BÁN LẺ

CHỜ ĐỢI SỰ PHỤC HỒI

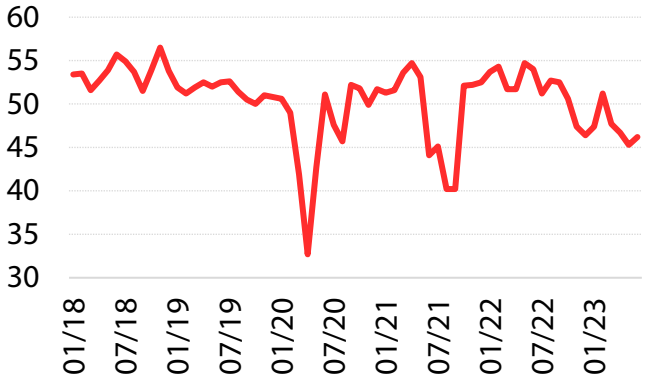
Nguyễn Hồng Loan – loan.nh@vdsc.com.vn

NGÀNH BÁN LẺ - CHỜ ĐỢI PHỤC HỒI

Đánh giá	
Tổng quan	Ngành bán lẻ sẽ phục hồi nhẹ vào nửa cuối năm 2023 và cải thiện rõ ràng hơn vào năm 2024. Những công ty dẫn đầu thị trường sẽ tiếp tục tăng thị phần sau giai đoạn giảm tốc. Tăng trưởng dài hạn sẽ tập trung vào các phân khúc có độ phân mảnh và tiềm năng mở rộng cao.
Điểm nhấn	**"Cơn gió ngược" từ vĩ mô ảnh hưởng nặng nề đến lợi nhuận của các nhà bán lẻ trong nửa đầu 2023.** • Trong nửa đầu 2023, các doanh nghiệp bán lẻ điện máy hầu như không có lãi khi cả doanh thu và biên gộp sụt giảm đáng kể. Trong khi đó PNJ và các nhà bán lẻ không thiết yếu khác cũng phải chịu trì trệ, dù mức giảm không quá lớn. • Trong 6 tháng đầu năm 2023, VNIndex tăng hơn 11% trong khi diễn biến giá cổ phiếu ngành bán lẻ giảm 1%. **Dần phục hồi sức mua trong nửa cuối 2023; Một trong những ngành phục hồi mạnh nhất trong năm 2024.** • Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu và thị trường lao động sẽ phục hồi trong nửa cuối 2023 khi nền kinh tế dần thoát khỏi giai đoạn trì trệ, thúc đẩy sự cải thiện niềm tin của người tiêu dùng và thu nhập khả dụng. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, lợi nhuận của các nhà bán lẻ sẽ chưa thể phục hồi hoàn toàn ít nhất cho đến giữa 2024. • Giai đoạn hiện tại là cơ hội thuận lợi cho các công ty lớn mở rộng thị phần và đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng trong giai đoạn hậu suy thoái. **Động lực tăng trưởng dài hạn vẫn còn nguyên vẹn.** • Ba động lực chính thúc đẩy tăng trưởng bán lẻ là sự phát triển của tầng lớp trung lưu, sự chuyển đổi từ kênh bán lẻ truyền thống sang hiện đại và sự gia nhập vào các phân khúc phân mảnh cao của các chuỗi bán lẻ. • Bán lẻ dược phẩm và bán lẻ tạp hóa là hai ngành được dự báo tăng trưởng mạnh nhất trong 5 năm tới.
Rủi ro	• Phục hồi chậm hơn dự kiến do nền kinh tế còn yếu, cạnh tranh kéo dài và niềm tin của người tiêu dùng thấp. • Các mảng bán lẻ còn phân mảnh chưa thể tăng trưởng lợi nhuận nhanh như kỳ vọng.
Định giá	• Lợi nhuận của các nhà bán lẻ có thể vẫn yếu trong Q3/23 do ảnh hưởng của mùa thấp điểm nhưng dự kiến sẽ có sự phục hồi rõ ràng hơn từ Q4/23 trở đi. Tuy nhiên, tâm lý nhà đầu tư đang bớt bi quan hơn với những khó khăn ngắn hạn và tập trung vào triển vọng dài hạn. • MWG và FRT có tiềm năng được đánh giá lại tốt hơn một khi các mảng kinh doanh mới của mình cải thiện khả năng sinh lời. Ngoài ra, chất xúc tác từ việc bán vốn có thể đóng vai trò quan trọng trong việc tăng định giá, mặc dù vẫn chưa có kế hoạch cụ thể rõ ràng. • P/E của PNJ đang ở mức hấp dẫn cho những nhà đầu tư đang tìm kiếm CAGR LNST ở mức ổn định 16% trong 5 năm tới. P/E fwd 2025 (thời điểm lợi nhuận đã hoàn toàn phục hồi) của MWG và FRT vẫn hấp dẫn ở mức chiết khấu so với trung bình 5 năm. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn ưu tiên mua ở mức chiết khấu do vẫn còn tiềm ẩn rủi ro doanh nghiệp phía trước.
Khuyến nghị	**MWG** (TÍCH LŨY, GMT: 57.600 VND), **PNJ** (TÍCH LŨY, GMT: 88.000 VND), **FRT** (GIẢM TỶ TRỌNG, GMT: 66.600 VND)

Thu nhập của người tiêu dùng bị ảnh hưởng từ suy thoái kinh tế, dẫn đến tình trạng thắt chặt chi tiêu

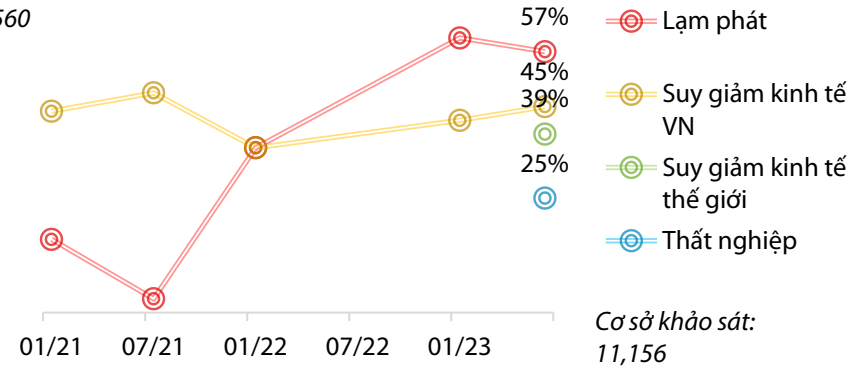
PMI tiếp tục ở mức thấp…



…gây khó khăn cho thị trường lao động

Tác động đến tiền lương và mức độ đảm bảo công việc (% trên tổng số cơ sở khảo sát)	*(*) Cơ sở khảo sát: 9.560*
Cắt giảm giờ làm/lương	27%
Lo lắng sẽ mất việc	44%
Lo lắng sẽ bị cắt giảm lương	54%
Tâm lý chủ doanh nghiệp	
Có kế hoạch cắt giảm nhân sự	71%
Có triển vọng tiêu cực về kinh tế	81%

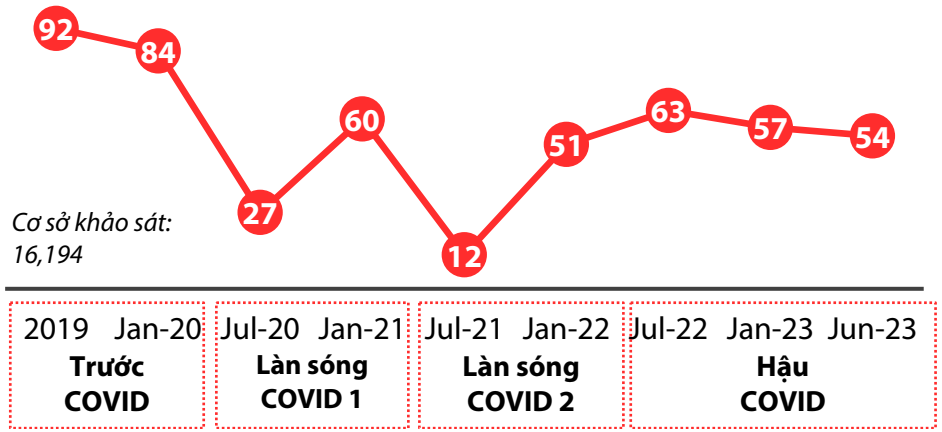
Lạm phát và suy giảm kinh tế trong nước là mối bận tâm hàng đầu hiện nay



Cơ sở khảo sát: 11,156

Nguồn: S&P Global PMI, Private Sector Development Committee / VnExpress, Infocus Mekong Research, CTCK Rồng Việt

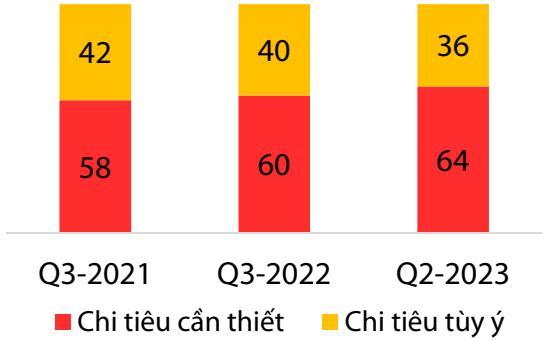
Niềm tin của người tiêu dùng đang suy giảm: người tiêu dùng có xu hướng ưu tiên nhu cầu thiết yếu hơn chi tiêu tùy ý



Cơ sở khảo sát: 16,194

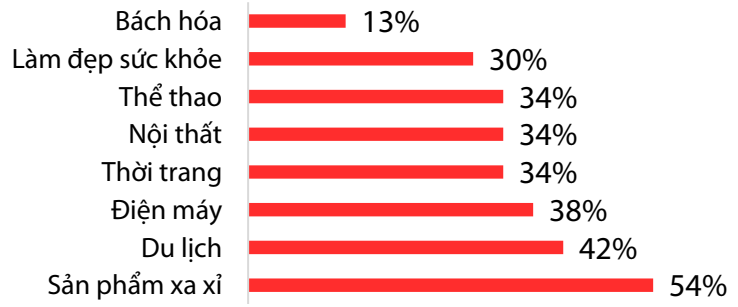
Tỷ trọng chi tiêu tùy ý giảm xuống 36%

Cơ sở khảo sát: 1.026



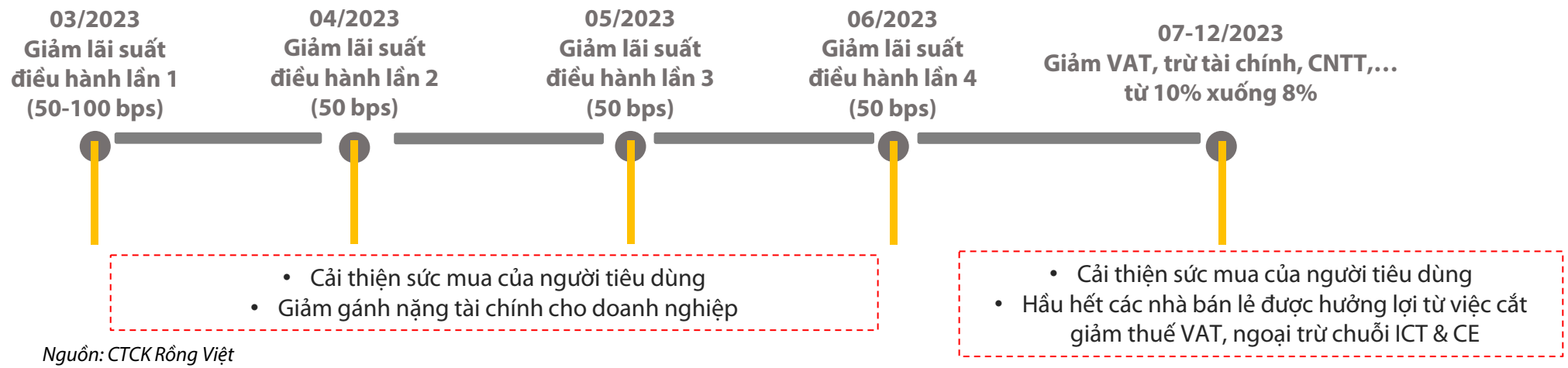
Bách hóa được xem là phân khúc ít bị ảnh hưởng nhất

% người tiêu dùng có dự định giảm chi tiêu trong 6 tháng tới



Nguồn: PwC, Infocus Mekong Research, CTCK Rồng Việt

Chính sách hỗ trợ ngành tiêu dùng trong nước năm 2023

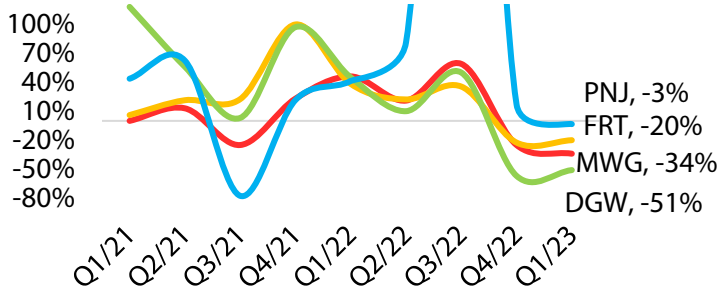


Nguồn: CTCK Rồng Việt

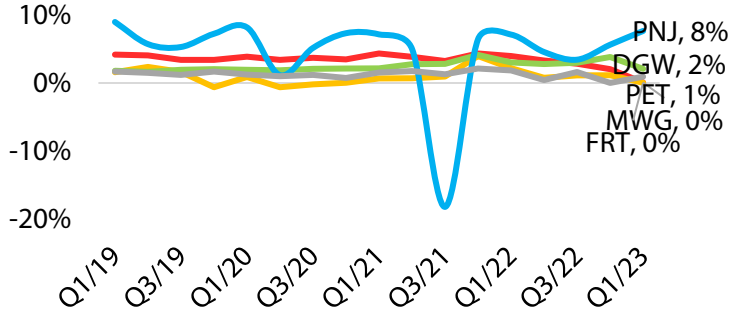
- **Từng bước cải thiện sức mua của người tiêu dùng.** Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu và thị trường lao động sẽ phục hồi trong nửa cuối 2023 khi nền kinh tế dần thoát khỏi giai đoạn trì trệ, niềm tin của người tiêu dùng và thu nhập khả dụng sẽ được cải thiện.
- **Chính sách hỗ trợ tiêu dùng trong nước của chính phủ.** Ở mảng tiêu dùng, chính sách giảm thuế VAT gần đây đã được áp dụng cho BHX, MSN (không bao gồm MHT), VNM, PNJ và QNS. Các công ty không được giảm thuế GTGT bao gồm TGDD&DMX, FPTShop, VEA, FPT, SAB, DGW. Tuy nhiên, cần nhấn mạnh rằng mặc dù chúng tôi thừa nhận tác động tích cực của việc giảm thuế VAT đối với sự phục hồi của các doanh nghiệp bán lẻ, chúng tôi tin rằng thuế VAT chỉ mang tính hỗ trợ hơn là tính quyết định. Các yếu tố quyết định chính cho sự phục hồi của ngành bán lẻ vẫn là mức thu nhập và sức mua.
- **Biên lợi nhuận, đặc biệt đối với mảng ICT & CE sẽ mất nhiều thời gian để phục hồi về mức trước đây,** nhưng sẽ cải thiện dần vào nửa cuối năm 2023 khi áp lực chi phí lãi vay từ các doanh nghiệp bán lẻ giảm xuống và hàng tồn kho giá cao cũ được giải phóng.
- **Thời điểm tốt để thiết lập vị trí dẫn đầu trong các phân khúc phân mảnh cao.** Những công hưởng lợi sau thời kỳ suy thoái sẽ là những nhà bán lẻ hàng đầu có thị phần tăng lên do những công ty nhỏ lẻ bị loại ra khỏi thị trường. Những công ty lớn trong các phân khúc phân mảnh cao sẽ nhanh chóng tăng thị phần nếu thực hiện chiến lược đúng đắn.
- Kết quả kinh doanh của các nhà bán lẻ được kỳ vọng sẽ phục hồi rõ nét từ năm 2024, nhưng vẫn cần theo dõi tốc độ phục hồi của nền kinh tế.

KQKD ảm đạm trong nửa đầu 2023: Giảm đòn bẩy để củng cố dòng tiền

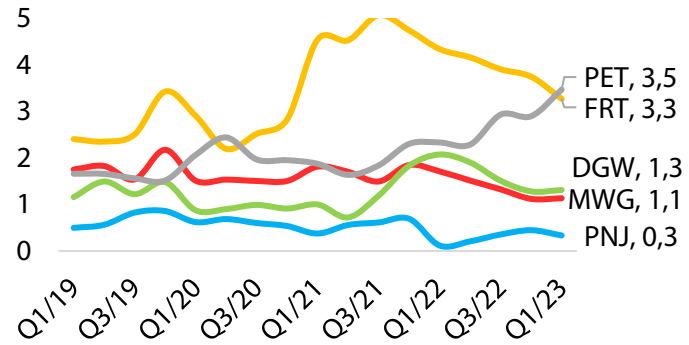
Tăng trưởng doanh thu n/n của các nhà bán lẻ ICT giảm đáng kể so với Q4/22



Biên ròng gần bằng 0% của các nhà bán lẻ ICT do doanh số bán hàng yếu và biên gộp thu hẹp



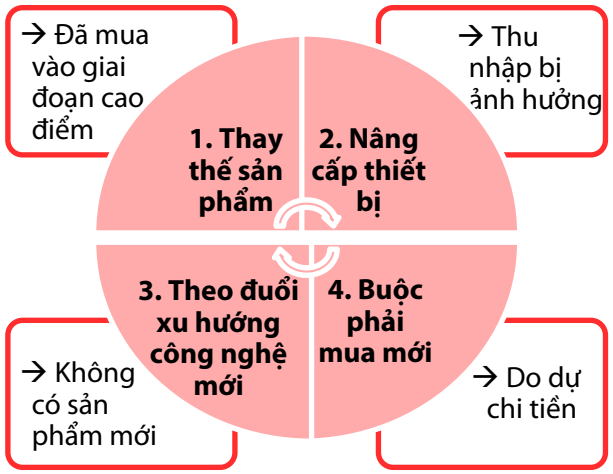
Tỷ lệ D/E (x): FRT và PET chịu rủi ro tài chính cao.



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

Bốn lý do mua sản phẩm ICT &CE

Sức mua của các nhóm khách hàng giảm sút



Nguồn: CTCK Rồng Việt

- **ICT & CE là phân khúc chịu ảnh hưởng nặng nề nhất trong nửa đầu 2023.** Một loạt các chương trình khuyến mãi và giảm giá được thực hiện để hỗ trợ doanh thu ảm đạm, nhưng lại thu hẹp biên lợi nhuận.
- **Phục hồi chữ U.** Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của các nhà bán lẻ ICT sẽ phục hồi nhẹ so với nửa đầu năm nhờ niềm tin của người tiêu dùng tăng lên, hoạt động cho vay tiêu dùng được cải thiện, mùa mua sắm và sự ra mắt của các dòng sản phẩm mới (đặc biệt là iPhone 15).
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sức mua sẽ chỉ phục hồi về mức tăng trưởng hữu cơ vào năm 2024 khi nền kinh tế và thị trường lao động được cải thiện và bước vào chu kỳ thay thế thiết bị điện tử (tb. 2 năm).
- Trong 4 nhóm khách hàng mua sản phẩm ICT mà chúng tôi phân loại, chúng tôi kỳ vọng nhóm 3 (Những người theo đuổi xu hướng công nghệ mới) và nhóm 4 (Bắt buộc mua mới) sẽ có đà phục hồi vào nửa cuối năm 2023, trong khi hai nhóm còn lại sẽ tiếp tục trì hoãn việc mua sắm cho đến năm 2024.
- Doanh thu bán trang sức suy yếu nhưng chỉ giảm nhẹ.

NGÀNH HÀNG THIẾT YẾU: NHU CẦU ỔN ĐỊNH, CƠ HỘI MỞ RỘNG THỊ PHẦN CHO KÊNH BÁN LẺ HIỆN ĐẠI

DƯỢC: Thời điểm tốt để thiết lập vị trí dẫn đầu

Ngành bán lẻ dược phẩm Việt Nam vẫn còn phân mảnh cao. Đây sẽ là ngành có doanh thu bán hàng tăng trưởng nhanh nhất đối với các nhà bán lẻ hiện đại trong 5 năm tới.

Long Châu đang trên đà thành người thắng cuộc

- Long Châu là chuỗi dược phẩm duy nhất có lãi hiện nay.
- Việc tạm dừng mở mới An Khang và Pharmacity là cơ hội để Long Châu tiếp tục tăng tốc.

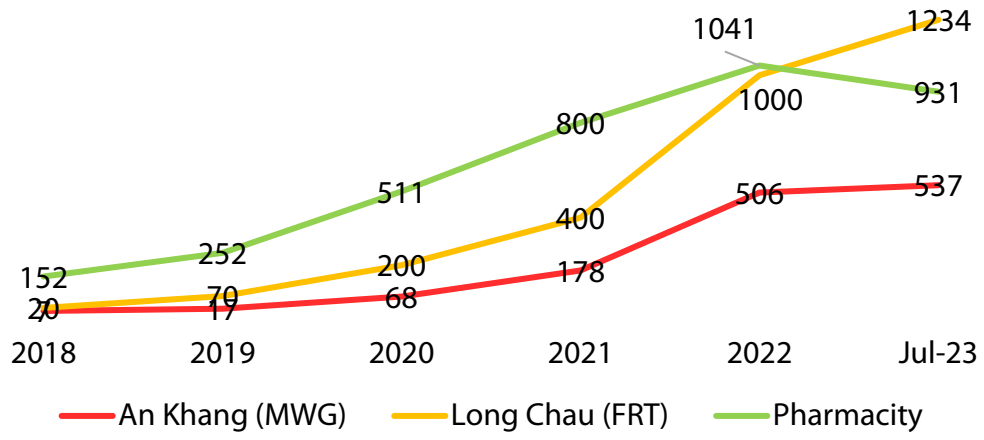
So sánh kết quả tài chính của các chuỗi dược phẩm lớn

	Doanh thu mỗi cửa hàng/tháng	Biên gộp (FY2022, %)	Lợi nhuận ròng (FY2022 – tỷ đồng)
An Khang	400 triệu	20%	Lỗ 306 tỷ
Pharmacity (*)	500 triệu	N/A	Lỗ 363 tỷ
Long Chau	1,1 tỷ VND	23%	Lời 53 tỷ

Pharmacity: dựa trên dữ liệu 2021 do không có công bố dữ liệu trong 2022

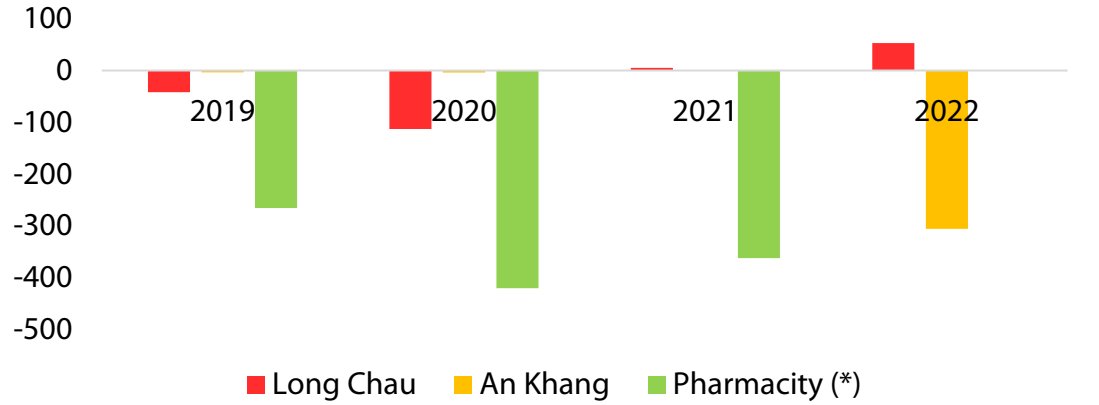
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Số lượng cửa hàng các chuỗi nhà thuốc lớn



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận các chuỗi nhà thuốc (tỷ đồng)



(*) Không có dữ liệu của Pharmacity trong FY2022

Nguồn: CTCK Rồng Việt

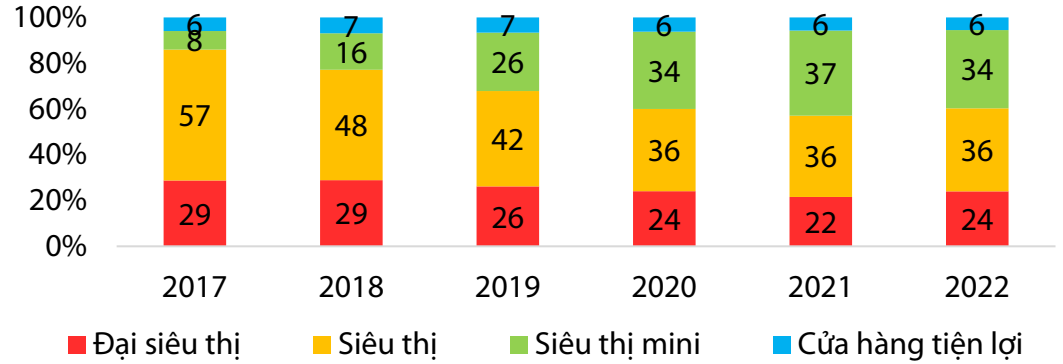
NGÀNH HÀNG THIẾT YẾU: NHU CẦU ỔN ĐỊNH, CƠ HỘI MỞ RỘNG THỊ PHẦN CHO KÊNH BÁN LẺ HIỆN ĐẠI

BÁCH HÓA: Chuyển ưu tiên từ mở rộng sang đạt hòa vốn

Nhu cầu ổn định. Doanh thu bán hàng đã chậm lại nhưng vẫn tương đối ổn định. Các nhà bán lẻ cũng thận trọng trong chiến lược mở mới và ưu tiên việc đạt điểm hòa vốn.

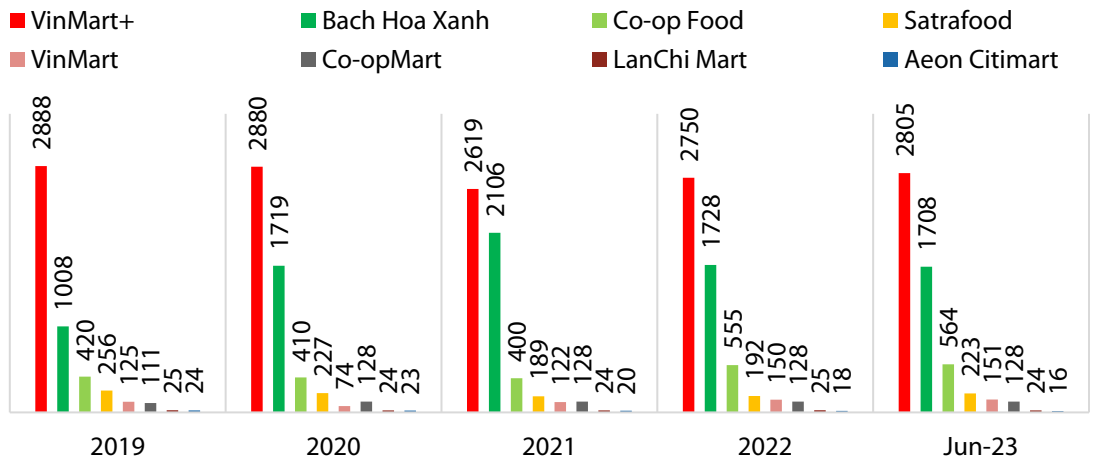
Sau khi tái cấu trúc, dự đoán BHX sẽ đạt điểm hòa vốn vào cuối năm nay. Chiến lược chi phí thấp và tối ưu hóa chi phí vận hành của BHX rất hiệu quả trong bối cảnh kinh tế hiện nay, giúp chuỗi dần đạt điểm hòa vốn.

Thị phần mảng bách hóa theo kênh bán lẻ hiện đại



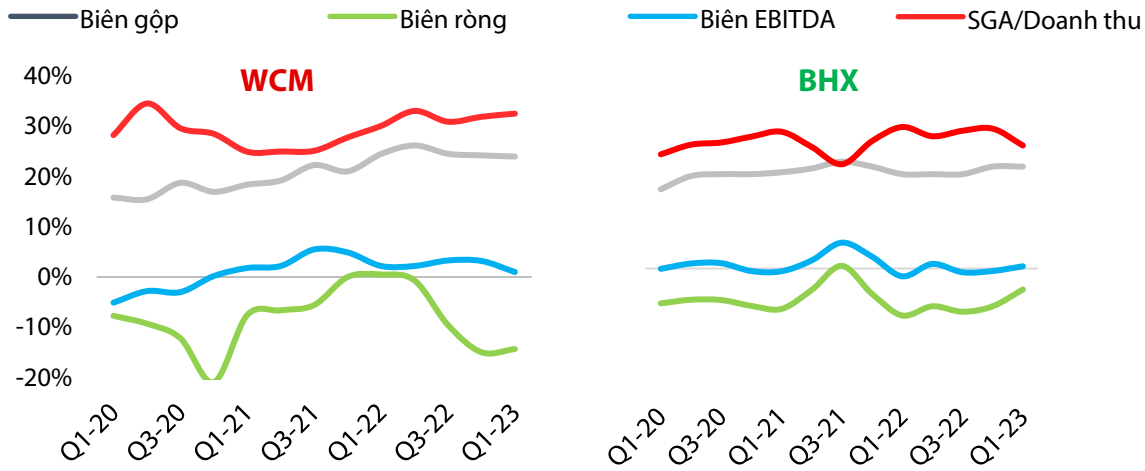
Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

Số lượng cửa hàng của các chuỗi bách hóa



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

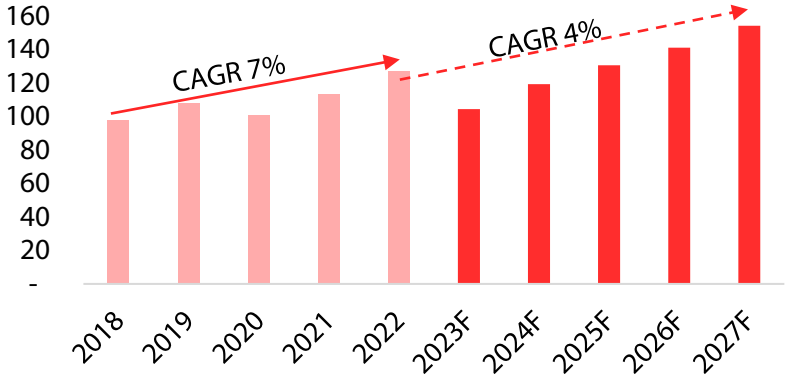
WCM và BHX: Biên gộp, biên ròng, biên EBITDA và SGA/Doanh số



Nguồn: CTCK Rồng Việt

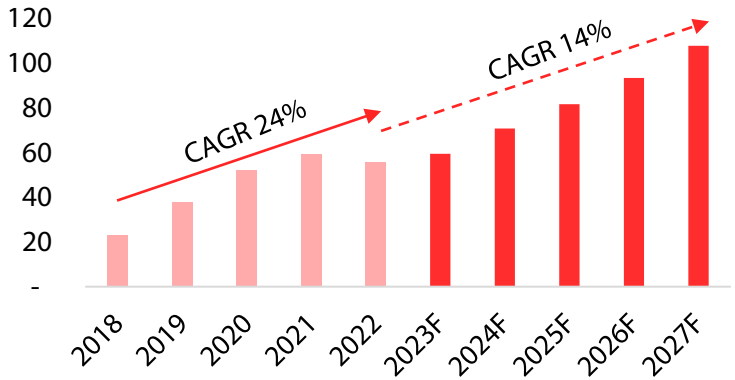
Phân khúc bán lẻ nào có mức tăng trưởng 5 năm cao nhất trong danh sách theo dõi của chúng tôi?

Dự phóng doanh thu ICT (nghìn tỷ đồng)



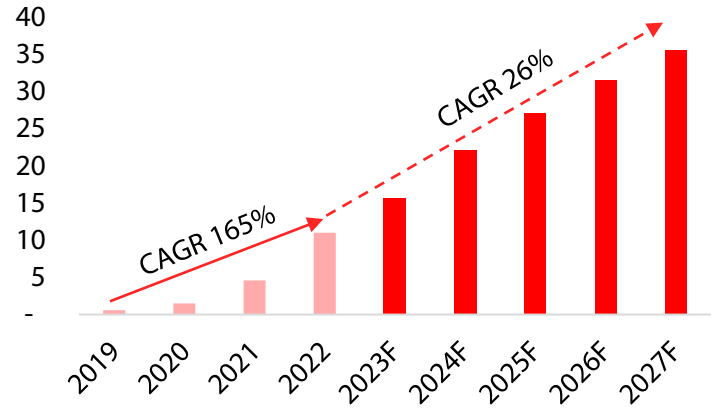
Dự phóng gồm: TGDD + DMX (MWG); FPT Shop (FRT)

Dự phóng DT bách hóa (nghìn tỷ đồng)



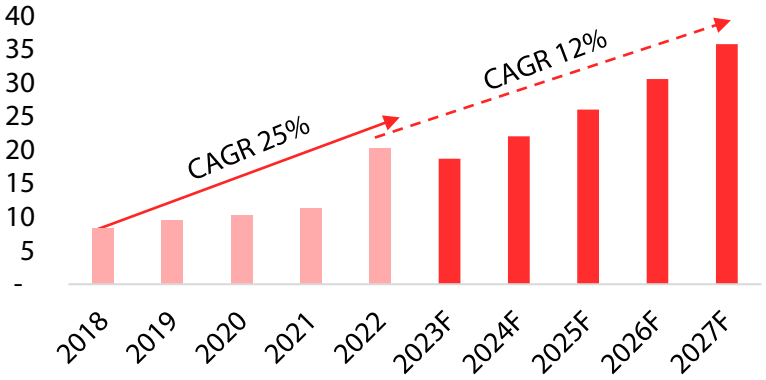
Dự phóng gồm : BHX (MWG), WCM (MSN)

Dự phóng DT dược phẩm (nghìn tỷ đồng)



Dự phóng gồm : An Khang (MWG), Long Chau (FRT)

Dự phóng DT trang sức (nghìn tỷ đồng)



Dự phóng gồm: PNJ

Nguồn: CTCK Rồng Việt

- Trong vòng 5 năm tới, hai mảng dự kiến sẽ có mức tăng trưởng doanh thu bán hàng mạnh mẽ nhất là bán lẻ dược phẩm và bách hóa. Sự tăng trưởng này sẽ được thúc đẩy bởi thị phần ngày càng tăng của doanh nghiệp. Ngoài ra, các doanh nghiệp trong phân khúc này có mức tăng trưởng lợi nhuận cao hơn so với mức tăng trưởng doanh thu, do hưởng lợi từ lợi thế quy mô.
- Mảng bán lẻ ICT & CE gặp khó khăn trong việc mở rộng quy mô cửa hàng do hai doanh nghiệp đầu ngành đã nắm giữ hơn 60% thị phần. Tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng trong 5 năm tới sẽ được thúc đẩy bởi nhu cầu gia tăng đối với các sản phẩm công nghệ và chu kỳ thay thế của các sản phẩm công nghệ hiện có.
- Bán lẻ trang sức, chỉ gồm PNJ trong danh sách theo dõi của chúng tôi, sẽ đạt mức tăng trưởng 12% n/n trong vòng 5 năm tới, chủ yếu nhờ tầng lớp trung lưu ngày càng tăng. Chúng tôi kỳ vọng rằng tăng trưởng lợi nhuận sẽ tương đương với tốc độ tăng trưởng doanh thu.

Điều gì sẽ thúc đẩy sự phục hồi ngắn hạn và tăng trưởng dài hạn?

Ngắn hạn

Thận trọng trong tiêu dùng giảm
Kinh tế, việc làm, và tiền lương được cải thiện.

Khuyến mãi để thúc đẩy doanh số
Các doanh nghiệp lớn cho ra chương trình giảm giá và khuyến mãi sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng và mang lại cơ hội chiếm thị phần lâu dài.

Thu nhập phục hồi từ kinh tế tăng trưởng
Sự phục hồi bền vững của ngành bán lẻ sau suy thoái phụ thuộc vào khả năng khôi phục mức thu nhập.

Trung hạn

Thương mại điện tử, mô hình đa kênh
Theo Lazada, thương mại điện tử có thể đóng góp 30% vào doanh số bán lẻ trong 5 năm tới (từ mức 12% hiện tại).

Thâm nhập vào phân khúc phân mảnh cao để tăng thị phần
Bách hóa và dược phẩm.

Kênh bán lẻ hiện đại nâng cao thị phần
Đô thị hóa nhanh chóng và liên tục giúp chuyển đổi từ kênh bán lẻ truyền thống sang hiện đại.

Dài hạn

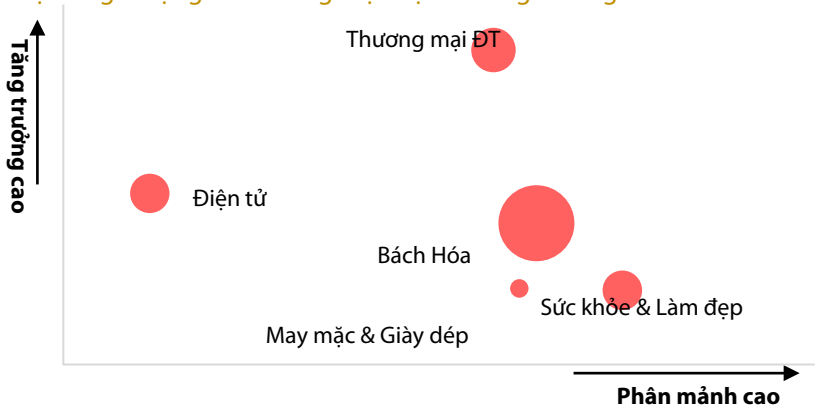
Chuyển sang tầng lớp trung lưu
Mối quan tâm nằm ở chất lượng dịch vụ, ít tập trung vào giá cả và ưu tiên các chuỗi bán lẻ có thương hiệu.

BỨC TRANH TỔNG QUÁT VỀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CHO TOÀN NGÀNH

- Chúng tôi dự đoán rằng một số tiểu ngành có tiềm năng trưởng chưa được khai thác trong kênh hiện đại sẽ tăng trưởng đáng kể trong những năm tới.
- Theo McKinsey, đến năm 2035, hơn một nửa dân số Việt Nam sẽ gia nhập tầng lớp trung lưu toàn cầu, kéo theo nhu cầu của người tiêu dùng gia tăng và ưa chuộng các sản phẩm cao cấp. Xu hướng này dự kiến sẽ thúc đẩy việc mở rộng cả kênh hiện đại và mô hình đa kênh.
- Các phân khúc bách hóa và sức khỏe & sắc đẹp vẫn còn nhiều cơ hội tăng trưởng vì tỷ lệ thâm nhập hiện tại còn tương đối thấp. Các chuỗi như Bách Hóa Xanh của MWG và Long Châu của FRT có thể sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ cơ hội này.
- Các nhà bán lẻ sẽ ngày càng chú ý đến các khu vực phía Bắc, nơi các kênh thương mại hiện đại chưa phát triển đáng kể. Tuy nhiên, trước tiên họ sẽ tập trung vào việc củng cố thị phần ở miền Nam trước khi khai thác các thị trường mới. Đô thị hóa cũng sẽ đóng một vai trò trong việc hình thành hành vi của người tiêu dùng, cho phép mở rộng mạng lưới bán lẻ hiện đại ở các khu vực Cấp 2 và 3.
- Câu chuyện huy động vốn dự kiến sẽ trở nên phổ biến hơn bắt đầu từ năm 2024. Các chuỗi non trẻ như BHX hay LC dự kiến sẽ đạt được lợi nhuận khả quan vào thời điểm đó, đây là thời điểm thích hợp để các doanh nghiệp huy động vốn và đẩy nhanh việc mở rộng cửa hàng. Nếu kịch bản này xảy ra, các chuỗi này sẽ có thay đổi đáng kể về định giá.

Tốc độ tăng trưởng và mức độ phân mảnh của các tiểu ngành

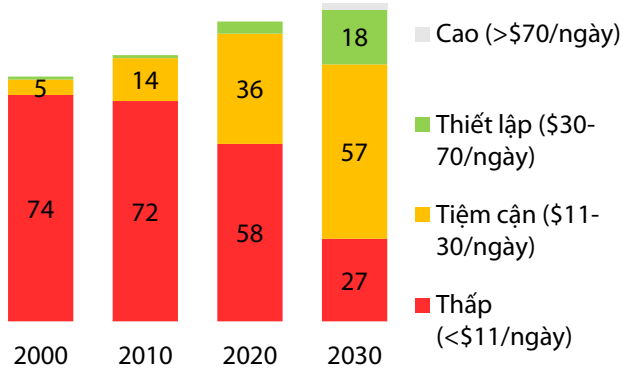
Sức khỏe & Sắc đẹp và bách hóa có mức độ phân hóa cao nhất
Điện tử gia dụng và Thương mại điện tử tăng trưởng cao nhất



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

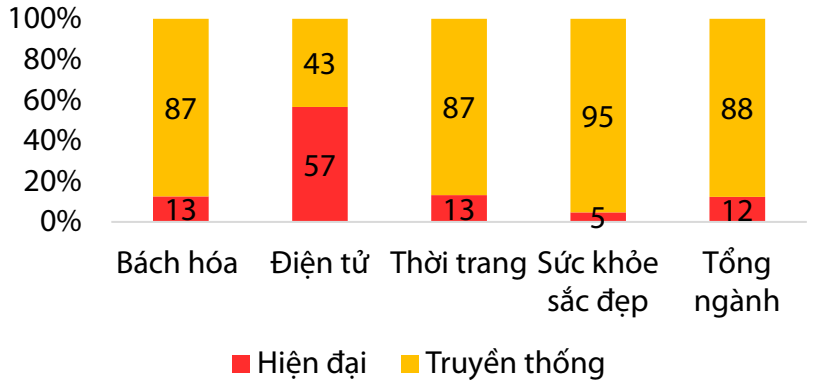
Dân số theo nhóm thu nhập (triệu người)

Tầng lớp tiêu dùng tiếp tục tăng trưởng



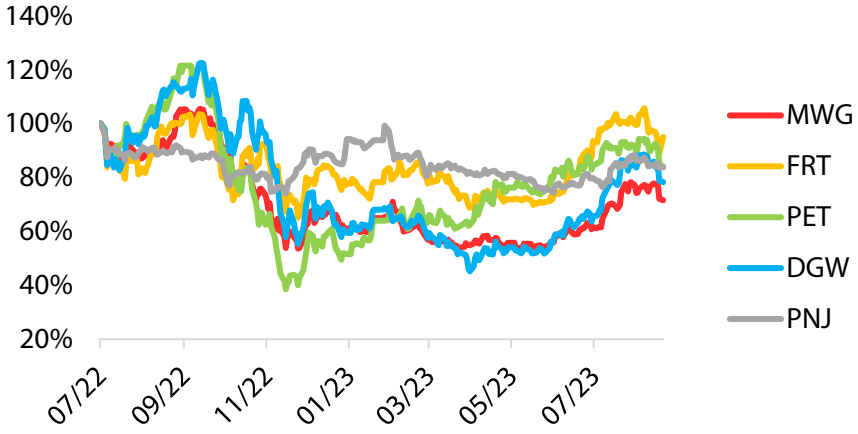
Thị phần thương mại hiện đại và truyền thống

MT tăng trưởng 8% trong 5 năm qua và chiếm 12% tổng doanh số bán lẻ



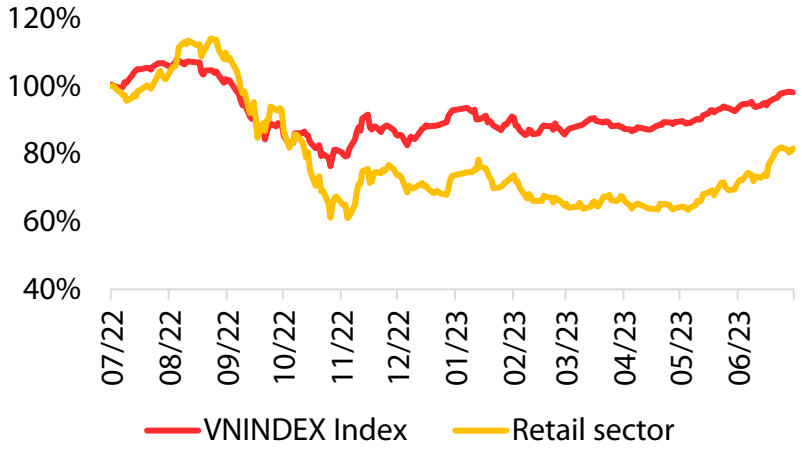
Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

Diễn biến giá của cổ phiếu bán lẻ



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Diễn biến giá cổ phiếu ngành bán lẻ so với VNI



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng doanh thu, tăng trưởng LNST và P/E fwd 2023F-2025F

	Tăng trưởng doanh số (%)			Tăng trưởng NPAT (%)			P/E fwd			Avg 5Y P/E (x)
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	
MWG	-15%	16%	11%	-72%	249%	78%	66,3	19,0	10,9	14,9
FRT	7%	22%	15%	-147%	282%	82%	N/A	27,3	15,0	36,3
PNJ	-3%	12%	13%	-1%	22%	27%	14,6	13,4	12,1	18,7

Nguồn: CTCK Rồng Việt

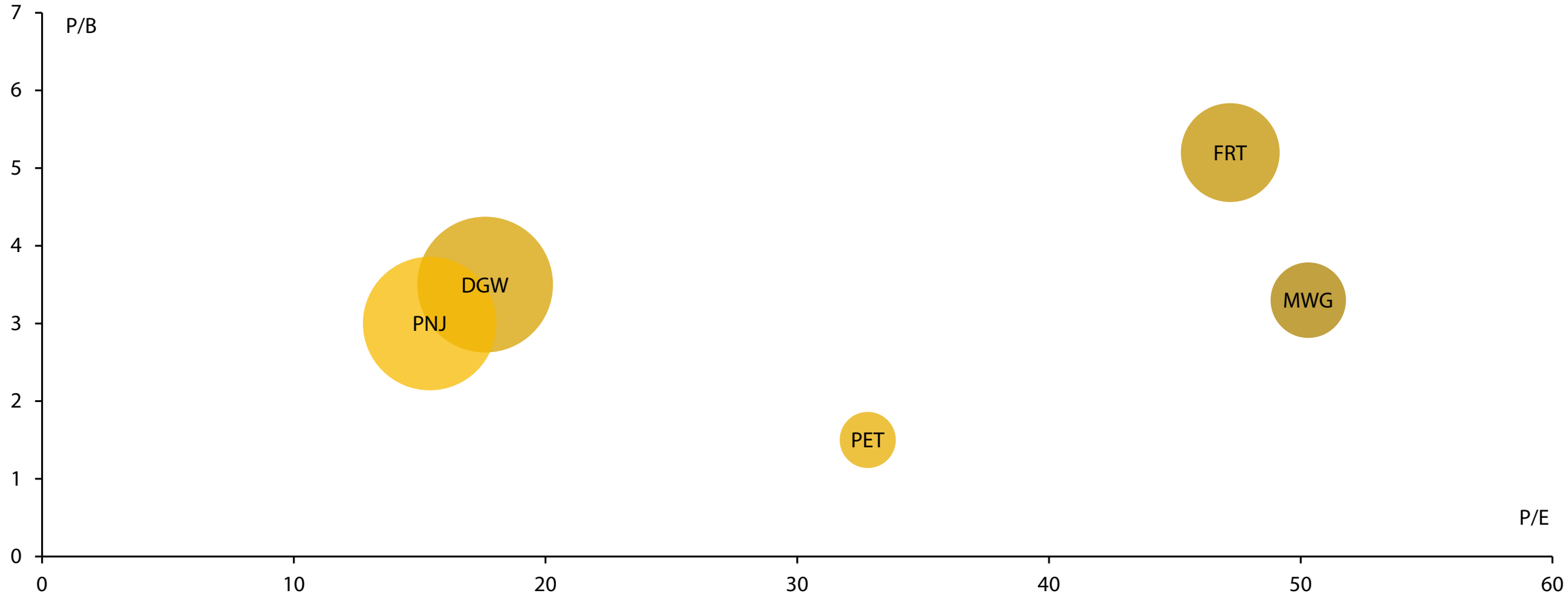
- Thách thức kết quả kinh doanh vẫn còn ở phía trước, nhưng chúng tôi kỳ vọng sẽ dần phục hồi trong các quý tới. Các nhà đầu tư nhận thức được rằng những khó khăn này chỉ là tạm thời và đang tập trung vào các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng mạnh trong dài hạn. MWG và FRT dự kiến sẽ có tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong giai đoạn 2024-2025 nhờ sự phục hồi của mảng ICT và khả năng sinh lời dần dần của các mảng kinh doanh mới.
- Đối với các nhà đầu tư đang tìm kiếm cơ hội trong bối cảnh phục hồi mạnh hậu suy thoái, giá cổ phiếu ở mức chiết khấu hơn hiện tại của MWG và FRT có thể sẽ hấp dẫn. Đối với các nhà đầu tư quan tâm đến tăng trưởng lợi nhuận bền vững và tỷ lệ P/E hợp lý hiện tại, PNJ vẫn là lựa chọn hàng đầu trong ngành.

SO SÁNH CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH (TTM)

Cổ phiếu	Vốn hóa	Giá mục tiêu	Giá đóng cửa	Cổ tức tiền mặt 12 tháng tới	Sở hữu NN còn lại %	Tăng trưởng doanh thu %YoY			Tăng trưởng LNST-CĐCTM %YoY			Khả năng sinh lời 2023(%)		P/E		P/B	
	(tỷ đồng)	(VNĐ)	(31/07/2023)			2022A	2023F	2024F	2022A	2023F	2024F	ROE (*)	ROA (*)	Hiện tại*	TB 5 năm	Hiện tại*	TB 5 năm
MWG	78.539	57.600	53.700	500	0,0	8,5	-14,5	15,7	-7,8	-72,2	248,6	2,0	4,7	68,8	14,9	3,1	3,9
FRT	10.409	66.600	76.400	0	16,2	34,1	6,9	21,7	-12,0	-146,6	-281,9	-1,7	-10,3	-57,2	36,3	4,9	3,3
PNJ	27.224	88.000	83.000	2.000	0,5	73,3	-5,9	12,1	77,4	-0,8	17,2	13,7	21,7	15,2	18,7	3,2	3,8
PET	2.950	N.R	29.850	N.A	0,0	-0,3	n.A	n.A	-57,1	n.A	n.A	3,7	0,7	32,3	10,1	1,5	0,9
DGW	9.039	N.R	54.100	N.A	25,6	5,3	n.A	n.A	4,5	n.A	n.A	21,7	7,9	17,7	10,7	3,5	2,8

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 31/07/2023.
** Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE , ROA ,P/B , và P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2023*
Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dưa trên số liệu 4 quý gần nhất
N.R: Không đánh giá
N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu
LNST-CĐCTM: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ

PE, PB VÀ ROE CỦA MỘT SỐ DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH (TTM)

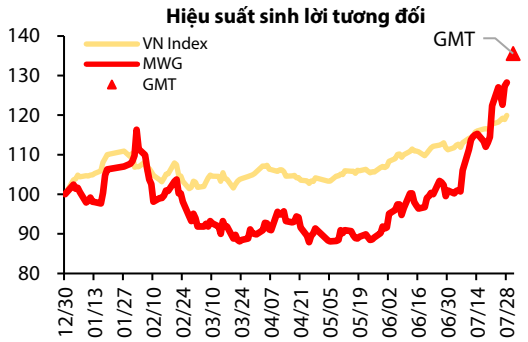


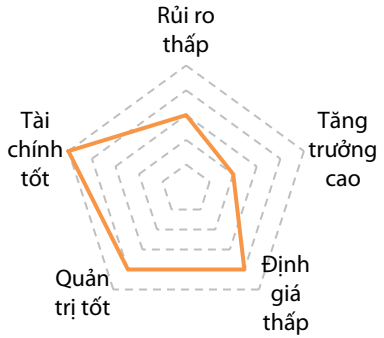
Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 31/7/2023.

CON ĐƯỜNG PHỤC HỒI LỢI NHUẬN ĐẦY GẬP GHỀNH

HSX: MWG

TÍCH LŨY: 12% **GTT: 51.700** **GMT: 57.600**





THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	77.662
SLCPĐLH (triệu CP)	1.463
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	3.852
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	173
SH NĐTNN còn lại (%)	0,0
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	35,25 – 75,4

TÀI CHÍNH

	2022A	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)	133.405	114.072	131.963
LNST (tỷ đồng)	4.100	1.141	3.977
ROA (%)	7,3	2,0	6,1
ROE (%)	17,1	4,7	14,8
EPS (đồng)	2.801	779	2.717
GTSS (đồng)	16.339	16.618	18.335
Cổ tức tiền mặt (đồng)	500	500	500
P/E (x)	15,3	66,3	19,0
P/B (x)	2,6	3,1	2,8

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nửa đầu năm gần như không có lời, triển vọng sáng hơn trong nửa cuối năm

- MWG ghi nhận tổng doanh thu 57 nghìn tỷ đồng, giảm 20% n/n trong nửa đầu 2023. Trong đó, doanh thu ICT là 41,5 nghìn tỷ đồng, giảm 27% n/n và doanh thu chuỗi BHX là 13,6 nghìn tỷ đồng, tăng 7% n/n. Biên lợi nhuận MWG bị giảm do các chương trình khuyến mãi và giảm giá, dẫn đến LNST nửa đầu 2023 giảm 99% n/n chỉ còn 39 tỷ đồng. Mặc dù doanh số bán hàng cải thiện nhẹ trong Q2 2023, không có chuỗi nào của MWG có sự cải thiện đáng kể trong lợi nhuận so với quý trước.
- **ICT:** Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng sẽ dần phục hồi trong các tháng nửa cuối 2023, nhưng lợi nhuận sẽ mất nhiều thời gian hơn cho đến khi cạnh tranh về giá bán giảm nhiệt. Dự kiến sẽ có sự phục hồi đáng chú ý hơn về lợi nhuận mảng này vào Q4 2023 khi sức mua của người tiêu dùng phục hồi và các dòng sản phẩm mới ra mắt.
- **BHX:** Doanh thu trên mỗi cửa hàng cho thấy sự cải thiện đầy hứa hẹn với gần 1,5 tỷ đồng vào giữa năm 2023, sau nỗ lực tái cơ cấu. Tuy nhiên, kế hoạch đạt điểm hòa vốn trong Q4 23 của BHX có thể bị cản trở bởi điều kiện kinh tế khó khăn khiến sức mua khó cải thiện hơn nữa. Chúng tôi dự báo chuỗi này có thể tiếp tục lỗ khoảng 1 nghìn tỷ đồng trong năm 2023.

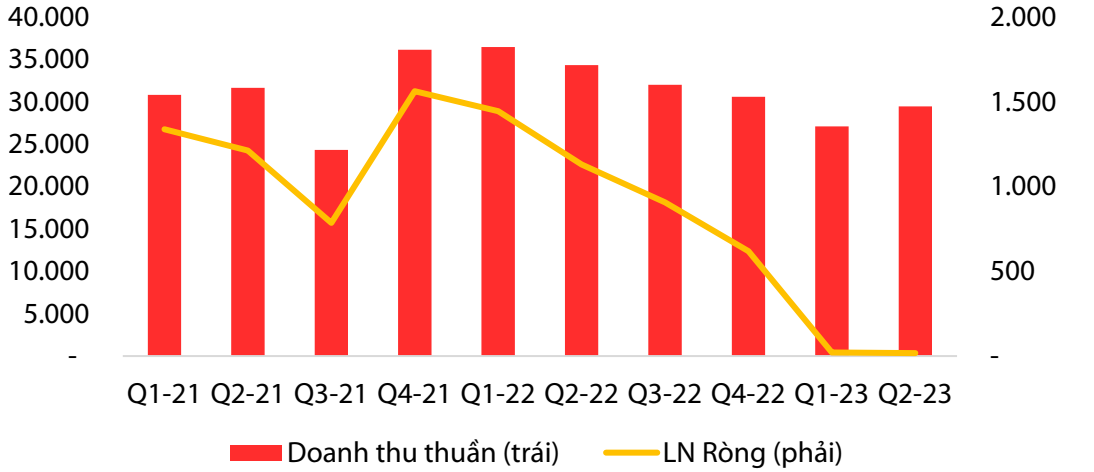
Vị trí dẫn đầu cho phép công ty phục hồi nhanh chóng sau thời kỳ suy thoái

- Hệ thống cửa hàng rộng lớn và dòng tiền dồi dào của MWG tạo điều kiện cho sự phục hồi nhanh chóng và mở rộng thị phần sau khi kinh tế phục hồi. Theo dự phóng của chúng tôi, mảng ICT dự kiến sẽ phục hồi mạnh mẽ vào năm 2024 và chuỗi BHX dự kiến sẽ đạt điểm hòa vốn vào giữa năm 2024.
- Dựa trên dự báo này, MWG đang giao dịch tại PE 19,0x/10,9x cho 2024F/2025F, với tốc độ CAGR EPS dự kiến là 23% trong giai đoạn 2022-2027F, tương đối hấp dẫn đối với các nhà đầu tư dài hạn. Do đó, các nhà đầu tư có thể xem xét tích lũy cổ phiếu ở mức giá chiết khấu.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

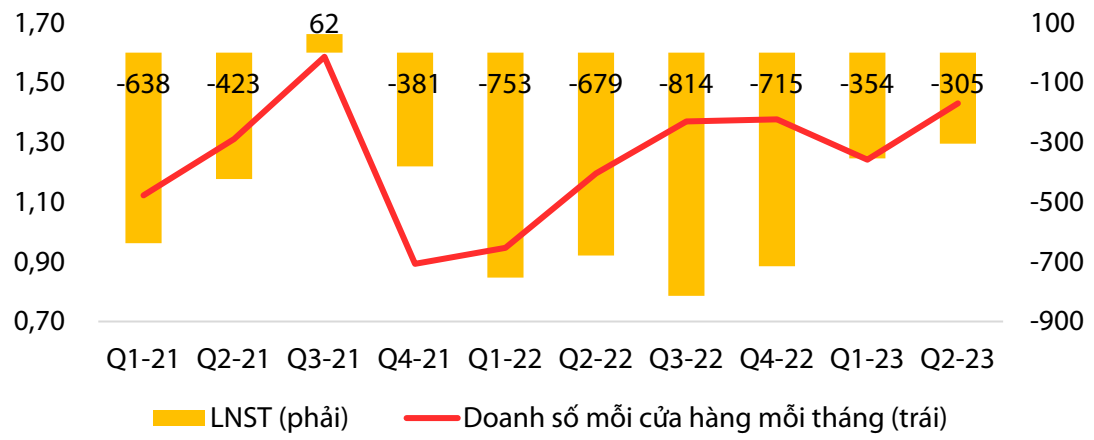
- Phục hồi tiêu dùng điện máy chậm/nhanh hơn dự kiến.
- Biến động về thời điểm hòa vốn và thông tin mới về việc bán vốn có thể ảnh hưởng đến việc định giá chuỗi BHX.

KQKD 6T đầu năm 2023 ảm đạm do nhu cầu yếu và cạnh tranh về giá của mảng ICT (Tỷ đồng)



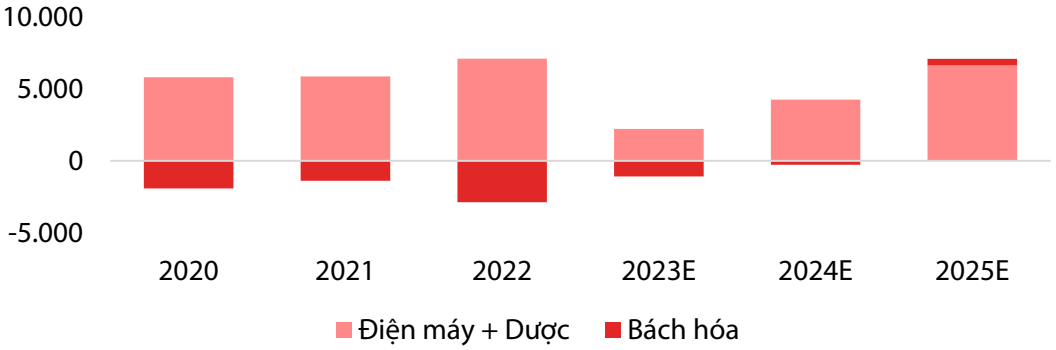
Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Doanh thu BHX trên mỗi cửa hàng đang cải thiện và lỗ ròng đang dần thu hẹp (Tỷ đồng)



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Mức lỗ của BHX dự kiến tiếp tục thu hẹp một nửa trong nửa cuối 2023 so với nửa đầu 2023, trước khi đạt điểm hòa vốn vào năm 2024; kết hợp với lợi nhuận mảng ICT đang dần phục hồi trong 2024, dù vẫn thấp hơn mức năm 2020-22 do cạnh tranh về giá vẫn duy trì (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Tóm tắt định giá

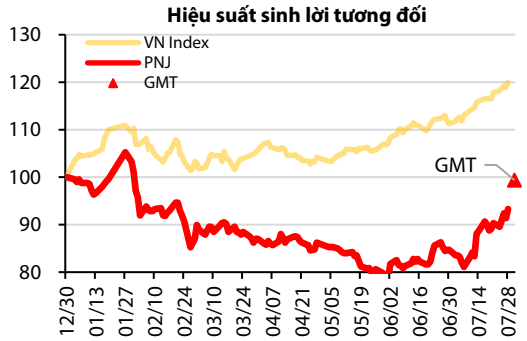
Đơn vị: tỷ đồng	Phương pháp định giá	% Cơ cấu	Giá trị mỗi cổ phiếu
BHX	10Y FCFE (Ke: 13%, g: 3%)	25%	13.600
	P/S @ 1.2x 2023-24F Sales	25%	25.000
TGDD/DMX	5Y FCFE (Ke: 13%, g: 1%)	25%	54.500
	P/E @ 10x 2023-24F EPS	25%	22.100
Giá mục tiêu (VND)			**57.600**
Cổ tức			**500**
Giá hiện tại			51.700
Mức sinh lời			**12%**
GMT / 2023F EPS			73,9
GMT / 2024F EPS			21,2
GMT / 2025F EPS			12,2

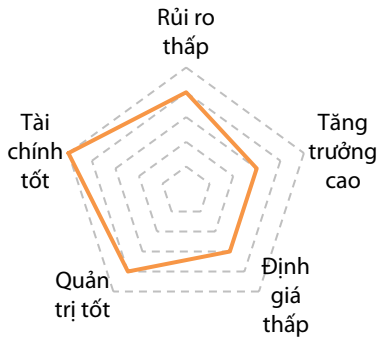
Nguồn: CTCK Rồng Việt

CHỈ BỊ ẢNH HƯỞNG NHẸ BỞI NỀN KINH TẾ GIẢM TỐC NĂM 2023

HSX: PNJ

TÍCH LŨY: 11% **GTT: 80.800** **GMT: 88.000**





THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Hàng cá nhân & Gia dụng
Vốn hóa (tỷ đồng)	26.896
SLCPĐLH (triệu CP)	328
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	854
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	65
SH NĐTNN còn lại (%)	0,9
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	67,5 - 95,1

TÀI CHÍNH

	2022A	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)	33.876	31.893	35.752
LNST (tỷ đồng)	1.807	1.792	2.101
ROA (%)	13,6	13,7	12,2
ROE (%)	28,5	21,7	21,4
EPS (đồng)	7.340	5.460	5.828
GTSS (đồng)	25.740	25.221	27.280
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	12,2	14,7	13,7
P/B (x)	2,6	3,2	2,9

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Cơ sở khách hàng bền vững tài chính giúp ổn định lợi nhuận trong năm 2023

- Bất chấp suy thoái kinh tế toàn cầu, kết quả kinh doanh của PNJ chỉ bị ảnh hưởng nhẹ trong nửa đầu năm 2023, với doanh thu giảm 10% n/n và LNST giảm 1% n/n. Tuy nhiên, bối cảnh nhu cầu yếu lại tạo cơ hội cho PNJ giành thêm thị phần, thể hiện qua doanh số bán lẻ chỉ giảm 10% n/n so với mức giảm 16% n/n trên toàn quốc (theo WGC) trong 6T2023.
- Với chính sách hỗ trợ của Chính phủ và tốc độ phục hồi kinh tế nhanh chóng của tầng lớp trung lưu, PNJ được kỳ vọng sẽ phục hồi trong nửa cuối 2023, với doanh số bán hàng cải thiện dần qua từng tháng. Do đó, chúng tôi dự đoán doanh thu thuần của PNJ sẽ chỉ giảm nhẹ 6% n/n và LNST giảm nhẹ 1% n/n trong năm 2023.

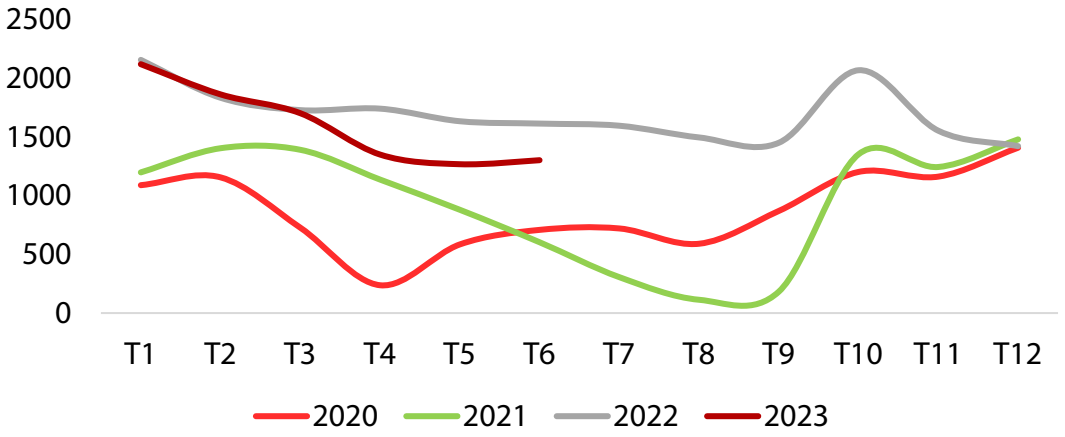
Tiềm năng đầu tư dài hạn hứa hẹn với mức tăng trưởng ổn định trong 5 năm tới

- Nhu cầu trang sức tăng và hiệu quả hoạt động nâng cao góp phần vào CAGR EPS dự kiến đạt 16% cho giai đoạn 2023-2027F.
- Dựa trên phân tích của chúng tôi, giá mục tiêu của PNJ tương ứng tỷ lệ P/E 2023F/2024F lần lượt là 16,1x/15,1x, so với P/E TTM trung bình 5 năm của công ty là 15x.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

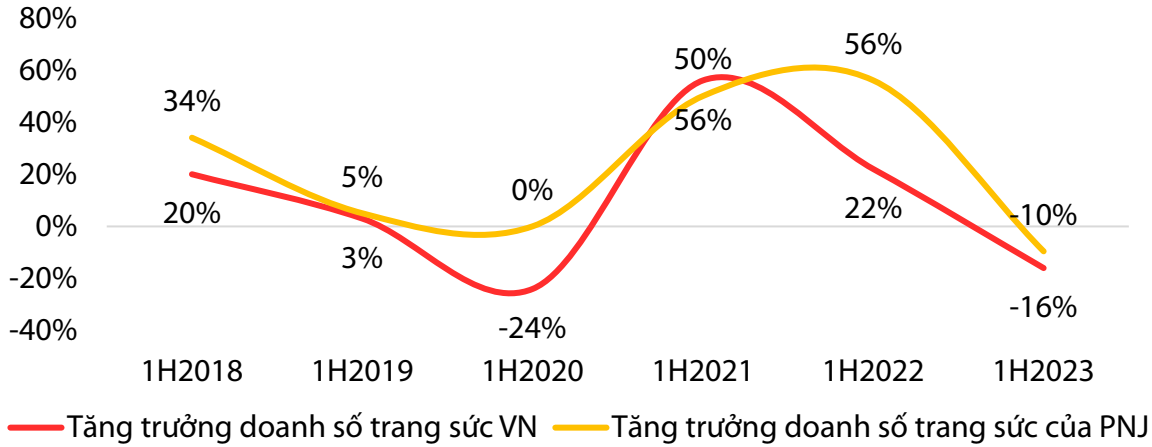
- Nhu cầu trang sức mạnh/yếu hơn kỳ vọng của chúng tôi.
- Kế hoạch mở rộng công suất mới có thay đổi.

Doanh số bán lẻ tháng PNJ (tỷ đồng)



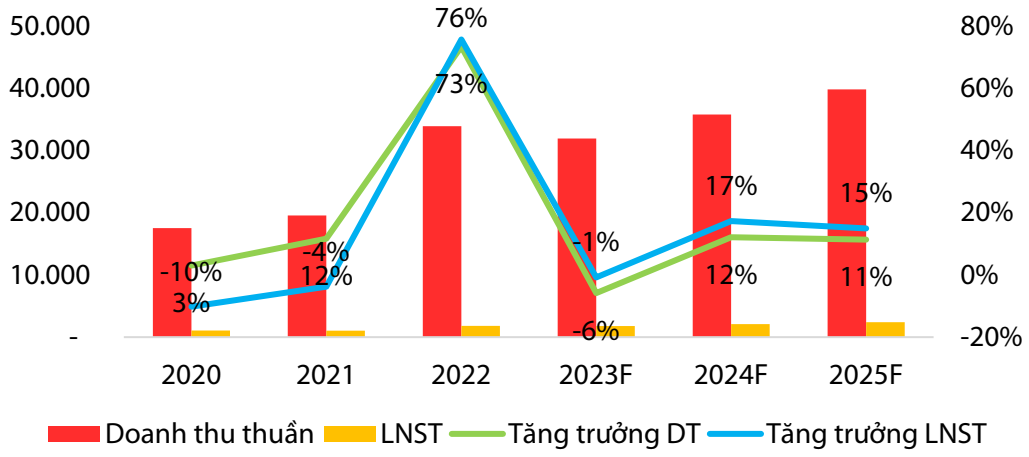
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng doanh số trang sức Việt Nam và PNJ (% n/n)



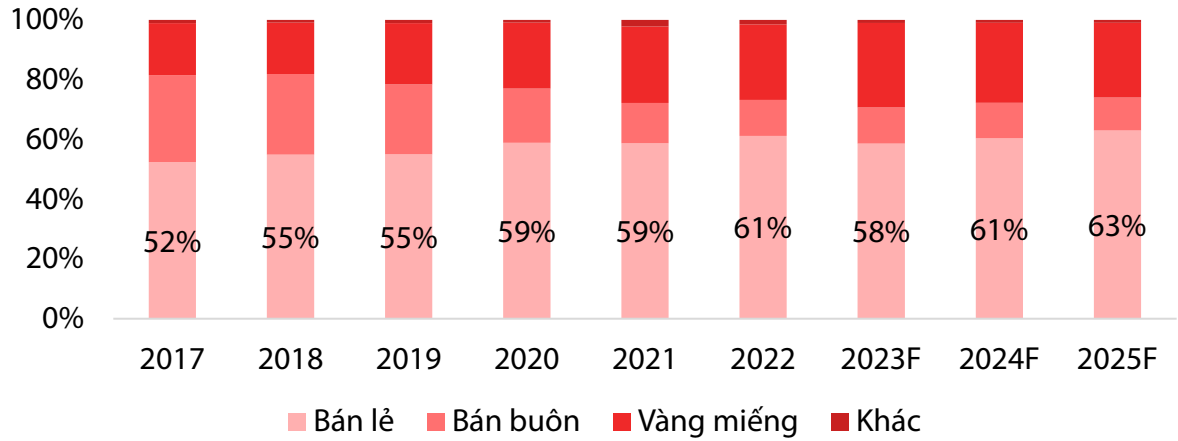
Nguồn: WGC, PNJ, CTCK Rồng Việt

Dự phóng doanh thu và LNST (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Dự phóng cơ cấu doanh thu (%)

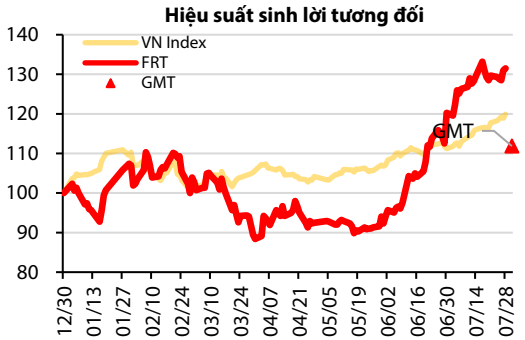


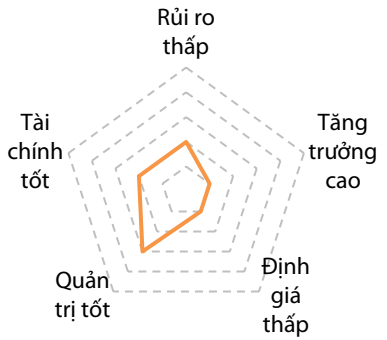
Nguồn: CTCK Rồng Việt

GIÁ HIỆN TẠI ĐÃ PHẢN ÁNH KỲ VỌNG PHỤC HỒI

HSX: FRT

GIẢM TỶ TRỌNG: -10% **GTT: 76,400** **GMT: 66,600**





THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	10.559
SLCPĐLH (triệu CP)	136
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	1.027
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	69
SH NĐTNN còn lại (%)	16,3
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	48,43 - 81,3

TÀI CHÍNH

	2022A	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ đồng)	30.166	32.261	39.267
LNST (tỷ đồng)	390	-182	331
ROA (%)	3,8	-1,6	2,7
ROE (%)	19,4	-10,3	16,3
EPS (đồng)	3.295	-1.539	2.798
GTSS (đồng)	16.951	14.912	17.209
Cổ tức tiền mặt (đồng)	500	-	-
P/E (x)	18,2	N/A	23,8
P/B (x)	3,5	5,1	4,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Sự tăng trưởng mạnh mẽ của Long Châu chưa đủ bù đắp cho khoản lỗ từ FPT Shop trong FY2023.

- Trong nửa đầu 2023, FRT ghi nhận doanh thu 15 tỷ VND (+7% n/n) và lỗ ròng 224 tỷ VND. Trong đó, Long Châu đạt doanh thu thuần 6,8 tỷ VND (+72% n/n) và lợi nhuận ròng 94 tỷ VND (+268% n/n). FPT Shop lỗ nặng do giảm giá bán mạnh kết hợp với nhu cầu thấp, đặc biệt là đối với các sản phẩm Apple.
- Chúng tôi dự đoán mảng ICT sẽ tiếp tục lỗ vào Q3, mặc dù với mức độ thấp hơn một chút so với quý trước, trước khi có lãi trở lại vào Q4 2023 do chi tiêu người tiêu dùng tăng, sản phẩm công nghệ được thay thế theo chu kỳ và các dòng sản phẩm mới được ra mắt. Ngược lại, nhờ mở rộng cửa hàng có hiệu quả, chúng tôi dự báo Long Châu sẽ duy trì mức sinh lời của nửa đầu 2023 trong nửa cuối năm. Tuy nhiên, lợi nhuận mà Long Châu tạo ra có thể không đủ để bù đắp các khoản lỗ của chuỗi còn lại.
- FRT dự kiến sẽ có sự hồi phục mạnh mẽ về lợi nhuận ròng năm tài chính 2024, do lĩnh vực ICT phục hồi từ mức cơ sở thấp và sự cải thiện tiếp tục về lợi nhuận của LC.

Long Châu là động lực tăng trưởng chính từ FY2023.

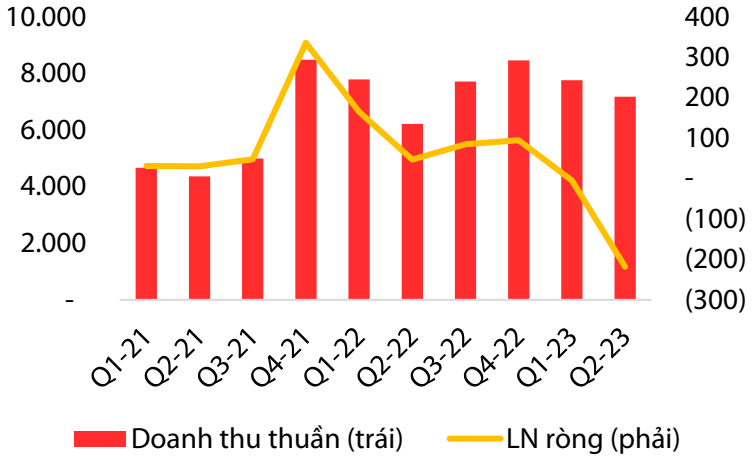
- Chúng tôi dự phóng LNST của LC sẽ tăng trưởng 64% CAGR từ năm 2022-2027F, do mở rộng chuỗi cửa hàng mạnh mẽ và liên tục cải thiện khả năng sinh lời.
- Tận dụng những khó khăn của đối thủ, LC dự kiến sẽ tăng tỷ lệ thị phần bán lẻ dược phẩm đáng kể để tạo điều kiện cho tăng trưởng lợi nhuận nhanh hơn dự kiến. Do đó, chuỗi cửa hàng sẽ được định giá lại với tỷ lệ P/S mục tiêu cao hơn, ở mức 0,5x so với 0,3x trước đó và so với mức trung bình 1,0x của các công ty cùng ngành trên thế giới.
- Mức độ phục hồi của năm sau đã được phản ánh vào sự tăng mạnh của giá cổ phiếu gần đây. Mặc dù lợi nhuận có thể đã chạm đáy, những thách thức dai dẳng liên quan đến sức mua yếu và cạnh tranh gay gắt vẫn gây ra những nghi ngờ khả năng thoát lỗ của doanh nghiệp trong các quý tới.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tốc độ hồi phục nhu cầu ICT chậm/nhanh hơn dự kiến.
- Việc mở rộng cửa hàng và khả năng sinh lời của LC thấp/cao hơn dự kiến.

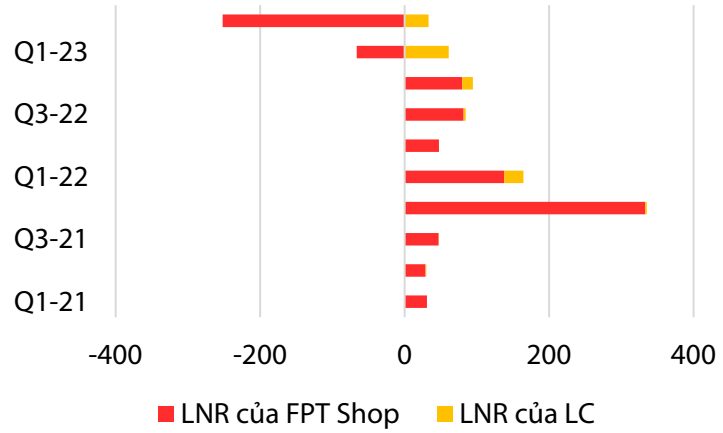
GIÁ HIỆN TẠI ĐÃ PHẢN ÁNH KỲ VỌNG PHỤC HỒI

Lỗ nặng trong nửa đầu 2023 do mảng ICT (tỷ đồng)



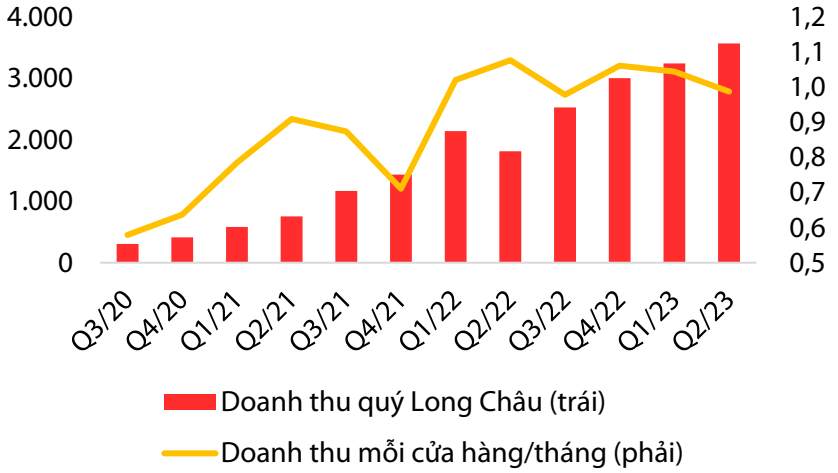
Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

LC trở thành mảng đóng góp LN chính cho FRT (tỷ đồng)



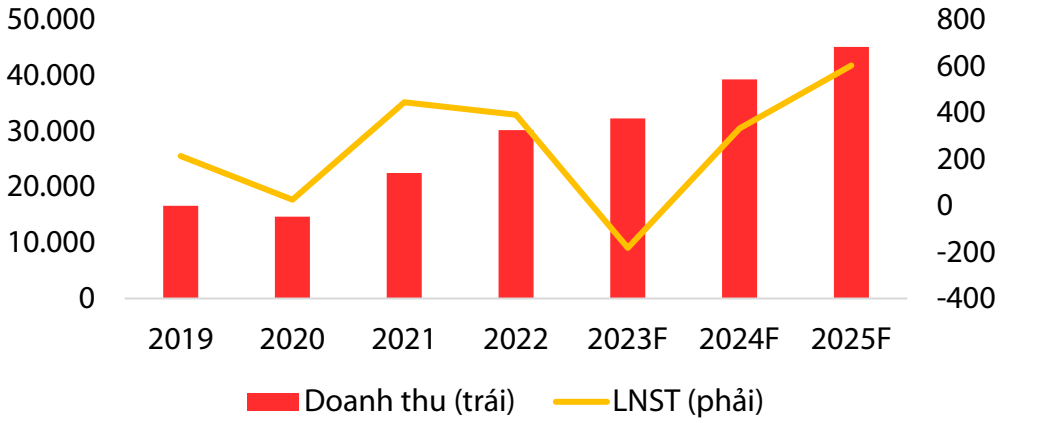
Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

Doanh thu của LC tăng mạnh mẽ nhờ mở rộng cửa hàng có hiệu quả (tỷ đồng)



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

Phục hồi mạnh trong năm 2024 nhờ mức nền thấp của FPT Shop và LC tiếp tục cải thiện (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Tóm tắt định giá của FRT

Đơn vị: tỷ đồng	Phương pháp định giá	% Cơ cấu	Giá trị mỗi cổ phiếu
FPT Shop	5Y FCFF (WACC: 11,7%, g: 1,2%)	50%	19.500
	P/E @ 15x 2024F EPS	50%	5.500
Long Châu	10Y FCFF (WACC: 11,7%, g: 5,0%)	50%	33.400
	P/S @ 0.5x 2023-24 EPS	50%	74.773
Giá mục tiêu (VND)			**66.600**
Cổ tức			0
Giá hiện tại (VND) @ 31/07/2023			76.400
Mức sinh lời			**-13%**
GMT / 2023F EPS			-43,3
GMT / 2024F EPS			23,8
GMT / 2025F EPS			13,1

Nguồn: CTCK Rồng Việt

KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Manager
vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1512)
- Dầu khí
- Phân bón

Đỗ Thanh Tùng
Manager
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An
Senior Analyst
an.ntn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

Đỗ Thạch Lam
Senior Analyst
lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
- Bất động sản

Lê Tự Quốc Hưng
Analyst
hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
- Thị trường
- Bất động sản KCN

Nguyễn Hồng Loan
Analyst
loan.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Đặng Chính
Analyst
chinh.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
- Ngân hàng

Cao Ngọc Quân
Analyst
quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
- Cảng biển
- Dược

Trịnh Thị Thu Hoài
Analyst
hoai.ttt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
- Dệt may
- Tiện ích công cộng

Nguyễn Hà Trinh
Senior Consultant
trinh.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Bernard Lapointe
Senior Consultant
bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Hà My
Senior Consultant
my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
- Kinh tế vĩ mô

Lê Kim Ngân
Analyst
ngan.lk@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
- Dầu khí
- Phân bón

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Bùi Đặng Cát Khánh
Assistant
khanh.bdc@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

RONG VIET SECURITIES

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

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

www.vdsc.com.vn