

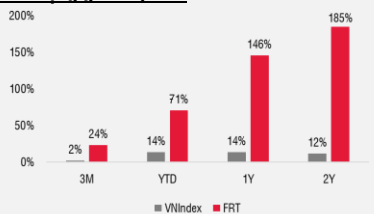
Công ty Cổ phần Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (FRT: HOSE)

Ngày báo cáo: 09/07/2024
NGÀNH: HÀNG TIÊU DÙNG
CVPT cao cấp: Nguyễn Trần Phương Nga
Email: ngantp@ssi.com.vn
SĐT: +84-28 3636 3688 ext. 3050

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**
Giá mục tiêu 1Y: **211.000 Đồng**
Giá CP ngày 09/07/2024: 181.900 Đồng
% Tăng giá: **+16%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 983
Giá trị vốn hoá (tỷ VND): 24.932
Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 136
KLGD trung bình 3 tháng (cp): 772.696
Giá cao/thấp nhất 52T (1000 Đ): 183/68,2
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 124,8
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 36,1
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0

Biên động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

FPT Retail (FPTshop.com) là một trong những công ty con của CTCP FPT (FPT: HSX). Công ty là một trong hai nhà bán lẻ CNTT-TT lớn nhất Việt Nam, được thành lập 5 năm kể từ năm 2012, gia nhập thị trường sau Nguyễn Kim (1996) và Thegioioidong (2004). Tính tại thời điểm cuối năm 2022, FRT có 786 cửa hàng FPY Shop và 937 cửa hàng Long Châu. Trong thời gian tới, FRT tập trung mở mới cửa hàng Long Châu đồng thời duy trì mạng lưới cửa hàng FPT Shop hiện tại.

Lợi nhuận quay lại xu hướng tăng trưởng tích cực

Trong khi FPT Shop lỗ lớn trong năm 2023 do tiêu dùng yếu và cuộc chiến giá cả gay gắt giữa các nhà bán lẻ để giải phóng hàng tồn kho, ngược lại, Long Châu có kết quả kinh doanh tích cực với doanh thu và biên lợi nhuận đều tăng trong năm 2023. Trong năm 2024-2025, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của FPT Shop sẽ quay trở lại xu hướng tích cực sau khi các công ty lớn trên thị trường đều giảm hàng tồn, đồng thời Long Châu sẽ tiếp tục ghi nhận kết quả tích cực nhờ hoạt động mở mới và biên lợi nhuận mở rộng.

Công ty vẫn sẽ tiếp tục mở các nhà thuốc mới trong năm 2024-2025 (400 cửa hàng/năm) để giành thị phần từ các nhà thuốc quy mô nhỏ hơn, chủ yếu là nhà thuốc tư nhân và nhà thuốc bệnh viện, chiếm hơn 85% tổng thị trường nhà thuốc. Mặc dù công ty mới tham gia vào mảng kinh doanh vắc xin, chúng tôi dự báo lợi nhuận của Long Châu vẫn có thể cải thiện do tốc độ mở trung tâm vắc xin mới khá hạn chế (100-150 trung tâm vắc xin vào năm 2024-2025) và gánh nặng chi phí tài chính sẽ giảm bớt trong thời gian tới nhờ lãi suất giảm. FRT ghi nhận lợi nhuận trở lại trong Q1/2024 (lợi nhuận ròng đạt 61 tỷ đồng) sau 3 quý lỗ liên tiếp. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của FRT trong năm 2024-2025 lần lượt là 360 tỷ đồng (so với mức lỗ 329 tỷ đồng vào năm 2023) và 511 tỷ đồng (+42% svck).

Tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao là điểm đáng lo ngại chính của FRT. Tuy nhiên, áp lực tài chính của FRT đã giảm bớt, thể hiện qua sự cải thiện trong tỷ lệ thanh toán lãi vay (2,5x vào Q1/2024 so với 0,5x tại Q4/2023 và 1,0x tại Q1/2023) nhờ chi phí vay thấp hơn (-350 điểm cơ bản svck và -100 điểm cơ bản so với quý trước trong Q1/2024) và lợi nhuận được cải thiện. Với chi phí vay thấp hơn, Long Châu có thể đẩy nhanh tốc độ mở mới các trung tâm vắc xin. FRT cũng có kế hoạch huy động vốn để mở rộng quy mô hoạt động kinh doanh vắc xin. Công ty đặt kế hoạch tăng 10% vốn cổ phần thông qua phương thức phát hành riêng lẻ vào cuối năm 2024. Chúng tôi nâng hệ số P/E mảng CNTT (từ 9x đến 11x), vì chúng tôi nhận thấy kết quả kinh doanh đã cải thiện và mức tồn kho an toàn hơn trong Q1/2024. Vì Long Châu hiện mang lại lợi nhuận ổn định và chuỗi này là động lực tăng trưởng chính cho FRT trong dài hạn nên chúng tôi hiện sử dụng DCF để định giá. Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới cho cổ phiếu FRT là **211.000 đồng** (từ 139.000 đồng) và duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu FRT. Chuỗi cửa hàng Long Châu chiếm 98% định giá FRT và 91% lợi nhuận dự kiến năm 2025 (so với chỉ 10% vào năm 2022). Do đó, chúng tôi xem FRT như công ty bán lẻ dược phẩm.

Quan điểm ngắn hạn: Về giá trị tuyệt đối, lợi nhuận Q2/2024 và Q3/2024 có thể không cao như Q1/2024 do tính chất thời vụ, nhưng vẫn sẽ ghi nhận lợi nhuận dương so với khoản lỗ của năm trước (-215 tỷ đồng trong Q2/2023 và -13 tỷ đồng trong Q3/2023). Đối với FRT, mùa cao điểm sẽ rơi vào Q4 và Q1.

Quan điểm dài hạn: Tăng trưởng lợi nhuận trong 1-3 năm tới có thể sẽ được thúc đẩy nhờ việc mở rộng mạng lưới nhà thuốc Long Châu. Với tỷ lệ thâm nhập nhà thuốc hiện đại dưới mức 15% như hiện nay, Long Châu vẫn có thể mở 400-500 cửa hàng trong vài năm tới. Công ty dự kiến sẽ có khoảng 3.000 cửa hàng trong dài hạn (so với 1.587 cửa hàng tính đến Q1/2024). Hoạt động kinh doanh vắc xin có triển vọng dài hạn nhưng quy mô thị trường vắc xin còn nhỏ so với quy mô thị trường thuốc (FRT ước tính quy mô thị trường vắc xin khoảng 667 triệu USD trong năm 2023, trong khi theo dữ liệu IQVIA ước tính quy mô thị trường thuốc là 8,5 tỷ USD trong năm 2023).

	PP định giá	Giá trị DN	FRT sở hữu	Tỷ đồng
FPT Shop	P/E	519	100%	519
Long Châu	DCF	37.691	75%	28.268
Định giá FRT				28.787
SPCPLH (triệu cp)				136
Giá mục tiêu (VND)				211.296

Nguồn: SSI Research

Tiềm năng tăng giá:

- FRT hiện đang làm việc với các công ty bảo hiểm tư nhân để cung cấp dịch vụ bổ sung cho khách hàng. Thông thường phải mất 15-30 ngày để khách hàng được các công ty bảo hiểm tư nhân hoàn trả tiền bảo hiểm. Long Châu sẽ thay mặt khách hàng yêu cầu bảo hiểm để khách hàng được hoàn trả tiền bảo hiểm trong vòng 24 giờ thay vì phải chờ 15-30 ngày. Nếu triển khai thành công sẽ tạo nên sự khác biệt cho Long Châu so với các nhà thuốc thương mại hiện đại khác, từ đó giúp tăng thêm thị phần.
- FRT cũng đang làm việc với các bệnh viện công để cho phép bệnh nhân tham gia bảo hiểm y tế quốc gia mua thuốc từ nhà thuốc Long Châu nếu thuốc được bảo hiểm y tế chi trả và thuốc không có sẵn tại bệnh viện mà bác sĩ kê đơn. Nếu thực hiện thành công sẽ giúp các nhà thuốc ngoài bệnh viện giành được thị phần từ các nhà thuốc bệnh viện. Tuy nhiên, việc đàm phán với các bệnh viện công dự kiến sẽ mất nhiều thời gian.

Rủi ro giảm giá:

- Bộ Y tế đặt mục tiêu tăng cường tỷ lệ tiêm chủng trong dài hạn. Do đó, Chương trình Tiêm chủng Mở rộng có thể mở rộng phạm vi tiêm chủng với nhiều loại vắc xin hơn và các nhà cung cấp dịch vụ tiêm chủng tư nhân có thể mất thị phần. Tuy nhiên, điều đó còn phụ thuộc vào việc các công ty Việt Nam có sản xuất được loại vắc xin đó hay không do gánh nặng tài chính đối với ngân sách nhà nước vẫn là một mối bận tâm.
- Nhu cầu yếu đối với sản phẩm điện thoại & điện máy kéo dài sẽ ảnh hưởng đến cả doanh thu và biên lợi nhuận của FPT Shop.
- Rủi ro liên quan đến việc vận hành các trung tâm vắc xin như xử lý sốc phản vệ và đảm bảo nhiệt độ bảo quản vắc xin.

	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	22.495	30.166	31.849	40.417	47.648
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	444	398	-329	360	511
Tăng trưởng LN ròng (%)	4244,8%	-10,3%	-182,7%	N.a	42,0%
EPS (VND)	3.257	2.865	-2.537	2.025	2.853
ROE (%)	30,6%	21,4%	-17,5%	19,0%	21,9%
Tỷ lệ nợ/VCSH	3,6	2,62	4,72	3,52	3,3
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	1%	0%	0%	0%
P/E (x)	17,8	20,9	-42,2	84,9	60,3
P/B (x)	4,8	4,1	9,1	12,5	10,4
EV/EBITDA (x)	16,0	16,1	92,0	42,0	32,7

Nguồn: SSI Research

Nhìn lại KQKD Q1/2024

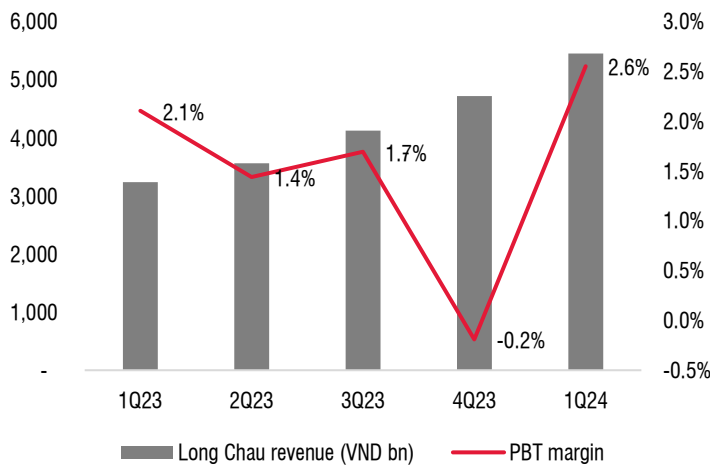
Tỷ đồng	1Q24	1Q23	YoY	4Q23	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							1Q24	1Q23	4Q23	2023
Doanh thu thuần	9.041,7	7.752,9	16,6%	8.690,0	4,0%	24,2%				
Lợi nhuận gộp	1.807,3	1.186,4	52,3%	1.522,6	18,7%		20,0%	15,3%	17,5%	16,2%
Lợi nhuận hoạt động	127,4	72,8	75,1%	3,8	3229,3%		1,4%	0,9%	0,0%	-0,2%
EBIT	149,2	87,5	70,6%	-33,3	N.a		1,7%	1,1%	-0,4%	0,0%
EBITDA	222,9	166,6	33,8%	37,1	500,8%		2,5%	2,1%	0,4%	0,7%
Lợi nhuận trước thuế	88,7	2,1	4186,5%	-97,2	N.a	71,0%	1,0%	0,0%	-1,1%	-0,9%
Lợi nhuận ròng	60,7	2,1	2831,1%	-103,5	N.a		0,7%	0,0%	-1,2%	-1,0%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	38,8	-5,1	N.a	-100,9	N.a		0,4%	-0,1%	-1,2%	-1,1%

Nguồn: FRT, SSI Research

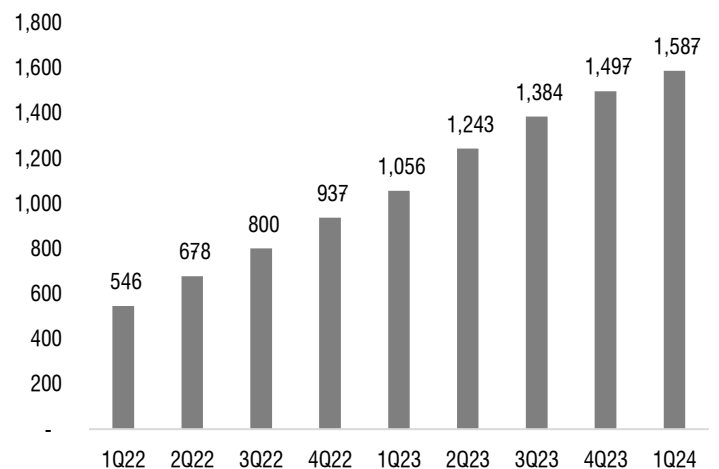
Trong Q1/2024, FRT đạt 9 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần (+17% svck), trong khi LNTT đạt mức đáng kể là 89 tỷ đồng (+4.187% svck) nhờ tỷ trọng đóng góp lợi nhuận đáng kể từ chuỗi nhà thuốc Long Châu. Trong khi đó, FPT Shop vẫn lỗ trong Q1/2024 dù mức lỗ đã thu hẹp so với Q1/2023 và Q4/2023 (Q1/2024 lỗ 51 tỷ đồng so với mức lỗ 88 tỷ đồng trong Q4/2023). Theo đó, FRT đã hoàn thành lần lượt 24% và 71% kế hoạch doanh thu và LNTT năm 2024.

Nhà thuốc Long Châu (chiếm 61% doanh thu Q1/2024):

Biểu đồ 1: Kết quả kinh doanh của Long Châu



Biểu đồ 2: Số lượng cửa hàng Long Châu



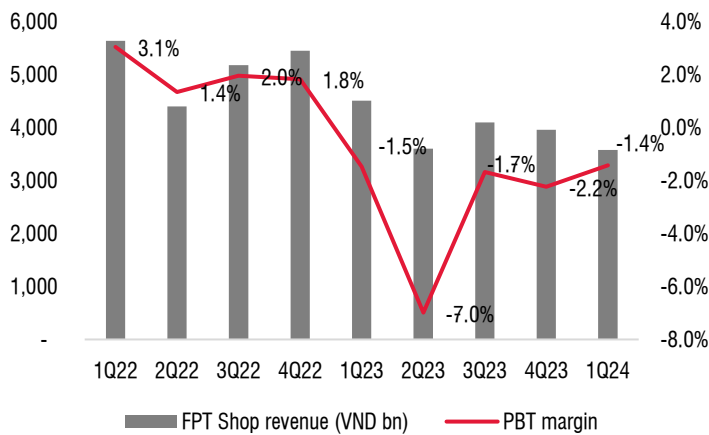
Nguồn: FRT, SSI Research

- **Doanh thu tăng mạnh lên 5,5 nghìn tỷ đồng (+68% svck)**, nhờ thế mạnh cốt lõi là có mạng lưới cửa hàng lớn hơn và SSSG tăng. Doanh thu/tháng/cửa hàng đạt 1,2 tỷ đồng (+10% svck) trong Q1/2024. Mặc dù có nhiều cửa hàng hơn ở khu vực nông thôn nhưng doanh thu/cửa hàng vẫn tăng do khu vực nông thôn ít cạnh tranh hơn.

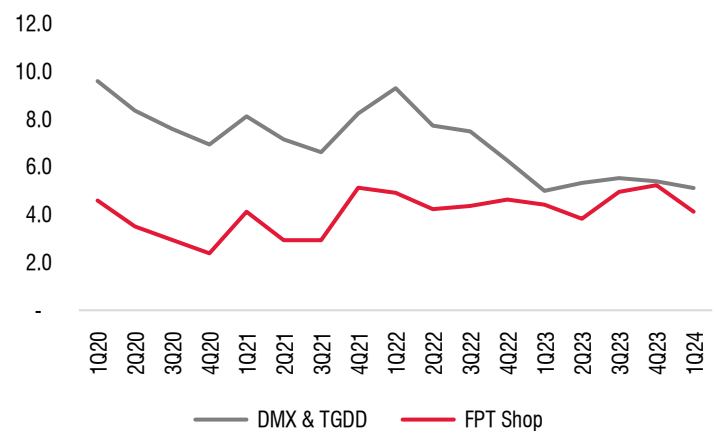
- Công ty đã mở 90 cửa hàng mới trong Q1/2024, phù hợp với kế hoạch mở 400 cửa hàng mới vào năm 2024.
- Biên lợi nhuận trước thuế của Long Châu tăng lên 2,6% trong Q1/2024 (so với 1,4% trong Q1/2023) nhờ quy mô lớn hơn. Trong khi đó, biên lợi nhuận được cải thiện so với quý trước (2,6% trong Q1/2024 so với 0,2% trong Q4/2023) nhờ tác động từ mùa vụ, cụ thể như sau: (1) ghi nhận tiền thưởng cho nhân viên trong Q4/2023 và (2) doanh thu thực phẩm chức năng trong quý 1 cao hơn do người tiêu dùng thường mua loại sản phẩm này trước Tết Nguyên đán.

FPT Shop (đóng góp 39% doanh thu Q1/2024):

Biểu đồ 3: Kết quả kinh doanh của FPT Shop



Biểu đồ 4: Hàng tồn kho tại chuỗi cửa hàng



Nguồn: FRT, SSI Research

- Tổng doanh thu đạt 3,6 nghìn tỷ đồng (-21% svck, kém hơn so với kết quả hoạt động của đối thủ cạnh tranh MWG, khi riêng mảng điện thoại & điện máy đã đạt mức tăng trưởng doanh thu 7% svck trong Q1/2024). Doanh thu FPT Shop giảm 21% svck do tỷ trọng của điện thoại di động lớn (khoảng 60-70% doanh thu của FPT Shop) trong khi nhu cầu vẫn yếu, trong khi thiết bị gia dụng chỉ chiếm 5% tổng doanh thu trong Q1/2024.
- Trong Q1/2024, công ty đóng cửa 12 cửa hàng FPT Shop hoạt động kém hiệu quả để tối ưu hóa chi phí, phù hợp với kế hoạch đóng cửa 50 cửa hàng vào năm 2024.
- Biên lợi nhuận trước thuế nhích nhẹ chỉ -1,4% trong Q1/2024 (so với -1,5% trong Q1/2023 và -2,2% trong Q4/2023) nhờ tối ưu hóa chi phí và cạnh tranh về giá ít gay gắt hơn do 2 công ty lớn nhất đã giảm hàng tồn kho (xem biểu đồ 4). Hàng tồn kho của FPT Shop đã giảm so với mức đỉnh vào Q4/2023, mặc dù số dư hàng tồn kho trong Q1/2024 có thể vẫn ở mức cao so với mức bình quân 3 năm.

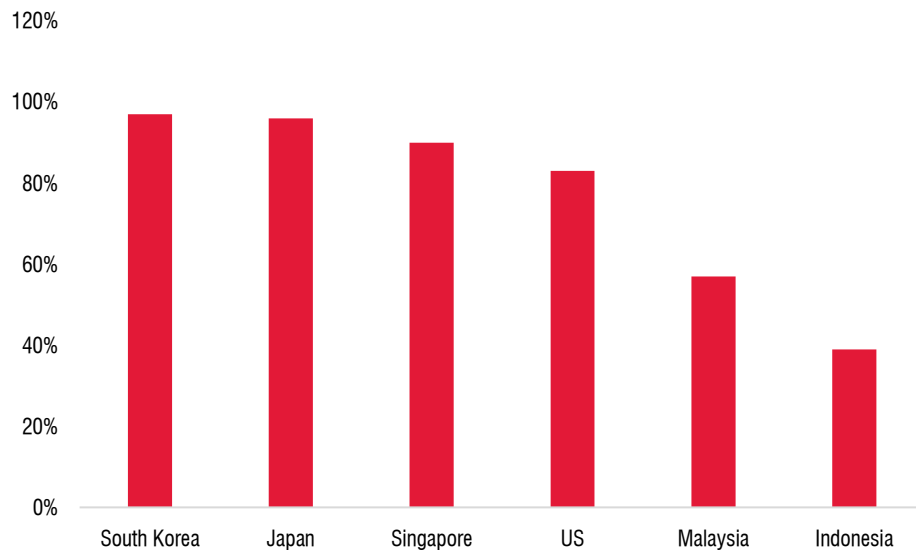
Chi phí tài chính ròng giảm xuống 35 tỷ đồng (-50% svck) do lãi suất vay thấp hơn nhiều (2,15%-4% trong Q1/2024 so với 4%-9% trong nửa đầu năm 2023), điều này càng giúp FRT phục hồi lợi nhuận.

Hoạt động kinh doanh vắc xin tại Việt Nam

Quy mô thị trường vắc xin năm 2023 tại Việt Nam đạt 16 nghìn tỷ đồng (+14% svck, theo FRT), trong đó Chương trình Tiêm chủng mở rộng (TCMR, chương trình tiêm chủng miễn phí do Chính phủ cung cấp) đã đóng góp 900 tỷ đồng (chúng tôi ước tính dựa trên ngân sách được Bộ Y tế phân bổ cho giai đoạn 2021-2025). Trong khi tỷ lệ tiêm chủng cho các bệnh trong chương trình TCMR đạt 93-97% vào năm 2017 (dữ liệu của WHO), thì các bệnh chưa được đưa vào chương trình TCMR vẫn có tỷ lệ tiêm chủng thấp (theo ban lãnh đạo dưới 5%). Chúng tôi cho rằng nhu cầu vắc xin có thể duy trì trường ổn định trong những năm tới nhờ nhu cầu gia tăng đối với các chủng loại vắc xin chính như vắc xin ngừa HPV, vắc xin phế cầu khuẩn và vắc xin ngừa cúm (chiếm 33%, 22% và 10% trong tổng thị trường vắc xin tại Việt Nam) do tỷ lệ tiêm chủng thấp ở Việt Nam (theo ban lãnh đạo dưới 5%), vì các loại vắc xin này chưa được đưa vào chương trình TCMR.

- COVID-19 làm tăng nhu cầu vắc-xin phòng ngừa các bệnh liên quan đến phổi.** Viêm phổi là một trong những biến chứng ở phổi do Covid-19 gây ra. Theo nghiên cứu do Bộ Y tế Nhật Bản công bố, COVID-19 thực sự đã làm tăng nhu cầu tiêm phòng phế cầu khuẩn ở Nhật Bản. Với tỷ lệ tiêm phòng phế cầu khuẩn ở Việt Nam hiện nay còn thấp và nhu cầu về vắc xin phế cầu khuẩn để ngăn ngừa các biến chứng về phổi sau đại dịch COVID-19 dự kiến sẽ tăng lên, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu vắc xin phế cầu khuẩn sẽ tăng trưởng ổn định trong những năm tới.

Biểu đồ 5: Tỷ lệ tiêm phòng vắc-xin phế cầu khuẩn

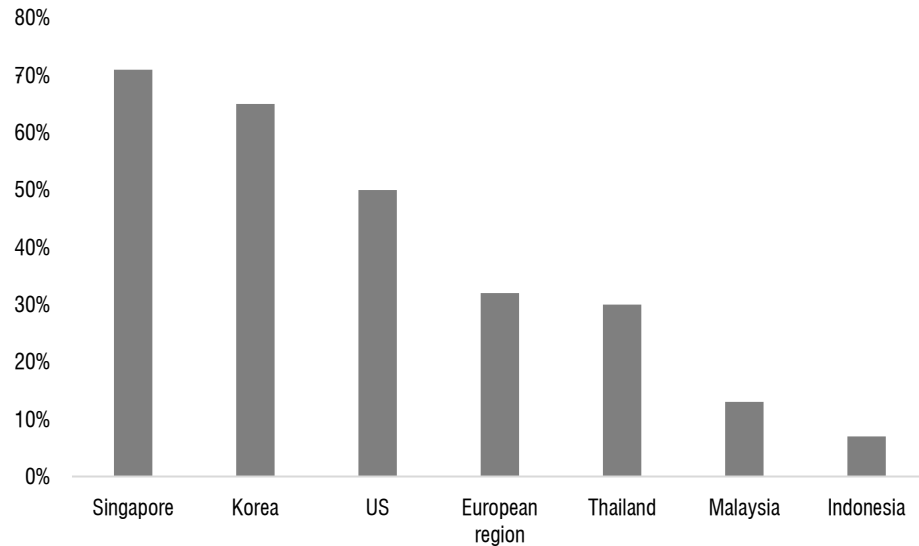


Nguồn: WHO, dữ liệu năm 2022

- Mở rộng độ tuổi tiêm vắc xin ngừa HPV.** Vắc xin ngừa HPV (dùng để phòng ngừa ung thư cổ tử cung) chiếm khoảng 33% tổng nhu cầu vắc xin tại Việt Nam. Tỷ lệ tiêm chủng ngừa HPV ở Việt Nam mới dưới 5% (theo FRT), trong khi con số này ở các nước khác cao hơn nhiều (xem **biểu đồ 6**). Vào tháng 5/2024, Bộ Y tế đã mở rộng độ tuổi chỉ định bao gồm phụ nữ từ 27 đến 45 tuổi (so với độ tuổi trước đó là từ 9 đến 26). Trong khi vắc xin ngừa HPV là loại vắc xin đắt nhất ở Việt Nam, việc mở rộng độ tuổi có thể giúp những phụ nữ lớn tuổi chưa đủ khả năng tài chính tiêm vắc xin trước 26 tuổi được tiêm vắc xin ở độ tuổi cao hơn. Với

tỷ lệ tiêm chủng hiện nay còn thấp và độ tuổi chỉ định ngày càng mở rộng, chúng tôi dự báo nhu cầu về loại vắc xin này sẽ tăng đáng kể trong tương lai.

Biểu đồ 6: Tỷ lệ tiêm vắc xin ngừa HPV



Nguồn: WHO, dữ liệu năm 2022

- Vắc xin mới giúp tăng thêm quy mô thị trường:** Bộ Y tế đã cấp phép cho 3 loại vắc xin mới tại Việt Nam vào tháng 5/2024. Đó là vắc xin phòng bệnh sốt xuất huyết (Qdenga), bệnh zona thần kinh (Shingrix) và phế cầu khuẩn (Pneumovax 23). Trong khi Pneumovax 23 là phiên bản cải tiến hơn của vắc xin phế cầu khuẩn hiện có tại thị trường Việt Nam, thì Qdenga và Shingrix là các loại vắc xin mới có mặt tại thị trường Việt Nam.
- Tình trạng quá tải tại các bệnh viện công làm thay đổi hành vi của người dân theo hướng phòng bệnh hơn là chữa bệnh.** Đối với một số loại bệnh (như cúm, sốt xuất huyết, rotavirus), tiêm chủng có thể giúp giảm tỷ lệ nhập viện. Những loại vắc xin đó sẽ được khuyến nghị cho những người sống ở khu vực nông thôn có cơ sở chăm sóc sức khỏe còn hạn chế. Giảm tỷ lệ nhập viện không chỉ giúp giảm bớt tình trạng quá tải tại các bệnh viện công mà còn giảm bớt gánh nặng tài chính cho người bệnh.

Trong bối cảnh nhu cầu về vắc xin ngày càng tăng, chúng tôi tin rằng các trung tâm vắc xin tư nhân sẽ có vị thế tốt hơn các trung tâm vắc xin công để đạt tăng trưởng, nhờ có nhiều lựa chọn vắc xin hơn và cơ sở bảo quản lạnh tiên tiến hơn, những yếu tố rất quan trọng để đảm bảo chất lượng vắc xin. Chương trình TCMR đáp ứng nhu cầu tiêm chủng nhất định cho trẻ em. Tuy nhiên, các bậc phụ huynh có xu hướng lựa chọn phòng tiêm chủng dịch vụ vì:

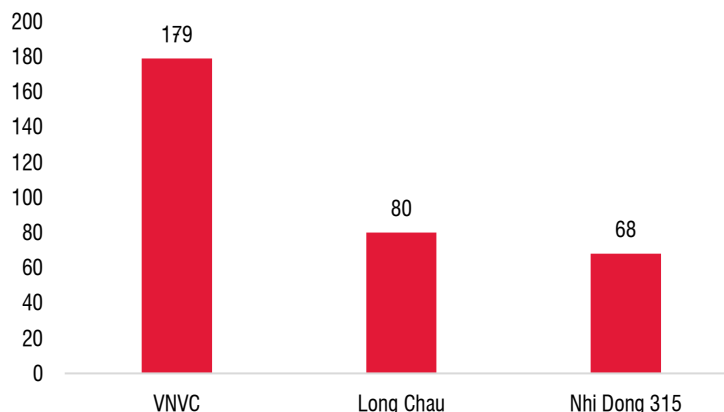
- Ưu tiên vắc xin nhập khẩu hơn vắc xin sản xuất trong nước:** Theo Bộ Y tế, Chương trình tiêm chủng mở rộng bao gồm 12 loại vắc xin, trong đó có 10 loại vắc xin được sản xuất trong nước. Để tiết kiệm chi phí, Chương trình Tiêm chủng mở rộng sẽ lựa chọn vắc xin sản xuất trong nước nếu Việt Nam sản xuất được loại vắc xin đó. Trong khi đó, các bậc phụ huynh có xu hướng lựa chọn vắc xin nhập khẩu vì chất lượng tốt hơn dù giá thành cao hơn nhiều.

- **Thiếu vắc xin và quá tải tại các cơ sở tiêm chủng công lập:** Trẻ em thường phải tuân thủ chặt lịch tiêm chủng ngay từ khi mới sinh, trong khi đó việc cung cấp vắc xin tại các cơ sở tiêm chủng công lập có thể không đáp ứng kịp thời nhu cầu. Vấn đề quá tải là mối lo ngại lớn nhất trong vài năm qua, khiến các bậc phụ huynh phải tìm kiếm giải pháp thay thế là tiêm dịch vụ. Các cơ sở tiêm chủng dịch vụ có dịch vụ đăng ký và đóng phí vắc xin trước để đảm bảo đúng lịch tiêm chủng.
- **Chương trình TCMR không đủ bao phủ:** Do nguồn lực hạn chế, chương trình TCMR có thể chưa bao gồm một số loại vắc xin dành cho người lớn (ví dụ như vắc xin phế cầu khuẩn, vắc xin vừa HPV, vắc xin sốt xuất huyết...) và một số loại vắc xin dành cho trẻ em (ví dụ như vắc xin cúm, vắc xin rotavirus, vắc xin sốt xuất huyết...). Vì vậy, người tiêu dùng có thể lựa chọn các cơ sở tiêm dịch vụ.

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng trung tâm tiêm chủng tư nhân sẽ có cơ hội phát triển cùng với sự gia tăng nhu cầu tiêm chủng (tăng trưởng 10-15% trong vài năm tới) và xu hướng lựa chọn dịch vụ tiêm chủng tư nhân thay vì tiêm chủng tại cơ sở công lập.

Trong số các trung tâm khám tiêm chủng tư nhân, VNVC (CTCP Vaccin Việt Nam) hiện là công ty lớn nhất với 179 trung tâm tiêm chủng tính đến tháng 5/2024. Tiếp theo đó là Long Châu và Nhi Đồng 315 với lần lượt 80 và 68 trung tâm tiêm chủng.

Biểu đồ 7: Số lượng trung tâm vắc xin theo chuỗi



Nguồn: SSI tổng hợp

Long Châu bắt đầu mở trung tâm vắc xin từ Q4/2023 và mảng này vẫn ghi nhận lỗ do các khoản chi phí ban đầu. Tuy nhiên, FRT cho rằng nhu cầu tiêm chủng có thể vẫn tăng trong dài hạn nên quyết định nhân rộng mô hình này bắt đầu từ năm 2024. Công ty đặt mục tiêu có 100 trung tâm vắc xin vào cuối năm 2024, sau đó mở 100-150 trung tâm vắc xin mỗi năm vào năm 2025-2026. Trung tâm vắc xin Long Châu dự kiến sẽ được mở cạnh nhà thuốc Long Châu để thu hút khách hàng hiện có. Tính đến tháng 5/2024, FRT có 80 trung tâm vắc xin, phủ sóng 37/63 tỉnh thành trên khắp cả nước. Là doanh nghiệp đi sau, Long Châu có thể sẽ phải mất một thời gian để gây dựng được chuyên môn và niềm tin đối với khách hàng. Tuy nhiên, Long Châu có một số điểm mạnh như sau:

- Tận dụng 16 triệu khách hàng và mạng lưới nhà thuốc trên toàn quốc, Long Châu có thể bán chéo dịch vụ vắc xin. Trong khi 3 chuỗi vắc xin cung cấp dịch vụ cho mẹ và bé, trung tâm vắc xin Long Châu có thể sẽ có lượng khách hàng lớn hơn nhờ tận dụng nguồn khách hàng hiện có từ nhà thuốc Long Châu. Khách hàng hiện tại của Long Châu là những người trưởng thành mắc bệnh mãn tính, hệ thống miễn dịch bị suy giảm. Do đó, những khách hàng này được khuyến khích tiêm chủng ngừa các bệnh có thể phòng ngừa được, chẳng hạn như bệnh viêm phổi và cúm để các bệnh này không làm suy giảm hệ thống miễn dịch của bệnh nhân.
- Với khả năng quản lý số lượng lớn cửa hàng trên khắp các tỉnh thành cả nước, FRT có thể nhanh chóng mở rộng quy mô kinh doanh mới để bắt kịp VNVC.

Việc vận hành các trung tâm vắc xin có một số rủi ro nhất định như sau:

- Xử lý sốc phản vệ sau tiêm chủng rất phức tạp và cần có chuyên môn. Trong trường hợp này, các bệnh viện tuyến đầu có thể xử lý sốc phản vệ, trong khi các trung tâm/trạm y tế tiêm chủng công và tư thiếu chuyên môn và cơ sở vật chất để xử lý các trường hợp này.
- Vắc xin phải được bảo quản ở nhiệt độ đúng chuẩn. Việt Nam thường xuyên phải đối mặt với tình trạng mất điện, ảnh hưởng đến chất lượng vắc xin, thậm chí có trường hợp dẫn đến sốc phản vệ sau tiêm chủng. Long Châu có phương tiện bảo quản vắc xin cũng như thiết bị lưu trữ điện phù hợp để đảm bảo nhiệt độ cần thiết cho vắc xin dù mất điện.

Triển vọng năm 2024-2025

Trong khi FPT Shop lỗ lớn trong năm 2023 do tiêu dùng yếu và cuộc chiến giá cả gay gắt giữa các nhà bán lẻ để giải phóng hàng tồn kho, ngược lại, Long Châu có kết quả kinh doanh tích cực với doanh thu và biên lợi nhuận đều tăng trong năm 2023. Trong năm 2024-2025, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của FPT Shop sẽ quay trở lại xu hướng tích cực sau khi các công ty lớn trên thị trường đều giảm hàng tồn đồng thời Long Châu sẽ tiếp tục ghi nhận kết quả tích cực nhờ hoạt động mở mới và biên lợi nhuận mở rộng. Công ty vẫn sẽ tiếp tục mở các nhà thuốc mới trong năm 2024-2025 (400 cửa hàng/năm) để giành thị phần từ các nhà thuốc quy mô nhỏ hơn, chủ yếu là nhà thuốc tư nhân và nhà thuốc bệnh viện, hiện chiếm hơn 85% tổng thị trường nhà thuốc. Mặc dù công ty mới tham gia vào mảng tiêm chủng, chúng tôi dự báo lợi nhuận của Long Châu vẫn có thể cải thiện do tốc độ mở trung tâm vắc xin mới khá hạn chế (100-150 trung tâm vắc xin vào năm 2024-2025) và gánh nặng chi phí tài chính sẽ giảm bớt trong thời gian tới nhờ lãi suất giảm.

FPT Shop:

- Chúng tôi ước tính công ty sẽ đóng cửa 50 cửa hàng FPT Shop vào năm 2024 và duy trì số lượng cửa hàng trong năm 2025. Mặc dù có ít cửa hàng hơn nhưng chúng tôi kỳ vọng doanh thu của FPT Shop sẽ phục hồi lên 16,7 nghìn tỷ đồng (+3% svck) và 17,7 nghìn tỷ đồng (+6% svck) trong năm 2024-2025 cùng với sự phục hồi của tiêu dùng và chu kỳ thay thế điện thoại di động bắt đầu từ năm 2025 (tức là 3-4 năm sau khi nhu cầu cao bất thường vào năm 2021).
- Biên lợi nhuận trước thuế dự báo sẽ cải thiện trong năm 2024 và 2025 do cạnh tranh về giá bớt gay gắt hơn nhờ việc giảm lượng hàng tồn kho của 2 công ty lớn nhất (MWG và FRT) và nỗ lực tối ưu hóa chi phí, mặc dù tốc độ phục hồi biên lợi nhuận của FPT Shop sẽ chậm hơn nhiều so với đối thủ cạnh tranh MWG

do tỷ trọng đóng góp cao hơn của điện thoại di động (khoảng 70% doanh thu) đang phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt với thương mại điện tử.

Long Châu:

- Nhà thuốc:** Chúng tôi dự báo công ty sẽ mở thêm 400 nhà thuốc mới mỗi năm trong giai đoạn 2024-2025, do các nhà thuốc thương mại hiện đại vẫn còn cơ hội giành thị phần từ nhà thuốc nhỏ và nhà thuốc bệnh viện (hiện chiếm hơn 85% thị phần). Việc mở mới sẽ tăng tốc ở các vùng nông thôn, khu vực có cơ sở chăm sóc sức khỏe công lập còn hạn chế, vì vậy bệnh nhân có thể tìm kiếm các dược sĩ tư nhân có uy tín. Như vậy Long Châu sẽ có 1.900 và 2.300 nhà thuốc vào cuối năm 2024-2025.

% cửa hàng thuốc thương mại hiện đại	
TP. HCM	12%
TP. Hà Nội	3%
Đồng Nai	5%
Bình Dương	13%
Đà Nẵng	10%

Nguồn: SSI tổng hợp dữ liệu dựa trên số lượng cửa hàng thuốc của 3 chuỗi nhà thuốc lớn nhất của kênh thương mại hiện đại

- Vắc xin:** Long Châu đặt mục tiêu có 100 trung tâm vắc xin vào cuối năm 2024, sau đó mở 150 trung tâm vắc xin vào năm 2025 để nắm bắt nhu cầu ngày càng tăng. Chúng tôi vẫn cho rằng công ty sẽ lỗ trong năm 2024-2025. Doanh thu vắc xin dự kiến sẽ chiếm lần lượt 4% và 9% doanh thu Long Châu trong năm 2024 và 2025. Quy mô thị trường vắc xin nhỏ hơn nhiều so với quy mô thị trường thuốc (khoảng 666 triệu USD so với 8,5 tỷ USD trong năm 2023). Như vậy, tỷ trọng doanh thu vắc xin trong tổng doanh thu của Long Châu có thể vẫn sẽ ở mức thấp đến năm 2025.

	2022	2023	2024	2025	Tăng trưởng svck trong 2023	Tăng trưởng svck trong 2024	Tăng trưởng svck trong 2025
Doanh thu (tỷ đồng)	30.166	31.849	40.417	47.648	6%	27%	18%
FPT Shop	20.689	16.185	16.686	17.725	-22%	3%	6%
Mở mới	139	-31	-50	-			
Nhà thuốc Long Châu	9.477	15.882	22.700	27.313	68%	43%	20%
Mở mới	537	560	400	400			
Trung tâm vắc xin Long Châu	-	-	1.031	2.610			
Mở mới		10	90	150			
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	486	-294	454	646	N.a	N.a	42%
Cửa hàng FPT	425	-477	47	59	N.a	N.a	26%
Long Châu	49	179	400	587	265%	124%	47%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	398	-329	360	511	N.a	N.a	42%
Biên lợi nhuận ròng	1,3%	-1,0%	0,9%	1,1%			

Nguồn: FRT, SSI Research

Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027	2028
Doanh thu	22.700	27.313	30.985	34.657	38.370
EBIT	568	819	1.084	1.386	1.727
NOPAT	454	656	868	1.109	1.381
Khấu hao	231	278	316	353	391
CAPEX	340	390	340	340	340
Tăng vốn lưu động	1.046	686	546	546	552
FCFF	-701	-142	297	576	880
Lãi suất	147	206	214	211	211
Nợ ròng	3.593	4.323	4.905	5.486	6.073
FCFE	2.775	4.016	5.030	5.893	6.785

Nguồn: FRT, SSI Research

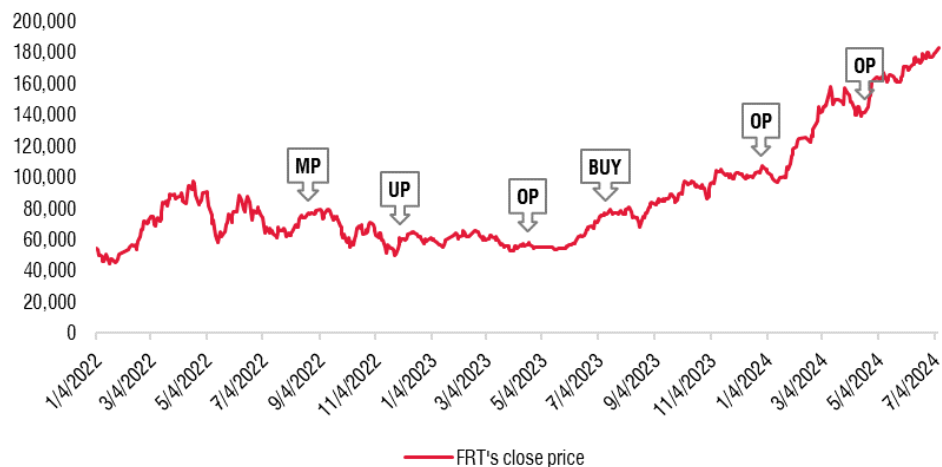
Tăng trưởng giá trị cuối	1,0%
Tỷ lệ chiết khấu	15,7%
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần	9,0%
Beta	1,3
Giá trị DN Long Châu (theo pp DCF), tỷ đồng	37.691

Nguồn: FRT, SSI Research

	PP định giá	Giá trị DN	FRT sở hữu	Tỷ đồng
FPT Shop	P/E	519	100%	519
Long Châu	DCF	37.691	75%	28.268
Định giá FRT				28.787
SPCPLH (triệu cp)				136
Giá mục tiêu (VND)				211.296

Nguồn: FRT, SSI Research

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	746	961	69	262
+ Đầu tư ngắn hạn	1.119	1.194	1.194	1.194
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	606	394	4.022	4.741
+ Hàng tồn kho	6.521	8.427	8.273	9.665
+ Tài sản ngắn hạn khác	430	439	736	865
Tổng tài sản ngắn hạn	9.422	11.415	14.294	16.726
+ Các khoản phải thu dài hạn	170	179	243	286
+ GTCL Tài sản cố định	256	1.308	1.264	1.219
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	2	1	1	1
+ Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	615	195	665	776
Tổng tài sản dài hạn	1.042	1.683	2.171	2.282
Tổng tài sản	10.464	13.098	16.466	19.009
+ Nợ ngắn hạn	8.415	11.379	14.386	16.419
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>5.363</i>	<i>8.108</i>	<i>7.974</i>	<i>8.927</i>
+ Nợ dài hạn	0	1	0	0
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Tổng nợ phải trả	8.415	11.379	14.386	16.419
+ Vốn góp	1.185	1.362	1.362	1.362
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận chưa phân phối	824	237	513	901
+ Quỹ khác	41	120	204	327
Vốn chủ sở hữu	2.049	1.719	2.079	2.590
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	10.464	13.098	16.466	19.009
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	-1.933	-1.827	-757	-761
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	2.285	-671	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-712	2.713	-134	953
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-360	215	-891	192
Tiền đầu kỳ	1.105	746	961	69
Tiền cuối kỳ	746	961	69	262
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,12	1	0,99	1,02
Hệ số thanh toán nhanh	0,29	0,22	0,37	0,38
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,22	0,19	0,09	0,09
Nợ ròng / EBITDA	6,59	26,35	10,5	8,76
Khả năng thanh toán lãi vay	3,1	-0,03	3,07	3,52
Ngày phải thu	1	1,2	1,5	1,7
Ngày phải trả	32,8	30,9	38	47,4
Ngày tồn kho	82,1	102,2	91,7	84,3
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,2	0,13	0,13	0,14
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,8	0,87	0,87	0,86
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	4,11	6,62	6,92	6,34
Nợ/Vốn chủ sở hữu	2,62	4,72	3,84	3,45
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	2,62	4,72	3,84	3,45

Nguồn: FRT, SSI ước tính

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	30.166	31.849	40.417	47.648
Giá vốn hàng bán	-25.463	-26.685	-33.225	-38.815
Lợi nhuận gộp	4.703	5.164	7.192	8.833
Doanh thu hoạt động tài chính	174	80	37	10
Chi phí tài chính	-256	-292	-226	-264
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-3.259	-4.172	-5.319	-6.452
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-887	-1.076	-1.243	-1.477
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	474	-297	441	650
Thu nhập khác	12	2	12	-5
Lợi nhuận trước thuế	486	-294	454	645
Lợi nhuận ròng	398	-329	360	511
Lợi nhuận chia cho cổ đông	390	-346	276	388
Lợi ích của cổ đông thiểu số	8	16	84	123
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	2.865	-2.537	2.025	2.849
Giá trị sổ sách (VND)	16.951	11.738	13.763	16.612
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	500	0	0	0
EBIT	717	-9	673	902
EBITDA	725	223	717	946
Tăng trưởng				
Doanh thu	34,1%	5,6%	26,9%	17,9%
EBITDA	5,0%	-69,2%	221,1%	31,9%
EBIT	4,5%	-101,3%	-7362,7%	34,0%
Lợi nhuận ròng	-10,3%	-182,7%	-209,4%	41,9%
Vốn chủ sở hữu	22,0%	-16,1%	20,9%	24,6%
Vốn điều lệ	50,0%	15,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	-2,6%	25,2%	25,7%	15,4%
Định giá				
PE	20,9	-42,2	88,9	63,2
PB	4,1	9,1	13,1	10,8
Giá/Doanh thu	0,3	0,5	0,6	0,5
Tỷ suất cổ tức	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	16,1	92	43,6	33,8
EV/Doanh thu	0,4	0,6	0,8	0,7
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,6%	16,2%	17,8%	18,5%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	1,8%	-0,2%	1,6%	1,9%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	1,3%	-1,0%	0,9%	1,1%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	10,8%	13,1%	13,2%	13,5%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,9%	3,4%	3,1%	3,1%
ROE	21,4%	-17,5%	19,0%	21,9%
ROA	3,8%	-2,8%	2,4%	2,9%
ROIC	7,8%	-0,1%	5,4%	6,6%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Ví mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trường

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Ngành Bán lẻ

Nguyễn Trần Phương Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

ngnatp@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3050

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059