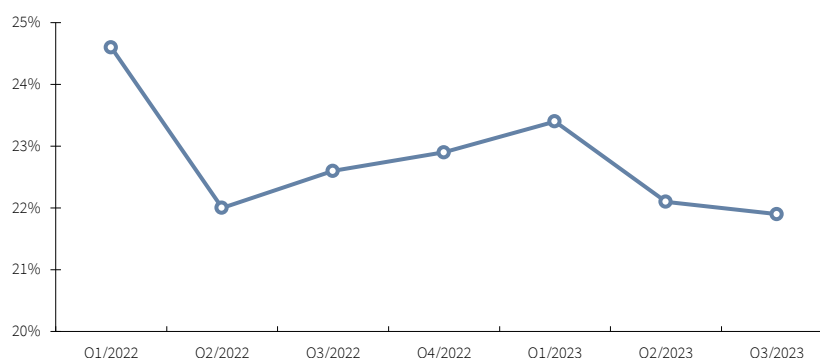
Mô hình phù hợp, đáp ứng đầy đủ tiêu chí của khách hàng

Long Châu đáp ứng đầy đủ các tiêu chí của khách hàng khi mua thuốc là:

(1) Thuốc chuẩn, đủ thuốc: Với mô hình chuỗi lớn, Long Châu nhập trực tiếp thuốc từ các công ty dược phẩm, tất cả thuốc đều chính hãng, rõ nguồn gốc tạo nên sự tin tưởng, yên tâm đối với khách hàng, đây là một lợi thế lớn so với các nhà thuốc nhỏ lẻ thuốc không rõ nguồn gốc. Về số lượng thuốc, Long Châu sở hữu số lượng SKUs (mã hàng hoá, với Long Châu là số chủng loại thuốc khác nhau) rất lớn, gấp 6-7 các tiệm thuốc nhỏ lẻ và gấp 2-3 lần các chuỗi nhà thuốc khác. Điều này cho phép Long Châu đáp ứng đầy đủ nhu cầu ngày càng cao về thuốc điều trị bệnh. Long Châu còn sở hữu nhiều loại thuốc đặc trị nhiều bệnh mãn tính mà trước đây người dân phải mua tại các thành phố lớn mới có, nên khi về khu vực nông thôn Long Châu được rất nhiều khách hàng ủng hộ.

(2) Giá tốt: Nhờ (1) lợi thế về quy mô có thể mua với số lượng lớn và (2) mối quan hệ trực tiếp với các công ty lớn trong ngành dược phẩm và thiết bị y tế mà Long Châu có được một danh mục thuốc với giá cả hợp lý, cạnh tranh sòng phẳng với các nhà thuốc nhỏ lẻ trong khi vẫn giữ mức biên lợi nhuận vượt trội (22-25%) so với các cửa hàng nhỏ lẻ (chỉ khoảng 10%).

Biểu đồ 27. Biên lợi nhuận gộp Long Châu duy trì ổn định 22-25%



Nguồn: FRT, KBSV tổng hợp

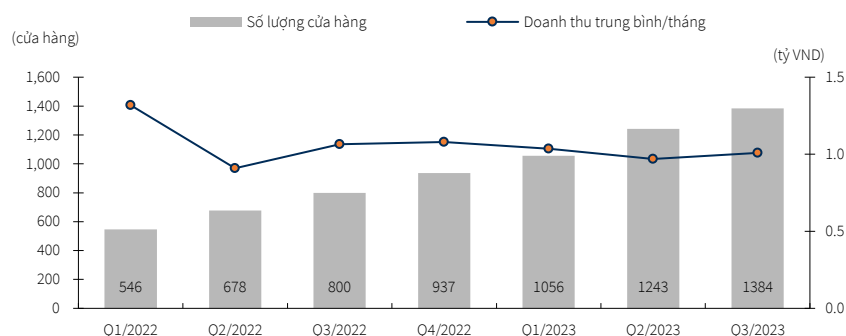
(3) Dược sĩ tư vấn: Đối với các chuỗi bán lẻ, người tiếp xúc trực tiếp với khách hàng (với Long Châu là các dược sĩ) rất được các công ty quan tâm và cần được đào tạo để có chất lượng đồng nhất, đem lại trải nghiệm tốt nhất cho khách hàng. Long Châu xây dựng trung tâm đào tạo dược sĩ chuyên biệt, đào tạo các dược sĩ có chuyên môn cao, chất lượng đồng nhất và đảm bảo các tiêu chí: Đúng thuốc, Đúng liều, Đúng cách, Đúng giá.

Có những đặc điểm của những mô hình bán lẻ thành công trước đây

Chúng tôi đánh giá Long Châu là mô hình đúng đắn, có những đặc điểm của các chuỗi bán lẻ thành công trước kia như MWG, PNJ. Cụ thể:

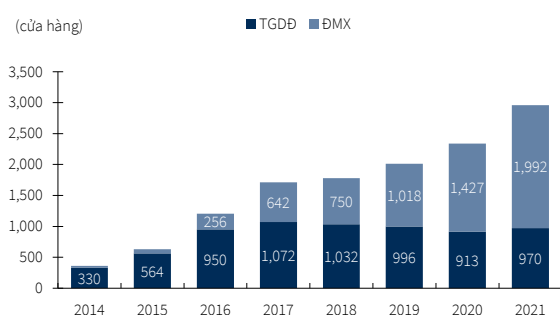
(1) Tìm được công thức thành công của chuỗi. Với MWG là mô hình cửa hàng lớn ở các vị trí trung tâm, tập trung vào các trải nghiệm khách hàng còn PNJ là người tiên phong bán lẻ vàng trang sức. Đối với FRT Long Châu là mô hình nhà thuốc tây đủ thuốc và giá tốt. Sau khi tìm được công thức thành công các chuỗi sẽ nhanh chóng đạt điểm hoà vốn trước, từ đó liên tục mở mới nhân rộng mô hình bỏ xa các đối thủ của mình.

(2) Số lượng cửa hàng tăng liên tục nhưng vẫn giữ được hiệu quả kinh doanh. Đối với đặc thù các chuỗi bán lẻ, khi mở mới cửa hàng quá nhiều cửa hàng mới có thể sẽ thu hút khách từ cửa hàng cũ và các cửa hàng mới cũng sẽ cần thời gian để có lượng khách hàng ổn định đưa doanh thu về mức ổn định. Với chuỗi Long Châu, mặc dù mở mới liên tục nhưng doanh thu trung bình trên cửa hàng không biến động quá nhiều. Ban lãnh đạo cho biết các cửa hàng Long Châu mới mở nhanh chóng thu hút được khách hàng từ các tiệm thuốc nhỏ lẻ nhờ thương hiệu mạnh, đáp ứng đầy đủ nhu cầu thuốc của người dân. Cửa hàng mới tuy thu hút khách hàng từ cửa hàng cũ nhưng nhìn chung hiệu quả kinh doanh không biến động quá nhiều, thể hiện ở chỉ số doanh thu trung bình trên cửa hàng không biến động đáng kể.

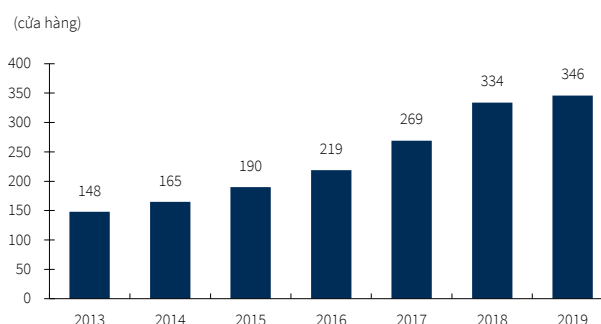
Biểu đồ 28. Liên tục mở rộng nhưng vẫn giữ được hiệu quả kinh doanh

Nguồn: FRT, KBSV tổng hợp

(3) Hoàn vốn nhanh chóng, có thể liên tục quay vòng mở cửa hàng mới mà không cần huy động thêm vốn. Công thức thành công của các chuỗi trước kia là mở cửa hàng với tốc độ hoàn vốn rất nhanh chóng, từ đó các cửa hàng cũ có thể liên tục quay vòng tạo lợi nhuận để mở cửa hàng mới và cửa hàng mới lại tiếp tục vòng lặp như vậy đến khi chiếm lĩnh hoàn toàn thị trường. Với Long Châu, đa số các cửa hàng sẽ hoà vốn trong 6 tháng. Từ đó chuỗi có thể liên tục quay vòng vốn, các cửa hàng cũ tạo ra lợi nhuận liên tục để hỗ trợ mở các cửa hàng mới mà không cần huy động thêm vốn từ bên ngoài.

Biểu đồ 29. Số lượng cửa hàng của MWG thời kỳ tăng trưởng

Nguồn: MWG, KBSV

Hình 30. Số lượng cửa hàng của PNJ thời kỳ tăng trưởng

Nguồn: PNJ, KBSV

Chính nhờ tìm được công thức thành công là tiệm thuốc đáp ứng đầy đủ tiêu chí của khách hàng cùng với khả năng tối ưu chi phí, Long Châu đã đạt điểm hoà vốn, các điểm mở mới cũng đều có lãi chỉ sau 6 tháng, từ đó chuỗi có thể liên tục mở mới để lấy lợi thế độ phủ và quy mô bỏ xa các đối thủ trong khi các đối thủ còn đang loay hoay tìm điểm hoà vốn.

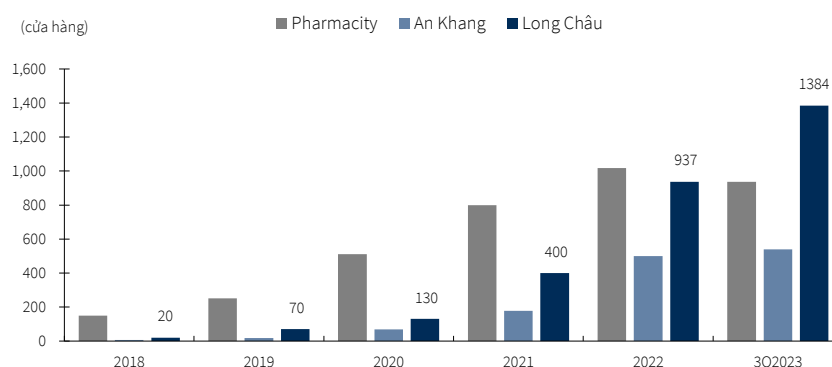
Lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ

Chuỗi Long Châu có những lợi thế giúp họ giữ vững vị thế của mình:

(1) Độ phủ lớn: Độ phủ đối với các chuỗi bán lẻ rất quan trọng, nó giúp tăng độ nhận diện, giúp khách hàng thuận tiện hơn khi có thể mua hàng ở bất kỳ đâu, hơn nữa khi đạt độ phủ cao chuỗi còn có vị thế lớn hơn khi đàm phán với nhà cung cấp có thể mua với giá rẻ hơn hoặc tăng thời gian phải trả lên. Nhờ tìm được công thức chiến thắng của mình mà Long Châu nhanh chóng tăng tốc độ

mở cửa hàng, bỏ xa các đối thủ còn lại dù là người xuất phát sau. Với tốc độ mở cửa hàng như hiện tại và trong khi các đối thủ còn đang lưỡng lự trong việc mở thêm cửa hàng, dự báo Long Châu sẽ tiếp tục tăng tốc và bỏ xa hơn nữa các đối thủ của mình.

Biểu đồ 31. Số lượng cửa hàng các chuỗi bán lẻ dược phẩm



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

(2) Hạ tầng Logistic hiện đại bậc nhất: Logistic luôn là vấn đề cần phải giải quyết đối với bất kỳ chuỗi nào nhất là trong giai đoạn tăng tốc cần một hệ thống đủ để đáp ứng quá trình tăng trưởng của mình. Để đáp ứng tốc độ mở rộng “thần tốc” và phục vụ lượng giao dịch lớn thì Long Châu đã hoàn tất đầu tư 2 kho tổng rất lớn ở phía Bắc và phía Nam. Theo đó, chuỗi nhà thuốc này đã chính thức đưa hai kho tổng chuẩn GDP, GSP vào hoạt động với diện tích lên đến 35.000m² tại Mê Linh, Hà Nội và 45.000m² tại Huyện Thạnh, Long An. Kho tổng FPT Long Châu được xem là kho bán lẻ dược phẩm lớn nhất Việt Nam cả về diện tích và quy mô.

Hệ thống quản lý kho IMS theo dõi hàng hóa theo thời gian thực, kết hợp với hệ thống RWM quản lý toàn bộ quá trình từ nhập hàng, soạn hàng hàng ngày, kiểm soát số lượng thực tế. Ứng dụng AI giúp xác định lộ trình lấy thuốc hiệu quả và gợi ý cách soạn hàng tốt nhất, giảm thời gian lấy hàng, hỗ trợ soạn hàng chính xác.

Quản trị tự động và tối ưu hóa logistic giữa kho tổng và 1.600 nhà thuốc toàn quốc được thực hiện thông qua số hóa và AI. Công cụ này hữu ích trong dự báo hàng hóa, đặt lịch và quản trị supply chain giữa các nhà cung ứng và FPT Long Châu, đặc biệt là khi quản trị kho tổng đa dạng và có diện tích lớn.

(3) Hỗ trợ từ tập đoàn FPT: Là một chuỗi bán lẻ lớn, không thể thiếu sự giúp sức của công nghệ giúp quá trình hoạt động kinh doanh trở nên hiệu quả và trơn tru hơn. Là thành viên của tập đoàn công nghệ hàng đầu Việt Nam – FPT, chuỗi Long Châu có lợi thế lớn trong công cuộc chuyển đổi số. Với sự hỗ trợ kỹ thuật mạnh mẽ từ FPT Software, FPT Digital, FPT Telecom,... Long Châu đã chuyển đổi số toàn diện trong toàn trình quản trị, vận hành hệ thống chuỗi diện rộng; từ việc tiếp cận, phân tích, sử dụng dữ liệu hiệu quả, tăng cơ hội phục vụ khách hàng; cho đến việc quản lý logistic thông minh, dự báo hàng bán, luân chuyển

hàng hoá và nâng cao trải nghiệm khách hàng tại mọi điểm chạm. Nhờ đó, hơn 1,600 cửa hàng Long Châu và gần 800 cửa hàng FPT Shop đã được đưa vào hoạt động mà vẫn đảm bảo vận hành và quản trị hiệu quả.

Một hệ thống quản lý thông tin hiệu quả không chỉ giúp giảm chi phí mà còn tạo ra cơ hội mới và nhanh chóng đáp ứng với sự thay đổi của thị trường. Thêm vào đó, việc tích hợp hạ tầng đám mây và số hóa mạnh mẽ đã tạo nên cơ sở dữ liệu linh hoạt trong công cuộc số hóa, giúp các chuỗi của FRT không ngừng phát triển trước thách thức của thị trường bán lẻ. Ngoài ra, chuỗi Long Châu hay chuỗi FPT Shop còn hưởng lợi từ hệ sinh thái FPT bao gồm khách hàng, nhân viên, sinh viên đại học FPT, bên cạnh đó còn là nguồn vốn dồi dào từ FPT có thể hỗ trợ FRT bất kỳ lúc nào.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Sức mua hồi phục chậm hơn dự kiến ảnh hưởng đến ngành hàng ICT

Với ngành nghề kinh doanh gắn chặt với sức mua của nền kinh tế, tốc độ hồi phục của kinh tế và sức mua có ảnh hưởng lớn đến KQKD của FRT. Chúng tôi lo ngại kinh tế hồi phục chậm hơn dự kiến và ảnh hưởng tiêu cực lên sức mua đặc biệt với mảng kinh doanh chính của công ty là ICT, ngoài ra ngành hàng ICT cũng đã ở gần điểm bão hoà tiềm năng tăng trưởng là không cao. Tuy nhiên, nhờ ngành hàng dược phẩm của Long Châu ít bị ảnh hưởng bởi nền kinh tế nên mức độ ảnh hưởng sẽ ít hơn khi sức mua hồi phục chậm hơn dự kiến.

Cuộc chiến giá kéo dài ảnh hưởng đến lợi nhuận

Kể từ khi MWG phát động cuộc chiến giá giành giật thị phần, lợi nhuận của đa số các cửa hàng và chuỗi liên quan đến ICT đều bị ảnh hưởng nặng nề. 2 chuỗi lớn nhất là Thegioididong và FPT Shop gần như đều mất hoàn toàn lợi nhuận. Chúng tôi lo ngại sức mua hồi phục chậm, cuộc chiến giá sẽ tiếp tục kéo dài tác động tiêu cực đến KQKD của FRT.

Ngành bán lẻ dược phẩm gia tăng sức cạnh tranh

Với động thái của tập đoàn Dongwha Pharm (Hàn Quốc) mua 51% cổ phần của Trung Sơn Pharma, dự báo sẽ tiếp tục có những đối thủ mới nhảy vào cùng chia miếng bánh của thị trường bán lẻ dược phẩm đầy tiềm năng này. Không thể không nhắc đến những chuỗi lớn khác như Pharmacity, An Khang một khi tìm ra công thức thành công cũng sẽ mở rộng liên tục cạnh tranh mạnh mẽ hơn với Long Châu.

DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Dự phóng KQKD

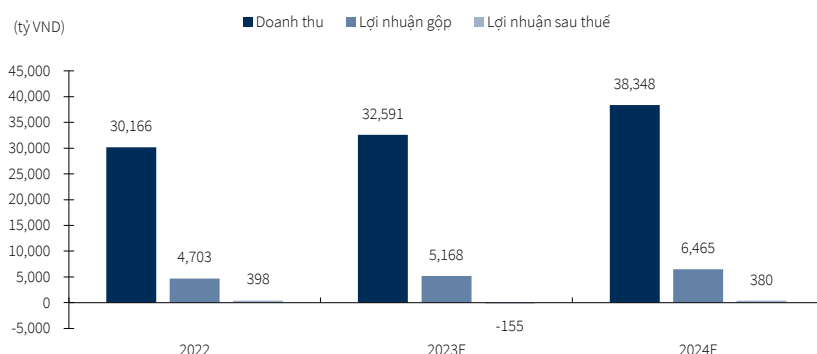
Chúng tôi cho rằng FRT đã đi qua đáy kết quả kinh doanh của mình. Chúng tôi dự báo cả năm 2023 doanh thu thuần đạt 32,591 tỷ (+8% yoy), biên lợi nhuận gộp cải thiện 30 bps đạt mức 15.9% cả năm. Dự kiến công ty ghi nhận lỗ 155 tỷ do ảnh hưởng từ cuộc chiến giá tác động xấu đến lợi nhuận của chuỗi FPT Shop, trong khi chuỗi Long Châu tiếp tục hoạt động hiệu quả bù đắp lại phần sụt giảm của chuỗi FPT Shop. Dự báo trong năm 2024, với kỳ vọng hồi phục từ ngành hàng ICT cùng với sự tăng trưởng mạnh mẽ của Long Châu, FRT sẽ lấy lại đà tăng trưởng ấn tượng.

Bảng 32. Dự phóng KQKD 2023

(Tỷ VND)	2022	2023F	% YoY	2024F	% YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	30,166	32,591	8.0%	38,348	17.7%	Tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ chuỗi Long Châu trong khi chuỗi FPT Shop tiếp tục gặp khó khăn trong môi trường kinh tế giảm sút.
<i>FPT Shop</i>	20,689	16,506	-20.2%	17,560	6.4%	Năm 2023 kinh tế giảm sút, các mặt hàng không thiết yếu như ngành hàng ICT bị ảnh hưởng nặng nề, chuỗi FPT sụt giảm mạnh doanh thu. Năm 2024, dự báo sức mua sẽ bắt đầu hồi phục với tốc độ chậm cùng với hưởng lợi từ các yếu tố ngoại cảnh, ngành hàng ICT dự báo sẽ hồi phục.
<i>Long Châu</i>	9,596	16,216	69.0%	20,942	29.1%	Chuỗi Long Châu liên tục mở rộng và thu hút được lượng khách hàng ổn định. Doanh thu tiếp đà tăng trưởng mạnh mẽ.
Lợi nhuận gộp	4,703	5,168	9.9%	6,465	25.1%	Năm 2023, biên lợi nhuận gộp của chuỗi FPT Shop bị ảnh hưởng nặng nề bởi cuộc chiến giá, tuy nhiên điểm tích cực là chuỗi Long Châu tăng trưởng tốt đã góp phần giữ lợi nhuận gộp tăng trưởng dương. Năm 2024 khi cuộc chiến giá hạ nhiệt, Long Châu tiếp tục tăng trưởng sẽ giúp FRT tiếp đà tăng trưởng.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	15.6%	15.9%	30bps	16.9%	100bps	
Thu nhập tài chính	174	70	-59.7%	118	68.6%	
Chi phí tài chính	(256)	(289)	12.6%	(280)	-2.9%	
SG&A	(4,147)	(5,052)	21.8%	(5,829)	15.4%	Do liên tục mở mới chuỗi Long Châu, chi phí lương nhân viên và chi phí mặt bằng liên tục tăng làm chi phí SG&A tăng mạnh tuy nhiên vẫn nằm trong tầm kiểm soát của công ty.
<i>SG&A/Doanh thu</i>	-14%	-16%	-200bps	-15%	100bps	
Lợi nhuận từ HĐKD	474	(102)	-122%	473	-564%	
Lợi nhuận trước thuế	486	(95)	N/A	476	N/A	
Lợi nhuận sau thuế	398	(155)	N/A	380	N/A	Cuộc chiến giá ảnh hưởng nặng nề đến lợi nhuận của FRT. Năm 2024, khi cuộc chiến giá hạ nhiệt, chuỗi Long Châu tiếp tục tăng trưởng sẽ giúp lợi nhuận của FRT quay lại đà tăng trưởng.

Nguồn: FRT, KBSV

Biểu đồ 33. Dự phóng KQKD của FRT 2022-2024F



Nguồn: FRT, KBSV

Khuyến nghị: NẮM GIỮ – Giá mục tiêu: 106,000 VND

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu FRT với 2 phương pháp là (1) chiết khấu dòng tiền và (2) phương pháp so sánh để đưa ra mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu FRT.

(1) Với phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do trong doanh nghiệp FCFF với các giả định nêu dưới đây. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cổ phiếu FRT đối với phương pháp này là 98,900 VND/cổ phiếu.

(2) Với phương pháp so sánh, chúng tôi sử dụng phương pháp P/S mục tiêu 0.4 lần, gần với mức P/S trung bình 2 năm, chúng tôi sử dụng mốc 2 năm vì đây là thời điểm FRT bắt đầu đẩy mạnh chuỗi Long Châu và chuỗi này bắt đầu đóng góp đáng kể vào doanh thu đưa FRT lên vùng định giá mới. Sales per share mục tiêu là 282,600 VND/cổ phiếu được dự phóng từ doanh thu toàn công ty năm 2024. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cổ phiếu FRT đối với phương pháp này là 113,000 VND/cổ phiếu.

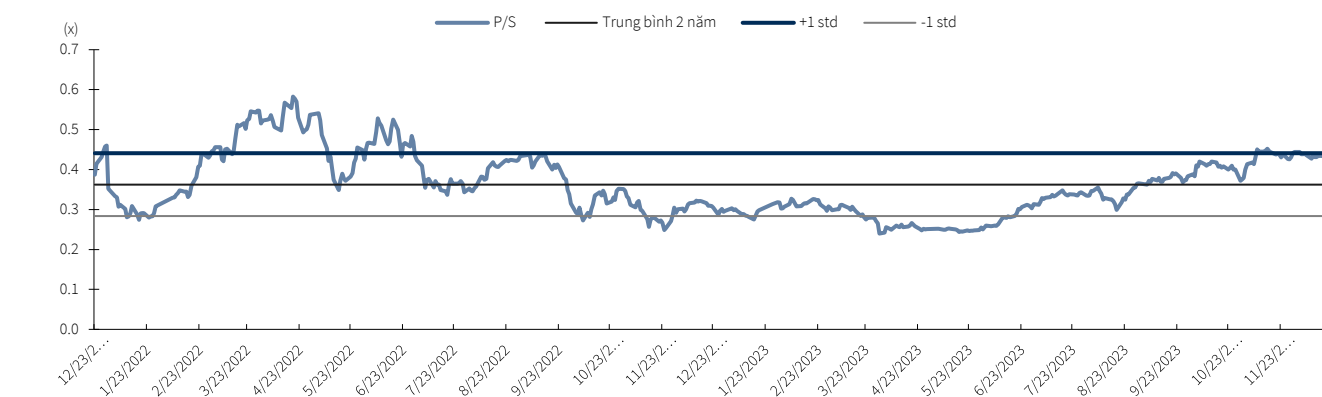
Với tỷ trọng sử dụng vào mô hình định giá đối với mỗi phương pháp là 50-50 chúng tôi đưa ra khuyến nghị NẮM GIỮ đối với cổ phiếu FRT, mức giá mục tiêu 1 năm là 106,000 VND/cp, cao hơn 3% giá đóng cửa ngày 22/12/2023.

Bảng 34. Dự báo FCFF và các giả định

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận sau thuế	380	738	1,043	1,347	1,505
Khấu hao	291	320	345	344	263
Lãi suất x (1-t)	218	233	218	185	163
Capex	-457	-304	-286	-201	-152
Thay đổi vốn lưu động	-410	-225	-39	31	838
FCFF	20	468	1,199	1,117	1,545
Chi phí VCSH	12.40%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng			13,473
Chi phí vốn vay	7.00%	Giá trị hiện tại FCFF			4,349
Lãi suất phi rủi ro	5.00%	Tiền và tương đương tiền			707
Beta	0.9	Đầu tư ngắn hạn			806
Tăng trưởng dài hạn	4%	Giá trị doanh nghiệp			19,335
Thời gian dự phóng	5 năm	Nợ vay			5,854
WACC	11.04%	Giá trị công ty			13,481
		SLCP			136,242,389
Giá mục tiêu					98,900

Nguồn: KBSV dự phóng

Biểu đồ 35. P/S của FRT giai đoạn 2021-2023



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 36. Tổng hợp định giá

Phương pháp	Kết quả định giá	Tỷ trọng
FCFF	98,900	50%
So sánh (P/S)	113,000	50%
Giá mục tiêu		106,000

Nguồn: KBSV dự phóng

PHỤ LỤC

FRT – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2021 – 2024F

Báo cáo Kết quả HKKD				
(Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần	22,495	30,166	32,591	38,348
Giá vốn hàng bán	-19,343	-25,463	-27,423	-31,883
Lãi gộp	3,152	4,703	5,168	6,465
Thu nhập tài chính	198	174	70	118
Chi phí tài chính	-146	-256	-289	-280
Trong đó: Chi phí lãi vay	-132	-232	-280	-272
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-2,071	-3,259	-4,074	-4,678
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-586	-887	-978	-1,150
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	546	474	-102	473
Thu nhập khác, ròng	8	12	7	2
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	554	486	-95	476
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-110	-88	-60	-95
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	444	398	-155	380
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	8	25	42
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	444	390	-180	339

Chỉ số hoạt động	2021	2022	2023F	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.0%	15.6%	15.9%	16.9%
Tỷ suất EBITDA	3.4%	2.8%	1.3%	2.7%
Tỷ suất EBIT	3.1%	2.4%	0.6%	1.9%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	2.4%	1.6%	-0.3%	1.2%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	2.5%	1.6%	-0.3%	1.2%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	2.0%	1.3%	-0.5%	1.0%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
(Tỷ VNĐ)	2021A	2022A	2023E	2024E
Lãi trước thuế	554	486	-95	476
Khấu hao TSCĐ	71	115	246	291
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-169	-148	0	0
Chi phí lãi vay	132	232	289	280
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	557	680	440	1,047
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	52	-94	-126	-167
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-3,123	-1,550	-646	-522
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	1,354	-27	703	289
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-41	-226	-51	-10
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế, khác	-206	-355	-349	-376
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ HĐ SXKD	-1,407	-1,572	-29	261
Tiền mua tài sản cố định	-2	-510	-810	-457
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-12,892	-6,940	-1,300	0
Tiền thu từ cho vay/từ phát hành công cụ nợ	11,185	9,162	1,412	201
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-121	0	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	144	159	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-1,686	1,870	-698	-255
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	10	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	14,977	13,422	15,216	17,711
Tiền trả các khoản đi vay	-11,423	-14,106	-14,725	-17,326
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	0	-39	-59	-136
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	3,564	-724	432	249
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	471	-425	-296	255
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	702	1,172	747	452
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,172	747	452	707

Nguồn: FRT, KBSV dự phóng

Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Tổng tài sản	10,857	10,524	11,503	12,421
Tài sản ngắn hạn	10,222	9,327	9,734	10,435
Tiền và tương đương tiền	1,105	746	452	707
Giá trị đầu tư ngắn hạn	1,821	1,119	1,007	806
Các khoản phải thu	1,985	538	654	770
Hàng tồn kho, ròng	4,930	6,484	7,130	7,652
Tài sản dài hạn	635	1,197	1,769	1,986
Phải thu dài hạn	137	170	180	231
Tài sản cố định	635	1,197	1,769	1,986
Tài sản dở dang dài hạn	0	2	0	0
Tổng nợ phải trả	9,107	8,474	9,668	10,341
Nợ ngắn hạn	9,107	8,474	9,668	10,341
Phải trả người bán	2,336	2,307	2,945	3,080
Người mua trả tiền trước	54	35	39	43
Vay ngắn hạn	6,047	5,363	5,854	6,239
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Phải trả dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
Vay dài hạn	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1,679	2,049	1,835	2,079
Vốn góp	790	1,185	1,362	1,362
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Lãi chưa phân phối	872	824	406	609
Vốn và quỹ khác	1	2	3	4
Lợi ích CDKKS	17	41	66	108

Chỉ số chính	2021A	2022A	2023E	2024E
(x, %, VNĐ)				
Chỉ số định giá				
P/E	30.9	34.5	(88.4)	36.1
P/E pha loãng	30.9	34.5	(88.4)	36.1
P/B	8.2	6.7	7.5	6.6
P/S	0.6	0.5	0.4	0.4
P/Tangible Book	65.2	52.9	60.3	53.1
P/Cash Flow	29.1	(32.3)	(46.4)	53.8
EV/EBITDA	23.9	21.8	42.0	17.4
EV/EBIT	26.4	25.3	98.0	24.2
Chỉ số khả năng sinh lời				
ROE	31%	21%	-8%	19%
ROA	5%	4%	-1%	3%
ROIC	6%	6%	-2%	5%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.0	0.1
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.6	0.3	0.3	0.3
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.1	1.1	1.0	1.0
Vốn vay dài hạn/VCSH	0.0	1.0	2.0	3.0
Vốn vay dài hạn/TTS	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn vay ngắn hạn/VCSH	3.6	2.6	3.2	3.0
Vốn vay ngắn hạn/TTS	0.6	0.5	0.5	0.5
Công nợ ngắn hạn/VCSH	1.8	1.5	2.1	2.0
Công nợ ngắn hạn/TTS	0.3	0.3	0.3	0.3
Tổng công nợ/VCSH	1.8	1.5	2.1	2.0
Tổng công nợ/TTS	0.3	0.3	0.3	0.3
Chỉ số hoạt động				
Vòng quay phải thu	12.9	23.9	54.6	53.8
Vòng quay HTK	5.7	4.5	4.0	4.3
Vòng quay phải trả	12.6	11.6	10.7	10.8

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khoí phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhhd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienss@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

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

Chi nhánh Hà Nội:

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

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

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

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

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

Chi nhánh Sài Gòn:

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

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

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.