

BÁN LẺ

TRE GIÀ, MĂNG MỘC



Nguyễn Thị Ngọc An – an.ntn@vdsc.com.vn
Nguyễn Bảo Hưng – hung.nb@vdsc.com.vn



Đánh giá chung



Tổng quan

Chúng tôi dự báo bức tranh tổng thể của ngành bán lẻ Việt Nam sẽ tăng trưởng hơn trong 2H2024 so với 1H2024 dựa trên sự phục hồi của nền kinh tế. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng mức độ tăng trưởng sẽ khác nhau giữa các phân ngành của ngành bán lẻ, bao gồm tạp hóa, ICT/CE, dược phẩm và bán lẻ chuyên biệt (trang sức). Thêm vào đó, chúng tôi cho rằng "chiến lược tối ưu hóa chi phí" sẽ được các nhà bán lẻ Việt Nam đề cập trong kế hoạch kinh doanh năm 2024 cũng sẽ là một điểm nổi bật của ngành. Theo quan điểm của chúng tôi, các yếu tố chính thúc đẩy hiệu suất của các nhà bán lẻ Việt Nam từ năm 2024 trở đi sẽ là các mảng kinh doanh mới (ví von như “Măng”, ví dụ: tạp hóa, dược phẩm, hoặc trang sức) trong khi mảng kinh doanh truyền thống (ví von như “Tre”, chẳng hạn ICT/CE) dự kiến sẽ phục hồi từng bước về mức bình thường. Theo đó, cùng với kế hoạch kinh doanh của các nhà bán lẻ niêm yết tại Việt Nam, chúng tôi cho rằng MWG (sở hữu chuỗi BHX) và FRT (sở hữu chuỗi Long Châu) sẽ chứng kiến mức tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ nhất trong ngành.

Chúng tôi nhận thấy thị giá của các cổ phiếu bán lẻ đang cải thiện kể từ tháng 11/2023 dựa trên kỳ vọng tăng trưởng doanh thu tích cực năm 2024. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng kỳ vọng tiêu cực về hiệu suất của các nhà bán lẻ đã được phản ánh vào diễn biến giá cổ phiếu trong 9T2023. Trong các cổ phiếu bán lẻ được phân tích bởi CTCK Rong Việt, MWG là cổ phiếu còn nhiều dư địa tăng trưởng về giá nhất. Do đó, chúng tôi tin rằng MWG là cổ phiếu bán lẻ tiềm năng nhất mà các nhà đầu tư có thể lựa chọn trong năm 2024.

Triển vọng tích cực cho bức tranh toàn ngành bán lẻ nhưng tăng trưởng phân hóa giữa các phân ngành

Chúng tôi tin rằng doanh thu của ngành bán lẻ năm 2024 sẽ ghi nhận sự tăng trưởng so với năm 2023, được hỗ trợ bởi (1) sự phục hồi kinh tế; và (2) mức nền cơ sở 2023 thấp. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng doanh thu 1H2024 sẽ ghi nhận sự phục hồi, sau đó tăng trưởng tốt hơn trong 2H2024. Ngoài ra, hiệu ứng của cả chính sách tiền tệ và tài khóa nới lỏng được triển khai trong suốt giai đoạn 2023-2024, sẽ hỗ trợ sức mua người tiêu dùng mạnh mẽ hơn trong 2H2024.

Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh số bán hàng sẽ phân hóa giữa các phân ngành trong ngành bán lẻ, tương quan với năng lực của từng phân ngành cũng như mức độ ưu tiên của người tiêu dùng. Chúng tôi xếp hạng 4 phân ngành theo thứ tự tăng trưởng doanh thu từ cao xuống thấp theo kỳ vọng như sau:

- **Bán lẻ tạp hóa:** Doanh thu dự kiến sẽ tăng trưởng dựa trên (1) chiến lược mở rộng thận trọng và (2) sự thay đổi thói quen mua sắm từ kênh truyền thống sang kênh hiện đại sẽ hỗ trợ tăng doanh thu trung bình tháng mỗi cửa hàng.
- **Bán lẻ ICT/CE:** Mặc dù trải qua đợt sụt giảm đột biến vào năm 2023, các nhà bán lẻ ICT/CE sẽ chỉ đạt mức tăng trưởng doanh số một chữ số vào năm 2024 do thị trường được kỳ vọng bão hòa trong trung hạn.

- **Bán lẻ được phẩm:** Bán lẻ được phẩm ghi nhận mức tăng trưởng một chữ số YoY với nhu cầu chăm sóc sức khỏe ổn định tại Việt Nam trong nhiều năm. Do đó, các nhà bán lẻ chỉ kỳ vọng sẽ đạt được mức tăng trưởng vượt bậc khi chiếm được thị phần lớn hơn từ cửa hàng bán lẻ được phẩm truyền thống. Trong số các nhà bán lẻ hàng đầu Việt Nam hiện nay, chúng tôi cho rằng Long Châu sẽ là ứng cử viên tiềm năng với chiến lược đã được chứng minh hiệu quả cả về mở rộng cửa hàng lẫn sản phẩm/giá cả, giúp chuỗi này thành công trong việc tăng tỷ lệ bao phủ thị trường.
- **Bán lẻ trang sức:** Nhu cầu trang sức được dự đoán sẽ tăng trở lại vào năm 2024, do (1) sở thích mua trang sức tăng lên, đặc biệt là từ giới trẻ; và (2) chi tiêu trang sức bình quân đầu người ngày càng tăng. Trên thực tế, tín hiệu phục hồi đã xuất hiện trong Q4 2023 với mức tăng trưởng doanh số bán lẻ của PNJ đạt +38,8% QoQ và +11,3% YoY.

Chiến lược tối ưu hóa chi phí để hỗ trợ mở rộng biên lợi nhuận hoạt động, tạo ra nhiều dòng tiền hơn cho lợi nhuận ròng

Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của các nhà bán lẻ sẽ được cải thiện, được thúc đẩy bởi (1) điều kiện kinh doanh tốt hơn trong 12 tháng tới; (2) chiến lược tối ưu hóa chi phí (giảm chi phí kho vận hay tối ưu hóa quản lý hàng tồn kho); và (3) các khoản chi phí bất thường thấp hơn năm ngoái. Dựa vào năng lực và chiến lược của 4 nhóm phân ngành, chúng tôi nhấn mạnh Bán lẻ tạp hóa và Bán lẻ ICT/CE là 2 phân ngành sẽ có sự cải thiện rõ rệt nhất về biên lợi nhuận.

- **Bán lẻ tạp hóa:** Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của các nhà bán lẻ tạp hóa sẽ cải thiện nhờ vào doanh số trung bình trên mỗi cửa hàng được cải thiện cùng với chiến lược tối ưu hóa chi phí như nâng cấp quản lý hàng tồn kho hoặc đàm phán với nhà cung cấp, cũng như không phát sinh chi phí bất thường.
- **Bán lẻ ICT/CE:** Biên lợi nhuận sẽ được hỗ trợ từ việc nới lỏng “cuộc chiến giá cả” do áp lực giảm hàng tồn kho ít hơn và chiến lược tối ưu hóa chi phí. Hầu hết các nhà bán lẻ ICT/CE đều tập trung vào việc tối ưu hóa chi phí hơn là mở rộng doanh thu vào năm 2024, được chứng minh bằng việc thực hiện nhiều chiến lược: (1) đóng hàng loạt các cửa hàng kém hiệu quả và không có kế hoạch mở rộng chuỗi cửa hàng, và (2) đa dạng sản phẩm với các sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn.

Định giá cổ phiếu bán lẻ đang được cải thiện kể từ tháng 11/2023 nhờ kỳ vọng tăng trưởng doanh thu tích cực năm 2024

- Ngành bán lẻ Việt Nam ghi nhận KQKD kém năm 2023 do lạm phát cao và tăng trưởng kinh tế chậm lại. Trên cơ sở doanh số bán hàng, bán lẻ được phẩm là ngành bán lẻ hoạt động tốt nhất, trong khi đó bán lẻ ICT/CE ghi nhận KQKD kém nhất. Về mặt lợi nhuận, mảng bán lẻ trang sức có mức tăng trưởng tích cực trong khi các nhà bán lẻ tạp hóa và được phẩm giảm lỗ (ngoại trừ Long Châu đạt mức tăng trưởng +202% YoY). Ngược lại, phân ngành bán lẻ ICT/CE cho thấy mức lợi nhuận giảm mạnh do kết quả của chiến lược “chiến tranh giá cả”, hiệu ứng giảm hàng tồn kho giá cao và nhu cầu thấp.
- Về định giá, các cổ phiếu bán lẻ thành công trong việc thuyết phục nhà đầu tư về khả năng tăng trưởng của mảng kinh doanh mới trong năm 2023, bao gồm FRT (chuỗi bán lẻ được phẩm Long Châu) và DGW (sản phẩm không phải ICT), đều ghi nhận diễn biến vượt trội so với VNIndex trong năm 2023. Chúng tôi nhận thấy định giá của các cổ phiếu bán lẻ đang được cải thiện kể từ tháng 11/2023 nhờ kỳ vọng tăng trưởng doanh số dương trong năm 2024.

Rủi ro đối với khuyến nghị

Rủi ro giảm giá

- Phục hồi chậm hơn kỳ vọng do kinh tế yếu và niềm tin tiêu dùng thấp.
- Các nhà bán lẻ có thể ghi nhận một số chi phí bất thường (liên quan đến việc đóng các cửa hàng không hiệu quả) cao hơn kỳ vọng.

Rủi ro tăng giá

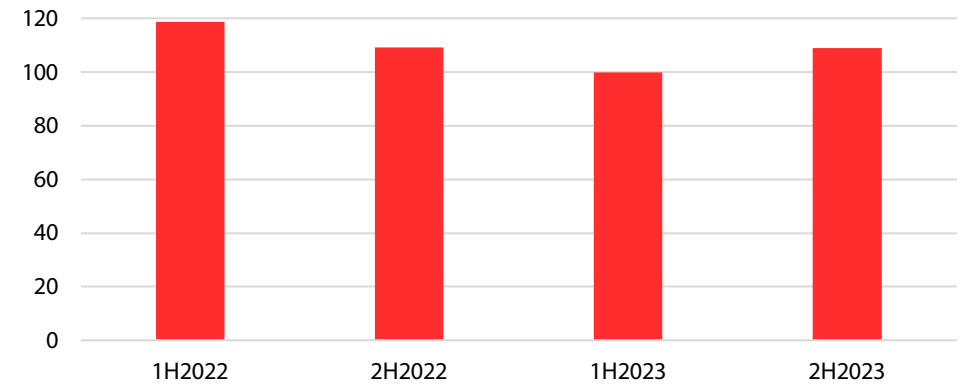
- Các thỏa thuận tài chính như thoái vốn hay IPO có thể tăng giá trị cho giá cổ phiếu.

TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC CHO TOÀN NGÀNH BÁN LẺ NHƯNG TĂNG TRƯỞNG PHÂN HÓA Ở MỖI PHÂN NGÀNH

NGÀNH BÁN LẺ

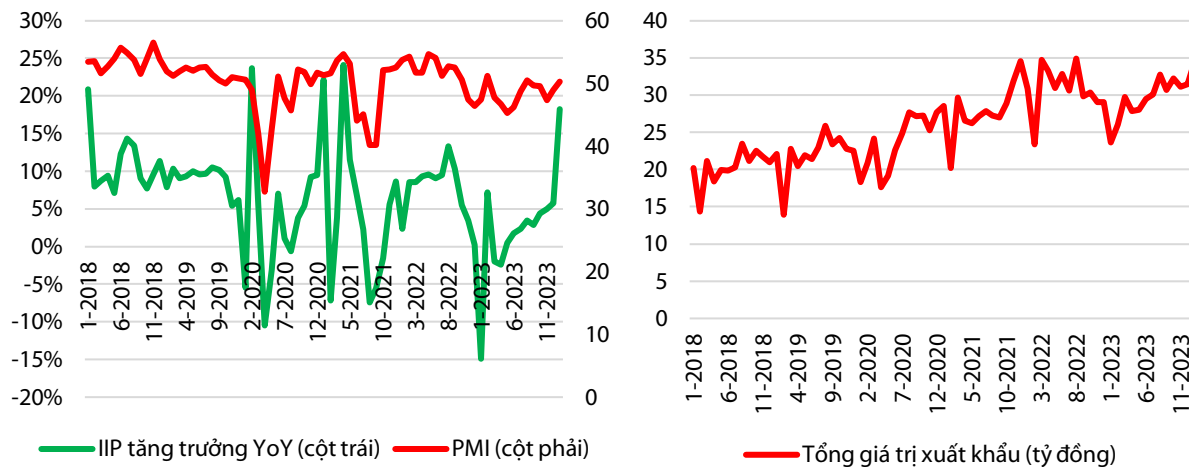
- Doanh số năm 2024 của ngành bán lẻ sẽ tích cực hơn so với kết quả ảm đạm của năm 2023, dựa trên sự phục hồi kinh tế. Chúng tôi dự báo cả niềm tin của người tiêu dùng và sức mua sẽ phục hồi vào năm 2024, đến từ (1) tác động của cả chính sách tài chính và tiền tệ mở rộng được thực hiện trong giai đoạn 2023-2024 và (2) lực đẩy từ sự phục hồi kinh tế toàn cầu (Hình 2 & 3).
- Chúng tôi cho rằng hiệu quả của các chính sách vĩ mô sẽ rõ ràng hơn trong 2H2024, khuyến khích người tiêu dùng sẵn sàng chi tiêu nhiều hơn so với 1H2024. Tuy nhiên, 1H2023 ghi nhận mức nền cơ sở doanh thu thấp của các nhà bán lẻ Việt Nam (Hình 1), do đó chúng tôi tin rằng doanh thu 1H2024 sẽ chứng kiến mức tăng trưởng doanh thu dương ở mức khiêm tốn. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng doanh thu 1H2024 có thể phục hồi, sau đó tăng trưởng trong nửa cuối năm 2024 (2H2024).

Hình 1: Tổng doanh thu các công ty bán lẻ Việt Nam được niêm yết (tỷ đồng)



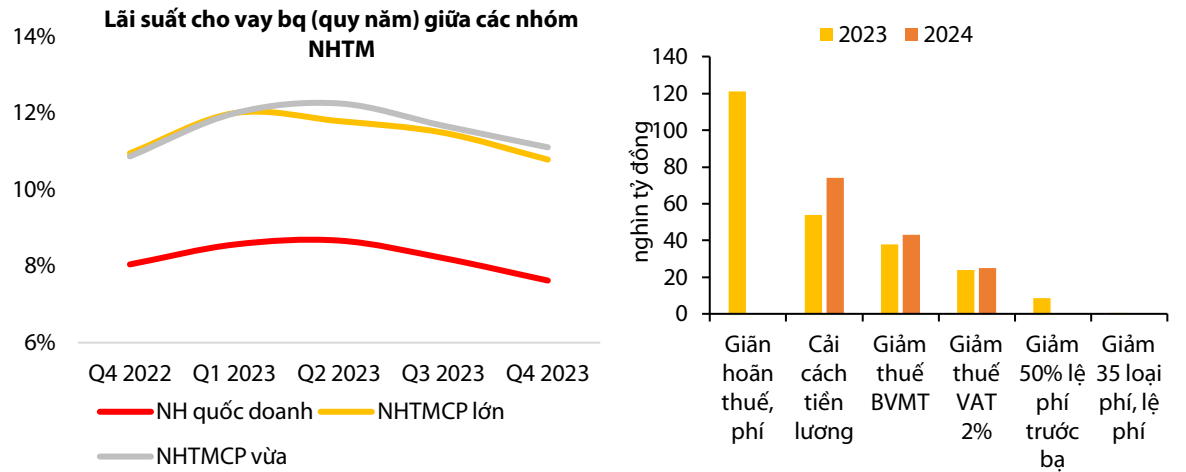
Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt.

Hình 2: Một vài dấu hiệu vĩ mô cho thấy sự hồi phục sức mua trong năm 2024



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt.

Hình 3: Lãi suất cho vay bình quân và chính sách hỗ trợ cho tiêu dùng



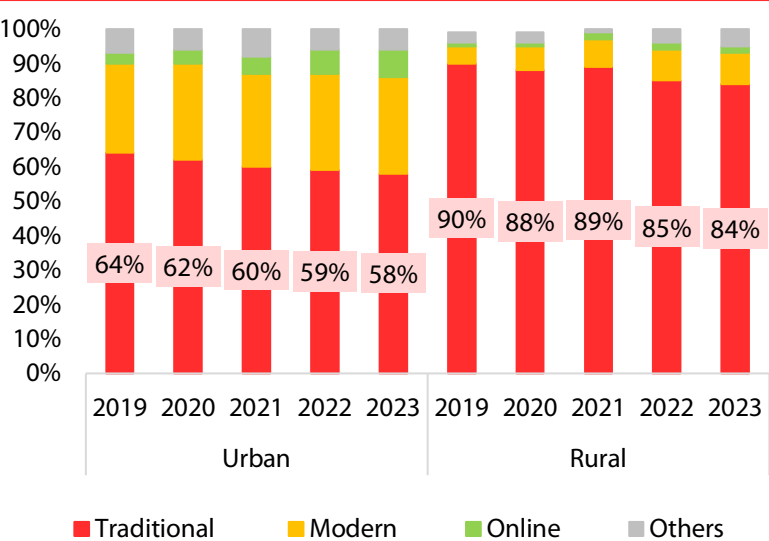
Nguồn: MoF, CTCK Rồng Việt. Lấy mẫu trên 12 ngân hàng (4 ngân hàng quốc doanh, 4 ngân hàng thương mại và 4 ngân hàng nước ngoài)

TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC CHO TOÀN NGÀNH BÁN LẺ NHƯNG TĂNG TRƯỞNG PHÂN HÓA Ở MỖI PHÂN NGÀNH

Bán lẻ tạp hóa: Doanh số bán hàng sẽ được thúc đẩy nhờ chiến lược mở rộng có lợi nhuận và sự chuyển đổi thói quen mua sắm từ kênh truyền thống sang kênh hiện đại

- Chúng tôi cho rằng thói quen mua sắm tạp hóa của người tiêu dùng Việt Nam đã được định hình lại trong giai đoạn 2019-2021 do đại dịch Covid-19. Người tiêu dùng dần thích nghi với việc mua hàng qua các kênh bán lẻ trực tuyến và hiện đại (Hình 4). Bên cạnh đó, các nhà bán lẻ tạp hóa hiện đại đang cơ cấu lại mô hình vận hành cửa hàng để nắm bắt xu hướng này trong giai đoạn 2021-2023. Chúng tôi tin rằng các nhà bán lẻ tạp hóa đã tìm ra mô hình hoạt động hiệu quả cho chuỗi bán lẻ của mình trong năm 2023, kế tiếp sẽ bước vào giai đoạn mở rộng và có lãi kể từ năm 2024.
- WCM, BHX, Sài Gòn Co.op, Kingfood mart, Emart dự kiến mở cửa hàng mới trong năm 2024, hầu hết nằm ở nội thành TP. HCM (Bảng 1). Dựa trên số lượng cửa hàng mới khiếm tốn trong kế hoạch, chúng tôi tin rằng các nhà bán lẻ này sẽ mở rộng phạm vi phủ sóng một cách thận trọng để đảm bảo cân bằng giữa tăng trưởng doanh số bán hàng và lợi nhuận ở một mức độ nhất định.
- Dựa trên xu hướng đô thị hóa ngày càng tăng theo kịp các hoạt động kinh tế đang phát triển (Hình 5), chúng tôi dự báo lượng khách của các cửa hàng bán lẻ tạp hóa hiện đại sẽ cao hơn trong 12 tháng tới, dẫn đến doanh thu trung bình tháng trên mỗi cửa hàng sẽ tăng so với cùng kỳ năm 2024.

Hình 4: Đóng góp của bán lẻ hiện đại và trực tuyến đang tăng (% thị phần)



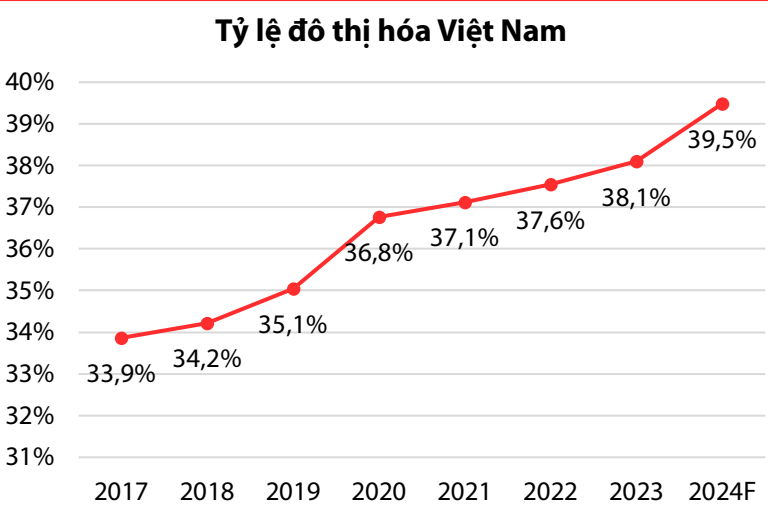
Nguồn: KantarWorld panel, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Kế hoạch mở rộng cửa hàng mới của WCM, BHX, Saigon Co.op, Kingfood mart, và Emart trong năm 2024 (cửa hàng)

	WCM (base case)	BHX	Saigon Co.op	Kingfood mart	Emart
Tổng số cửa hàng năm 2023	3633	1698	800	35	3
Số cửa hàng mới	400	100	100	35	3

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 5: Tỷ lệ đô thị hóa Việt Nam tiếp tục tăng (%)

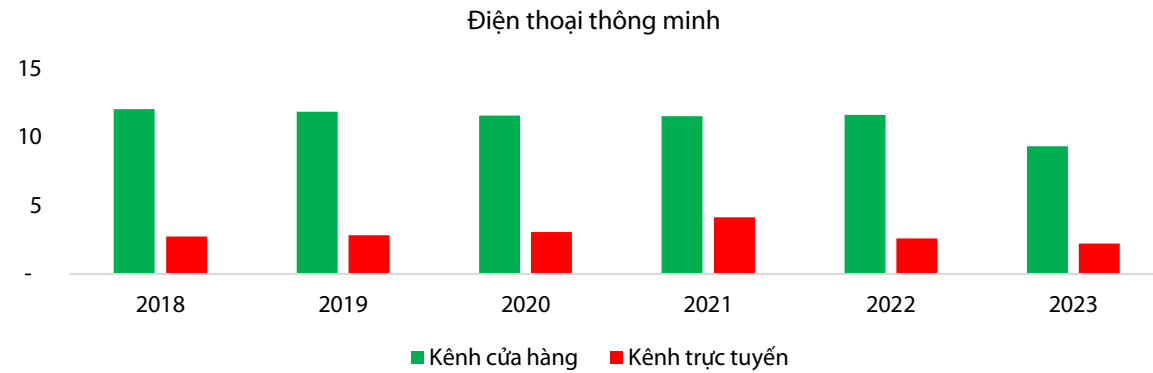


Nguồn: Worldbank, TCTK, số năm 2024 được dự phóng bởi Danso.org, CTCK Rồng Việt

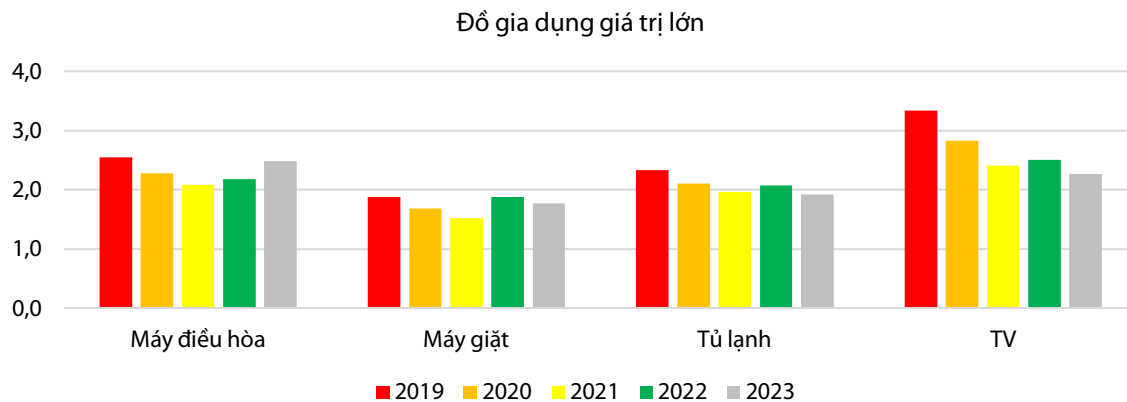
Bán lẻ ICT/CE: tăng trưởng doanh số một chữ số trong năm 2024 do thị trường bão hòa trong trung hạn, hỗ trợ chủ yếu bởi xu hướng cao cấp hóa

- Trong năm 2024, mức tiêu thụ các sản phẩm ICT/CE của Việt Nam sẽ tăng trở lại so với cùng kỳ năm trước sau khi trải qua đợt sụt giảm mạnh vào năm 2023. Mặc dù được hưởng lợi từ mức nền cơ sở thấp vào năm 2023, chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh số bán hàng sẽ ở mức một con số do thị trường bão hòa.

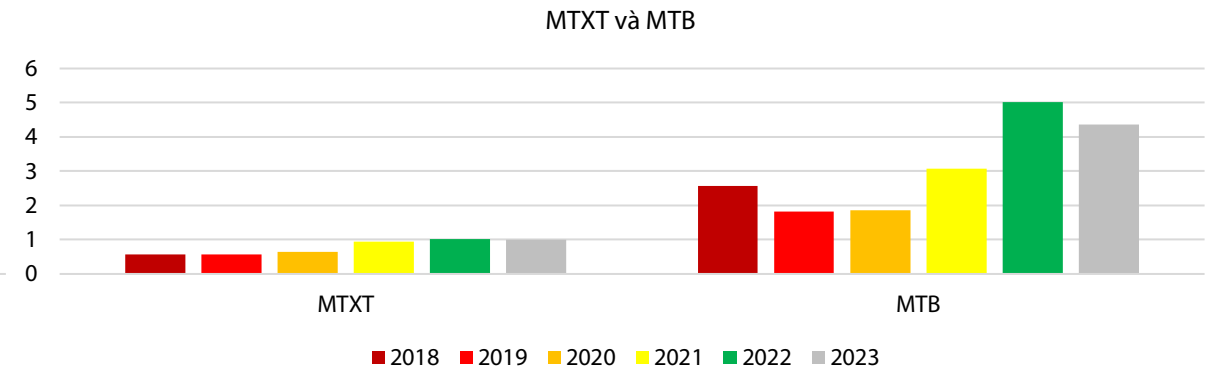
Hình 6: Do điều kiện kinh tế vĩ mô khó khăn, người tiêu dùng Việt Nam giới hạn chi tiêu không thiết yếu trong năm 2023 (triệu chiếc)



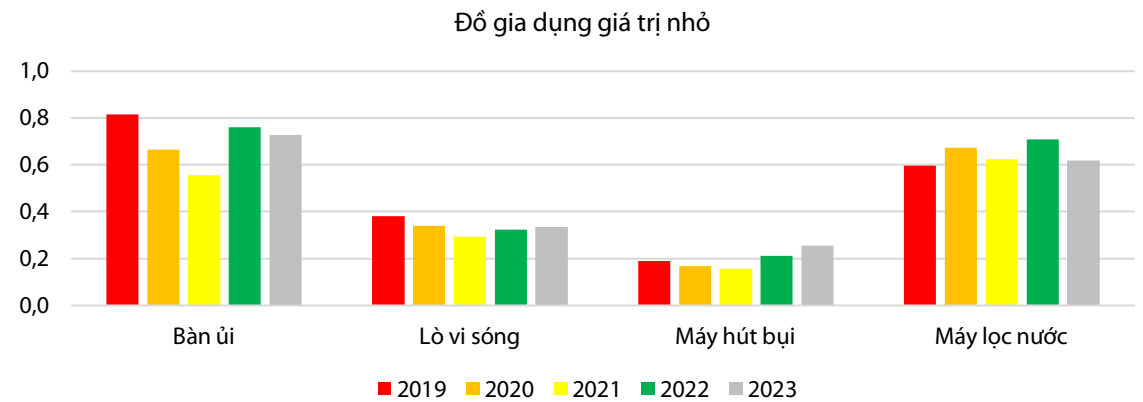
Nguồn: GFK, CTCK Rồng Việt



Nguồn: GFK, CTCK Rồng Việt



Nguồn: GFK, CTCK Rồng Việt



Nguồn: GFK, CTCK Rồng Việt

Thị trường ICT/CE chứng kiến tín hiệu bão hòa trong trung hạn

• Số lượng cửa hàng (Hình 7)

- Trong những năm gần đây, hầu hết các nhà bán lẻ đã giảm tốc trong việc mở rộng cửa hàng của mình và thậm chí còn đóng cửa các cửa hàng hiện có. Đồng thời, các chuỗi này cũng đa dạng hóa sang các lĩnh vực khác để giảm sự phụ thuộc vào các sản phẩm truyền thống. Ví dụ, MWG đã tham gia vào lĩnh vực FMCG và dược phẩm, FRT đã mở rộng sang dược phẩm và DGW đã đa dạng hóa sang lĩnh vực FMCG và thiết bị y tế.

• Tốc độ tăng trưởng sản lượng bán (Hình 6)

- Trong 5 năm qua, số liệu bán hàng gần như không thay đổi, ngoại trừ doanh số bán Máy tính xách tay và Máy tính bảng, có mức tăng đáng chú ý do xu hướng làm việc tại nhà do đại dịch Covid-19 thúc đẩy.

• Việc chuyển đổi công nghệ chưa hiệu quả

- Về việc áp dụng 4G/5G, công nghệ mạng 5G hiện đang trong giai đoạn "thử nghiệm" trên 59 tỉnh thành và dường như chưa sẵn sàng ra mắt thị trường trong thời gian tới. Ngoài ra, xét đến nhu cầu truy cập internet di động hiện nay, mạng 4G đã đủ để đáp ứng phần lớn nhu cầu của người dùng tại Việt Nam.
- Doanh số bán ra thị trường điện thoại 2G đã giảm dần qua từng năm do sự chuyển đổi từ điện thoại phổ thông sang điện thoại thông minh đã diễn ra trong những năm gần đây. Do đó, mặc dù Việt Nam có kế hoạch tắt hoàn toàn sóng 2G bắt đầu từ T9/2024, tiềm năng tăng trưởng doanh số bán ra của ĐTTM sẽ không được hưởng lợi nhiều từ sự kiện này. (Hình 9)
- Việc áp dụng Trí tuệ nhân tạo (AI) trong các sản phẩm CNTT dự kiến sẽ thúc đẩy chu kỳ thay thế. Tuy nhiên, do công nghệ AI vẫn còn ở giai đoạn đầu và các sản phẩm ứng dụng đều có mức giá cao nên chúng tôi sẽ theo dõi triển vọng của AI ở các nước phát triển trước khi đánh giá tiềm năng của nó tại Việt Nam.

• Tỷ lệ thâm nhập (Hình 8)

Điện thoại di động

- Tỷ lệ thâm nhập điện thoại thông minh đã đạt 96,9% (xem Hình 8), cao hơn các nước Đông Nam Á.

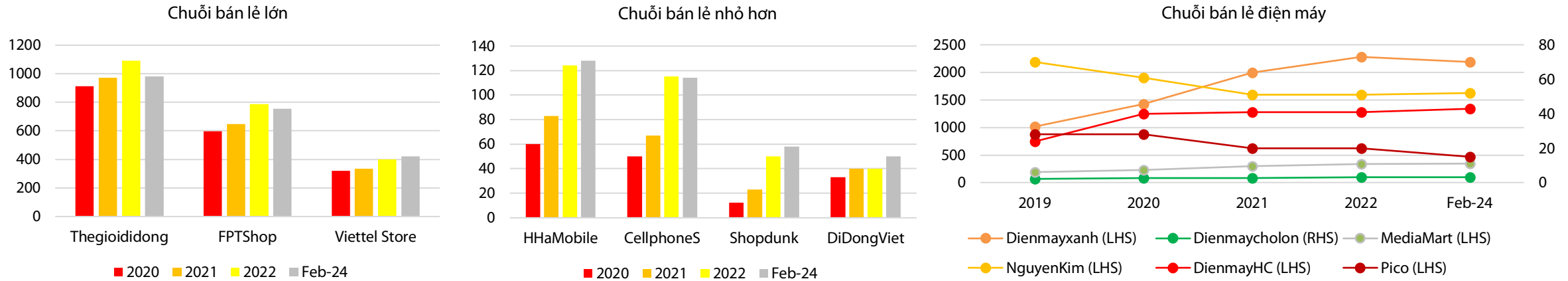
Máy tính xách tay & PC

- Tỷ lệ thâm nhập thị trường laptop tăng nhanh sau đợt bùng nổ doanh số Covid-19, phản ánh xu hướng làm việc tại nhà, đạt 68,5% vào năm 2022 (theo Statista).
- Đáng chú ý, nhu cầu máy tính xách tay chủ yếu được thúc đẩy bởi các khu vực thành thị, nơi có sự hiện diện đáng kể của nhân viên văn phòng và sinh viên đại học. Tuy nhiên, do hơn 60% dân số sống ở khu vực nông thôn, tỷ lệ thâm nhập 68,5% hiện tại cho thấy tiềm năng tăng trưởng cao của MTXT & MTB trong những năm tới sẽ khó tang cao tương tự như các quốc gia trong khu vực Thái Lan, Indonesia và Philippines.

Điện tử dân dụng

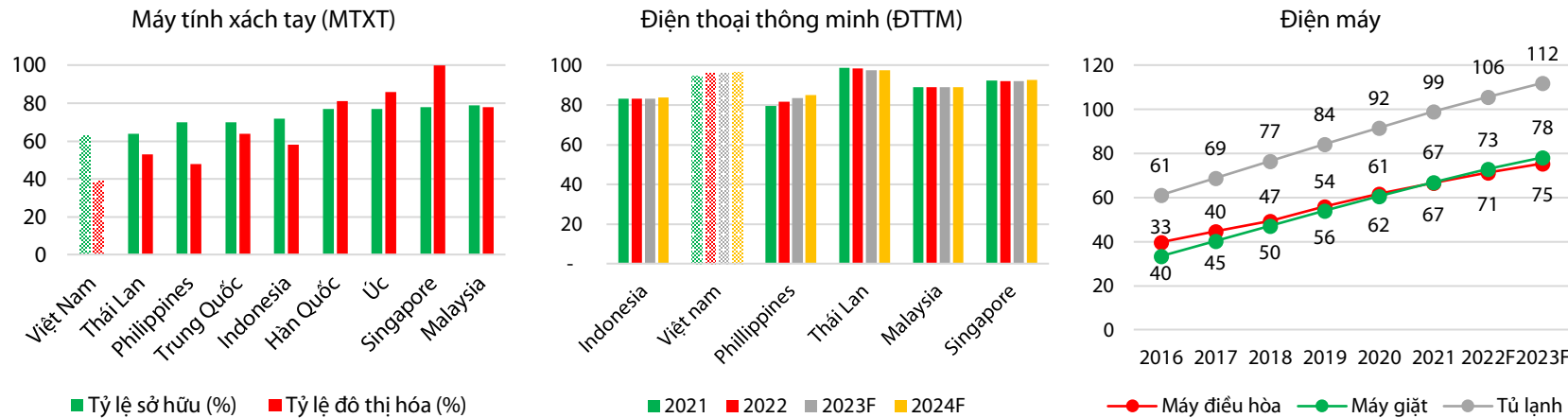
- Khu vực thành thị: Tỷ lệ thâm nhập cao đạt trên 70% (Hình 8).
- Khu vực nông thôn: Thu nhập trung bình hàng tháng của cư dân nông thôn thấp hơn đáng kể so với thu nhập của cư dân thành thị, khiến người dân gặp khó khăn trong việc mua thường xuyên các sản phẩm có giá trị cao như đồ gia dụng. Ngoài ra, cơ sở hạ tầng giao thông nông thôn chưa đầy đủ ở Việt Nam gây trở ngại cho các nhà bán lẻ và nhà phân phối, cản trở việc vận chuyển hàng hóa hiệu quả từ trung tâm kho đến cửa hàng hoặc trực tiếp đến nhà khách hàng.

Hình 7: Số lượng cửa hàng của các công ty bán lẻ điện thoại di động và điện máy (cửa hàng)



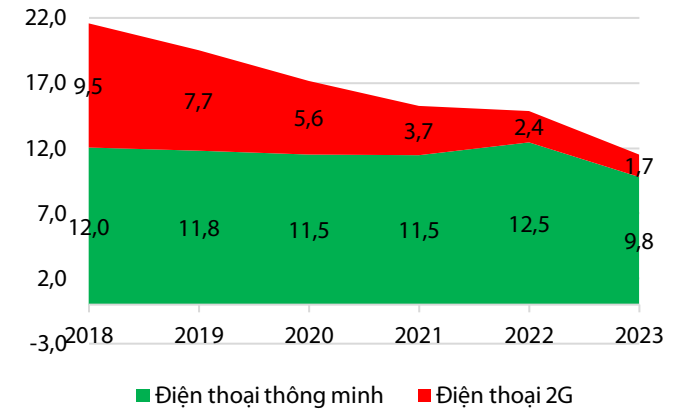
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 8: Tỷ lệ thâm nhập của thị trường điện thoại di động và điện máy Việt Nam (%)



Nguồn: Statista, Worldbank, Insider Intelligence, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Doanh thu điện thoại VN theo loại (triệu chiếc)

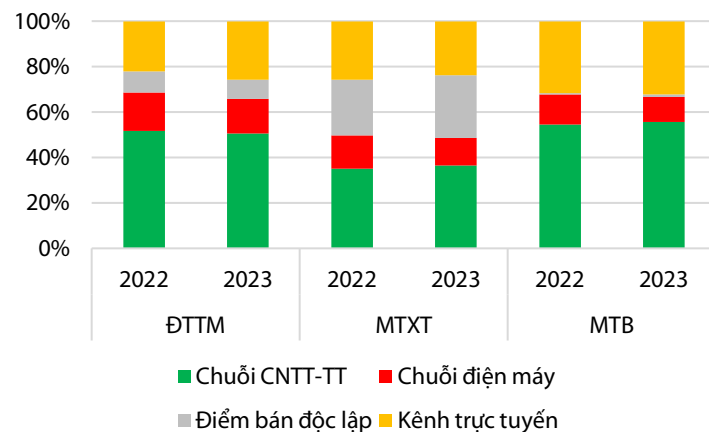


Nguồn: GFK, CTCK Rồng Việt

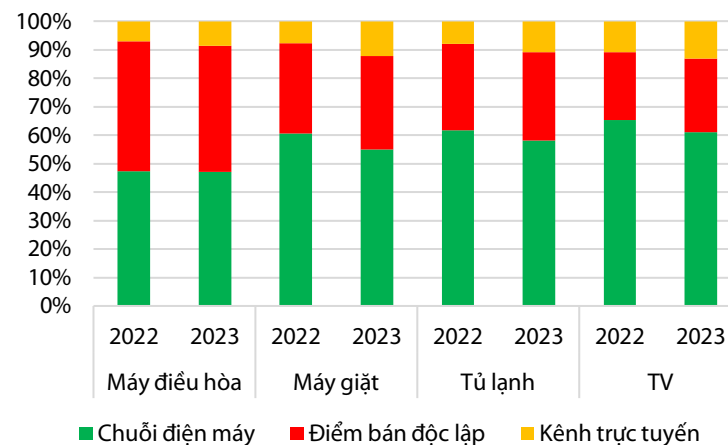
Cạnh tranh trên thị trường ICT/CE đang ngày càng gay gắt khi tiến gần đến bão hòa

- Trong 5 năm qua, một số nhà bán lẻ mới đã xuất hiện trên thị trường CNTT như CellphoneS, Shopdunk, HHaMobile và Didongviet. Các nhà bán lẻ này đã áp dụng các chiến lược tiếp thị và giá cả linh hoạt hơn nhằm đến người tiêu dùng thế hệ mới, độ tuổi từ 18 đến 40. Ngoài ra, xu hướng tiêu dùng thông qua các kênh trực tuyến như Lazada, Shopee và TiktokShop, cũng như các “flagship store” của các thương hiệu như Apple, Samsung và Xiaomi, đang lan rộng nhanh chóng.
- Với thị phần đã ở mức cao của nhà bán lẻ hiện đại trong các sản phẩm ICT/CE (~70% cho điện thoại thông minh, ~70% cho máy tính bảng, ~50% cho máy tính xách tay và ~65% cho thiết bị gia dụng), chúng tôi dự đoán doanh số bán ra các sản phẩm ICT/CE ở mức thấp của các nhà bán lẻ ICT/CE hàng đầu (như TGDĐ, DMX, FPT Shop, Viettel Store) trong trung hạn ở mức 1 chữ số (Hình 11).

Hình 11: Các công ty bán lẻ điện thoại di động và điện máy sẽ không chiếm được thêm thị phần từ các điểm bán hàng độc lập trong trung hạn, ngoài ra còn bị cản trở bởi sự phát triển của kênh online

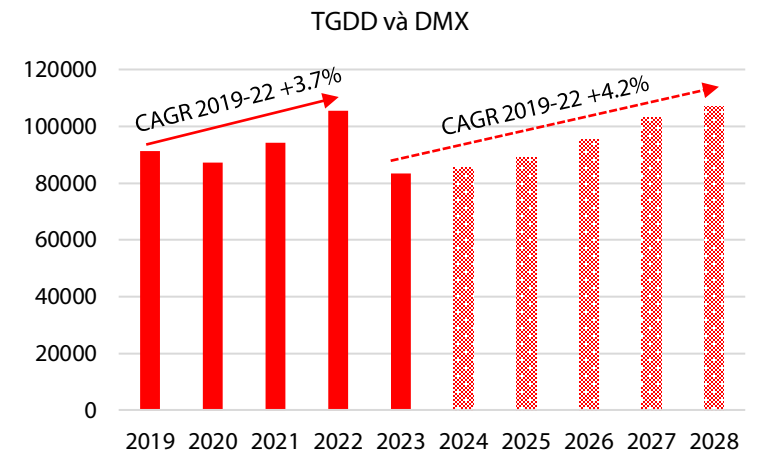
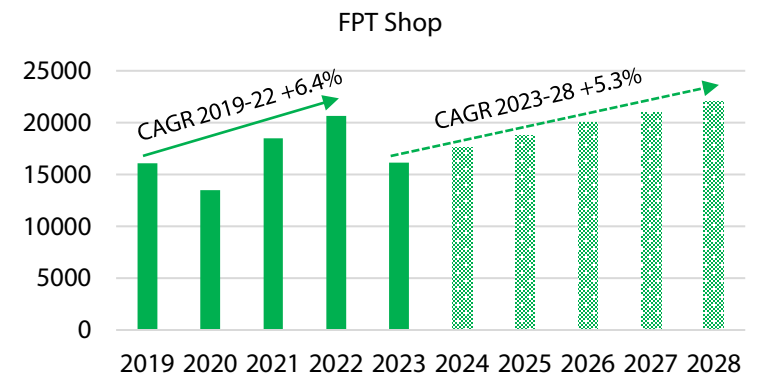


Nguồn: GFK, CTCK Rồng Việt



Nguồn: GFK, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Doanh thu dự phóng của một số công ty bán lẻ điện thoại di động và điện máy trong 5 năm tới (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

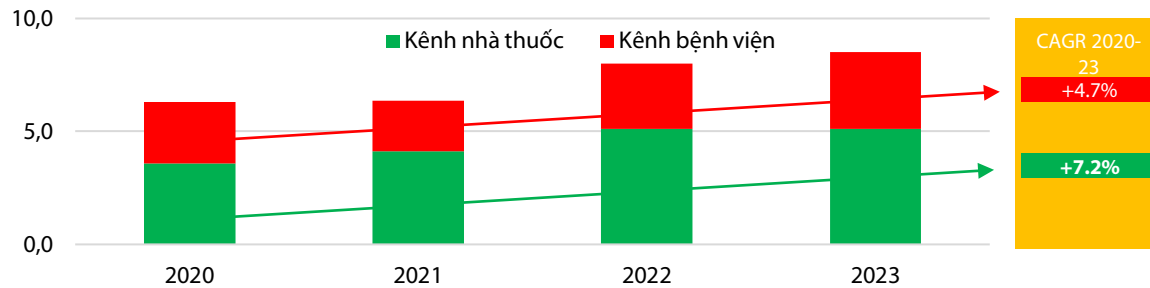
TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC CHO TOÀN NGÀNH BÁN LẺ NHƯNG TĂNG TRƯỞNG PHÂN HÓA Ở MỖI PHÂN NGÀNH

|NGÀNH BÁN LẺ

Bán lẻ dược phẩm: Cơ hội cho các nhà bán lẻ dược phẩm có thương hiệu hiện đại sở hữu hệ thống bán lẻ lớn

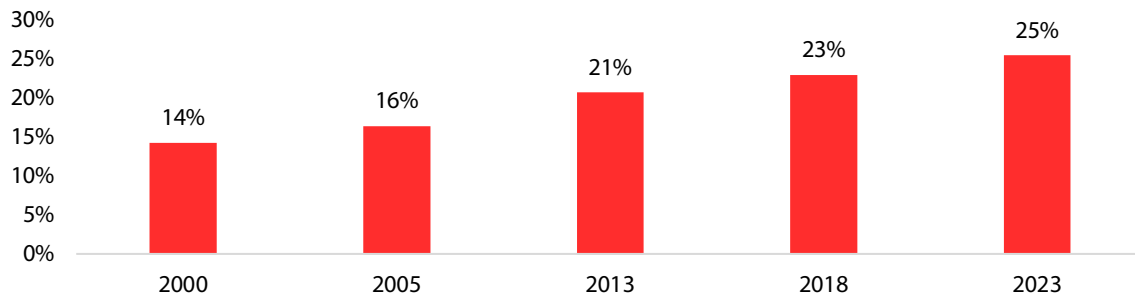
- Chúng tôi kỳ vọng doanh số dược phẩm tại Việt Nam sẽ đạt mức tăng trưởng ổn định ở mức một con số (Hình 12), được hỗ trợ bởi đặc tính ít biến động trước những thách thức kinh tế vĩ mô, cơ cấu dân số già hóa của Việt Nam (Hình 14), tỷ lệ mắc các bệnh truyền nhiễm ngày càng tăng và những cải thiện ở cả hai khía cạnh thu nhập và chi tiêu dược phẩm bình quân đầu người (Hình 13, 15).
- Tuy nhiên, chúng tôi dự báo vẫn còn dư địa tăng trưởng mạnh mẽ cho các nhà bán lẻ dược phẩm có thương hiệu hiện đại sở hữu hệ thống bán lẻ lớn trong bối cảnh ngành còn phân mảnh. Cụ thể, các nhà bán lẻ hiện đại sẽ có được sự tăng trưởng vượt bậc khi chiếm được thị phần lớn hơn từ các cửa hàng bán lẻ dược phẩm truyền thống.

Hình 12: Doanh thu mảng dược phẩm ít biến động trước các thách thức từ kinh tế (triệu đô)



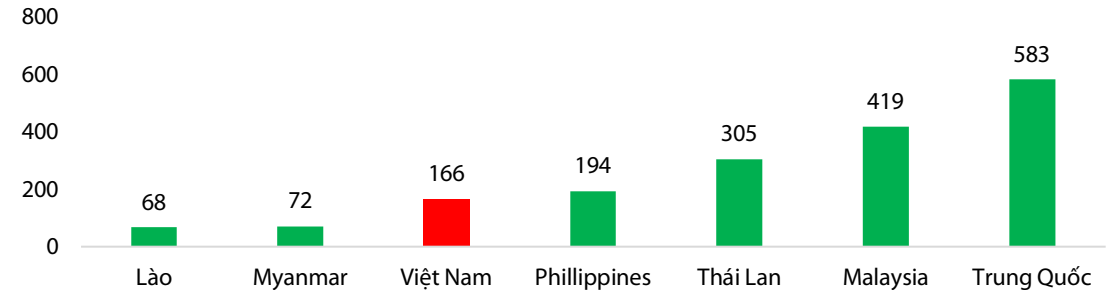
Nguồn: IQVIA, CTCK Rông Việt

Hình 14: Dân số độ tuổi 50-100+ tại Việt Nam (%)



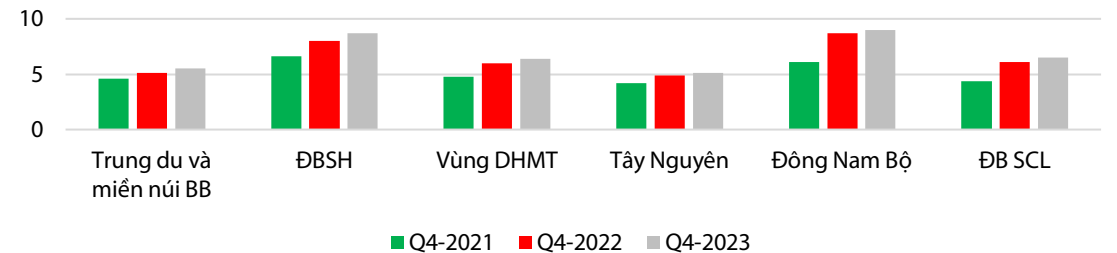
Nguồn: PopulationPyramid.net, CTCK Rông Việt

Hình 13: Chi tiêu dược phẩm bình quân đầu người Việt Nam thấp hơn các nước Châu Á khác (USD)



Nguồn: Worldbank, CTCK Rông Việt

Hình 15: Thu nhập bình quân đầu người VN theo vùng (triệu đồng)

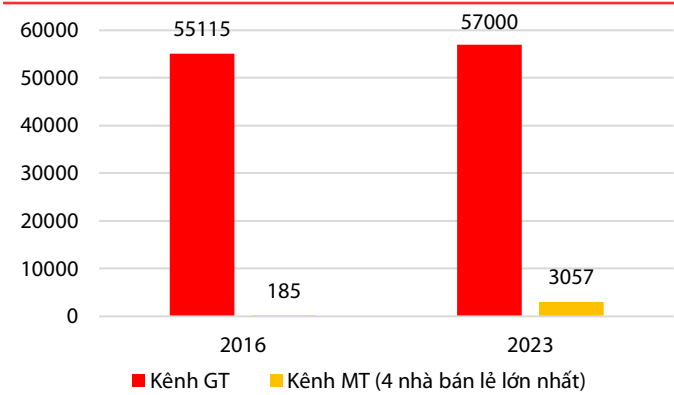


Nguồn: TCTK, CTCK Rông Việt

Người tiêu dùng Việt dần thay đổi thói quen mua hàng từ kênh GT sang kênh MT khi mua thuốc.

- Xem xét lợi thế cạnh tranh của chuỗi hiện đại so với cửa hàng thuốc truyền thống (Bảng 2) và tính chất phân mảnh của thị trường dược phẩm Việt Nam (Hình 16), chúng tôi dự báo kênh MT sẽ nhanh chóng chiếm ưu thế trong quyết định mua sắm của khách hàng trong thời gian ba năm tới.

Hình 16: Số lượng cửa hàng dược phẩm (cửa hàng)



Nguồn: IQVIA, MWG, CTCK Rông Việt

Bảng 2: So sánh chuỗi bán lẻ hiện đại và mô hình cửa hàng dược phẩm truyền thống

Yếu tố	Chuỗi bán lẻ hiện đại	Cửa hàng dược phẩm bệnh viện	Cửa hàng gia đình
Giá cố định	Giá cố định rẻ hơn so với thị trường chung bởi chiến lược kinh doanh và lợi thế quy mô sẵn có	Thường xuyên tuân thủ các chính sách giá do chính quyền địa phương quy định, dẫn đến giá thấp hơn so với giá ở các hiệu thuốc nhỏ.	Có quyền tự chủ trong việc thiết lập chính sách giá của mình, thường ưu tiên tối đa hóa lợi nhuận. Do đó, giá tại các hiệu thuốc này có thể cao hơn giá tại các hiệu thuốc bệnh viện.
Nguồn gốc và chất lượng	Tất cả các loại thuốc đều có nguồn gốc minh bạch và đảm bảo chất lượng đáng tin cậy.		Không đảm bảo cho người dùng.
Doanh thu/cửa hàng theo tháng	~ 0,5-1 tỷ đồng		~ 0,2-0,4 tỷ đồng
Bảo hiểm sức khỏe	Với việc xuất trình hóa đơn đã được xác minh, chi phí thuốc theo toa có thể được hoàn trả thông qua bảo hiểm y tế tư nhân.	Chi phí thuốc theo toa có thể được hoàn trả theo cả chương trình bảo hiểm y tế xã hội và tư nhân	Do thiếu hệ thống hóa đơn điện tử, chi phí toa thuốc không thể được hoàn trả theo bảo hiểm y tế tư nhân.
Mã SKU dược phẩm	~2.000-4.000 SKU thuốc ở cả ETC & OTC. Cơ cấu sản phẩm thuốc khác nhau giữa các nhà bán lẻ (chủ yếu là 40-70% SKU thuốc). Ngoài ra, các chuỗi còn cung cấp thêm các loại sản phẩm: thực phẩm chức năng, chăm sóc cá nhân, vắc xin.	Tập trung vào sản phẩm ETC với 80% tổng số SKU.	1.000 – 2.000 SKU thuốc chỉ có trên thị trường OTC (hầu như có các loại thuốc cơ bản chiếm 70-80%)
Hàng tồn kho	Tồn kho mỗi cửa hàng cao hơn mô hình truyền thống do chiến lược: luôn bổ sung đủ thuốc 24/24.		
Nền tảng trực tuyến	Cho phép người mua đặt hàng và luôn có dịch vụ giao hàng tận nơi. Tất cả các dịch vụ này đều miễn phí hoặc thu một khoản phí nhỏ.	Không có sẵn	Không có sẵn
Chất lượng dịch vụ tư vấn	Thời gian đào tạo để có một nhân viên bán lẻ chính thức mới là 6-10 tháng với đầy đủ kiến thức như một dược sĩ chuyên môn. Tất cả nhân viên đều tốt nghiệp đại học/cao đẳng dược.	Các bác sĩ và nhân viên y tế chuyên nghiệp sẵn sàng hướng dẫn chi tiết về việc sử dụng các sản phẩm y tế.	Đa số người đại diện được cấp phép của nhà thuốc chỉ mang danh nghĩa, hầu hết hoạt động bán/tư vấn đều do nhân viên bán lẻ có ít chuyên môn đảm nhiệm.
Thời gian chờ	Duy trì 4-6 dược sĩ/cửa hàng trong giờ mở cửa (7 giờ sáng - 10 giờ tối), kết hợp áp dụng công nghệ tìm kiếm loại thuốc hoặc hệ thống thanh toán, giúp tiết kiệm thời gian chờ đợi cho người mua.	Thường có 1-2 quầy dược sĩ, hoạt động không liên tục trong ngày. Cửa hàng cũng có xu hướng thanh toán bằng tiền mặt hoặc tìm kiếm các loại thuốc cần thiết theo cách thủ công.	

Nguồn: CTCK Rông Việt

Long Châu đang trên đà trở thành người chiến thắng dài hạn trong các chuỗi bán lẻ dược phẩm hiện đại tại Việt Nam

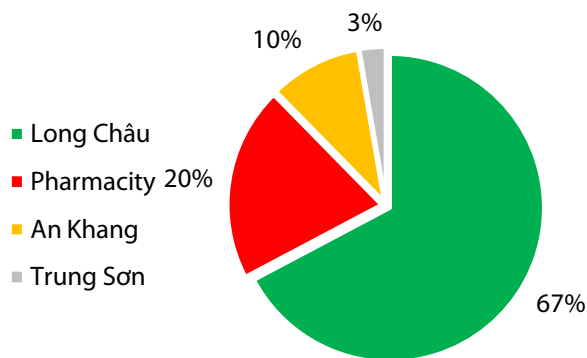
- Long Châu có số lượng cửa hàng cao nhất, độ phủ rộng khắp các tỉnh thành cả nước nhưng vẫn duy trì được hiệu quả hoạt động: (1) dẫn đầu doanh số mỗi cửa hàng, (2) Long Châu là chuỗi dược phẩm có lãi duy nhất hiện nay.
- Chúng tôi dự đoán Long Châu sẽ duy trì thị phần lớn nhất trong 05 năm tới nhưng dư địa để tăng thị phần ở kênh MT còn hạn chế do thị phần của kênh này chiếm hơn 50% (Hình 17).

Bảng 3: Thị phần của top 4 chuỗi dược phẩm hiện đại

	Long Châu	Pharmacy	An Khang	Trung Sơn
Mã SKU dược phẩm	4.103	2.038	1.932	127
Quy mô cửa hàng	60-70 m2	25-120 m2	30-40 m2	40-60 m2
Địa điểm	Khu dân cư và gần bệnh viện	Khu dân cư và trạm đổ xăng	Khu dân cư	Khu dân cư và gần bệnh viện
Doanh thu/CH/tháng (tỷ đồng)	1,03	0,45	0,35	0,8
Biên gộp	22,5%	~30-32%	~19-20%	n.a
Biên ròng	0,9%	Âm	Âm	n.a

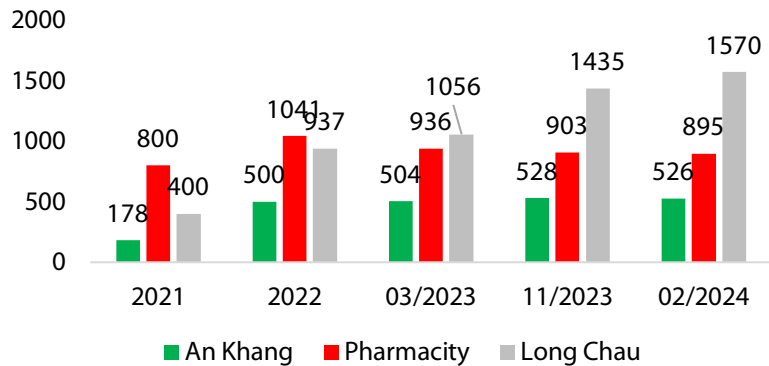
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 17: Thị phần của top 4 chuỗi dược phẩm hiện đại



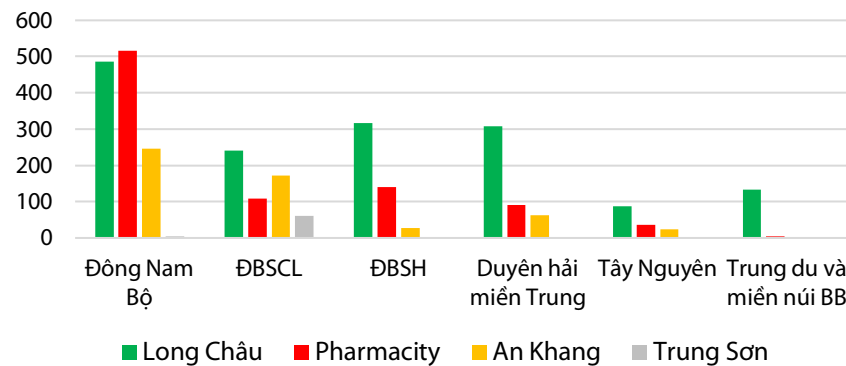
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 18: Long Châu liên tục tăng số cửa hàng trong khi các chuỗi khác đang chững lại



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 19: Số cửa hàng Long Châu dẫn đầu ở hầu hết các khu vực tỉnh thành Việt Nam



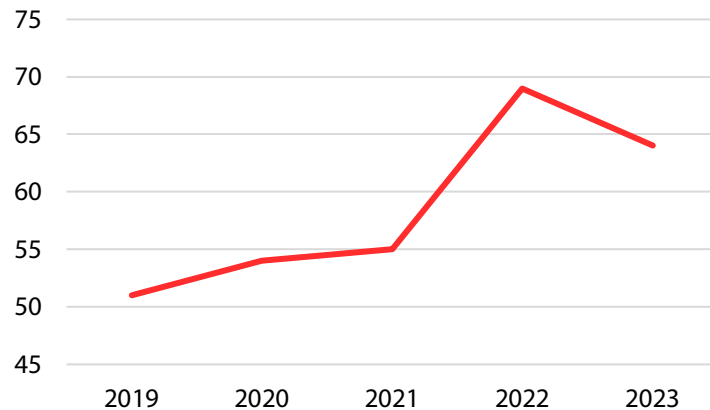
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bán lẻ trang sức: Doanh số bán lẻ trang sức được dự đoán sẽ phục hồi kể từ năm 2024 sau khi trải qua sự sụt giảm vào năm 2023

Nhờ sức mua tốt hơn, chúng tôi cho rằng nhu cầu trang sức tại Việt Nam sẽ được cải thiện nhờ sở thích mua trang sức của người Việt ngày càng tăng; và tăng chi tiêu trang sức bình quân đầu người.

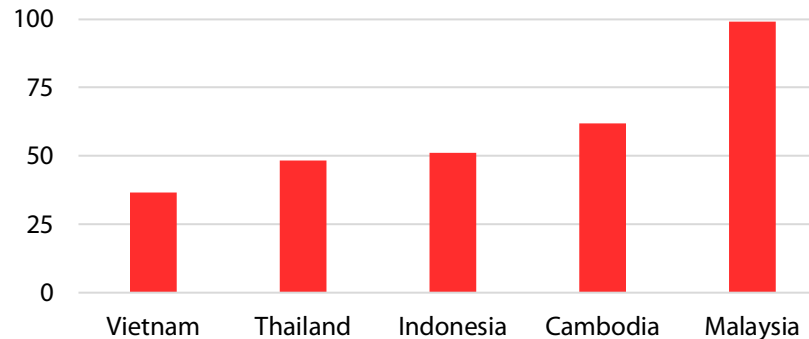
- **Gia tăng sở thích mua đồ trang sức.** Ngày càng có nhiều nền tảng giúp mọi người kết nối với nhau cũng như kinh doanh trực tuyến như Facebook hay Tiktok. Khác với thập kỷ trước, người Việt (cả nam và nữ) hiện nay sẵn sàng chi tiền cho trang sức để tôn lên vẻ đẹp của mình. Mức độ tìm kiếm liên quan đến chi tiêu trang sức trên Google đang tăng dần qua từng năm (Hình 20). Theo chúng tôi, việc giảm nhẹ sức mua trang sức trong năm 2023 là do kinh tế vĩ mô kém. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng chi tiêu trang sức sẽ phục hồi khi nền kinh tế phục hồi vào năm 2024.
- **Chi tiêu trang sức bình quân đầu người tăng.** So với các nước Đông Nam Á khác, chi tiêu trang sức bình quân đầu người của Việt Nam thấp hơn (Hình 21). Với giả định rằng Đông Nam Á có những đặc điểm văn hóa, xã hội và kinh tế giống nhau, chúng tôi tin rằng chi tiêu trang sức bình quân đầu người của Việt Nam sẽ tiến lên ngang bằng với các quốc gia này. Trên thực tế, doanh số bán lẻ của PNJ – nhà bán lẻ trang sức hàng đầu Việt Nam – cho thấy sự tăng trưởng liên tục bất chấp đại dịch Covid-19 và chỉ giảm nhẹ trong điều kiện kinh doanh không thuận lợi của giai đoạn 2023 (Hình 22).

Hình 20: Mức độ quan tâm đến trang sức của người Việt Nam (điểm)



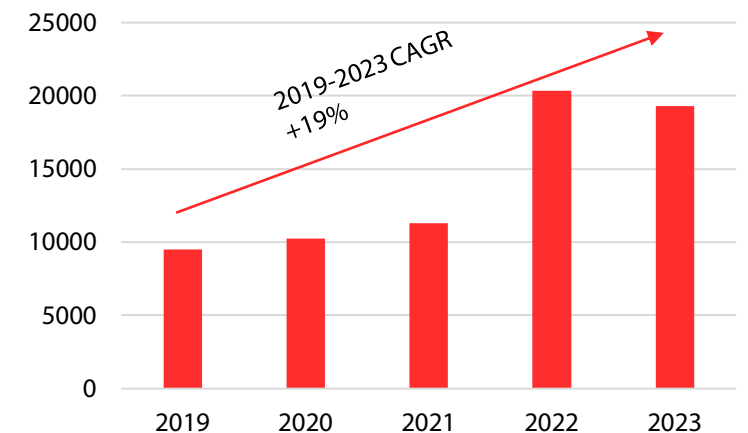
Nguồn: trends.google.com.vn, CTCK Rồng Việt

Hình 21: Chi tiêu trang sức bình quân đầu người tại Việt Nam thấp hơn các nước Đông Nam Á khác (2023, USD)



Nguồn: Statista Market Insight, CTCK Rồng Việt; * Với Việt Nam, chúng tôi điều chỉnh bằng cách sử dụng dữ liệu từ Statista/0.3 vì Statista chỉ tính doanh thu từ cách công ty trang sức có thương hiệu, chiếm 30% tổng thị phần.

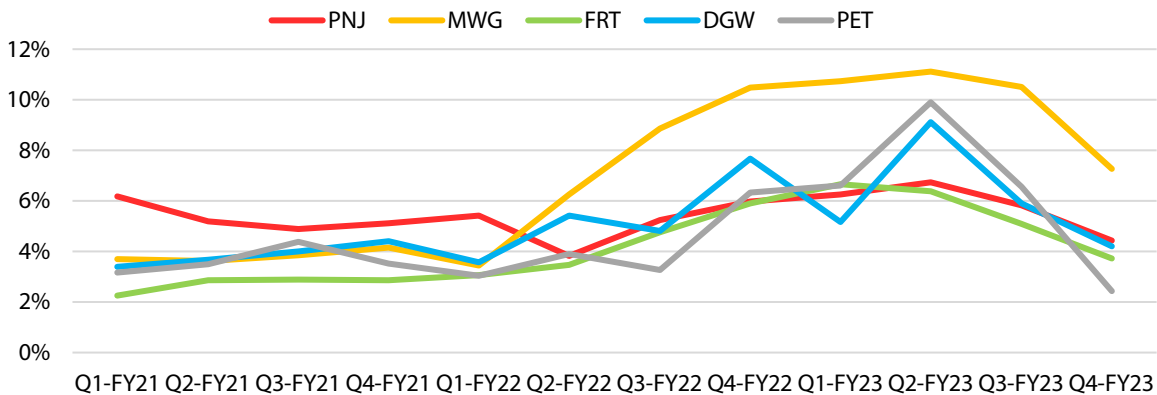
Hình 22: Doanh thu bán lẻ trang sức của PNJ có xu hướng tăng (tỷ đồng)



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

- Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của các nhà bán lẻ sẽ được cải thiện, nhờ vào (1) điều kiện kinh doanh tốt hơn trong 12 tháng tới; (2) chiến lược tối ưu hóa chi phí (Bảng 4); và (3) các khoản chi phí bất thường thấp hơn.
- Chúng tôi kỳ vọng động lực đầu tiên sẽ đến từ (1) nhu cầu được cải thiện; (2) sự dịu đi của áp lực “chiến tranh giá” nhờ giảm bớt áp lực hàng tồn kho giá cao; và (3) giảm lãi suất vay.
- Trong số các nhà bán lẻ niêm yết tại Việt Nam, các nhà bán lẻ có hoạt động kinh doanh liên quan đến sản phẩm ICT/CE & Tạp hóa đã ghi nhận hiệu suất biên lợi nhuận ròng thấp trong năm 2023. Do đó, dựa vào năng lực và chiến lược kinh doanh của các công ty bán lẻ, chúng tôi cho rằng Bán lẻ tạp hóa và Bán lẻ ICT/CE sẽ là hai phân ngành có sự cải thiện rõ rệt nhất về biên lợi nhuận.

Hình 23: Tỷ lệ đi vay hàng năm của các công ty bán lẻ niêm yết (%)



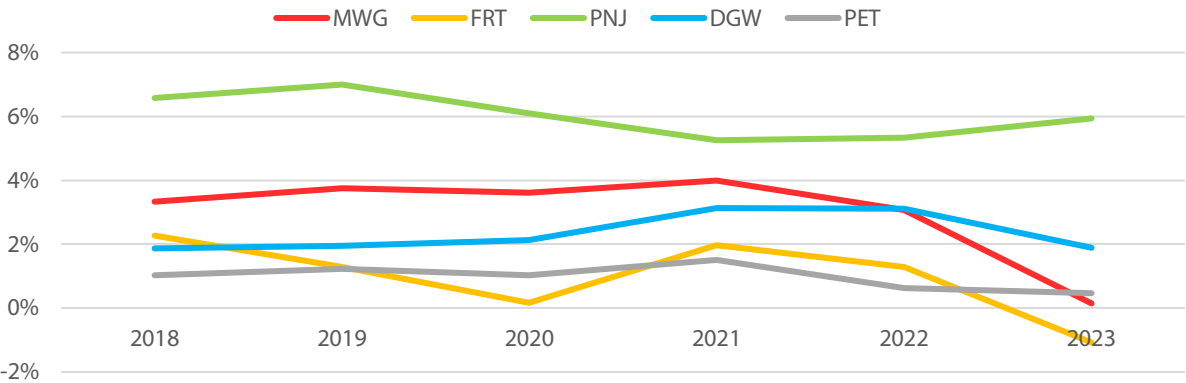
Nguồn: MWG, PNJ, FRT, DGW, PET, CTCK Rông Việt

Bảng 4: Các chiến lược tối ưu hóa chi phí của các công ty bán lẻ đã niêm yết trong năm 2024

Công ty	Chiến lược tối ưu hóa chi phí	Tác động
MWG	- Đàm phán điều khoản tốt hơn với nhà cung cấp - Tối ưu hóa mạng lưới cửa hàng bằng cách đóng cửa các cửa hàng kém hiệu quả - Tối ưu hóa đa dạng sản phẩm - Nâng cấp hệ thống kho vận	- Cải thiện biên gộp - Cải thiện biên gộp - Cải thiện biên gộp - Cải thiện biên hoạt động
FRT	- Tối ưu hóa mạng lưới cửa hàng bằng cách đóng các cửa hàng kém hiệu quả - Nâng cấp hệ thống quản lý tồn kho - Tối ưu hóa đa dạng sản phẩm	- Cải thiện biên gộp - Cải thiện biên gộp - Cải thiện biên gộp
PNJ	Nâng cấp quy trình sản xuất để tiết kiệm chi phí sản xuất	Cải thiện biên gộp
Wincommerce	- Nâng cấp hiệu quả quản lý tồn kho (thời hạn/tự động hóa vận hành kho/cửa hàng). - Ứng dụng dữ liệu và công nghệ AI/ML trong việc giảm chi phí kho vận.	- Cải thiện biên gộp - Cải thiện biên hoạt động

Nguồn: MWG, PNJ, FRT, MSN, CTCK Rông Việt

Hình 24: Biên lợi nhuận ròng của các công ty bán lẻ niêm yết (%)

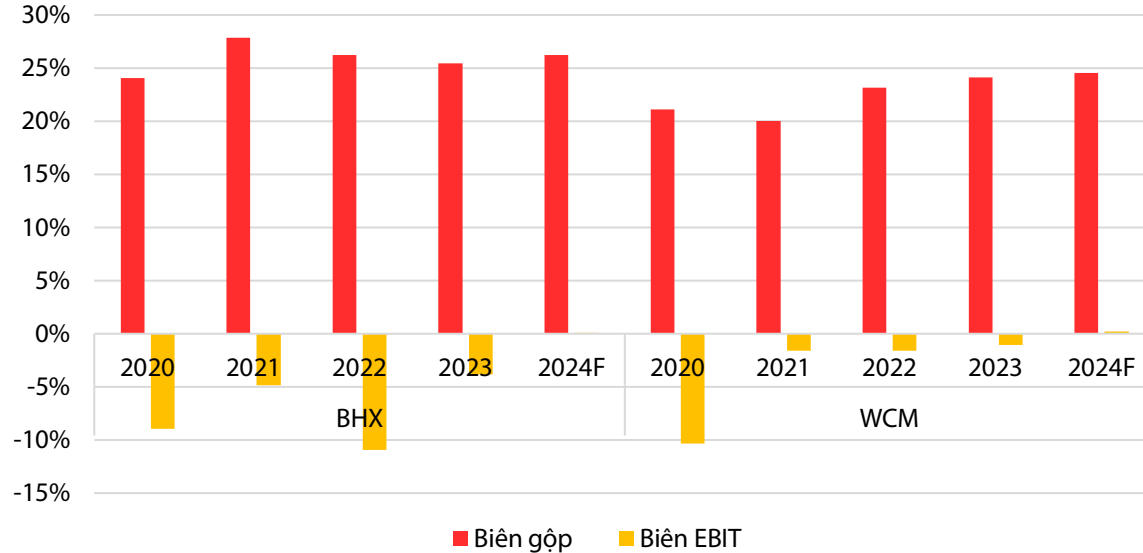


Nguồn: MWG, PNJ, FRT, DGW, PET, CTCK Rông Việt

Biên lợi nhuận của các nhà bán lẻ tạp hóa sẽ cải thiện nhờ chiến lược tối ưu hóa chi phí, bình thường hóa chi phí, và cải thiện doanh thu trên mỗi cửa hàng

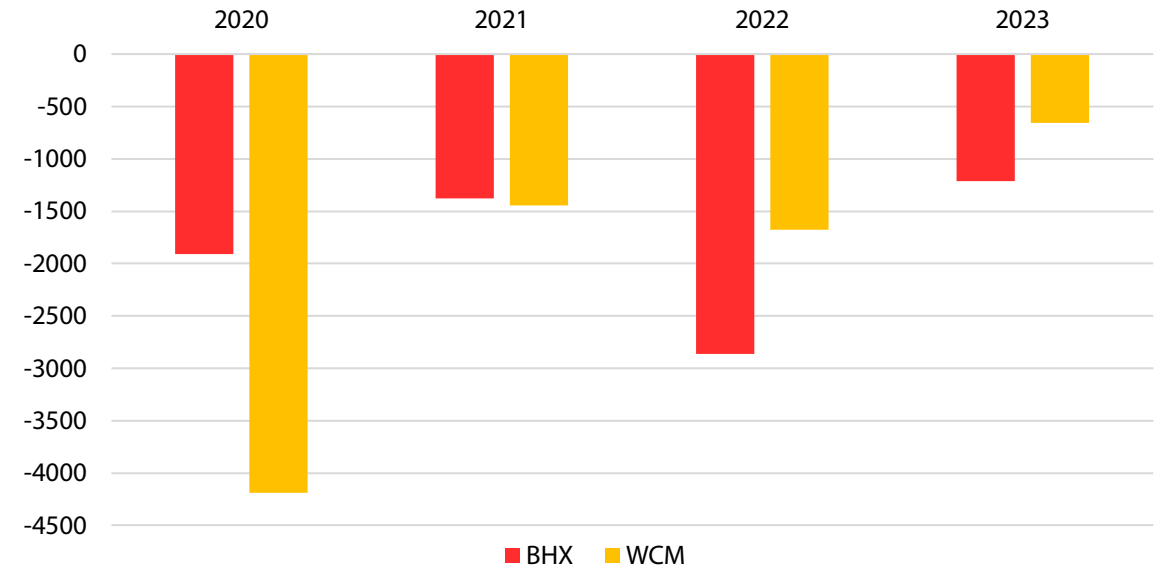
- **Giải pháp tối ưu hóa chi phí.** Sau khi tìm được mô hình hoạt động phù hợp, hầu hết các nhà bán lẻ tạp hóa Việt Nam đều tập trung vào việc tối ưu hóa chi phí bên cạnh việc mở rộng quy mô bán hàng. Ba giải pháp tối ưu hóa chi phí chính sẽ được tập trung vào năm 2024 là (1) tối ưu hóa quản lý hàng tồn kho để hạn chế tỷ lệ hủy hàng, (2) đàm phán lại các điều khoản tốt hơn với nhà cung cấp và (3) tối ưu hóa chi phí kho vận.
- **Bình thường hóa chi phí.** Năm 2023, một số nhà bán lẻ như BHX đã hạch toán chi phí một lần liên quan đến việc tái cơ cấu chuỗi cửa hàng. Do các nhà bán lẻ này đã hoàn thành giai đoạn cơ cấu cửa hàng nên chúng tôi tin rằng các chuỗi này sẽ không ghi nhận các khoản chi phí bất thường trong năm 2024.
- **Cải thiện doanh thu trung bình trên mỗi cửa hàng.** Năm 2024, số lượng cửa hàng hoạt động trên 1 năm (cửa hàng cũ) cao hơn đáng kể so với số lượng cửa hàng mới. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng trên mỗi cửa hàng cao hơn của các cửa hàng cũ sẽ bù đắp cho doanh số bán hàng trên mỗi cửa hàng thấp hơn của các cửa hàng mới, kết quả là doanh thu trung bình trên mỗi cửa hàng sẽ tăng so với cùng kỳ năm ngoái.

Hình 25: Biên lợi nhuận của WCM và BHX đang cải thiện (%)



Nguồn: BHX, MSN, CTCK Rông Việt

Hình 2: WCM và BHX giảm lỗ trong năm 2023 (tỷ đồng)

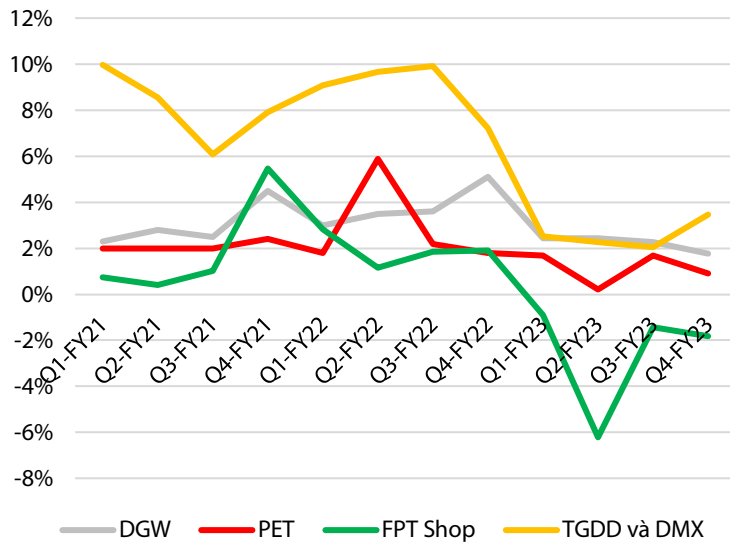


Nguồn: BHX, MSN, CTCK Rông Việt

Điều kiện kinh doanh tốt hơn trong 12 tháng tới, cùng với chiến lược tối ưu hóa chi phí sẽ thúc đẩy biên lợi nhuận của các nhà bán lẻ ICT/CE

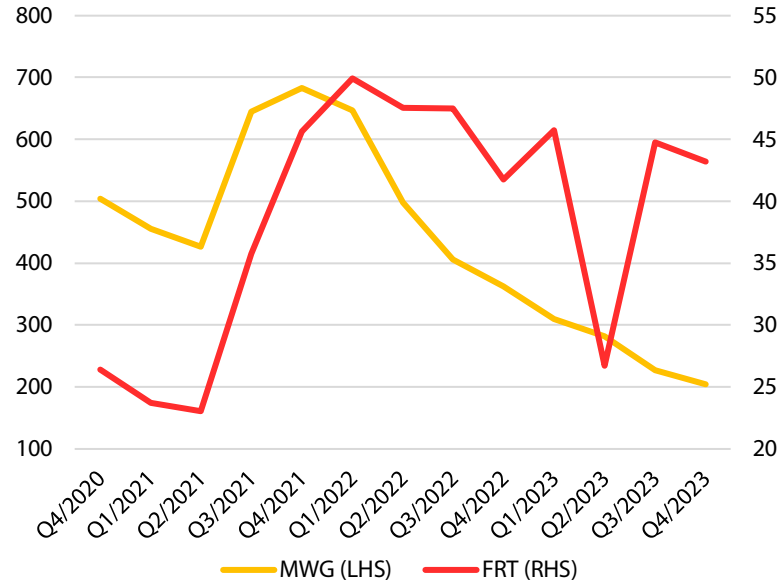
- MWG – công ty dẫn đầu trong ngành bán lẻ ICT - đã bắt đầu cải thiện biên lợi nhuận hoạt động từ Q4-2023, đưa ra tín hiệu cho một triển vọng tích cực về hồi kết của cuộc chiến giá ICT.
- Áp lực thanh lý hàng tồn kho của ICT/CE đã giảm bớt, dẫn đến áp lực chiết khấu giá bán dịu đi. Thực tế, dự phòng giảm giá hàng tồn kho của MWG và FRT đã cho thấy xu hướng giảm trong giai đoạn Q1 2022 và Q4 2023 (Hình 28). Ngoài ra, số ngày tồn kho (DOH) của TGDĐ và DMX đã giảm trong khi số ngày tồn kho của các chuỗi khác vẫn cao trong Q4 2023 (Hình 29). Chúng tôi kỳ vọng rằng sẽ có độ trễ giữa xu hướng dự phòng giảm giá hàng tồn kho và DOH, do đó, chúng tôi dự đoán rằng DOH của các nhà bán lẻ ICT/CE sẽ giảm trong các quý tới, cùng với doanh số dự kiến sẽ được cải thiện kể từ Q1/2024.
- Nhiều nhà bán lẻ đang chủ động đóng cửa hàng hoạt động kém hiệu quả, dự kiến sẽ tối ưu hóa cơ cấu chi phí tốt hơn giai đoạn 2023, hỗ trợ mở rộng biên lợi nhuận hoạt động. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận hoạt động của các nhà bán lẻ ICT/CE đã chạm đáy trong Q4/2023 (Hình 27).

Hình 27: Biên hoạt động của mảng điện thoại di động và điện máy (%)



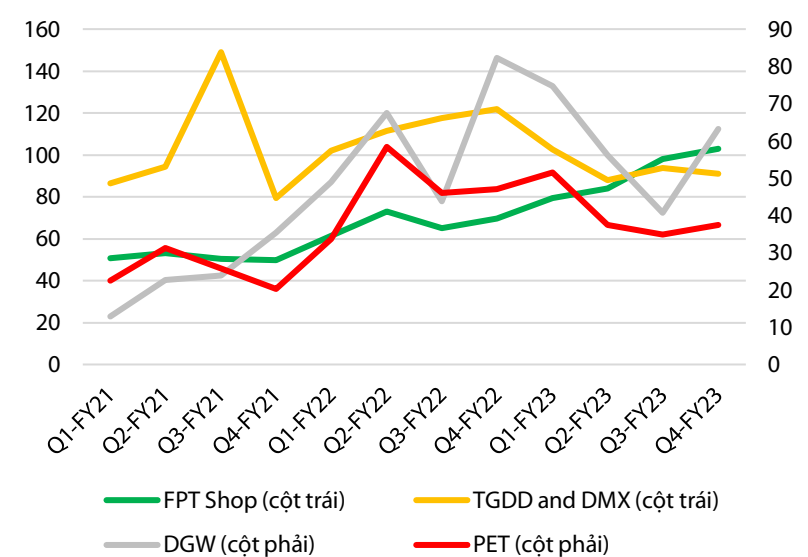
Nguồn: MWG, FRT, DGW, PET, CTCK Rông Việt

Hình 28: Dự phòng giảm giá hàng tồn kho của MWG và FRT (tỷ đồng)



Nguồn: MWG, FRT, CTCK Rông Việt

Hình 29: Số ngày tồn kho của mảng ICT/CE (ngày)



Nguồn: MWG, FRT, DGW, PET, CTCK Rông Việt

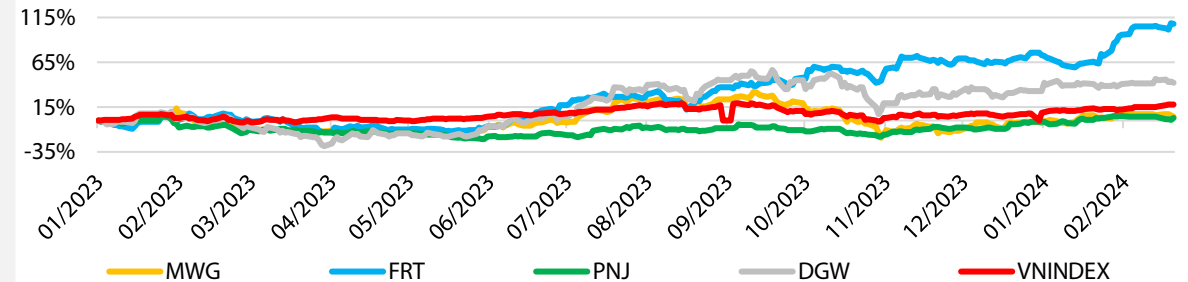
Nhìn lại tổng quan ngành năm 2023

- Ngành bán lẻ Việt Nam chứng kiến hiệu suất kém trong năm 2023 do lạm phát cao và tăng trưởng kinh tế chậm lại. Tuy nhiên, có sự đa dạng hóa trong doanh số bán hàng của từng phân ngành, bao gồm ICT/CE, tạp hóa, dược phẩm và hàng hóa chuyên biệt (trang sức). Bán lẻ dược phẩm là ngành có doanh số tốt nhất, trong khi bán lẻ ICT/CE là ghi nhận hiệu suất kém nhất. Về lợi nhuận, mảng bán lẻ trang sức cho thấy mức tăng trưởng dương từ mức nền cao của năm 2022, trong khi các nhà bán lẻ tạp hóa và dược phẩm giảm bớt lỗ (ngoại trừ Long Châu đạt mức tăng trưởng +202% YoY). Ngược lại, phân ngành bán lẻ ICT/CE cho thấy mức lợi nhuận giảm mạnh từ kết quả của chiến lược “chiến tranh giá cả”, hiệu ứng thanh lý hàng tồn kho giá cao và nhu cầu thấp.
- Đáng chú ý, một số công ty bán lẻ lớn như FRT hay MWG ghi nhận chi phí bất thường do tái cơ cấu doanh nghiệp trong năm 2023 khiến lợi nhuận ròng ngày càng thu hẹp hơn.

Định giá

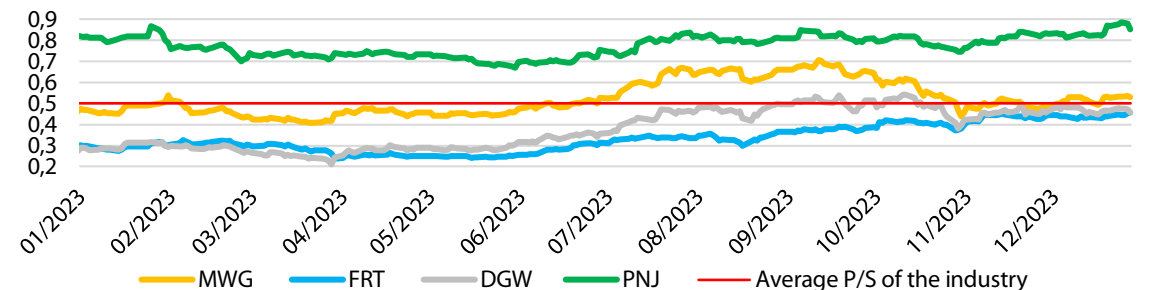
- Nhìn chung, các cổ phiếu bán lẻ thành công trong việc thuyết phục nhà đầu tư về khả năng tăng trưởng của mảng kinh doanh non trẻ của mình trong năm 2023, bao gồm FRT (chuỗi bán lẻ dược phẩm Long Châu) và DGW (sản phẩm ngoài ICT, với thiết bị văn phòng & hàng tiêu dùng) là hai cổ phiếu tiềm năng nhất, ghi nhận hiệu suất vượt trội VNIndex.
- Chúng tôi nhận thấy định giá của các cổ phiếu bán lẻ đang được cải thiện kể từ tháng 11/2023 nhờ kỳ vọng tăng trưởng doanh thu dương vào năm 2024. Ngoại trừ FRT có mức tăng trưởng dương so với cùng kỳ trong ba quý liên tiếp kể từ Q2, MWG, DGW và PNJ đã quay trở lại mức tăng trưởng doanh thu dương trong Q4/2023 (Hình 32). Do đó, chúng tôi cho rằng kỳ vọng tiêu cực về KQKD của các nhà bán lẻ đã được phản ánh qua biến động giá cổ phiếu trong 9T2023.

Hình 30: Diễn biến giá cổ phiếu của các công ty bán lẻ niêm yết (% YTD)



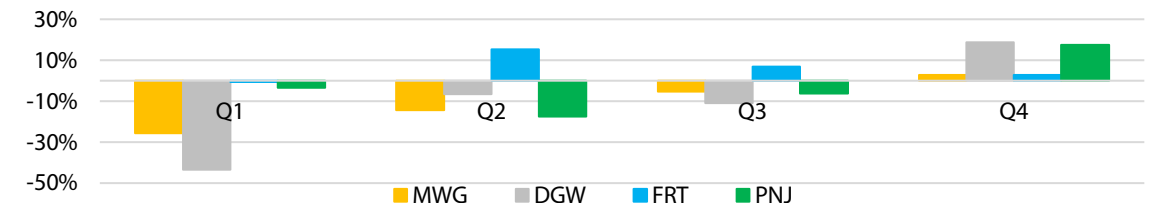
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt. Dữ liệu cho tới ngày 22/02/2024

Hình 31. P/S lịch sử của các công ty bán lẻ (x)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt; P/S trung bình ngành được tính bằng P/S của MWG, FRT, DGW và PNJ.

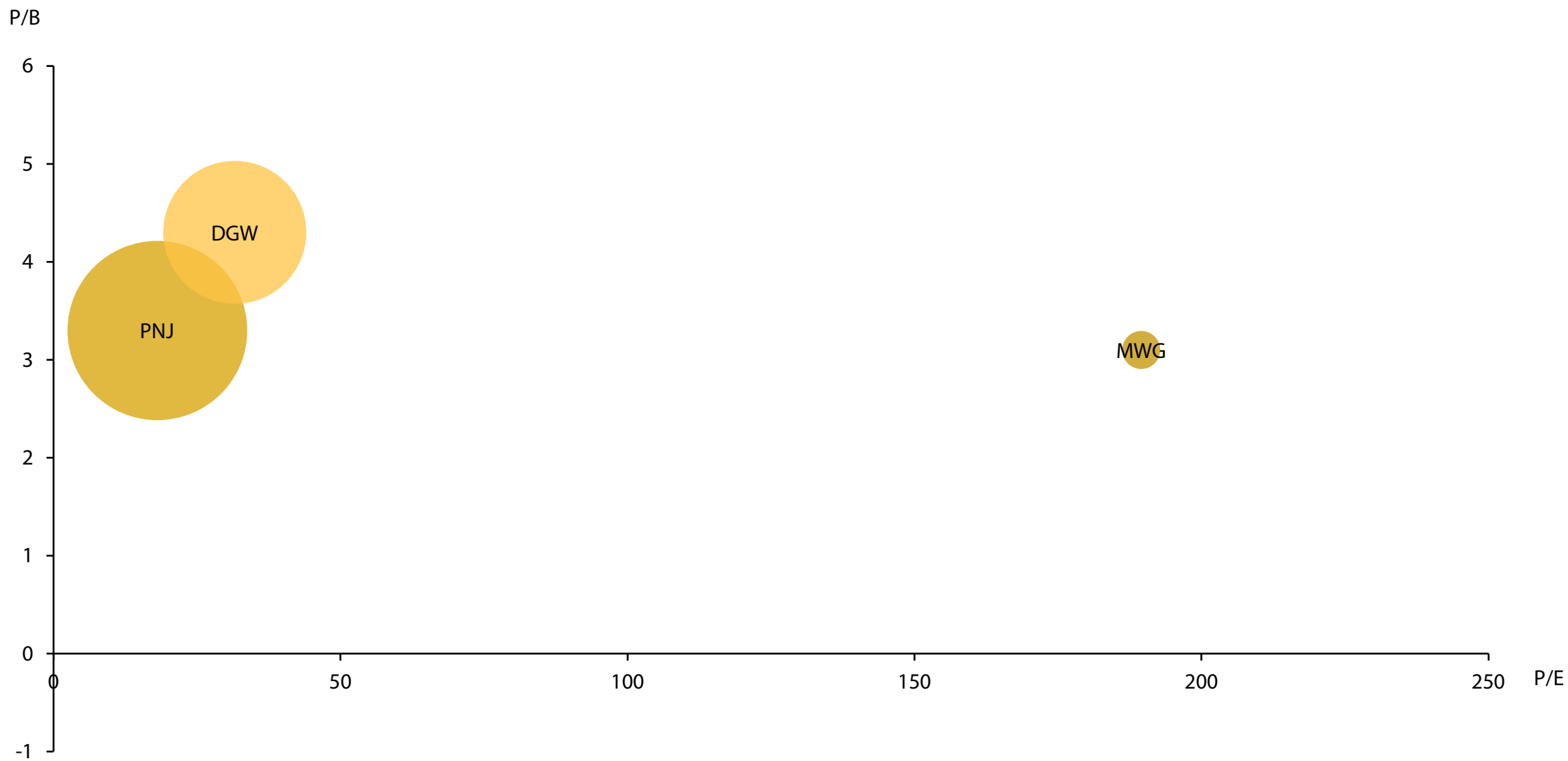
Hình 32: Tăng trưởng doanh thu của MWG, DGW, FRT, PNJ (% YoY)



Nguồn: MWG, DGW, FRT, PNJ, CTCK Rông Việt.

Mã	VHTT (tỷ đồng)	GTKL BQ 3T (tr. đ)	P/E hiện tại (x)	P/B hiện tại (x)	ROE trượt 4Q (%)	Giá mục tiêu	Thị giá ngày 04/04	Mức sinh lời kỳ vọng	2023A			2024F			Tăng trưởng doanh thu		Tăng trưởng LNST	
									Doanh thu (Tỷ đồng)	LNST (Tỷ đồng)	EPS (đồng)	Doanh thu (Tỷ đồng)	LNST (Tỷ đồng)	EPS (đồng)	2023E	2024F	2023E	2024F
FRT	20.395	83.564	n.a	12,75	-19,2%	139.500	149.000	-6,4%	31.850	(346)	(2.537)	41.619	304	2.229	5,6%	30,7%	n.a	-188,0%
MWG	71.796	454.925	189,46	3,08	0,7%	58.500	50.700	15,4%	118.280	168	115	124.854	1.279	1.181	-11,3%	5,6%	-95,9%	662,8%
PNJ	32.954	130.413	18,12	3,29	21,6%	97.500	97.500	0%	33.137	1.971	5.435	35.375	2.245	6.345	-2,2%	6,8%	8,9%	13,9%
DGW	11.193	139.135	31,59	4,31	14,2%	N.R	65.800	n.a	18.817	354	2.121	n.a	n.a	n.a	-14,6%	n.a	-48,2%	n.a
PET	3.079	18.386	38,49	n.a	n.a	N.R	27.200	n.a	17.508	81	754	n.a	n.a	n.a	-0,2%	n.a	-27,1%	n.a

Nguồn: CTCK Rông Việt. Giá cổ phiếu tính đến ngày 4/4/2024.

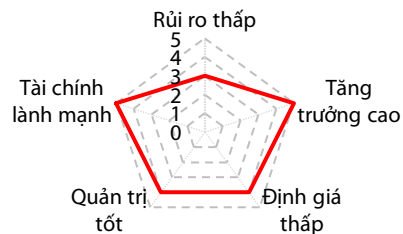
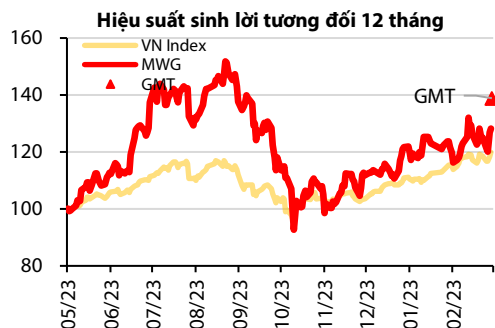


Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích thước bong bóng bằng ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tính đến ngày 22/03/2024.

TÍCH LŨY: +15%

GTT: 50.700

GMT: 58.500



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	71.796
SLCPĐLH (triệu CP)	1.462
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	9.929
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	455
SH NĐTNN còn lại (%)	4.6
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	33.6 – 59.3

TÀI CHÍNH

Doanh thu (tỷ đồng)	118.280	124.854	132.164
LNST (tỷ đồng)	168	1.279	2.640
ROA (%)	0,3	2,9	4,2
ROE (%)	0,7	7,1	10,3
EPS (đồng)	115	1.181	1.804
GTSS (đồng)	15.964	16.635	17.439
Cổ tức tiền mặt (đồng)	500	500	1.000
P/E (x)	373,0	4,9	28,6
P/B (x)	2,7	3,1	3,0

LUÂN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Biên lợi nhuận năm 2024 sẽ mở rộng nhờ vào điều kiện kinh doanh thuận lợi và các chiến lược tối ưu hóa chi phí.

- Năm 2024, doanh thu trung bình tháng mỗi cửa hàng của chuỗi TGDD/DMX và BHX dự kiến lần lượt đạt 1,8 tỷ đồng (+3% YoY) và 1,8 tỷ đồng (+17% YoY). Hoạt động mua sắm của người tiêu dùng được kỳ vọng sẽ tốt hơn trong 12 tháng tới, thúc đẩy tăng trưởng doanh số bán hàng. Tuy nhiên, do thị trường ICT/CE được cho là bão hòa trong trung hạn, chúng tôi dự kiến mức tăng trưởng doanh số bán hàng ICT/CE sẽ khiêm tốn. Trong khi đó, doanh thu của BHX sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ nhờ chiến lược "đẩy mạnh bán hàng" cũng như mở rộng phạm vi kinh doanh.
- Biên lợi nhuận của MWG dự kiến sẽ mở rộng nhờ vào điều kiện kinh doanh thuận lợi, bao gồm việc giảm áp lực chi phí từ hàng tồn kho ICT/CE giá cao hay không áp dụng chiến lược "chiến tranh giá". Bên cạnh đó, sự tăng trưởng này còn đến từ nỗ lực của MWG nhằm cải thiện lợi nhuận (các chiến lược tối ưu hóa chi phí được đề cập trong báo cáo ngành bán lẻ hoặc việc tạm dừng đầu tư vào các dự án không thiết yếu), và ghi nhận chi phí bất thường (liên quan đến việc đóng cửa cửa hàng không hiệu quả và tái cấu trúc BHX) thấp hơn so với năm trước.
- Do gánh nặng chi phí, lợi nhuận của MWG năm 2023 giảm xuống mức thấp nhất kể từ năm 2013. Do đó, chúng tôi kỳ vọng LNST sẽ tăng trưởng ba chữ số trong năm 2024.

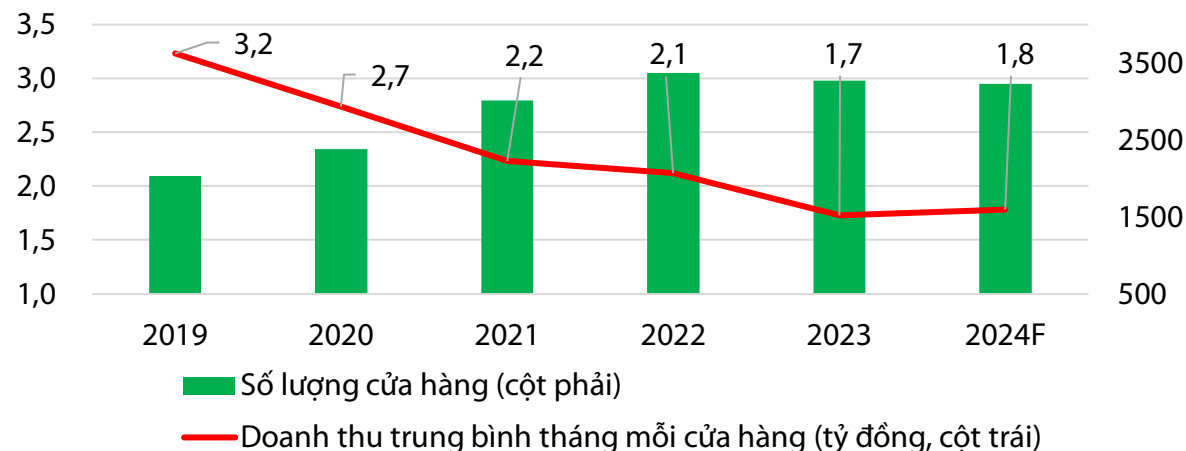
Bách Hóa Xanh là điểm sáng cho đầu tư dài hạn

- Trong năm 2024, MWG dự định mở thêm 100 cửa hàng BHX tại TP. Hồ Chí Minh. Với động thái này, doanh số bán hàng của BHX trong năm 2024 sẽ cao hơn.
- Chúng tôi tin rằng niềm tin của người tiêu dùng vào BHX đã được cải thiện trong năm 2023, thúc đẩy lượng khách tại các cửa hàng BHX ngày càng tăng qua các năm. Thực tế, sau khi thực hiện dự án tái cấu trúc vào tháng 4/2023, doanh số bán hàng trung bình tháng tại mỗi cửa hàng (ASPS) của BHX tiếp tục ghi nhận xu hướng tăng, đạt 1,9 tỷ đồng vào tháng 12/2023 từ 1,3 tỷ đồng vào tháng 3/2023. Chúng tôi tin rằng BHX sẽ bước vào giai đoạn mở rộng lợi nhuận từ năm 2024, trong khi đó vẫn duy trì xu hướng tăng trưởng ASPS từ năm 2024 trở đi.
- Dự kiến BHX sẽ tìm ra mô hình hoạt động phù hợp, từ đó nâng cao triển vọng cải thiện chi phí hoạt động nhờ vào lợi thế kinh tế quy mô và các chiến lược tối ưu hóa chi phí. Với việc cải thiện lợi nhuận, MWG sẽ thành công trong việc tìm kiếm đối tác đầu tư phù hợp, đưa tới mức định giá kỳ vọng cao cho chuỗi BHX.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

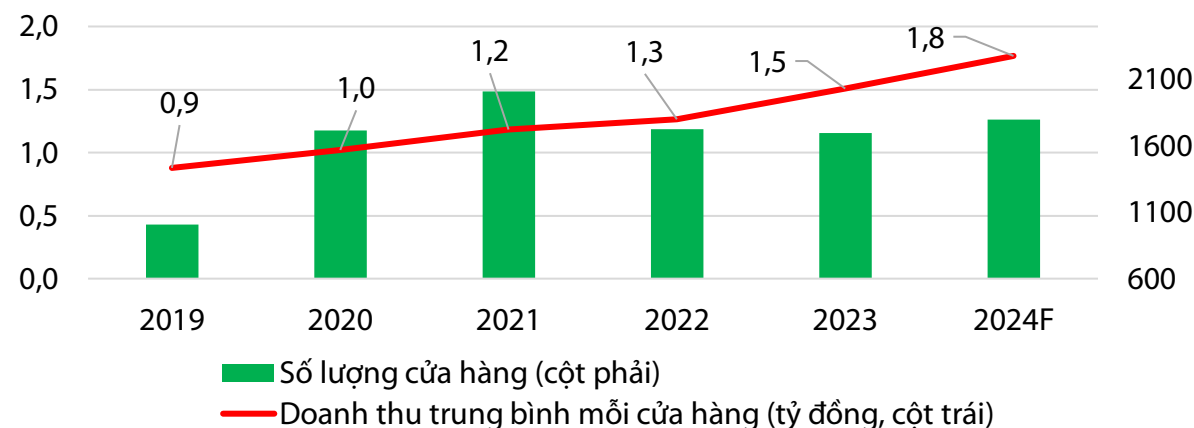
- Nhu cầu ICT/CE phục hồi tốt hơn dự kiến, hay các điều khoản thương lượng với nhà cung cấp tốt hơn dự kiến, có thể dẫn đến biên lợi nhuận cao hơn dự phóng của chúng tôi.

Hình 1: Doanh số bán hàng trung bình tháng trên mỗi cửa hàng của TGDD/DMX dự kiến sẽ được cải thiện nhờ việc đóng các cửa hàng không hiệu quả và sự phục hồi kinh tế vào năm 2024



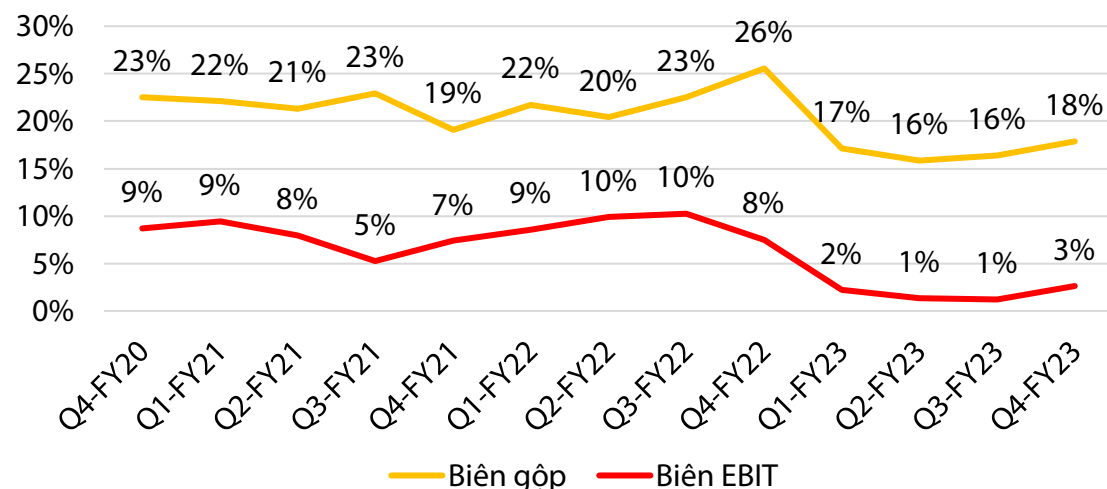
Nguồn: MWG, CTCK Rông Việt

Hình 3: Doanh số bán hàng của BHX được dự đoán sẽ tăng lên nhờ cả doanh số bán hàng trung bình mỗi cửa hàng mỗi tháng cao hơn và số lượng cửa hàng nhiều hơn



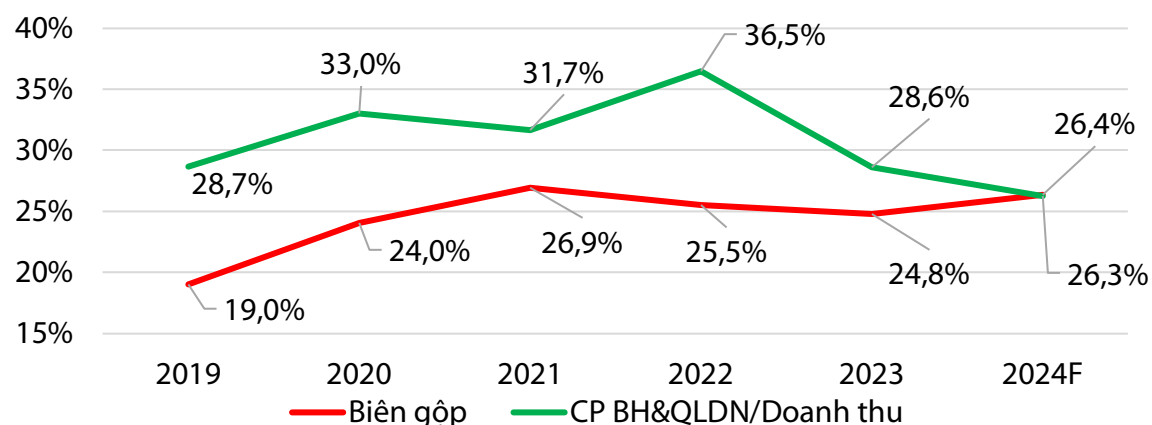
Nguồn: MWG, CTCK Rông Việt

Hình 2: Biên lợi nhuận (%) của TGDD/DMX sẽ phục hồi do không còn chiến lược "chiến tranh giá" và giảm áp lực từ hàng tồn kho giá cao năm 2024. Cả biên lợi nhuận gộp và tỷ suất EBIT đã bắt đầu phục hồi từ Q4/2023



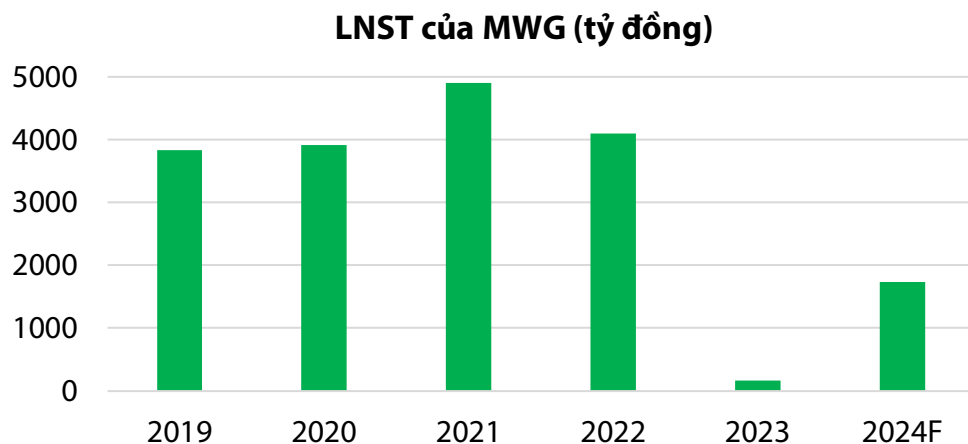
Nguồn: MWG, CTCK Rông Việt

Hình 4: Biên lợi nhuận của BHX sẽ mở rộng dựa trên các chiến lược tối ưu hóa chi phí, bao gồm điều khoản tốt hơn với nhà cung cấp, quản lý hàng tồn kho hiệu quả hay tối ưu hóa chi phí logistics



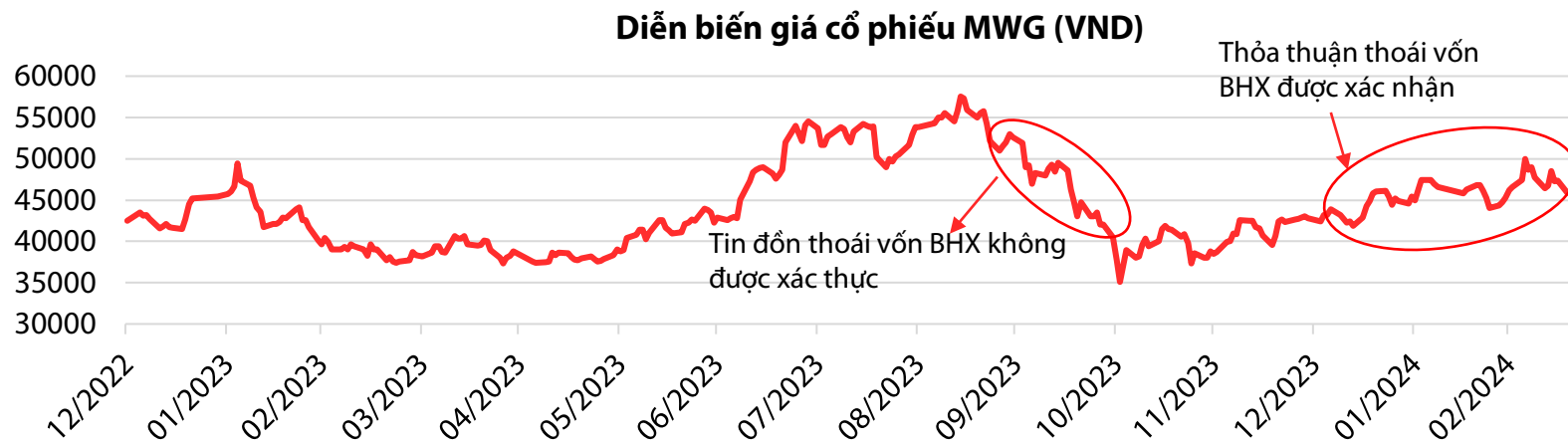
Nguồn: MWG, CTCK Rông Việt

Hình 5: LNST năm 2023 ở mức thấp nhất thập kỷ qua, tạo mức nền cơ sở thấp cho tăng trưởng lợi nhuận ba chữ số vào năm 2024



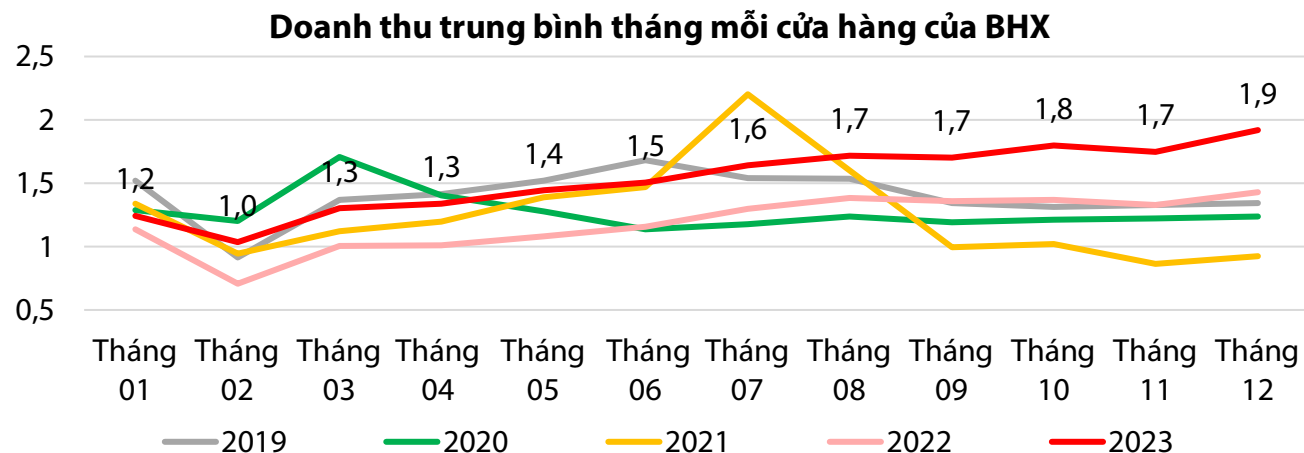
Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Giá cổ phiếu MWG đã chạm đáy từ tháng 11/2023 khi doanh số trung bình tháng mỗi cửa hàng của BHX duy trì ở mức trên 1,7 tỷ đồng, sau đó tiếp tục tăng lên bởi tin thoái vốn của BHX



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Các nhà đầu tư dự kiến sẽ sẵn lòng trả một mức giá cao hơn cho BHX, dựa trên niềm tin vào việc tăng doanh thu trung bình tháng mỗi cửa hàng. Từ đó, tạo điều kiện thuận lợi cho MWG để thoái vốn cổ phần BHX với giá trị cao hơn trong năm 2024 so với năm 2023.



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

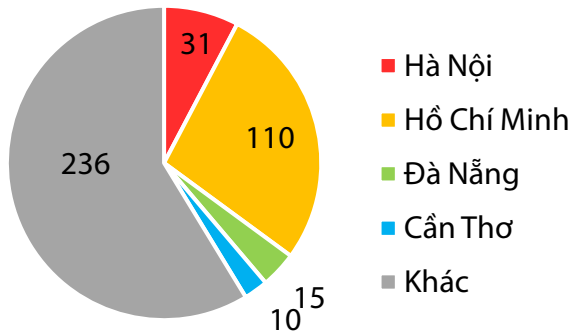
Bảng 1: Định giá SOTP MWG

Tổng hợp từng phần (SoTP)	Phương pháp định giá	% Đóng góp	Giá mục tiêu (VND)
TGDD/DMX	5Y FCFF (WACC: 10,7%)	50%	12.200
	P/E @ 15x	50%	8.700
BHX	P/S @ 1,4x	100%	37.600
Giá mục tiêu (VND)			58.500

Nguồn: CTCK Rồng Việt

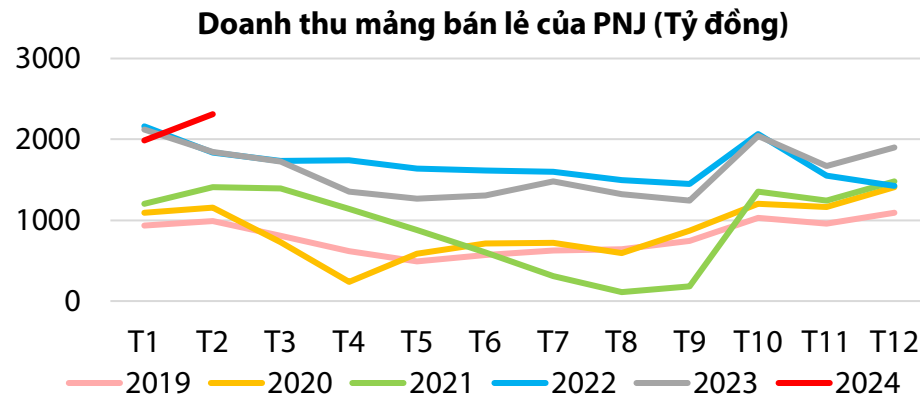
Hình 1: PNJ được cho là sẽ nắm bắt được sự phục hồi của nhu cầu trang sức nhờ mạng lưới cửa hàng lớn nhất Việt Nam

Số lượng cửa hàng của PNJ (Tháng 2/2024)



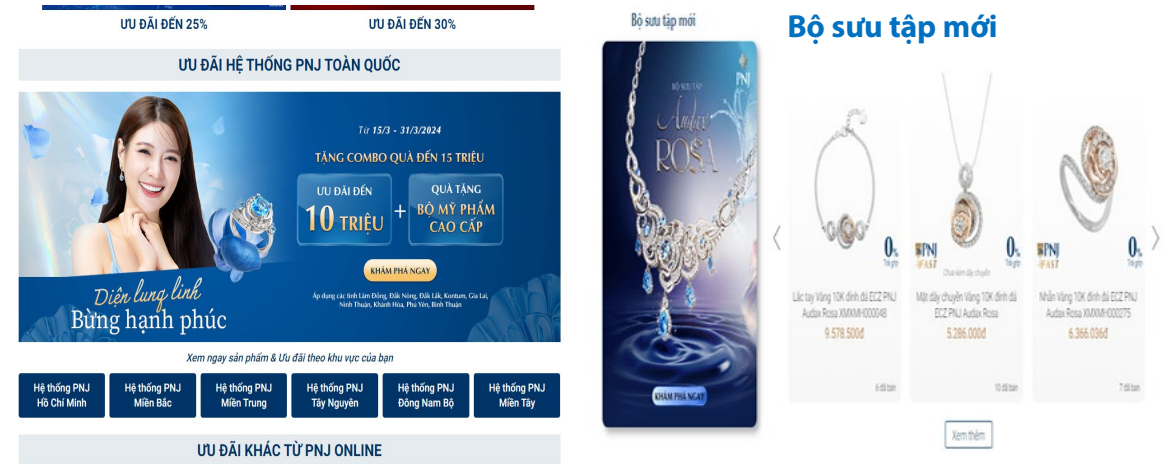
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Những tín hiệu tích cực về tăng trưởng doanh số bán lẻ đã xuất hiện từ tháng 11-2023 với doanh thu theo tháng đã vượt mức cùng kỳ năm trước



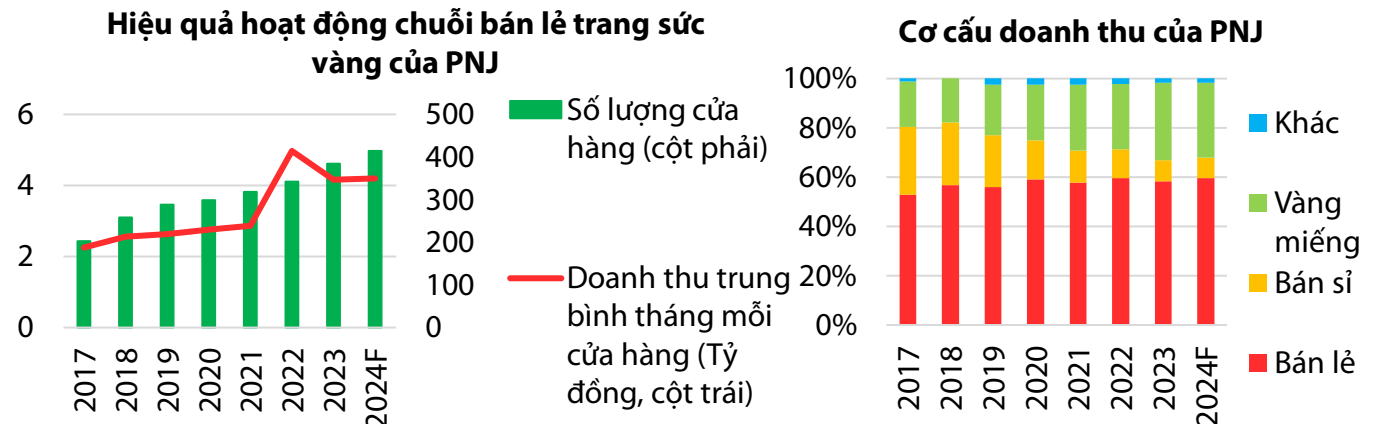
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 2: PNJ triển khai nhiều chiến dịch quảng cáo, khuyến mãi cũng như ra mắt các bộ sưu tập mới nhằm thúc đẩy doanh số bán sản phẩm trang sức



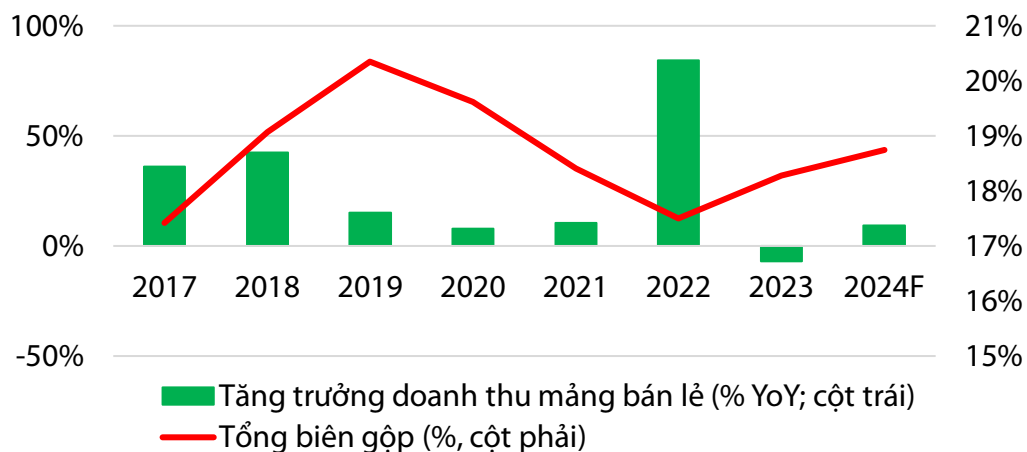
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Doanh thu trung bình tháng mỗi cửa hàng đạt mức cao nhờ nỗ lực mở rộng phân khúc bán lẻ của PNJ. Tỷ trọng đóng góp của phân khúc bán lẻ thể hiện xu hướng tăng, đạt 60% vào năm 2023



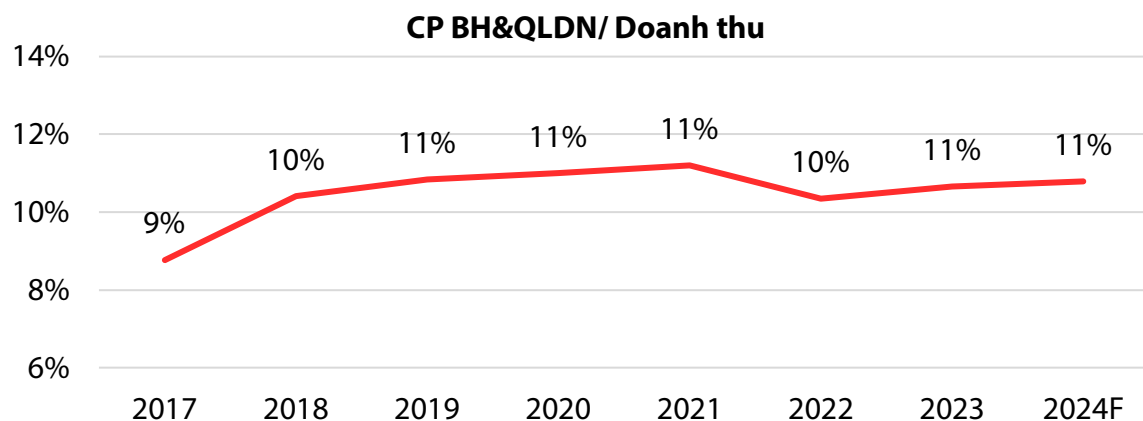
Nguồn: PNJ, Doanh thu trung bình tháng mỗi cửa hàng được ước tính bởi CTCK Rồng Việt

Hình 5: Sự tăng trưởng của mảng bán lẻ sẽ giúp tăng tổng biên gộp vì đây là mảng có biên lợi nhuận cao nhất so với các mảng khác



Nguồn: PNJ, giai đoạn 2021-2023 bị ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19 và giá vàng tăng vọt, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Năng lực quản lý CP BH&QLDN hiệu quả của PNJ, được minh chứng bằng tỷ lệ CP BH&QLDN/Doanh thu ổn định, sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận ròng



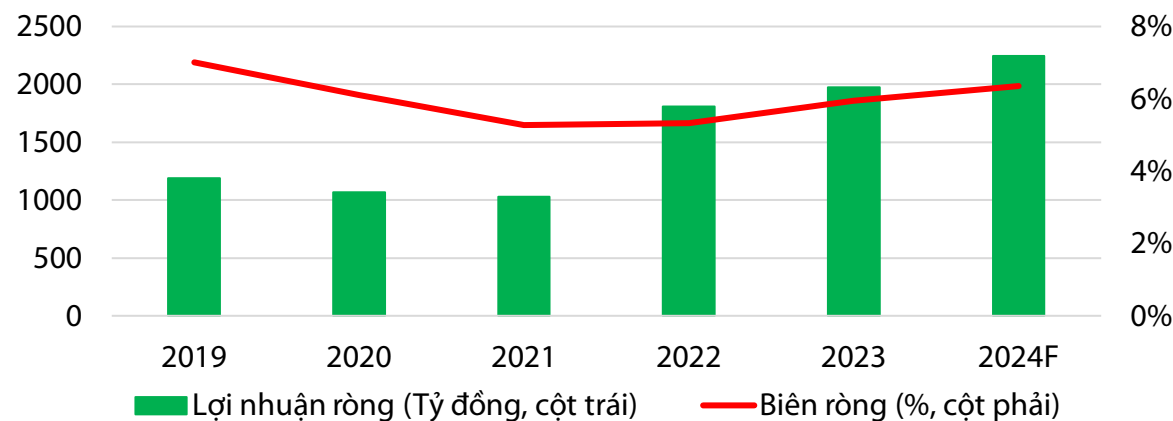
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 6: PNJ đầu tư vào các dự án nhằm tăng hiệu quả hoạt động trong năm 2022 & 2023. Chúng tôi kỳ vọng các dự án này sẽ mang lại hiệu quả tích cực cho PNJ trong năm 2024

STT	Tên dự án đầu tư	Ngân sách (triệu VND)	Thời gian thực hiện	Hiệu quả
1	Tăng năng lực sản xuất.	285.000	Q2/2022 đến Q3/2023	Phục vụ bán lẻ, tăng doanh số bán hàng.
2	Cải tiến, đổi mới công nghệ sản xuất và mẫu mã sản phẩm.	70.000	Q3/2022 đến Q1/2023	Tối ưu hóa chi phí sản xuất, nâng cao BLNG.
3	Phát triển chuỗi cửa hàng bán lẻ theo chiều rộng (địa lý) và chiều sâu (dòng sản phẩm).	785.000	Q2/2022 đến Q2/2023	Mở rộng thị trường trang sức, nâng cao doanh số bán hàng.
4	Triển khai lộ trình chuyển đổi số.	285.000	Q2/2022 đến Q2/2023	Tối ưu hóa chi phí.

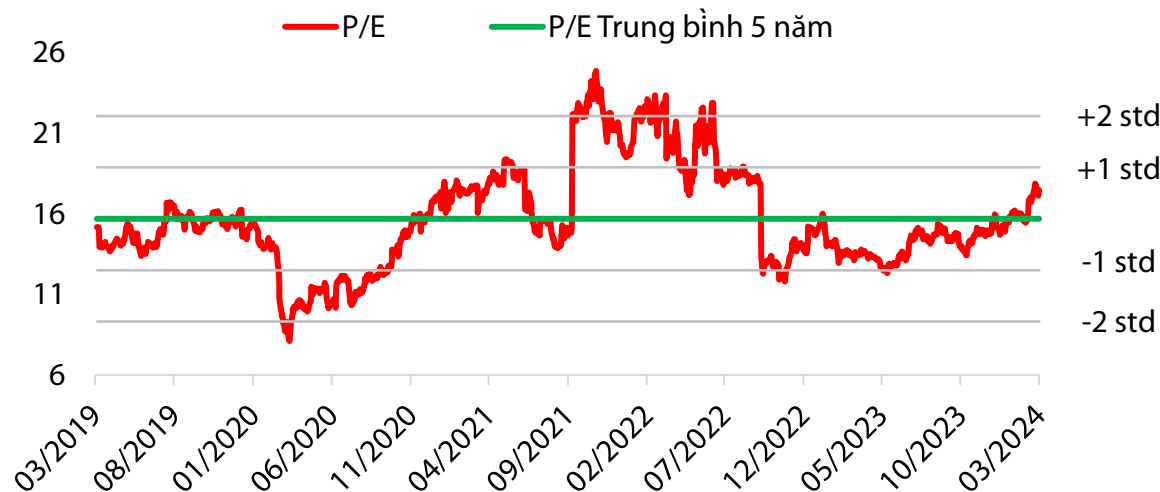
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Lợi nhuận ròng năm 2024 được dự đoán sẽ lập mức cao mới sau khi đạt đỉnh kể từ khi thành lập vào năm 2023



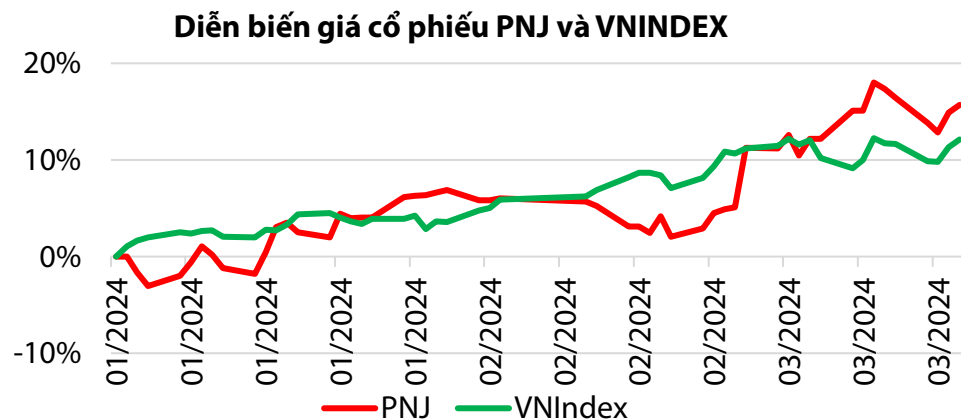
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 9: P/E trượt của PNJ là 17,x, cao hơn mức trung bình 5 năm (16,x)



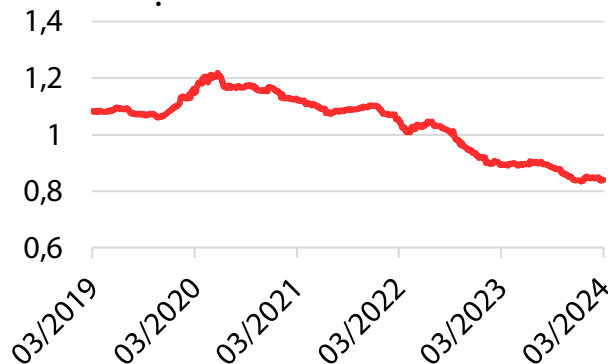
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Giá cổ phiếu PNJ đã tăng +15% so với đầu năm nhờ kỳ vọng về sự phục hồi của mảng bán lẻ năm 2024 và giá vàng miếng tăng mạnh. Trong khi đó, VNIndex tăng +12% - thấp hơn mức độ của cổ phiếu PNJ - trong khi xu hướng giảm của hệ số beta của PNJ cho thấy cổ phiếu đang có xu hướng không cùng chiều với VNIndex. Do đó, chúng tôi cho rằng kỳ vọng tích cực về kết quả hoạt động của PNJ đã được phản ánh vào diễn biến giá cổ phiếu.

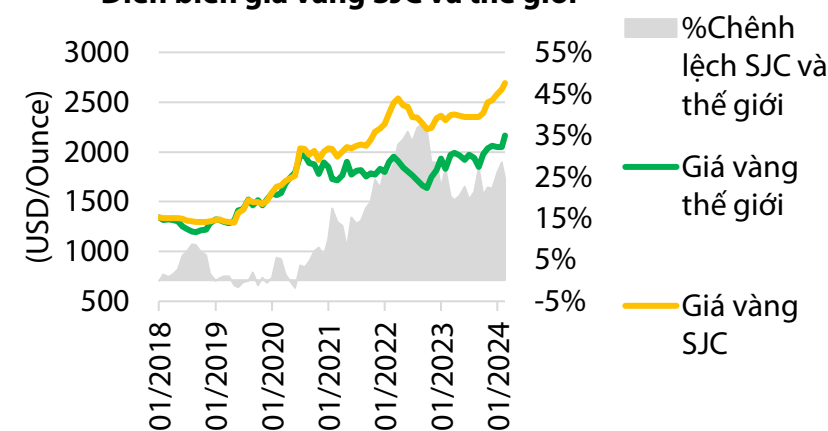


Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, CTCK Rồng Việt

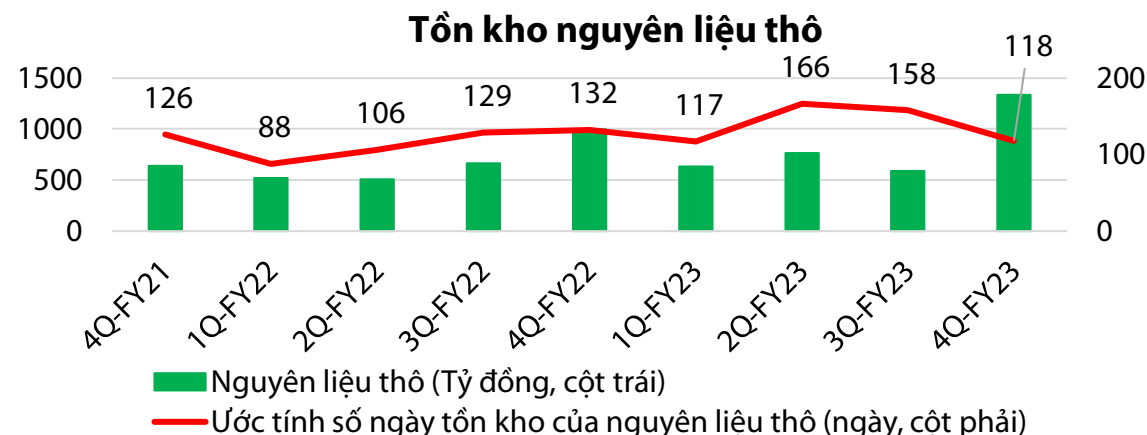
Hệ số Beta điều chỉnh của PNJ



Diễn biến giá vàng SJC và thế giới

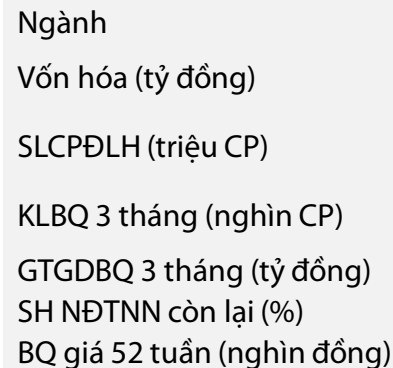


Hình 10: Vẫn tồn tại rủi ro từ việc tồn kho nguyên liệu giá cao. Các chiến lược về cơ cấu sản phẩm và tối ưu hóa chi phí của PNJ có thể không đủ bù đắp cho giá vàng nguyên liệu đầu vào đắt đỏ, dẫn đến biên gộp thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

2023A 2024F 2025F



Bán lẻ	Doanh thu (tỷ đồng)	31.850	41.619	50.806
20,395	LNST (tỷ đồng)	-346	304	595
	ROA (%)	-2,6%	2,4%	4,2%
136	ROE (%)	-21,6%	16,6%	24,5%
	EPS (đồng)	-2.537	2.229	4.366
666	GTSS (đồng)	11.738	13.467	17.833
84	Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
13.0	P/E (x)	-52,2	65,5	33,4
4 - 162.1	P/B (x)	12,4	10,8	8,2

FPT Shop lấy lại lợi nhuận ròng dương sau một khoản lỗ lớn vào năm 2023

- Về FPT Shop, chúng tôi dự đoán doanh thu thuần sẽ tăng trưởng +8,7% YoY sau một năm sụt giảm lịch sử song song với làn sóng phục hồi CNTT-TT/Điện máy vào năm 2024.
- Chuỗi bán lẻ này sẽ lấy lại lợi nhuận ròng dương sau một khoản lỗ lớn vào năm 2023, do (1) “cuộc chiến giá cả CNTT-TT” giảm bớt, (2) chính sách chủ động tối ưu hóa chi phí bằng cách đóng cửa số lượng tương đối các cửa hàng kém hiệu quả trong năm 2023, (3) đa dạng hóa danh mục sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn như là thiết bị gia dụng và (4) giảm “lãi suất vay”

Long Châu tiếp tục vai trò dẫn dắt tăng trưởng FRT trong năm 2024

- Long Châu đang nỗ lực giành thị phần dược phẩm bán lẻ từ mô hình cửa hàng truyền thống bằng cách tích cực mở rộng cửa hàng trên toàn quốc và nhiều chiến lược giá/sản phẩm hướng đến lợi ích người tiêu dùng trong năm 2023 và kỳ vọng sẽ tăng cường hơn nữa trong năm nay. Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và LNST của Long Châu lần lượt đạt 62%, 128% YoY vào năm 2024.

Định giá của FRT gắn chặt với triển vọng mở rộng doanh thu của Long Châu sang các tỉnh cấp 2, -3

- Chúng tôi cho rằng Long Châu sẽ được điều chỉnh lại mức P/S mục tiêu nếu có những con số ấn tượng hơn dự báo (doanh số trên mỗi cửa hàng và tổng số cửa hàng) xung quanh chiến lược thống trị ngành bán lẻ dược phẩm nông thôn Việt Nam.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Long Châu không đánh chiếm thị trường nông thôn tốt như mong đợi;
- Sự mở rộng nhanh chóng của các nhà bán lẻ dược phẩm khác như Pharmacy, An Khang, Trung Sơn Pharma.

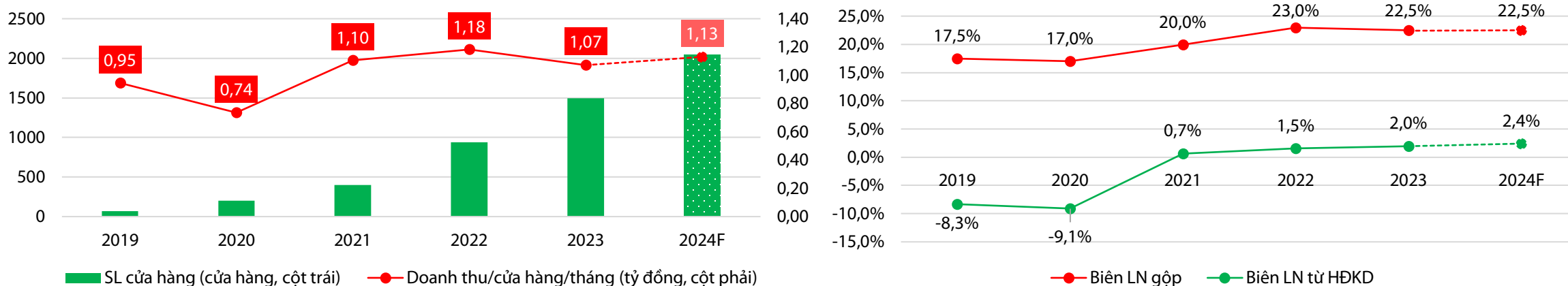
Hình 1. Trong bối cảnh doanh số CNTT-TT tăng trưởng khiêm tốn, FPT Shop tập trung tối ưu hóa chi phí bằng một số chiến lược: đóng cửa hàng loạt cửa hàng vào năm 2023 và không có kế hoạch mở rộng vào năm 2024, cơ cấu sản phẩm (thêm thiết bị gia dụng) kết hợp với sự đi đầu từ cuộc chiến giá cả, FPT Shop sẽ lấy lại lợi nhuận dương trong năm 2024



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

Hình 2. Long Châu sẽ mở rộng phạm vi phủ sóng sang các tỉnh cấp 2, -3 với tốc độ mở cửa hàng tương tự như năm 2023, chúng tôi cho rằng doanh thu của các cửa hàng mới đạt 75% so với các cửa hàng cũ (đạt SSSG +4,5% vào năm 2024). Cùng với việc tiếp tục tối ưu hóa chi phí trong hệ thống hoạt động, Long Châu sẽ đạt mức tăng trưởng vững chắc cả về Doanh thu và LNST.



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

Nhà bán lẻ non trẻ như Long Châu thường được định giá theo phương pháp P/S do quy mô doanh thu là yếu tố quyết định sự phát triển của công ty trong dài hạn. Hơn nữa, Long Châu cũng đã có lãi dương kể từ năm 2019 (chỉ sau một năm hoạt động), cho thấy tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận song song với việc doanh thu mở rộng của chuỗi.

Chúng tôi điều chỉnh tăng P/S mục tiêu năm 2024 của Long Châu từ 0,60x lên 0,85x (*) vì chúng tôi kỳ vọng Long Châu sẽ mở rộng số lượng cửa hàng mạnh mẽ hơn kết hợp với việc duy trì doanh thu ổn định trên mỗi cửa hàng ở khu vực nông thôn. Năm 2024, FRT không mở rộng chuỗi FPT Shop mà tập trung vốn vào củng cố chuỗi Long Châu, bao gồm nhà thuốc và trung tâm vắc xin.

Sau khi thao túng hầu hết kênh MT, bước đi này được coi là nỗ lực khẳng định sự thống trị của hãng trước vô số cửa hàng dược phẩm truyền thống ở các tỉnh cấp 2, -3. **Chúng tôi cho rằng khu vực nông thôn là mảnh đất màu mỡ cho Long Châu về lâu dài với những đặc điểm sau:**

- Với hơn 60% dân số Việt Nam sống ở khu vực nông thôn và đặc điểm phân tán của thị trường bán lẻ dược phẩm tại các tỉnh này, cho thấy dư địa rất lớn cho sự phát triển hơn nữa của Long Châu trong những năm tới.
- Long Châu liên tục cải tiến các chiến lược kinh doanh gây ấn tượng mạnh đối với khách hàng, tạo sự khác biệt với các cửa hàng dược phẩm khác trên cả kênh thương mại tổng hợp (GT) và kênh thương mại hiện đại (MT).

Đáng chú ý, P/S mục tiêu này vẫn thấp hơn so với các công ty cùng ngành ở châu Á (1,0-1,6x). Chúng tôi cho rằng Long Châu sẽ được điều chỉnh lại mức P/S mục tiêu nếu có những con số kinh doanh ấn tượng hơn dự báo (doanh số trên mỗi cửa hàng và tổng số cửa hàng) liên quan đến chiến lược thống trị ngành bán lẻ dược phẩm nông thôn Việt Nam thời gian tới. (Bảng 1)

Bảng 1. Các chuỗi bán lẻ dược phẩm trong khu vực

Doanh nghiệp	Vốn hóa thị trường	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	ROE (%)	ROA (%)	Tăng trưởng doanh thu trượt 12T (%)	Tăng trưởng EPS trượt 12T (%)	Biên LN gộp	Biên LN ròng	P/E	P/S	P/B	Leverage Beta
Apollo Hospital	869.725	144	13,9	5,9	13	(22)	48	4,9	106	5,2	14,0	0,8
Yifeng Pharmacy	39.210	1.011	16,5	7,0	26	42	40	6,4	27	1,7	4,2	0,7
Welcia Holdings	570.684	210	11,7	4,8	8	(3)	31	2,4	21	0,5	2,4	0,6
DaShenLin Pharma	24.770	1.139	20,0	6,5	26	41	38	4,9	20	1,1	3,6	0,8
Tsuruha Holdings	565.380	50	9,6	4,9	7	15	30	2,6	21	0,6	2,0	0,7
Laobaixing Pharma	17.115	585	13,7	4,3	23	18	32	3,9	19	0,8	2,6	1,0
Shanghai No 1	83.228	120	3,4	1,8	21	(51)	22	1,1	167	1,8	5,6	0,8
MedFirst	2.278	223	13,7	6,1	1	44	21	5,4	18	1,0	2,3	1,1
LongChau					65	188	23	0,8				
TRUNG BÌNH			12,8	5,2	16	10	33	3,9	50	1,6	4,6	0,8
TRUNG VI			13,7	5,4	17	16	31	4,4	21	1,1	3,1	0,8

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt (tại ngày 08/03/2024)

Bảng 2. Tóm tắt định giá FRT

Đơn vị: Tỷ đồng	Phương pháp định giá	% Tỷ trọng	Giá cổ phiếu
FPT Shop	5Y FCFF (WACC: 10,6%, g: 2,0%)	100%	15.300
Long Châu	10Y FCFF (WACC: 10,6%, g: 2,0%)	40%	85.700
	P/S @ 0,85x 2024F SPS	60%	149.846
Giá mục tiêu (đồng)			139.500
Giá thị trường (đồng) (04/04/2024)			149.000
Tỷ suất sinh lời (%)			-6,5%
GMT / 2024F EPS			59,7
GMT / 2025F EPS			30,5

Nguồn: CTCK Rồng Việt



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

