

Các công ty bán lẻ dược phẩm: Chuỗi nhà thuốc Long Châu sẽ hưởng lợi

Trần Đăng Mạnh

Chuyên viên, Ngành Hàng Tiêu Dùng
manh.tdang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

- Luật Dược (sửa đổi) được thông qua vào tuần trước sẽ tạo điều kiện cho những phát triển quan trọng trong dài hạn. Với việc tăng BHYT toàn dân và giá tốt hơn, HSC cho rằng kênh bệnh viện và nhà thuốc hiện đại sẽ tăng trưởng nhanh hơn kênh truyền thống.
- Kênh bệnh viện – mặc dù thiếu thuốc – vẫn tăng trưởng nhanh hơn kênh bán lẻ. Trong khi đó, các nhà bán lẻ hiện đại đang mở rộng thị phần. Trong 9 tháng đầu năm 2024, tăng trưởng doanh thu chuỗi Long Châu của FRT cao hơn An Khang của MWG và Pharmacy.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% từ mức đỉnh trong tháng 8/2024, yếu tố rủi ro-lợi nhuận của FRT đang cải thiện. Chuỗi nhà thuốc Long Châu đang có vị thế tốt để hưởng lợi trong bối cảnh có nhiều thay đổi sau khi sửa đổi Luật Dược. Chúng tôi đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu với FRT, và duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MWG.

Luật Dược (sửa đổi): Những điểm nổi bật

Những quy định mới có thể ảnh hưởng đến nhiều khía cạnh của thị trường bán lẻ dược phẩm tại Việt Nam bao gồm (1) kinh doanh dược phẩm qua kênh thương mại điện tử, (2) giá bán buôn, (3) tỷ suất lợi nhuận đối với thuốc bán theo kênh bệnh viện (4) những quy định đối với chuỗi nhà thuốc hiện đại, và (5) những chính sách ưu đãi hỗ trợ sản xuất dược phẩm trong nước. Trong dài hạn, Việt Nam đặt mục tiêu nâng giá trị thuốc sản xuất trong nước lên 70% vào năm 2030 (từ 45% trong năm 2023) thông qua việc xúc tiến nghiên cứu, hoàn thành việc chuyển giao công nghệ và sản xuất thuốc có giá trị cao, được hỗ trợ từ các chính sách ưu đãi.

HSC tin rằng người tiêu dùng cuối sẽ hưởng lợi từ những phát triển này, nhờ khả năng tiếp cận tốt hơn đối với các sản phẩm chất lượng và có nguồn gốc rõ ràng với giá cả hợp lý, cũng như khả năng tiếp cận những loại thuốc mới. Kênh bệnh viện và các chuỗi nhà thuốc hiện đại được dự báo sẽ tăng trưởng nhanh hơn các nhà thuốc truyền thống. Do đó, chuỗi nhà thuốc Long Châu được đánh giá đang có vị thế tốt để hưởng lợi, nhờ có nền tảng công nghệ cạnh tranh, thương hiệu mạnh, hệ thống nhà thuốc rộng khắp và lượng khách hàng lớn.

Bối cảnh cạnh tranh: Chuỗi nhà thuốc Long Châu sẽ hưởng lợi

Theo Viện Khoa học Dữ liệu Con người (IQVIA) và dự báo của HSC, doanh thu dược phẩm của Việt Nam tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2019-2023 ở mức 9%. Trong đó, doanh thu thuốc bán qua kênh bệnh viện – mặc dù thiếu thuốc – tăng mạnh trong năm 2022-2023, do nguy cơ lây nhiễm COVID-19 tại các bệnh viện giảm và việc mở rộng bảo hiểm y tế toàn dân. Trong khi đó, doanh thu bán lẻ (mặc dù có dấu hiệu chậm lại) vẫn chiếm ưu thế với 60% thị phần trong năm 2023 (trong đó, HSC ước tính thị phần của các chuỗi nhà thuốc hiện đại đã mở rộng nhanh chóng lên 20% trong năm 2023 từ mức 5% trong năm 2019).

Đối với kênh bán lẻ hiện đại, chuỗi nhà thuốc Long Châu (FRT sở hữu 80,5% cổ phần) được dự báo sẽ giành chiến thắng, nhờ vào khả năng duy trì khả năng hoạt động hiệu quả, tăng trưởng doanh thu và mở rộng mạng lưới trong 9 tháng đầu năm 2024. Trong khi đó, chuỗi nhà thuốc An Khang (MWG sở hữu toàn bộ cổ phần) và Pharmacy (chưa niêm yết) đang trong giai đoạn tái cấu trúc.

Khuyến nghị

Chuỗi nhà thuốc Long Châu – dự kiến đóng góp 86% lợi nhuận thuần năm 2026 của FRT, từ mức 11% trong năm 2022 – đang có vị thế rất tốt để hưởng lợi trong bối cảnh có nhiều thay đổi từ việc sửa đổi Luật Dược. Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% từ mức đỉnh trong tháng 8/2024, HSC tin rằng yếu tố rủi ro-lợi nhuận của FRT đang cải thiện, nhờ lợi nhuận Q3/2024 và việc mở rộng mạng lưới cửa hàng Long Châu đang vượt dự báo, cũng như những gì chúng tôi nhận thấy là triển vọng đang cải thiện tích cực. Việc sắp hoàn tất đợt huy động vốn sắp tới (khả năng trong Q1/2025) trở thành động lực tăng trưởng trong ngắn hạn, trong khi kế hoạch IPO trong 3-5 năm tới là động lực tăng trưởng dài hạn. Chúng tôi đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu đối với FRT, trong khi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MWG.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/11.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.Suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
FRT	173,200	Tăng tỷ trọng	-	211,600	-	22.2	112	42.1	30.9	20.4	0	0.29
MWG	59,000	Mua vào	-	81,300	-	37.8	21.3	14.2	14.4	11.9	0.85	0.85

Giá cổ phiếu tại ngày 22/11/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Luật Dược (sửa đổi): Những điểm nổi bật và các ý tưởng đầu tư	3
Luật điều chỉnh tập trung vào giá thuốc, kinh doanh thuốc trực tuyến và các chính sách phát triển	3
Chuỗi nhà thuốc: Bối cảnh	5
Phân tích bối cảnh cạnh tranh	6
Kênh bệnh viện tăng trưởng trở lại; kênh bán lẻ hiện đại dẫn dắt thị trường bán lẻ	6
Những cổ phiếu khuyến nghị	10

Luật Dược (sửa đổi): Những điểm nổi bật và các ý tưởng đầu tư

Trong dài hạn, Việt Nam đặt mục tiêu nâng giá trị từ việc bán thuốc sản xuất trong nước lên 70% vào năm 2030 (từ 45% trong năm 2023) thông qua việc xúc tiến nghiên cứu, hoàn thành việc chuyển giao công nghệ và sản xuất thuốc có giá trị cao, tất cả đều được hỗ trợ từ các chính sách ưu đãi. Luật Dược (sửa đổi) được đánh giá sẽ hỗ trợ cho kênh bệnh viện và các chuỗi nhà thuốc hiện đại, vốn được kỳ vọng tăng trưởng mạnh hơn các nhà thuốc truyền thống. Do đó, chuỗi nhà thuốc Long Châu được đánh giá đang có vị thế tốt để hưởng lợi, nhờ có nền tảng công nghệ cạnh tranh, thương hiệu mạnh, hệ thống nhà thuốc rộng khắp và lượng khách hàng lớn. FRT (đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu) đang có vị thế tốt trong lĩnh vực này, trong khi đó chúng tôi tiếp tục ưa thích MWG (Mua vào) chủ yếu nhờ KQKD cải thiện ở mảng ngoài dược phẩm.

Luật điều chỉnh tập trung vào giá thuốc, kinh doanh thuốc trực tuyến và các chính sách phát triển

Bán thuốc trực tuyến

Việc bán hàng trực tuyến chỉ được áp dụng cho các loại thuốc không kê đơn và được phép kinh doanh trên các nền tảng TMĐT, ứng dụng và trang web có tính năng đặt hàng trực tuyến. Hơn nữa, các quy định về quảng cáo và bảo mật phải được tuân thủ nghiêm ngặt. Điều này thể hiện sự thay đổi tích cực so với việc cấm bán thuốc ngoài địa điểm đã đăng ký của Luật Dược trước khi sửa đổi.

Tuy nhiên, thuốc kê đơn vẫn bị cấm kinh doanh trực tuyến, ngoại trừ việc cách ly y tế đối với các bệnh truyền nhiễm nhóm A – được định nghĩa là các bệnh nguy hiểm lây truyền rất nhanh, tỷ lệ tử vong cao hoặc chưa rõ tác nhân gây bệnh.

Cần nói rõ hơn, hiện tại trang web và ứng dụng của Long Châu chỉ cung cấp cho khách hàng thông tin về thuốc kê toa, mà không có chức năng đặt hàng trực tuyến hoặc hiển thị giá thuốc. Khi mua thuốc kê toa, người mua phải nộp đơn thuốc và được dược sĩ có kinh nghiệm tư vấn. Nếu khách hàng quyết định tiếp tục mua hàng, thuốc theo toa sẽ được bán. Những giao dịch này không diễn ra trên sàn thương mại điện tử hoặc các ứng dụng và trang web có tính năng đặt hàng trực tuyến. Do đó, hoạt động kinh doanh thuốc kê đơn của Long Châu hoàn toàn phù hợp với các quy định mới.

Theo quan điểm của chúng tôi, các quy định rõ ràng sẽ giúp các công ty bán lẻ dược phẩm vận hành mở rộng HĐKD hiệu quả hơn. HSC tin rằng những công ty đã phát triển tốt hạ tầng công nghệ, có thương hiệu mạnh, lượng khách hàng lớn sẽ hưởng lợi. Theo quan điểm của chúng tôi, Long Châu đang có vị thế tốt để hưởng lợi.

Công bố giá bán buôn cho thuốc kê đơn

Các công ty sản xuất thuốc trong nước và các công ty nhập khẩu được yêu cầu phải công bố giá thuốc bán buôn lên Bộ Y Tế trước khi bán lô thuốc kê đơn đầu tiên. Thuốc kê đơn hiện chiếm đến 80% sản lượng tiêu thụ trên thị trường. Giá công bố được tính là giá trần, ngăn chặn tình trạng bán thuốc với giá cao hơn mức này. Điều này giúp giảm thiểu chi phí trung gian và đảm bảo thuốc được bán với giá hợp lý.

Tuy nhiên, trên thực tế, việc kiểm soát giá thuốc do các bên trung gian hoặc nhà phân phối đưa ra vẫn còn nhiều thách thức. Do đó, quy định này khó có thể ảnh hưởng đáng kể đến các doanh nghiệp bán lẻ dược phẩm. Long Châu không bị ảnh hưởng nhờ có nguồn thuốc trực tiếp từ các nhà sản xuất và các đơn vị nhập khẩu.

Giữ quy định kiểm soát tỷ suất lợi nhuận của các nhà thuốc bệnh viện

Tỷ suất lợi nhuận của các nhà thuốc bệnh viện bị giới hạn ở mức 15%, dẫn đến những loại thuốc có giá bán cao sẽ có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn. Quy định này nhằm kiểm soát giá thuốc, tạo điều kiện cho người dùng cuối có thể tiếp cận thuốc có chất lượng cao và nguồn gốc rõ ràng hơn với mức giá hợp lý.

Thuốc không kê đơn được phép bán trực tuyến thông qua các sàn thương mại điện tử (TMĐT) và các ứng dụng/website với chức năng đặt hàng online – một chuyển biến tích cực

Đối với thuốc kê đơn, Long Châu không bán qua các sàn TMĐT, ứng dụng và trang web có tính năng đặt hàng trực tuyến, hoàn toàn phù hợp với luật sửa đổi

Bảng 1: Tỷ suất lợi nhuận quy định đối với thuốc bán tại nhà thuốc bệnh viện

Giá bán lẻ = giá mua vào x (1 + tỷ suất lợi nhuận)

Tỷ suất lợi nhuận quy định	Giá đơn vị
Tối đa 15%	Thấp hơn hoặc bằng 1.000đ
Tối đa 10%	Trên 1.000đ – 5.000đ
Tối đa 7%	Trên 5.000đ – 100.000đ
Tối đa 5%	Trên 100.000đ – 1.000.000đ
Tối đa 2%	Trên 1.000.000đ

Nguồn: Bộ Y tế

Việc giữ giá ổn định tại các nhà thuốc bệnh viện có thể thúc đẩy hoạt động bán thuốc tại kênh bệnh viện, tạo ra nhiều thách thức cho doanh thu của Long Châu, mặc dù khả năng này bị hạn chế do tình trạng thiếu thuốc kéo dài tại các bệnh viện và nhà thuốc bệnh viện.

Quy định đối với chuỗi nhà thuốc hiện đại

Luật Dược (sửa đổi) cũng đã đề cập đến một số quy định chung đối với chuỗi nhà thuốc hiện đại liên quan đến trách nhiệm và HĐKD khi mô hình kinh doanh này phát triển nhanh chóng trong những năm gần đây. Trong khi Chính phủ nhìn chung ủng hộ mô hình nhà thuốc này, HSC tin rằng quy định rõ ràng sẽ giúp các chuỗi nhà thuốc hoạt động và mở rộng hiệu quả hơn.

Thúc đẩy ngành sản xuất trong nước

Theo đó, các dự án sản xuất dược phẩm mới có tổng vốn đầu tư trên 3 nghìn tỷ đồng và giải ngân ít nhất 1 nghìn tỷ đồng trong 3 năm sẽ được hưởng các chính sách ưu đãi như về thuế, tiền thuê đất, hỗ trợ nguồn vốn cũng như các hỗ trợ liên quan đến thủ tục đầu tư, giấy chứng nhận lưu hành thuốc.

Các dự án được hưởng chính sách ưu đãi bao gồm: Dự án phát triển công nghệ, sản xuất hoặc chuyển giao công nghệ để sản xuất thuốc dược liệu từ nguyên liệu đầu vào trong nước, thuốc mới, thuốc sáng chế, thuốc hiếm, thuốc generic đầu tiên, thuốc công nghệ cao, vắc xin, sinh phẩm.

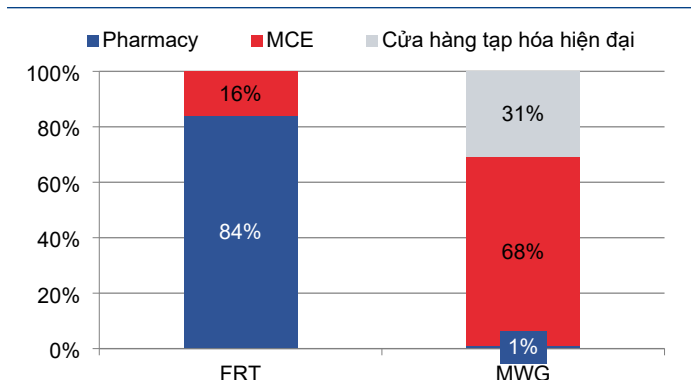
Theo IQVIA, một công ty tư vấn phân tích trong lĩnh vực chăm sóc sức khỏe có trụ sở tại Mỹ, quy mô thị trường dược phẩm của Việt Nam đạt 8,5 tỷ USD trong năm 2023, trong đó các sản phẩm trong nước đóng góp khoảng 45% (3,82 tỷ USD). Bộ Y Tế cho biết thuốc sản xuất trong nước đóng góp đến 70% số lượng thuốc được sử dụng, nhưng chỉ đóng góp 45-50% giá trị.

Chiến lược quốc gia phát triển ngành Dược Việt Nam năm 2030 và tầm nhìn đến năm 2045:

- Vào năm 2030, Việt Nam có thể sản xuất 80% thuốc phục vụ nhu cầu sử dụng trong nước, đóng góp 70% giá trị thị trường, và nhận chuyển giao công nghệ đối với 100 loại thuốc.
- Vào năm 2045, ngành dược phẩm dự kiến sẽ đóng góp hơn 20 tỷ USD vào GDP.
- Chúng tôi tin rằng việc nâng cao công suất sản xuất trong nước và thu hút các dự án đầu tư mới sẽ giúp đa dạng nguồn cung dược phẩm cũng như hạn chế rủi ro đứt gãy chuỗi cung ứng, và mang đến lợi ích cho người dùng cuối (cơ hội tiếp cận sản phẩm có chất lượng với mức giá hợp lý và những loại thuốc mới).

Biểu đồ 2: Cơ cấu định giá, FRT & MWG

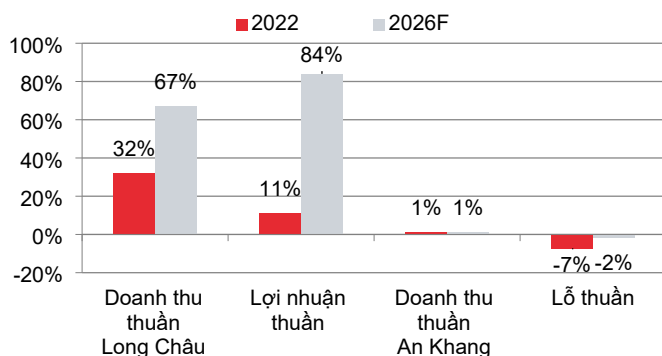
Mảng dược phẩm đóng góp 84% vào định giá của FRT, trong khi chuỗi An Khang chỉ đóng góp 1% vào định giá của MWG



Nguồn: HSC

Biểu đồ 3: Lợi nhuận của nhóm dược phẩm, FRT vs MWG

HSC dự báo Long Châu sẽ đóng góp 84% vào lợi nhuận thuần sau thuế của FRT trong năm 2026 trong khi chuỗi An Khang tiếp tục báo lỗ



Nguồn: Dữ liệu các công ty; HSC dự báo

Chuỗi nhà thuốc: Bối cảnh

Nói rõ hơn, Long Châu đang thúc đẩy FRT chuyển đổi HĐKD từ một nhà bán lẻ điện thoại di động và hàng điện tử tiêu dùng thành một nhà bán lẻ hiện đại tập trung vào dược phẩm. Ngược lại, An Khang có thể vẫn là một doanh nghiệp nhỏ của MWG so với các công ty con khác của MWG như TGDD & ĐMX (MCE) và BHX (cửa hàng tạp hóa hiện đại). Chi tiết như sau:

- Trong mô hình dự báo của chúng tôi, Long Châu chiếm 84% giá trị mục tiêu của FRT. Trong khi đó, mức đóng góp vào định giá chung của MWG của các công ty con rất khác biệt, với An Khang (1%), TGDD & ĐMX (68%), và BHX (31%).

Về mặt lãi và lỗ, dự báo hiện tại của chúng tôi cho thấy năm 2026, Long Châu sẽ đóng góp 67% vào doanh thu của FRT, chuỗi FPT Shop đóng góp 33%, so với mức đóng góp 32% (Long Châu) và 68% (FPT Shop) trong năm 2022. Về mặt lợi nhuận thuần sau thuế, trong khi chúng tôi dự báo Long Châu sẽ đóng góp 84% và FPT Shop chỉ đóng góp 16% trong năm 2026 (Năm 2022 lần lượt là 11% và 89%). Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2022-2026 là 116%, trong khi tình trạng thua lỗ của An Khang sẽ thu hẹp lại trong giai đoạn dự báo.

Phân tích bối cảnh cạnh tranh

Doanh thu ngành dược phẩm tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2019-2023 ở mức 9%. Trong đó, doanh thu thuốc bán qua kênh bệnh viện – mặc dù thiếu thuốc – tăng mạnh trong năm 2022-2023, do nguy cơ lây nhiễm COVID-19 tại các bệnh viện giảm và việc mở rộng bảo hiểm y tế toàn dân. Trong khi đó, doanh thu bán lẻ – mặc dù có dấu hiệu bình thường hóa – vẫn chiếm ưu thế với thị phần khoảng 60%, trong đó các chuỗi cửa hàng hiện đại mở rộng nhanh nhất (hiện chiếm 20% thị phần trong năm 2023, tăng so với mức chỉ 5% trong năm 2019, theo ước tính của HSC). Chuỗi nhà thuốc Long Châu của FRT có vẻ sẽ là bên giành chiến thắng, bằng chứng là khả năng duy trì tính hiệu quả trong HĐKD đã được kiểm chứng, tăng trưởng doanh thu và mở rộng mạng lưới trong 9 tháng đầu năm 2024. Trong khi đó, An Khang của MWG và Pharmacity đều phải tái cơ cấu.

Kênh bệnh viện tăng trưởng trở lại; kênh bán lẻ hiện đại dẫn dắt thị trường bán lẻ

Theo IQVIA, tổng doanh thu của thị trường dược phẩm Việt Nam trong năm 2023 tăng 8% so với cùng kỳ đạt 201,8 nghìn tỷ đồng, dẫn đến tốc độ tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2019-2023 là 9%. Xét theo kênh phân phối

- Kênh bệnh viện – bệnh viện và nhà thuốc hoạt động bên trong bệnh viện – ghi nhận doanh thu tăng 20% so với cùng kỳ lên 80.708 tỷ đồng, nâng mức đóng góp của kênh này lên 40% trong năm 2023 từ mức 35% trong năm 2021, nhưng vẫn thấp hơn một chút so với mức 42-43% trong năm 2019-2020. Sự phục hồi trên có được là nhờ: (1) người dân trở lại khám bệnh tại các bệnh viện do nguy cơ bị lây nhiễm COVID-19 giảm, và (2) số người được tiếp cận chính sách bảo hiểm y tế toàn dân tăng lên 93% trong năm 2023 từ mức 89% trong năm 2019.

Tuy nhiên, các nhà thuốc bệnh viện đang đối mặt với tình trạng thiếu thuốc vì phải mua thuốc thông qua quy trình đấu thầu, trong khi việc dự báo nhu cầu lại gặp khó khăn. Do đó, bệnh nhân phải mua thuốc kê đơn tại các kênh bán lẻ.

- Kênh bán lẻ – được định nghĩa là các kênh bán lẻ hoặc không phải bệnh viện, bao gồm các nhà thuốc, phòng khám tư, trung tâm tiêm chủng và các viện nằm ngoài bệnh viện – đã công bố mức tăng trưởng doanh thu khiêm tốn 1% so với cùng kỳ lên 121.063 tỷ đồng trong năm 2023, sau mức tăng mạnh trong năm 2021-2022, hưởng lợi từ xu hướng người tiêu dùng chuyển từ kênh bệnh viện sang kênh bán lẻ. Mặc dù thể hiện dấu hiệu bình thường hóa, kênh bán lẻ vẫn đang chiếm ưu thế, với 60% thị phần trong năm 2023.

Bảng 4: Cơ cấu doanh thu mảng dược phẩm theo kênh phân phối, Việt Nam

Kênh bán lẻ tăng trưởng nhanh hơn so với kênh phân phối qua bệnh viện trong giai đoạn 2019-2023

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR
Tổng doanh thu thị trường	143,300	144,273	145,472	187,659	201,771	9%
Tăng trưởng		1%	1%	29%	8%	
Doanh thu qua bệnh viện	60,141	61,945	50,795	67,557	80,708	8%
Tăng trưởng		3%	-18%	33%	20%	
Doanh thu bán lẻ	83,160	82,328	94,677	120,102	121,063	10%
Tăng trưởng		-1%	15%	27%	1%	
Biến động thị phần						
Kênh PP qua bệnh viện	42%	43%	35%	36%	40%	
Kênh bán lẻ	58%	57%	65%	64%	60%	

Nguồn: IQVIA; HSC ước tính

Bảng 5: Doanh thu bán lẻ dược phẩm theo chuỗi, Việt Nam

Các chuỗi cửa hàng hiện đại đang giành thêm thị phần từ các chuỗi truyền thống

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu chuỗi hiện đại	4,377	5,834	10,427	19,127	24,325
Tăng trưởng		33%	79%	83%	27%
Doanh thu chuỗi truyền thống	78,783	76,494	84,250	100,974	96,737
Tăng trưởng		-3%	10%	20%	-4%
Tổng doanh thu bán lẻ	83,160	82,328	94,677	120,102	121,063
Tăng trưởng		-1%	15%	27%	1%

Nguồn: Dữ liệu các công ty; HSC ước tính

Bối cảnh thị trường bán lẻ dược phẩm: Các chuỗi nhà thuốc hiện đại tăng tốc mở rộng thị phần

Ở kênh bán lẻ, chúng tôi nhận thấy các chuỗi nhà thuốc hiện đại nhanh chóng mở rộng thị phần lên 20% trong năm 2023 từ mức chỉ 5% trong năm 2019. Theo đó, thị phần của kênh nhà thuốc truyền thống giảm xuống 80% trong năm 2023 từ mức 95% trong năm 2019. Nguyên nhân chính là do: (1) các nhà thuốc hiện đại có giá bán cạnh tranh và người tiêu dùng cũng có thể dễ dàng tìm được nhiều loại sản phẩm khác nhau với mức giá hợp lý, và được dược sỹ có chuyên môn cao tư vấn, và (2) tình trạng thiếu thuốc tại các nhà thuốc bệnh viện. Nói theo cách khác, những nhà thuốc có danh mục sản phẩm đa dạng và mạng lưới rộng khắp có thể sẽ hưởng lợi.

Chuỗi nhà thuốc Long Châu sẽ hưởng lợi

Dựa trên dữ liệu có sẵn, Long Châu dường như là người chiến thắng khi có thể duy trì đà tăng trưởng doanh thu, trong khi các đối thủ hiện đại khác đều phải chịu sự sụt giảm doanh thu.

HSC dự báo thị phần của Long Châu sẽ mở rộng lên 64% trong năm 2023 từ mức 50% trong năm 2022. Thị phần của An Khang tăng nhẹ lên 9% trong năm 2023 từ mức 8% trong năm 2022. Trong khi đó, thị phần của Pharmacity giảm mạnh xuống 21% trong năm 2023 từ mức 31% trong năm 2022. Thị phần của các công ty bán lẻ dược phẩm nhỏ khác như ECO Pharmaceuticals, Phano Pharmacy, và Medicare giảm.

Bảng 6: Doanh thu nhà thuốc hiện đại, Long Châu & các công ty lớn cùng ngành

Trong năm 2023, chuỗi Long Châu & An Khang ghi nhận doanh thu tăng trưởng tích cực trong khi doanh thu của các đối thủ khác sụt giảm

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023
Long Châu	511	1,186	3,977	9,596	15,664
Pharmacy	966	1,912	3,618	5,966	5,064
An Khang	75	127	578	1,536	2,200
ECO Pharmaceuticals	1,681	1,659	1,658	1,489	1,065
Phano Pharmacy	762	619	366	265	92
Medicare	381	330	229	276	241
Tổng doanh thu chuỗi nhà thuốc hiện đại	4,377	5,834	10,427	19,127	24,325
Tăng trưởng					
Long Châu		132%	235%	141%	63%
Pharmacy		98%	89%	65%	-15%
An Khang		69%	356%	166%	43%
ECO Pharmaceuticals		-1%	0%	-10%	-28%
Phano Pharmacy		-19%	-41%	-28%	-65%
Medicare		-13%	-31%	21%	-13%
Tổng doanh thu chuỗi nhà thuốc hiện đại		33%	79%	83%	27%

Nguồn: Dữ liệu các công ty; HSC

Bảng 7: Thị phần nhà thuốc hiện đại, Long Châu & các công ty lớn cùng ngành

Thị phần của chuỗi Long Châu tăng trưởng nhanh lên 64% trong năm 2024 từ mức 12% vào năm 2019

	2019	2020	2021	2022	2023
Long Châu	12%	20%	38%	50%	64%
Pharmacy	22%	33%	35%	31%	21%
An Khang	2%	2%	6%	8%	9%
ECO Pharmaceuticals	38%	28%	16%	8%	4%
Phano Pharmacy	17%	11%	4%	1%	0%
Medicare	9%	6%	2%	1%	1%
Tổng doanh thu chuỗi nhà thuốc hiện đại	100%	100%	100%	100%	100%

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh thị trường đã thay đổi như thế nào trong 9 tháng đầu năm 2024?

Mặc dù chưa có số liệu của các chuỗi nhà thuốc khác, chúng tôi tin rằng Long Châu tiếp tục dẫn đầu về tốc độ tăng trưởng thị phần trong 9 tháng đầu năm 2024, nhờ đà tăng trưởng doanh thu tích cực và hoạt động mở rộng hệ thống nhà thuốc đang diễn ra. Trong khi đó, HĐKD của An Khang và Pharmacy dường như đang chậm lại. Cả hai Công ty đều đã trải qua quá trình tái cấu trúc và đóng cửa các nhà thuốc kém hiệu quả, điều này chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến doanh thu và thị phần.

Nhờ lợi thế đi tiên phong và nền tảng công nghệ vững chắc, Long Châu đã chứng minh được sự cải thiện về mặt hiệu quả HĐKD trong khi nhanh chóng mở rộng mạng lưới cũng như bước vào lĩnh vực kinh doanh mới (trung tâm tiêm chủng). Chúng tôi tin rằng vị thế của Long Châu hiện nay mạnh hơn nhiều so với các công ty cùng ngành, cả về mặt tài chính lẫn hiệu quả hoạt động.

Trong thời gian tới, Long Châu sẽ hưởng lợi từ hiệu quả hoạt động và lợi thế về chi phí

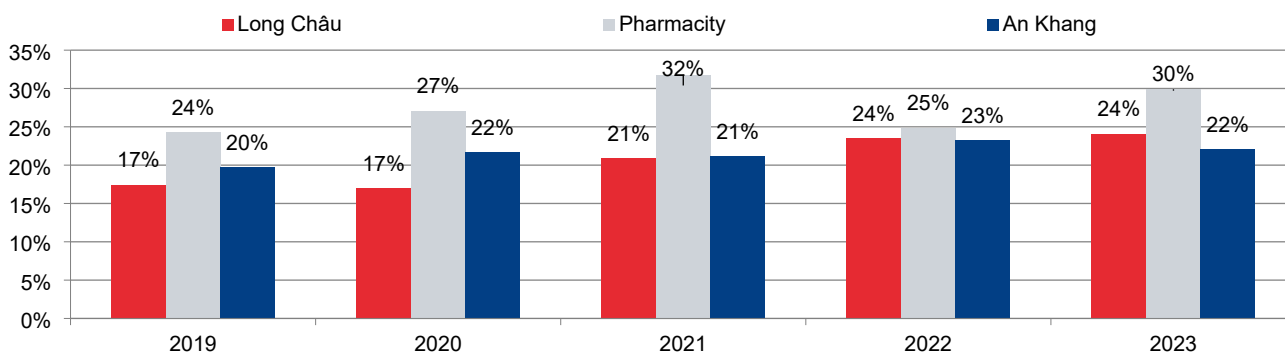
Theo nội dung trong buổi trao đổi gần nhất của công ty, chúng tôi nhận thấy rằng Long Châu có kế hoạch mở thêm 300-400 nhà thuốc mới trong năm 2025, với tốc độ chậm hơn trong năm 2023-2024. Các nhà thuốc mới này dự kiến có quy mô nhỏ và được đặt tại các địa điểm có chọn lọc ở các thành phố cấp thấp hơn ở miền Bắc. BLE kỳ vọng hiệu quả hoạt động sẽ tiếp tục được duy trì nhờ lợi thế về chi phí thuê mặt bằng và nhân lực. Liên quan đến mảng tiêm chủng, Long Châu có 115 trung tâm tiêm chủng tính đến cuối Q3/2024 và có kế hoạch nâng số trung tâm tiêm chủng lên 500 vào cuối năm 2027.

Bảng 8: Các thông tin quan trọng, Long Châu & các công ty lớn cùng ngành

	Long Châu (LC)	An Khang	Pharmacy
Tình trạng hiện tại	Tim ra công thức thành công, mở rộng mạng lưới nhanh chóng, duy trì & nâng cao hiệu quả Khai thác mảng kinh doanh mới, ví dụ như tiêm chủng	Đã hoàn tất việc tái cấu trúc thông qua việc đóng các cửa hàng không có lãi. Hiện tại, chuỗi này tập trung vào việc tối ưu hóa chi phí vận hành. Tìm kiếm các nguồn cung cần thiết. Đào tạo dược sĩ.	Tái cấu trúc chính sách giá, quản lý tồn kho, mở rộng danh mục thuốc điều trị bệnh mãn tính. Tìm kiếm các nguồn cung cần thiết.
Mạng lưới cửa hàng	Hiện tại có tới 1.849 cửa hàng, từ mức 1.497 cửa hàng vào cuối năm 2023	Hiện giảm còn 326 cửa hàng (từ mức 527 cửa hàng vào cuối năm 2023)	Giảm từ 1.000 cửa hàng vào cuối năm 2023, hiện còn 898 cửa hàng
Xu hướng doanh thu mỗi cửa hàng	Có xu hướng tăng, duy trì lành mạnh ở mức 1,1 tỷ đồng trong năm 2023	Có xu hướng giảm trong năm 2023. Doanh thu trên mỗi cửa hàng đã cải thiện từ tháng 9/2024	Có xu hướng giảm trong năm 2023
Xu hướng cơ cấu doanh thu	Thuốc (55-60%), thực phẩm chức năng (30%), thiết bị y tế & các sản phẩm khác (10%)	N/a	Tỷ trọng của nhóm thuốc thấp hơn so với Long Châu. Ngược lại, đóng góp của nhóm thực phẩm chức năng & sản phẩm tự sản xuất cao hơn so với Long Châu
Xu hướng tỷ suất lợi nhuận gộp	Đang cải thiện, tăng từ 17% (2019) lên 21% (2021) & 24% (2022-2023)	Ổn định, dao động trong khoảng 21-23%	Cao hơn so với chuỗi Long Châu & An Khang, dao động trong biên độ 25-32%
Xu hướng chi phí BH&QL	Có xu hướng giảm, chủ yếu nhờ việc tối ưu hóa chi phí quản lý trong khi chi phí bán hàng duy trì ổn định	Duy trì ở mức cao, chủ yếu do chi phí bán hàng	Chi phí bán hàng & chi phí quản lý đều duy trì ở mức cao
Lợi nhuận/(lỗ) HĐ	Ghi nhận lợi nhuận từ năm 2021	Lỗ HĐ tăng trong năm 2023	Lỗ HĐ giảm trong năm 2023
Tỷ lệ lỗ tài chính/doanh thu thuần năm 2023	1%	Lợi nhuận tài chính không đáng kể	3%
Số ngày tồn kho	Giảm từ 121 ngày trong năm 2021 xuống 110 ngày trong năm 2023	Giảm từ 154 ngày trong năm 2021 xuống 147 ngày trong năm 2023	Giảm từ 144 ngày trong năm 2021 xuống 121 ngày trong năm 2023
Vòng quay tiền mặt	Ngắn hơn nhờ việc quản lý hàng tồn kho tốt hơn & nhờ sức mạnh thương lượng với các nhà cung cấp	Chậm hơn do quản lý hàng tồn kho kém	Chậm hơn do quản lý hàng tồn kho kém

Nguồn: HSC

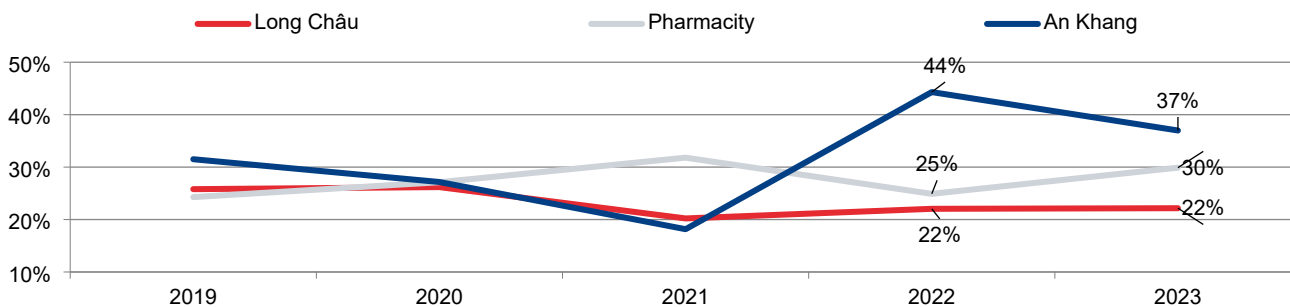
Biểu đồ 9: Xu hướng tỷ suất lợi nhuận gộp, Long Châu & các công ty lớn cùng ngành



Nguồn: Dữ liệu các công ty; HSC ước tính

Biểu đồ 10: Tỷ lệ chi phí BH&QL / doanh thu thuần, Long Châu & các công ty lớn cùng ngành

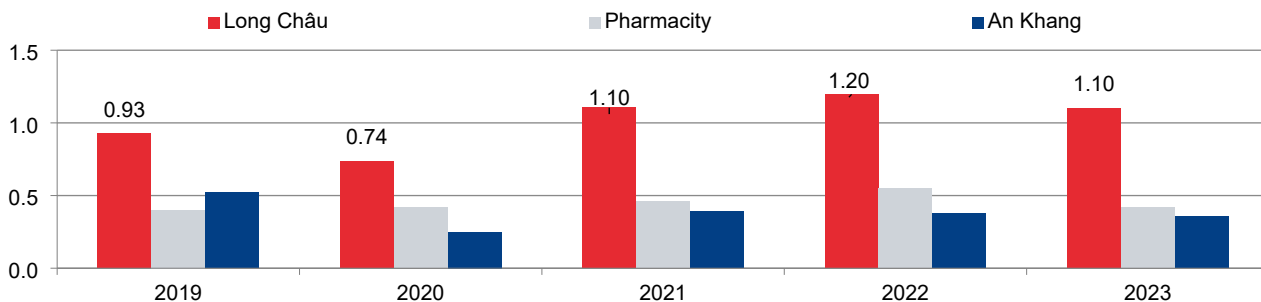
Tỷ lệ chi phí BH&QL/doanh thu thuần của Long Châu ở mức thấp nhất



Nguồn: Dữ liệu các công ty; HSC ước tính

Biểu đồ 11: Xu hướng doanh thu mỗi cửa hàng theo tháng (tỷ đồng), Long Châu & các công ty lớn cùng ngành

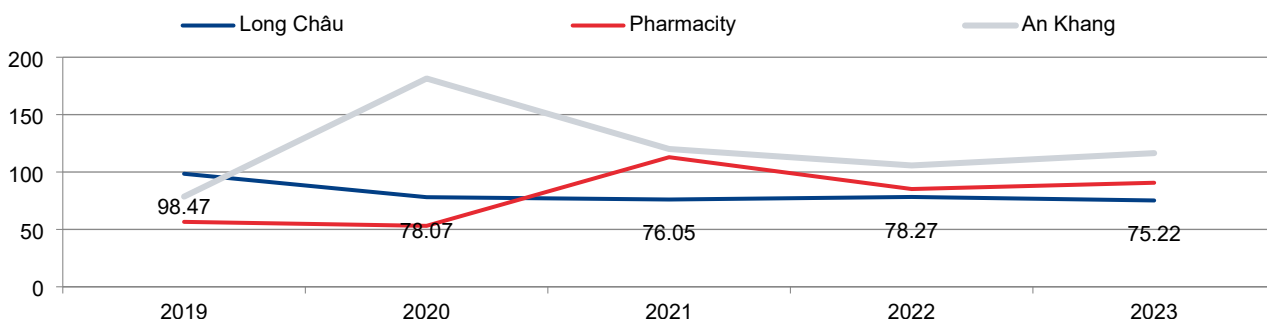
Long Châu tiếp tục duy trì doanh thu trên mỗi cửa hàng ở mức lành mạnh bất chấp tốc độ mở rộng nhanh chóng



Nguồn: Dữ liệu các công ty; HSC ước tính

Biểu đồ 12: Xu hướng chu kỳ tiền mặt (ngày), Long Châu & các công ty lớn cùng ngành

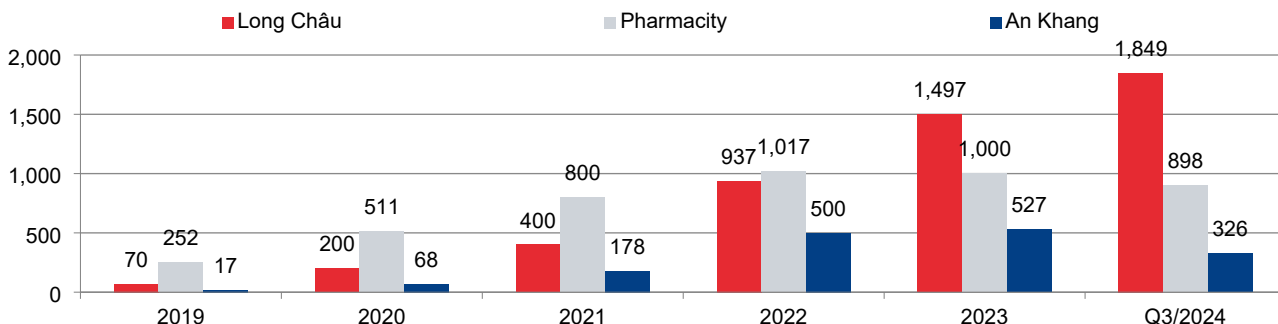
Long Châu có vòng quay tiền mặt ngắn nhất



Nguồn: Dữ liệu các công ty; HSC ước tính

Biểu đồ 13: Mở rộng mạng lưới cửa hàng, Long Châu & các công ty lớn cùng ngành

Long Châu tiếp tục mở rộng phạm vi mạng lưới cửa hàng trong khi các công ty khác giảm bớt số lượng cửa hàng



Nguồn: Dữ liệu các công ty; HSC

An Khang đang bước vào giai đoạn tái cấu trúc tiếp theo – để tối ưu hóa hiệu quả và tìm kiếm cơ hội mở rộng HĐKD

Trong khi đó, trong tương lai gần, những công ty khác có thể có kế hoạch mở thêm nhà thuốc mới một cách có chọn lọc và cũng tập trung hơn vào việc cải thiện cơ cấu sản phẩm và hiệu quả hoạt động. Mới đây, MWG cho biết việc tái cấu trúc dẫn đến quyết định đóng cửa các cửa hàng kém hiệu quả (bao gồm An Khang) đã hoàn tất, cho phép Công ty tối ưu hóa chi phí hoạt động; doanh thu/cửa hàng hàng tháng đã cải thiện trong tháng 9-10/2024.

Những cổ phiếu khuyến nghị

FRT: Chuỗi nhà thuốc Long Châu đang có vị thế tốt để hưởng lợi trong bối cảnh có nhiều thay đổi từ việc sửa đổi Luật Dược. Chuỗi FPT Shop ghi nhận chuyển biến lợi nhuận trong Q3/2024, sớm hơn dự kiến (so với dự báo của chúng tôi là trong Q4/2024). Dự báo của chúng tôi cho thấy Long Châu có thể tiếp tục tăng trưởng và

đóng góp 84% lợi nhuận thuần sau thuế của Công ty trong năm 2026, từ 11% trong năm 2022.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% từ mức đỉnh trong tháng 8/2024, chúng tôi tin rằng yếu tố rủi ro-lợi nhuận của FRT sẽ cải thiện, dựa trên nền tảng vững chắc hơn của chuỗi nhà thuốc Long Châu và FPT Shop. Việc sắp hoàn tất đợt huy động vốn sắp tới (khả năng trong Q1/2025) trở thành động lực tăng trưởng trong ngắn hạn, trong khi kế hoạch IPO trong 3-5 năm tới là động lực tăng trưởng dài hạn. Chúng tôi đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu.

MWG: HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MWG sau khi giá cổ phiếu giảm gần đây (giảm 16% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn 14% so với VN Index). Mặc dù An Khang đang giữ vị trí thứ 3 trong ngành, chúng tôi vẫn theo dõi quá trình tái cấu trúc của Công ty.

Nói rõ hơn, chúng tôi ưa thích MWG nhờ Công ty phục hồi nhanh chóng trong các HĐKD chính. Mạng kinh doanh điện thoại di động, điện máy hái ra tiền đã đang mở rộng thị phần và tỷ suất lợi nhuận, trong khi BHX – chuỗi cửa hàng tạp hóa hiện đại – đã có sự chuyển mình thành công và nỗ lực mở cửa hàng mới tại khu vực miền Trung.

Dự báo hiện tại cho thấy lợi nhuận thuần của MWG tăng trưởng với tốc độ CAGR 16% trong giai đoạn 2022-2026, chủ yếu nhờ HĐKD của mạng kinh doanh điện thoại di động, điện máy và bách hóa không ngừng cải thiện. Ở thị giá hiện tại, MWG đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 là 14,2 lần, thấp hơn mức 42,1 lần của FRT.

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn