

Triển vọng tích cực mặc dù nhu cầu vẫn chưa phục hồi

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

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

- Sức chi tiêu của người tiêu dùng trong Q4/2024 và cả năm 2024 vẫn chưa cải thiện. Trong bối cảnh khó khăn này, điều đáng chú ý là các chuỗi bán lẻ lớn như TGDD/ĐMX và BHX của MWG và Long Châu của FRT ghi nhận KQKD cao hơn toàn ngành.
- HSC tin rằng các chuỗi bán lẻ này sẽ tiếp tục giành thêm thị phần, cải thiện tỷ suất lợi nhuận và ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong 3 năm tới – mặc dù chúng tôi không kỳ vọng nhu cầu sẽ hồi phục trong ngắn hạn. Dự báo mới nhất cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 50% đối với FRT, 23% đối với MWG và 16% đối với DGW.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MWG (cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của HSC), nhưng giảm 4% giá mục tiêu xuống 73.000đ (tiềm năng tăng giá: 26%) trong khi hạ khuyến nghị đối với FRT xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với giá mục tiêu là 207.100đ (sau khi điều chỉnh giảm 5%). Trong khi đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và giữ nguyên giá mục tiêu đối với DGW.

Nhu cầu chưa phục hồi, nhưng MWG và FRT ghi nhận KQKD tích cực

Trong Q4/2024, sức chi tiêu của người tiêu dùng đối với sản phẩm tiêu dùng không thiết yếu và thiết yếu vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi. Điều này được phản ánh qua KQKD của các công ty niêm yết và dữ liệu ngành. Tuy nhiên, các chuỗi bán lẻ hàng đầu như TGDD/ĐMX của MWG, BHX của MWG và Long Châu của FRT vẫn tiếp tục mở rộng thị phần và ghi nhận lợi nhuận cao hơn toàn ngành.

Dự báo lợi nhuận của MWG, FRT và DGW tăng mạnh trong năm 2025

HSC tin rằng MWG (cả TGDD/ĐMX và BHX) và Long Châu của FRT sẽ tiếp tục mở rộng thị phần, cải thiện tỷ suất lợi nhuận và ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong 3 năm tới, mặc dù chúng tôi không kỳ vọng nhu cầu sẽ phục hồi mạnh và ngay tức thì trong năm 2025.

Đối với MWG, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025, với mức tăng trưởng 35% đạt 5.008 tỷ đồng (sau khi điều chỉnh giảm 7% dự báo lợi nhuận thuần của TGDD/ĐMX và tăng 98% dự báo lợi nhuận thuần của BHX). Đối với FRT, chúng tôi giảm 10% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống còn 634 tỷ đồng sau khi chúng tôi đánh giá việc mở thêm cửa hàng mới trong thời gian gần đây của Long Châu và triển vọng thị trường sản phẩm công nghệ tiêu dùng, cũng như động lực tăng trưởng thị phần. Chúng tôi giữ nguyên dự báo cho năm 2025 đối với DGW, với lợi nhuận thuần dự kiến đạt 497 tỷ đồng, tăng trưởng 12%.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần của MWG, FRT và DGW tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 23%, 50% và 16%.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MWG nhưng giảm 4% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 73.000đ đa phần do tác động tiêu cực từ việc điều chỉnh giảm 5% định giá của TGDD/ĐMX lớn hơn tác động tích cực từ việc tăng 2% định giá của BHX. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 26%. Sau khi giảm dự báo lợi nhuận, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với FRT xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với giá mục tiêu mới là 207.100đ, cho thấy tiềm năng tăng giá là 14%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DGW và giữ nguyên giá mục tiêu 44.200đ, với tiềm năng tăng giá là 14%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/2.

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 (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
DGW	38,750	Tăng tỷ trọng	-	44,200	-	14.1	17.1	14.6	10.7	8.57	1.29	1.29
FRT	184,000	Tăng tỷ trọng	-	207,100	-	12.6	39.5	30.5	23.1	19.3	0.27	0.54
MWG	58,100	Mua vào	-	73,000	-	25.6	17.1	14.4	14.2	13.4	0.86	1.72

Giá cổ phiếu tại ngày 21/2/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Nhu cầu phục hồi chậm, nhưng cổ phiếu vẫn có giá trị đầu tư	3
Bán lẻ hàng công nghệ: Nhu cầu tăng chậm, nhưng TGDD/ĐMX trở nên 'bất bại'	3
Bán lẻ tạp hóa và dược phẩm: Nhu cầu phục hồi chậm, các công ty lớn mở rộng thị phần	6
Triển vọng và dự báo lợi nhuận mới	8
Định giá và khuyến nghị	8
Báo cáo thành phần	
CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG)	10
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (FRT)	20

Nhu cầu phục hồi chậm, nhưng cổ phiếu vẫn có giá trị đầu tư

Trong Q4/2024, sức chi tiêu của người tiêu dùng đối với sản phẩm tiêu dùng không thiết yếu và thiết yếu vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi. Điều này được phản ánh qua KQKD của các công ty niêm yết và dữ liệu ngành. Tuy nhiên, các chuỗi bán lẻ hàng đầu như TGDD/ĐMX của MWG, BHX của MWG và Long Châu của FRT vẫn tiếp tục mở rộng thị phần và ghi nhận lợi nhuận cao hơn toàn ngành. HSC tin rằng các chuỗi bán lẻ này sẽ tiếp tục giành thêm thị phần, cải thiện tỷ suất lợi nhuận và ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong 3 năm tới, mặc dù chúng tôi không kỳ vọng nhu cầu sẽ hồi phục mạnh trong ngắn hạn. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MWG với giá mục tiêu mới là 73.000đ; hạ khuyến nghị đối với FRT xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với giá mục tiêu mới là 207.100đ; và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và giữ nguyên giá mục tiêu đối với DGW ở mức 44.200đ.

Trong báo cáo nhanh về ngành '*Triển vọng năm 2025: Lợi nhuận tăng vừa phải*' phát hành ngày 11/12/2024, chúng tôi dự báo sức chi tiêu của người tiêu dùng sẽ không tăng đáng kể cho đến nửa cuối năm 2025. KQKD Q4/2024 của các công ty bán lẻ trong danh sách khuyến nghị – MWG, FRT và DGW (đặc biệt đối với mảng sản phẩm công nghệ), đại diện cho sản phẩm tiêu dùng không thiết yếu – đã xác minh cho nhận định trên.

Bảng 1: KQKD Q4/2024, các doanh nghiệp ngành Bán lẻ trong phạm vi khuyến nghị của HSC

Lợi nhuận thuần Q4 của MWG, FRT và DGW tăng mạnh so với cùng kỳ từ mức nền thấp nhưng không có sự cải thiện đáng kể nào so với quý trước (Q3/2024)

Tỷ đồng	Q4/2023	Q3/2024	Q4/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	2023	2024	Tăng trưởng
MWG								
Doanh thu thuần	31,422	34,147	34,574	10%	1%	118,280	134,341	14%
Lợi nhuận thuần	90	800	847	838%	6%	168	3,722	2120%
FRT								
Doanh thu thuần	8,690	10,376	11,448	32%	10%	31,850	40,104	26%
Lợi nhuận thuần	(101)	141	111	-210%	-21%	(346)	318	Đảo chiều
DGW								
Doanh thu thuần	4,849	6,226	5,859	21%	-6%	18,817	22,078	17%
Lợi nhuận thuần	90	122	140	57%	15%	354	444	25%

Nguồn: HSC ước tính

Bán lẻ hàng công nghệ: Nhu cầu tăng chậm, nhưng TGDD/ĐMX trở nên 'bất bại'

Doanh thu tăng khiêm tốn dẫn nhu cầu phục hồi chậm

Mặc dù quý 4 thường là mùa cao điểm của sản phẩm công nghệ, cả hai chuỗi bán lẻ chính vẫn ghi nhận tăng trưởng khiêm tốn trong Q4/2024. TGDD/ĐMX, chuỗi bán lẻ sản phẩm công nghệ của TGDD và chuỗi FPT Shop của FRT, ghi nhận doanh thu thuần tăng lần lượt chỉ 2% và 7% so với quý 3. Điều này chứng tỏ nhu cầu của người tiêu dùng vẫn còn thận trọng.

So với cùng kỳ, mức tăng trưởng doanh thu của TGDD/ĐMX và FPT shop có vẻ tốt hơn lần lượt ở mức 8% và 7%, phản ánh xu hướng cải thiện đã thấy trong các quý trước đó (Q1/2024, Q2/2024 và Q3/2024). Lưu ý, doanh thu của ngành trong năm 2023 giảm mạnh do kinh tế suy thoái vì hoạt động sản xuất suy yếu, xuất khẩu giảm và tỷ lệ thất nghiệp tăng cao. Điều này tạo ra mức nền thấp cho năm 2024. Do đó, mức tăng trưởng 7-8% trong Q4/2024 vẫn còn khá khiêm tốn theo quan điểm của chúng tôi.

Bên cạnh MWG và FRT, chúng tôi cũng đưa KQKD của DGW vào bảng dữ liệu (Bảng 1). Tuy nhiên, vấn đề đáng lưu ý là KQKD của DGW không phản ánh bức tranh của toàn ngành, do doanh thu điện thoại di động của DGW chỉ đến từ hai thương hiệu Apple và Xiaomi, và mức đóng góp của máy tính xách tay vào cơ cấu doanh thu của Công ty cao hơn toàn ngành (29% so với 5%). Trong Q4/2024, doanh thu hàng công

nghe của DGW giảm 14% so với quý 3, kém tích cực hơn MWG và FRT do doanh thu máy tính xách tay của DGW giảm mạnh trong mùa thấp điểm.

Bảng 2: KQKD Q4/2024 mảng công nghệ tiêu dùng của MWG, FRT và DGW

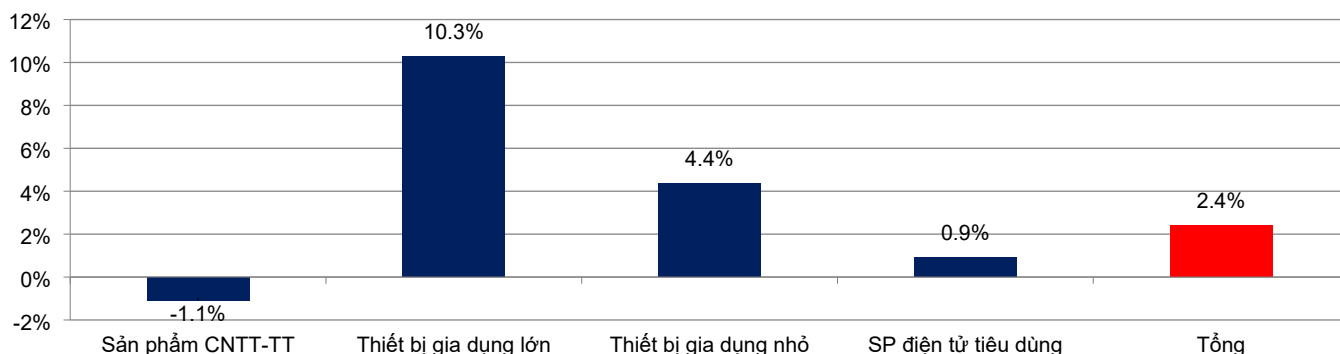
Doanh thu thuần tăng vừa phải so với cùng kỳ và so với quý trước; lợi nhuận thuần & tỷ suất lợi nhuận thuần giảm so với quý trước

Tỷ đồng	Q4/23	Q3/24	Q4/24	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	2023	2024	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	28,552	31,309	31,298	10%	0%	114,461	121,604	6%
TGDĐ/ĐMX (MWG)	21,079	22,450	22,861	8%	2%	83,506	89,605	7%
FPT Shop (FRT)	3,964	3,981	4,242	7%	7%	16,254	15,146	-7%
Mảng công nghệ tiêu dùng của DGW	3,510	4,878	4,195	20%	-14%	14,701	16,852	15%
Lợi nhuận thuần	506	1,241	900	78%	-28%	1,693	4,795	183%
TGDĐ/ĐMX (MWG)	504	1,079	742	47%	-31%	1,726	4,385	154%
FPT Shop (FRT)	(88)	40	18	-120%	-55%	(475)	(55)	-88%
Mảng công nghệ tiêu dùng của DGW	90	122	140	56%	15%	350	444	27%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	1.7%	3.8%	2.9%	118	(93)	1.5%	3.9%	246
TGDĐ/ĐMX (MWG)	2.4%	4.8%	3.2%	85	(156)	2.1%	4.9%	283
FPT Shop (FRT)	-2.2%	1.0%	0.4%	264	(58)	-2.9%	-0.4%	256
Mảng công nghệ tiêu dùng của DGW	1.9%	2.0%	3.3%	148	138	2.4%	2.6%	25

Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 3: Tăng trưởng giá trị doanh thu của các sản phẩm công nghệ tiêu dùng trong năm 2024, Việt Nam

Doanh thu các sản phẩm công nghệ tiêu dùng tăng trưởng khiêm tốn 2,4% trong năm 2024, phần lớn nhờ nhóm gia dụng lớn (chủ yếu từ tăng trưởng mạnh của sản phẩm điều hòa), trong khi doanh thu sản phẩm CNTT-TT (chủ yếu là điện thoại) vẫn yếu



Nguồn: GFK

Lợi nhuận giảm so với quý trước do nhu cầu thấp, mặc dù cải thiện so với cùng kỳ nhờ hoạt động tái cấu trúc

Lợi nhuận thuần mảng bán lẻ công nghệ của MWG và FRT giảm lần lượt 31% và 55% so với quý trước do:

- Mức đóng góp theo thời vụ của điện thoại di động vào cơ cấu doanh thu tăng, đặc biệt là iPhone (vốn có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn); và
- mức chiết khấu và chi phí vận hành cao hơn nhằm đẩy mạnh hoạt động bán hàng trong bối cảnh tâm lý của người tiêu dùng vẫn còn thận trọng.

Do đó, tỷ suất lợi nhuận thuần của TGDD/ĐMX và FPT shop giảm lần lượt 156 điểm cơ bản và 58 điểm cơ bản so với Q3/2024.

So với cùng kỳ, lợi nhuận thuần của TGDD/ĐMX và FPT Shop tăng trưởng với tốc độ cao nhờ nỗ lực tái cấu trúc ở cả TGDD/ĐMX và FPT Shop (chủ yếu nhờ đóng cửa các cửa hàng kém hiệu quả) và do hiệu ứng cơ sở thấp, khi KQKD Q4/2023 (và cả năm 2023) thấp do nhu cầu rất thấp.

TGDĐ/ĐMX (MWG) nổi rộng khoảng cách với các công ty khác, khẳng định vị thế dẫn đầu

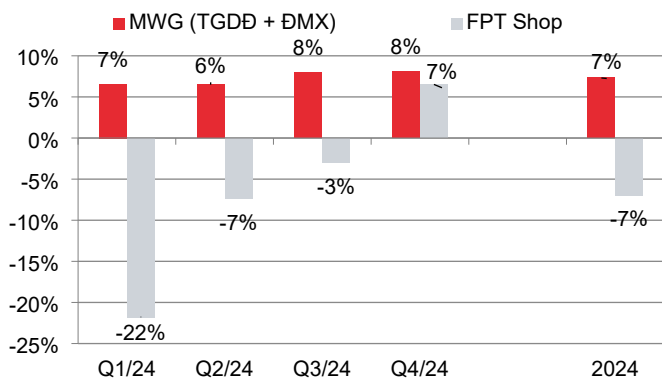
Từ Q1/2024 đến Q4/2024, mức tăng trưởng doanh thu của chuỗi TGDD/ĐMX luôn cao hơn FPT Shop, công ty lớn thứ 3 trên thị trường. TGDD/ĐMX là đơn vị đi đầu và quyết liệt hơn trong việc đóng cửa các cửa hàng kém hiệu quả, giúp TGDD/ĐMX ít bị

ảnh hưởng hơn từ sự phục hồi chậm của nhu cầu các sản phẩm tiêu dùng không thiết yếu (Biểu đồ 4-5).

Quan sát số liệu hàng năm, chúng tôi thấy TGDD/ĐMX không ngừng giành thêm thị phần kể từ năm 2020 và đà tăng trưởng này vẫn rất mạnh trong năm 2024, với mức thị phần tăng thêm lên đến 318 điểm cơ bản, theo ước tính của HSC.

Biểu đồ 4: Tăng trưởng doanh thu, TGDD/ĐMX & FPT shop

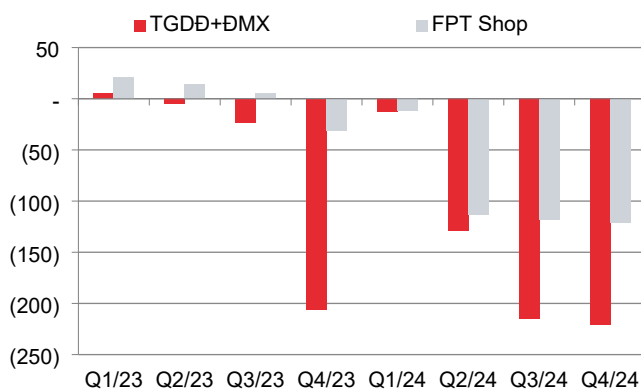
Doanh thu của TGDD & ĐMX liên tục tăng trưởng vượt trội hơn so với công ty đứng thứ 3 là FPT Shop



Nguồn: Các công ty, HSC

Biểu đồ 5: Hoạt động mở/đóng CH so với đầu năm, FPT Shop

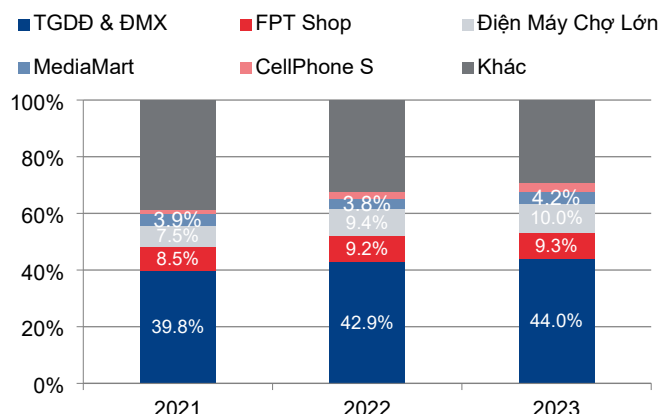
TGDD/ĐMX đóng các cửa hàng (CH) hoạt động kém hiệu quả sớm hơn và quyết liệt hơn so với FPT Shop



Nguồn: Các công ty, HSC

Biểu đồ 6: Thị phần bán lẻ công nghệ tiêu dùng 2021-2023

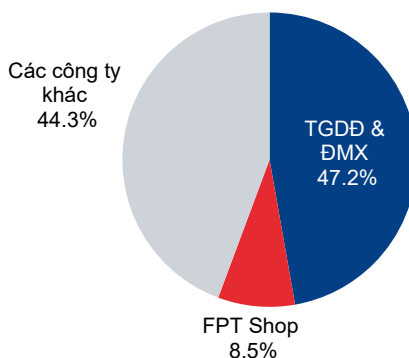
TGDD/ĐMX mở rộng thị phần trong giai đoạn 2021-2023 và ngày càng chiếm lĩnh thị trường công nghệ tiêu dùng



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 7: Thị phần bán lẻ công nghệ tiêu dùng năm 2024

Trong năm 2024, TGDD/ĐMX giành đáng kể thị phần từ FPT Shop và các công ty khác, nâng tổng thị phần lên 47,2% (từ 44%)

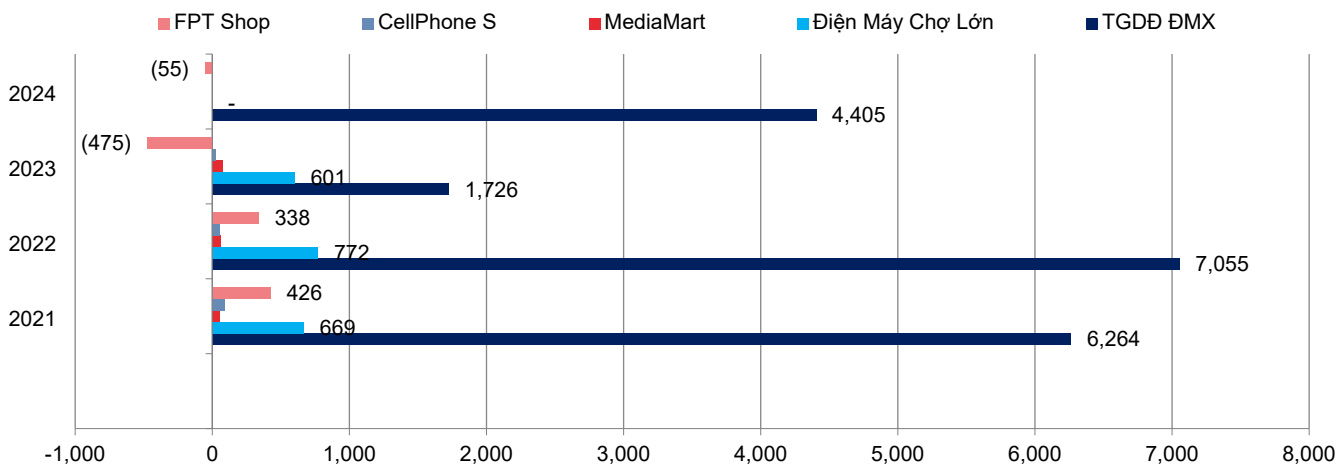


Nguồn: HSC ước tính

Xét về hiệu quả, lợi nhuận thuần của TGDD/ĐMX vượt trội so với các công ty cùng ngành trong nhiều năm, và tỷ suất lợi nhuận thuần cũng ở mức cao hơn nhiều. Trong năm 2024, nhờ tái cấu trúc, khoảng cách giữa lợi nhuận thuần và tỷ suất lợi nhuận thuần của TGDD/ĐMX và FPT Shop, công ty lớn thứ 3 trên thị trường, càng nói rộng hơn trước.

Biểu đồ 8: Lợi nhuận thuần (tỷ đồng), nhóm 5 công ty bán lẻ công nghệ tiêu dùng hàng đầu

Trong nhiều năm, lợi nhuận thuần của TGDD/ĐMX đã cao hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành. Trong năm 2024, TGDD/ĐMX tiếp tục nới rộng chênh lệch lợi nhuận thuần với FPT Shop – doanh nghiệp bán lẻ đứng thứ 3



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Bảng 9: Số lượng các cửa hàng CNTT-TT, một số công ty bán lẻ công nghệ tiêu dùng

	30-9-23	31-12-23	30-6-24	21-8-24	31-12-24	Tăng/(giảm) so với đầu năm
TGDD và ĐMX	3,451	3,268	3,139	3,064	3,047	(221)
FPT Shop	791	755	642	634	634	(121)
Viettel Store		420		408	408	(12)
Mediamart		349		346	345	(4)
CellPhone S		115		122	135	20
Di Động Việt		50		48	51	1

Nguồn: Các công ty, HSC

Hoạt động đóng cửa hàng đã gần như kết thúc

Do nhu cầu sản phẩm công nghệ chậm hồi phục, các nhà bán lẻ lớn tiếp tục đóng các cửa hàng hoạt động kém hiệu quả, phù hợp với chiến lược tái cấu trúc đã đề ra. Năm 2024, chuỗi TGDD/ĐMX của MWG đã đóng cửa 221 cửa hàng (chiếm 7% trên tổng số cửa hàng), trong khi chuỗi FPT Shop của FRT đã đóng 121 cửa hàng (chiếm 16% trên tổng số cửa hàng). Các công ty nhỏ hơn như Viettel Store và Mediamart cũng đã đóng cửa nhiều cửa hàng.

Bán lẻ tạp hóa và dược phẩm: Nhu cầu phục hồi chậm, các công ty lớn mở rộng thị phần

Mảng bán lẻ phi công nghệ – bao gồm hai chuỗi tạp hóa hiện đại BHX (MWG sở hữu 95% cổ phần) và WCM (MSN sở hữu gần 79% cổ phần) và chuỗi nhà thuốc hiện đại Long Châu (FRT sở hữu 80,7% cổ phần) vẫn còn khả năng tăng trưởng tốt.

Trong Q4/2024, doanh thu thuần của BHX, WCM, và Long Châu lần lượt tăng mạnh 16%, 12% và 53% so với cùng kỳ chủ yếu nhờ lượng khách đến cửa hàng tăng và việc mở thêm nhiều cửa hàng mới trong khi giá trị bình quân của đơn hàng vẫn ổn định. Nói cách khác, các chuỗi này tăng trưởng là nhờ giành được thị phần từ các nhà bán lẻ truyền thống và các nhà bán lẻ hiện đại khác, trong khi sức mua của người tiêu dùng chưa cải thiện đáng kể.

Bảng 10: KQKD Q4/2024 của chuỗi tạp hóa & nhà thuốc, MWG, MSN & FRT

KQKD tích cực hơn mảng công nghệ tiêu dùng nhờ lượng khách hàng tăng & mạng lưới cửa hàng mở rộng trong khi giá trị hóa đơn tương đối ổn định

Tỷ đồng	Q4/23	Q3/24	Q4/24	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	2023	2024	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	21,662	25,838	26,561	23%	3%	77,259	99,047	28%
BHX (MWG)	9,282	10,840	10,779	16%	-1%	31,610	41,108	30%
WCM (MSN)	7,653	8,603	8,557	12%	-1%	30,054	32,961	10%
Long Châu (FRT)	4,727	6,395	7,225	53%	13%	15,595	24,978	60%
Lợi nhuận thuần	(228)	236	523	-329%	121%	(1,526)	667	-144%
BHX (MWG)	(306)	90	94	-131%	5%	(1,215)	105	-109%
WCM (MSN)	93	20	312	237%	1461%	(457)	109	-124%
Long Châu (FRT)	(15)	126	116	-873%	-8%	146	453	210%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	-1.1%	0.9%	2.0%	302	105	-2.0%	0.7%	265
BHX (MWG)	-3.3%	0.8%	0.9%	417	4	-3.8%	0.3%	410
WCM (MSN)	1.2%	0.2%	3.6%	244	342	-1.5%	0.3%	185
Long Châu (FRT)	-0.3%	2.0%	1.6%	192	(36)	0.9%	1.8%	88

Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Bảng 11: Thị phần nhà thuốc hiện đại, Long Châu & các công ty đối thủ lớn

Long Châu đã nhanh chóng mở rộng thị phần lên 64% trong năm 2023 (từ 12% trong năm 2019). Mặc dù chưa có dữ liệu về ngành trong năm 2024, HSC tin rằng thị phần của Long Châu đã tiếp tục tăng mạnh dựa trên mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng là 60%

	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%
CTCP Dược phẩm ECO	38%	28%	16%	8%	4%
Phano Pharmacy	17%	11%	4%	1%	0%
Medicare	9%	6%	2%	1%	1%
Total modern chains	100%	100%	100%	100%	100%

Nguồn: HSC ước tính

So với quý trước (Q3/2024), doanh thu thuần của hai chuỗi bán lẻ tạp hóa BHX và WCM có vẻ thấp hơn một chút (giảm 1% so với quý trước, đối với cả 2 công ty). Chỉ có Long Châu ghi nhận doanh thu thuần cao hơn quý trước.

Mở rộng mạng lưới: BHX tăng tốc mở rộng hệ thống cửa hàng, trong khi Long Châu giảm tốc

Thời gian gần đây BHX bắt đầu tăng tốc mở cửa hàng, với 44 cửa hàng mới được khai trương trong Q4/2024 tại cả các khu vực hiện hữu và các khu vực mới (miền Trung), nâng tổng số cửa hàng lên 1.770 (tăng thêm 80 cửa hàng trong năm 2024). Cho năm 2025 và 2026, chúng tôi giả định số lượng cửa hàng mới của BHX sẽ lần lượt ở mức 300 và 400 cửa hàng. WCM cũng có thêm 195 cửa hàng trong năm 2024.

Trong khi đó, Long Châu mở thêm 94 nhà thuốc mới (thấp hơn mức bình quân là 117 cửa hàng trong ba quý vừa qua), cho thấy hoạt động mở rộng hệ thống có dấu hiệu chậm lại sau một thời gian dài tích cực triển khai. Do đó, việc giảm tốc độ mở thêm nhà thuốc mới có thể kéo giảm chi phí và thua lỗ trong giai đoạn đầu hoạt động.

Trong năm 2024, Long Châu mở thêm 446 nhà thuốc mới, thấp hơn con số 537-560 nhà thuốc trong năm 2022-2023. Cho năm 2025-2026, chúng tôi giả định Long Châu sẽ mở thêm lần lượt 350-300 nhà thuốc mới.

Bảng 12: Số lượng cửa hàng tạp hóa & nhà thuốc của một số doanh nghiệp

	Q4/2023	Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024	Q4/2024	Tăng trưởng trong năm 2024
BHX	1,698	1,696	1,701	1,726	1,770	80
WCM	3,633	3,667	3,673	3,733	3,828	195
Long Châu						
Nhà thuốc	1,497	1,587	1,706	1,849	1,943	446
Trung tâm tiêm chủng	10	51	87	115	126	116

Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Bảng 13: Dự báo cũ và mới cho năm 2025-2026 & dự báo lần đầu cho năm 2027, các công ty ngành Bán lẻ HSC khuyến nghị
 Cho năm 2025, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần đối với MWG và DGW nhưng giảm 10% dự báo lợi nhuận thuần của FRT

Tỷ đồng	2024		2025				2026				2027	
	Thực tế	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Cũ	Mới	Tăng trưởng	Điều chỉnh	Dự báo lần đầu	Tăng trưởng
MWG												
Doanh thu thuần	134,341	14%	142,315	145,824	2%	9%	152,380	159,070	9%	4%	174,433	10%
Lợi nhuận thuần	3,722	2176%	5,002	5,008	0%	35%	5,972	6,050	21%	1%	6,977	15%
FRT												
Doanh thu thuần	40,104	26%	49,888	49,544	-1%	24%	59,089	58,700	18%	-1%	65,710	12%
Lợi nhuận thuần	318	Đảo chiều	707	634	-10%	100%	938	823	30%	-12%	1073	30%
DGW												
Doanh thu thuần	22,078	17%	24,521	24,521	0%	11%	26,595	26,595	8%	0%	28,668	8%
Lợi nhuận thuần	444	25%	497	497	0%	12%	584	584	18%	0%	688	18%

Nguồn: HSC ước tính

Triển vọng và dự báo lợi nhuận mới

HSC tin rằng MWG (cả TGDD/ĐMX và BHX) và Long Châu của FRT sẽ tiếp tục mở rộng thị phần, cải thiện tỷ suất lợi nhuận và ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong 3 năm tới, nhưng chúng tôi không kỳ vọng nhu cầu sẽ phục hồi mạnh và tức thì trong năm 2025.

Đối với MWG, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025, với kỳ vọng tăng trưởng 35% đạt 5.008 tỷ đồng (điều chỉnh giảm 7% dự báo lợi nhuận thuần của TGDD/ĐMX và tăng 98% dự báo lợi nhuận thuần của BHX). Đối với FRT, chúng tôi giảm 10% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống còn 634 tỷ đồng sau khi chúng tôi đánh giá hoạt động mở thêm cửa hàng mới trong thời gian gần đây của Long Châu và triển vọng thị trường bán lẻ hàng công nghệ, cũng như động lực tăng trưởng thị phần. Chúng tôi giữ nguyên dự báo cho năm 2025 đối với DGW, với lợi nhuận thuần dự kiến đạt 497 tỷ đồng, tăng trưởng 12%.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần của MWG, FRT và DGW tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 23%, 50% và 16%.

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị và giá mục tiêu cũ và mới được thể hiện trong Bảng 14. Dưới đây, chúng tôi thảo luận ngắn gọn về các yếu tố hỗ trợ cho quan điểm được đưa ra.

Bảng 14: Điều chỉnh khuyến nghị & giá mục tiêu, các công ty ngành Bán lẻ HSC khuyến nghị

Chúng tôi duy trì khuyến nghị đối với MWG (Mua vào) & DGW (Tăng tỷ trọng) nhưng hạ khuyến nghị đối với FRT xuống Tăng tỷ trọng

Đồng	Khuyến nghị		Giá mục tiêu cũ	Giá mục tiêu mới	Điều chỉnh	Tiềm năng tăng/giảm
	Cũ	Mới				
MWG	Mua vào	Mua vào	75,800	73,000	-4%	26%
FRT	Mua vào	Tăng tỷ trọng	207,100	218,200	-5%	13%
DGW	Tăng tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	44,200	44,200	0%	14%

Nguồn: HSC ước tính

MWG: Triển vọng vẫn tích cực; duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 73.000đ

Sau khi điều chỉnh mạnh trong những tuần gần đây do áp lực bán ra của khối ngoại, cổ phiếu MWG đã tăng trở lại và hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,8 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 2/2022 ở mức 21.1 lần. Mức định giá này thấp hơn mức 18,1 lần vào ngày 26/11/2024 khi chúng tôi phát hành báo cáo gần nhất. P/E dự phóng năm 2025 của MWG là 17,1 lần, cũng thấp hơn 11% so với các công ty cùng ngành tại Việt Nam và châu Á với P/E trung vị ở mức 19,4 lần.

Được hỗ trợ từ chuyển biến lợi nhuận vững chắc của TGDD/ĐMX, mức lợi nhuận cao hơn của BHX và doanh thu HĐ tài chính tích cực, lợi nhuận thuần của MWG được dự báo sẽ tăng mạnh trong 2 năm tới. Bất kỳ đợt điều chỉnh nào cũng mang lại cơ hội

tích lũy cổ phiếu. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MWG nhưng giảm 4% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 73.000đ đa phần do tác động từ việc điều chỉnh giảm 5% định giá của TGĐĐ/ĐMX lớn hơn tác động tích cực từ việc tăng 2% định giá của BHX. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 26%.

FRT: Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng và giảm giá mục tiêu xuống 207.100đ do giảm dự báo lợi nhuận

Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng qua nhưng tăng lần lượt 8% và 45% trong 3 tháng và 1 năm qua, FRT diễn biến tích cực hơn so với MWG, DGW và VN Index. Cổ phiếu hiện có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 41 lần, cao hơn nhiều so với mức 17,1 lần của DGW và 17,1 lần của MWG. Mặc dù có mức chênh lệch khá cao, nhưng theo quan điểm của chúng tôi, khoảng cách về định giá này có vẻ hợp lý nếu xét đến câu chuyện tăng trưởng vượt bậc của Long Châu trên thị trường chăm sóc sức khỏe của Việt Nam, cũng như triển vọng lợi nhuận ngày càng tích cực của FRT.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu FRT nhờ Long Châu có vị thế vững chắc và sự tăng trưởng vượt bậc trên thị trường chăm sóc sức khỏe của Việt Nam, cũng như triển vọng lợi nhuận ngày càng tích cực của FRT. Tuy nhiên, do KQKD Q4/2024 thấp hơn dự báo, chúng tôi đã điều chỉnh giảm 11% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 và giảm 5% giá mục tiêu xuống còn 207.100đ (từ 219.000đ) và hạ khuyến nghị đối với FRT xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào). Việc hoàn thành kế hoạch huy động vốn cho Long Châu (có thể diễn ra vào nửa đầu năm 2025) là động lực ngắn hạn cho cổ phiếu FRT.

DGW: Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và giữ nguyên giá mục tiêu 44.200đ

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 1 tháng qua nhưng giảm 7% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn so với VN Index, DGW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,1 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân tính từ tháng 11/2021 ở mức 19,4 lần.

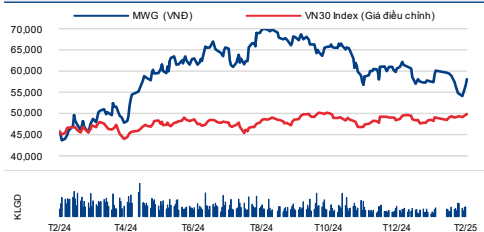
HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu là 44.200đ. Chúng tôi ưa thích DGW vì thị phần của Công ty được mở rộng khá mạnh trong năm 2024, đặc biệt ở phân khúc sản phẩm điện thoại di động và máy tính xách tay, cũng như nỗ lực của Công ty trong việc bổ sung thêm thương hiệu, danh mục sản phẩm và các kênh phân phối mới. Lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 18%. Tuy nhiên, sẽ tốn kém và mất thời gian để những dự án mới này có thể đóng góp đáng kể vào lợi nhuận, cũng như phục hồi hoàn toàn tâm lý của người tiêu dùng. Vì DGW dường như là một cổ phiếu beta tốt, chúng tôi cho rằng bất kỳ đợt giảm giá nào cũng đều mang lại vị thế an toàn để mua vào cổ phiếu.

Mua vào (giữ nguyên)
 Giá mục tiêu: VNĐ73,000 (từ VNĐ75,800)
 Tiềm năng tăng/giảm: 25.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/2/2025)	58,100
Mã Bloomberg	MWG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	43,652-70,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	55,840
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	84,912
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	3,327
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,461
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	716
Slg CP NN được mua (tr.đv)	63.3
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	44.7%
Tỷ lệ freefloat	60.6%
Cổ đông lớn	Đầu tư Thế Giới Ba (10.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	0.69	(1.02)	27.0
So với chỉ số	(2.20)	(5.93)	16.6
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,388	3,503	(3.3)
2026F	4,028	4,220	(4.5)
2027F	4,577	4,955	(7.6)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

MWG là nhà bán lẻ điện thoại di động, điện máy và bách hóa hàng đầu ở Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

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

Triển vọng vẫn tích cực; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MWG nhưng giảm 4% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 73.000đ do tác động của việc điều chỉnh giảm 5% định giá của TGDD/ĐMX lớn hơn tác động tích cực từ việc tăng 2% định giá của BHX. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 26% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 là 18,1 lần.
- Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 đa phần không đổi, cho thấy mức tăng trưởng trong năm 2025 và 2026 lần lượt là 35% và 21%.
- MWG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,8 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 2/2022 ở mức 21,1 lần. P/E dự phóng năm 2025 của MWG là 17,1 lần, cũng thấp hơn 11% so với các công ty cùng ngành tại Việt Nam và châu Á với P/E trung vị ở mức 19,4 lần.

Sự kiện: Phân tích triển vọng

Mặc dù nhu cầu đối với sản phẩm tiêu dùng không thiết yếu chưa phục hồi, vị thế trên thị trường của TGDD/ĐMX đã mạnh hơn so với trước đây, tạo tiền đề cho doanh thu và lợi nhuận thuần tăng mạnh trong năm 2025. HSC dự báo lợi nhuận thuần của BHX sẽ tăng mạnh trong năm 2025 từ mức khởi điểm thấp trong năm 2024 mức nhờ tăng trưởng doanh thu/cửa hàng vững chắc và chi phí cố định/doanh thu giảm bất chấp Công ty tích cực mở rộng mạng lưới cửa hàng.

Tác động: Dự báo lợi nhuận tăng 35% trong năm 2025

HSC dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần của MWG đạt lần lượt 145.824 tỷ đồng (tăng trưởng 9%) và 5.008 tỷ đồng (tăng trưởng 35%). Dự báo mới phản ánh việc chúng tôi điều chỉnh tăng 2% dự báo doanh thu thuần (nhờ doanh thu của cả 2 chuỗi TGDD & ĐMX và BHX đều tăng) nhưng giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần (giảm 7% lợi nhuận thuần của TGDD/ĐMX và tăng 98% dự báo lợi nhuận thuần của BHX).

Cho năm 2026, chúng tôi tăng lần lượt 4% và 1% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần, đạt lần lượt 159.070 tỷ đồng (tăng trưởng 9%) và 6.050 tỷ đồng (tăng trưởng 21%). HSC đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với doanh thu thuần đạt 174.433 tỷ đồng (tăng trưởng 10%) và 5.977 tỷ đồng lợi nhuận thuần (tăng trưởng 15%).

Dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần – thấp hơn 3-8% so với bình quân dự báo thị trường – tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 23%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi điều chỉnh mạnh trong những tuần gần đây do áp lực bán ra của khối ngoại, cổ phiếu MWG đã tăng trở lại và hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,8 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 2/2022 ở mức 21,1 lần. Mức định giá này thấp hơn mức 18,1 lần vào ngày 26/11/2024 khi chúng tôi phát hành báo cáo gần nhất. P/E dự phóng năm 2025 của MWG là 17,1 lần, cũng thấp hơn 11% so với các công ty cùng ngành tại Việt Nam và châu Á với P/E trung vị ở mức 19,4 lần.

Được hỗ trợ từ chuyển biến lợi nhuận vững chắc của TGDD/ĐMX, mức lợi nhuận cao hơn của BHX và doanh thu HĐ tài chính tích cực, lợi nhuận thuần của MWG được dự báo sẽ tăng mạnh trong 2 năm tới. Bất kỳ đợt điều chỉnh nào cũng mang lại cơ hội tích lũy cổ phiếu. Duy trì khuyến nghị Mua vào.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,788	6,997	7,538	7,961 ▼	8,440
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	168	3,722	5,008	6,050	6,977
EPS ĐC (đồng)	115	2,546	3,388	4,028	4,577
DPS (đồng)	0	500	500	1,000	1,000
BVPS (đồng)	15,964	18,993	21,752	24,602	27,958
EV/EBITDA ĐC (lần)	27.6	15.2	14.2	13.4	12.6
P/E ĐC (lần)	507	22.8	17.1	14.4	12.7
Lợi suất cổ tức (%)	0	0.86	0.86	1.72	1.72
P/B (lần)	3.64	3.06	2.67	2.36	2.08
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(95.9)	2,121	33.1	18.9	13.6
ROAE (%)	0.71	14.6	16.7	17.5	17.5

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Khẳng định vị trí số 1 trên thị trường bán lẻ; Mua vào

Mặc dù nhu cầu đối với sản phẩm tiêu dùng không thiết yếu chưa phục hồi, vị thế trên thị trường của TGDĐ/ĐMX đã mạnh hơn so với trước đây, tạo tiền đề cho doanh thu và lợi nhuận thuần tăng mạnh trong năm 2025. HSC dự báo lợi nhuận thuần của BHX sẽ tăng mạnh trong năm 2025 từ mức khởi điểm thấp trong năm 2024 nhờ tăng trưởng doanh thu/cửa hàng vững chắc và chi phí cố định/doanh thu giảm bất chấp Công ty tích cực mở rộng mạng lưới cửa hàng. Chúng tôi đa phần giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 của MWG, với lợi nhuận của BHX tăng nhưng TGDĐ&ĐMX giảm. Dự báo cho thấy lợi nhuận tăng trưởng mạnh 35% trong năm 2025 và tăng 21% trong năm 2026. Do giảm dự báo lợi nhuận của TGDĐ/ĐMX, chúng tôi giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 73.000đ, cho thấy tiềm năng tăng giá là 26%.

Triển vọng năm 2025: Lợi nhuận tăng trưởng vững chắc

Lợi nhuận của TGDĐ/ĐMX vẫn khả quan nhờ giành thêm thị phần

Mặc dù nhu cầu đối với sản phẩm tiêu dùng không thiết yếu vẫn chưa phục hồi, HSC tin rằng TGDĐ&ĐMX vẫn có thể tăng trưởng trong năm 2025 nhờ giành thêm thị phần từ các công ty bán lẻ hàng công nghệ khác. Trên thực tế, sự phân kỳ về KQKD của các công ty trong ngành vẫn tiếp diễn. Thị phần của MWG được mở rộng đáng kể trong năm 2023, 2024 và khoảng cách về lợi nhuận và dòng tiền của TGDĐ&ĐMX với các công ty bán lẻ khác ngày càng được mở rộng. Do đó, theo quan điểm của chúng tôi, Công ty có vị thế tài chính mạnh hơn để giành thêm thị phần.

HSC dự báo thị phần của TGDĐ/ĐMX sẽ mở rộng lên 47,5% trong năm 2025 (từ mức 47,2% trong năm 2024), và doanh thu được dự báo tăng 5,5% trong năm 2025, cao hơn toàn ngành (4,7%) và cao hơn dự báo trước đó của chúng tôi.

Về mặt tỷ suất lợi nhuận, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận thuần của TGDĐ/ĐMX sẽ cải thiện nhẹ lên 5,0% (từ 4,9% trong năm 2024), chủ yếu nhờ chi phí khấu hao giảm và lợi nhuận HĐ tài chính tăng, được hỗ trợ bởi số dư tiền mặt dồi dào và dòng tiền hoạt động mạnh.

Do doanh thu tăng mạnh và tỷ suất lợi nhuận mở rộng, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của TGDĐ/ĐMX tăng 8% đạt 4.784 tỷ đồng trong năm 2025. Chúng tôi lưu ý rằng dự báo lợi nhuận thuần mới phản ánh mức điều chỉnh giảm 7% sau khi giảm dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp và điều chỉnh tăng dự báo chi phí bán hàng & quản lý dựa trên KQKD thực tế của Q4/2024.

Bảng 15: Thị phần của TGDĐ/ĐMX

TGDĐ/ĐMX giành được thị phần đáng kể trong năm 2024. HSC dự báo Công ty sẽ tiếp tục mở rộng thị phần trong năm 2025

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Điện thoại di động	48.6%	55.1%	55.6%	55.7%	55.8%
SP điện tử tiêu dùng + thiết bị gia dụng	49.4%	49.2%	49.6%	49.9%	50.0%
Tổng	44.0%	47.2%	47.5%	47.6%	47.6%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: Dự báo cũ và mới, chuỗi TGDĐ và ĐMX

HSC lạc quan hơn về triển vọng doanh thu nhưng hạ dự báo tỷ suất lợi nhuận & lợi nhuận thuần của chuỗi TGDĐ & ĐMX

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024E	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2024E	2025F	2026F
Doanh thu thuần	90,780	91,414	94,699	99,192	95,765	100,817	106,021	-1%	1%	2%
Tăng trưởng	6%	8%	4%	5%	5%	5%	5%			
Lợi nhuận thuần	4,405	4,551	5,128	5,606	4,784	5,407	6,011	-3%	-7%	-4%
Tăng trưởng	175%	164	13%	9%	9%	13%	11%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.9%	5.0%	5.4%	5.7%	5.0%	5.4%	5.7%	-10 điểm cơ bản	-40 điểm cơ bản	-30 điểm cơ bản

Nguồn: HSC ước tính

BHX: Doanh thu sẽ tiếp tục tăng mạnh, lợi nhuận trở nên có ý nghĩa với MWG

HSC hiểu rằng trong thời gian tới BHX sẽ tập trung ưu tiên doanh thu hơn là tỷ suất lợi nhuận, với tham vọng nói rộng khoảng cách chênh lệch doanh thu giữa BHX và các công ty bán lẻ bách hóa khác nhằm củng cố vị trí số 1 trên thị trường, từ đó tạo ra nhiều lợi thế cạnh tranh trong tương lai. Trên thực tế, doanh thu năm 2024 của BHX đạt 41.107 tỷ đồng, cao hơn nhiều so với công ty lớn thứ 2 thị trường là WinCommerce (tư nhân; MSN sở hữu 78,6% cổ phần) với doanh thu thuần năm 2024 đạt 32.961 tỷ đồng.

Cho năm 2025, MWG đặt mục tiêu tăng doanh thu của BHX lên ít nhất 7.000 tỷ đồng thông qua việc: (1) đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu/cửa hàng đối với các cửa hàng hiện hữu; (2) mở thêm 200-400 cửa hàng mới ở những vùng Công ty đang hoạt động và vùng mới (miền Trung) và (3) đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu online lên ít nhất 300% để trở thành chuỗi bán lẻ qua mạng hàng đầu. Chúng tôi dự báo doanh thu thuần của BHX trong năm 2025 sẽ tăng mạnh 17% đạt 48.000 tỷ đồng, sau khi điều chỉnh tăng 5% dự báo lợi nhuận từ dự báo trước đó.

Theo quan điểm của chúng tôi, lượng khách đến cửa hàng và doanh thu trên mỗi cửa hàng của BHX tăng mạnh trong 2 năm qua chủ yếu nhờ danh mục sản phẩm đa dạng, trong đó các sản phẩm tươi sống có giá cả phải chăng chính là "điểm thu hút". Do Công ty có kế hoạch tiếp tục cải thiện danh mục sản phẩm và dịch vụ như một trong những ưu tiên chính, HSC cho rằng mức tăng trưởng doanh thu/cửa hàng ở một chữ số là có thể đạt được trong năm 2025 trong khi quy mô kinh doanh ngày càng lớn sẽ làm giảm chi phí cố định/doanh thu. Điều này sẽ giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận thuần bất chấp việc tích cực mở rộng mạng lưới cửa hàng. Chúng tôi tăng dự báo tỷ suất lợi nhuận thuần năm 2025 của BHX lên 1,1% (từ 0,6% trong báo cáo trước đây của HSC).

Với những thay đổi nói trên, chúng tôi tăng mạnh 98% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 của BHX lên 548 tỷ đồng (tăng trưởng 539% so với 2024), đóng góp 11% vào lợi nhuận thuần của MWG.

Bảng 17: Dự báo cũ và mới, chuỗi BHX

Chúng tôi nâng đáng kể dự báo lợi nhuận thuần

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024E	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2024E	2025F	2026F
Doanh thu thuần	41,108	41,145	45,895	51,294	48,000	56,049	66,054	0%	5%	9%
Tăng trưởng	32%	30%	12%	12%	17%	17%	18%			
Lợi nhuận thuần	86	100	277	693	548	881	1,145	-14%	98%	27%
Tăng trưởng	-107%	-108%	176%	151%	420%	61%	30%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.2%	0.2%	0.6%	1.4%	1.1%	1.6%	1.7%	-3bp	54bp	22bp

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 18: Giả định cũ và mới, chuỗi BHX

HSC tăng giả định số lượng cửa hàng mở mới thêm 50% trong năm 2025 & 100% trong năm 2026, đồng thời nâng dự báo tỷ suất lợi nhuận thuần nhờ giả định hiệu quả hoạt động sẽ cải thiện

	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024E	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2024E	2025F	2026F
Số lượng cửa hàng, cuối năm	1,770	1,768	1,968	2,168	2,070	2,470	2,870	0%	5%	14%
Số lượng cửa hàng mới	72	70	200	200	300	400	400	3%	50%	100%
Tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ	28.5%	29.0%	4.0%	2.0%	3.5%	2.0%	2.0%	-53 điểm cơ bản	-50 điểm cơ bản	0 điểm cơ bản
Doanh thu/cửa hàng (tỷ đồng/tháng)	1.93	2	1.99	2.01	1.96	1.95	1.96	-1%	-1%	-3%
Tăng trưởng	32%	33.4%	2%	-3%	2%	-2%	-2%			
Tỷ suất lợi nhuận gộp	24.7%	25.1%	25.1%	25.2%	24.7%	24.7%	24.7%	-37 điểm cơ bản	-37 điểm cơ bản	-47 điểm cơ bản
Chi phí BH&QL/Doanh thu	24.7%	24.9%	24.6%	23.9%	23.7%	23.2%	22.9%	-20 điểm cơ bản	91 điểm cơ bản	-74 điểm cơ bản
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.3%	0.2%	0.6%	1.4%	1.1%	1.6%	1.7%	-3 điểm cơ bản	54 điểm cơ bản	22 điểm cơ bản

Nguồn: HSC ước tính

KQKD của MWG: Dự báo lợi nhuận năm 2025 tăng mạnh 35%

Với những phân tích ở trên, HSC dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần của MWG trong năm 2025 đạt lần lượt 145.824 tỷ đồng (tăng trưởng 9%) và 5.008 tỷ đồng (tăng trưởng 35%). Dự báo mới phản ánh việc chúng tôi điều chỉnh tăng 2% dự báo doanh thu thuần (nhờ tăng dự báo doanh thu của cả 2 chuỗi TGDD & ĐMX và BHX) nhưng giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần (giảm 7% lợi nhuận thuần của TGDD/ĐMX và tăng 98% dự báo lợi nhuận thuần của BHX).

Lưu ý rằng mức doanh thu thuần chúng tôi dự báo thấp hơn so với KHKD của Công ty đề ra là 150.000 tỷ đồng, trong khi dự báo lợi nhuận thuần lại cao hơn KHKD của Công ty ở mức 4.850 tỷ đồng.

Cho năm 2026, chúng tôi tăng lần lượt 4% và 1% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần, đạt lần lượt 159.070 tỷ đồng (tăng trưởng 9%) và 6.050 tỷ đồng (tăng trưởng 21%).

HSC đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với doanh thu thuần đạt 174.433 tỷ đồng (tăng trưởng 10%) và 5.977 tỷ đồng lợi nhuận thuần (tăng trưởng 15%).

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 tăng trưởng với tốc độ CAGR là 23%.

Bảng 19: Dự báo cũ và mới, MWG

Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 nhưng tăng nhẹ dự báo lợi nhuận cho năm 2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024A	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần	134,341	91,414	142,315	152,380	145,824	159,070	174,433	-1%	2%	4%
Tăng trưởng	13%	8%	5%	7%	9%	9%	10%			
Lợi nhuận thuần	3,722	4,551	5,002	5,972	5,008	6,050	6,977	-3%	0%	1%
Tăng trưởng	1862%	164%	31%	19%	35%	21%	15%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.8%	5.0%	3.5%	3.9%	3.4%	3.8%	4.0%	-13 điểm cơ bản	-42 điểm cơ bản	-29 điểm cơ bản

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 20: Phát hành ESOP trong giai đoạn 2018-2025 của MWG

Giá trị ESOP năm 2025 dường như là nhỏ nhất kể từ năm 2019

Năm cơ sở	Năm phát hành	Ngày niêm yết	Số lượng cổ phiếu ESOP phát hành	% Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Giá trị ESOP (tỷ đồng)	Lợi nhuận thuần trong năm cơ sở (tỷ đồng)	Giá trị ESOP / Lợi nhuận thuần
2024	2025	Dự kiến trong Q1/25	19,937,500	1.36%	925	3,722	25%
2021	2022	26-4-22	19,190,970	2.69%	2,664	4,899	54%
2020	2021	T1/T2-2021	13,578,176	3.00%	1,688	3,918	43%
2019	2020	4-1-20	9,663,809	2.18%	1,052	3,834	27%
2018	2019	23-1-19	12,729,511	2.87%	1,324	2,879	46%
2017	2018	3-1-18	9,222,648	2.91%	710	2,206	32%

Ghi chú: Giá trị ESOP = (Số lượng cổ phiếu x (thị giá - giá phát hành))

Nguồn: MWG, HSC ước tính

Cập nhật về kế hoạch phát hành cổ phiếu ESOP

Ngày 12/2/2025, MWG công bố nghị quyết của HĐQT về số lượng cổ phiếu ESOP sẽ được phát hành, dự kiến trong năm 2025. Theo đó, trong năm 2025, MWG dự kiến phát hành 10.937.500 cổ phiếu ESOP cho nhân sự chủ chốt với giá 10.000đ/cp (so với thị giá hiện tại là 55.800đ) dựa trên KQKD thực tế của năm 2024. Số lượng cổ phiếu sắp phát hành bằng 1,36% tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành. Số lượng cổ phiếu phát hành thực tế thấp hơn kỳ vọng của thị trường (29.238.308 cổ phiếu, hoặc 2,0% số lượng cổ phiếu đang lưu hành dựa trên các tiêu chí được đề ra tại ĐHCĐ được tổ chức vào tháng 4/2024 của MWG).

Việc phát hành cổ phiếu ESOP dựa trên KQKD của những năm trước đó đã trở thành thông lệ thường niên của MWG. Tuy nhiên, do KQKD năm 2023 kém tích cực, Công ty không triển khai chương trình này cho năm 2023 và 2024.

Mặc dù phát hành cổ phiếu ESOP làm pha loãng tỷ lệ sở hữu của cổ đông và giá phát hành thấp làm giảm giá trị nắm giữ của cổ đông, nhưng những thông tin này đã được thị trường biết đến từ sau đại hội cổ đông vào tháng 4 năm ngoái. Việc HĐQT MWG

quyết định phát hành ít cổ phiếu ESOP hơn mức tối đa cho phép là thông tin tích cực theo quan điểm của chúng tôi.

Sau khi xem lại lịch sử phát hành cổ phiếu ESOP của MWG từ năm 2018 đến năm 2025, chúng tôi nhận thấy đợt phát hành năm 2025 là đợt khiêm tốn nhất xét về:

- Số lượng cổ phiếu ESOP phát hành (bằng 1,36 % tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành).
- Giá trị ESOP, tức là mức chênh lệch giữa giá trị thị trường của cổ phiếu và số tiền Công ty thu được (925 tỷ đồng).
- Giá trị ESOP tính theo % lợi nhuận thuần trong năm cơ sở (25%).

Phân tích KQKD Q4/2024: Lợi nhuận thuần đạt 847 tỷ đồng, tăng 6% so với quý trước, thấp hơn dự báo

Doanh thu thuần của MWG đạt 34.574 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ và tăng 1% so với quý trước, thấp hơn 2% so với dự báo của chúng tôi ở mức 35.165 tỷ đồng. Lợi nhuận thuần đạt 847 tỷ đồng, tăng 838% so với cùng kỳ và tăng 6% so với quý trước. Lợi nhuận thuần thực tế thấp hơn 10% so với dự báo của chúng tôi ở mức 941 tỷ đồng do doanh thu của chuỗi TGDD/ĐMX thấp hơn dự báo.

Xét theo phân khúc sản phẩm:

(1) GDĐ & ĐMX: Lợi nhuận thuần tăng 47% so với cùng kỳ, nhưng giảm 31% so với quý trước, thấp hơn dự báo

Doanh thu thuần của chuỗi TGDD & ĐMX tăng 8% so với cùng kỳ và tăng 2% so với quý trước đạt 22.861 tỷ đồng, thấp hơn 3% so với dự báo của HSC ở mức 23.621 tỷ đồng do nhu cầu đối với sản phẩm công nghệ thấp hơn so với kỳ vọng.

Lợi nhuận thuần của chuỗi TGDD/ĐMX được dự báo đạt 742 tỷ đồng, tăng 47% so với cùng kỳ nhưng giảm 31% so với quý trước, thấp hơn 34% so với dự báo của chúng tôi ở mức 1.126 tỷ đồng do doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp đều thấp hơn dự báo. Do các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận thấp (điện thoại di động) đóng góp nhiều hơn trong cơ cấu doanh thu, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh (16,2% trong Q4/2024 so với 17,9% trong Q3/2024).

(2) BHX: Lợi nhuận thuần đạt 94 tỷ đồng, sát với dự báo

Doanh thu thuần Q4/2024 của BHX tăng 16% so với cùng kỳ đạt 10.779 tỷ đồng nhưng giảm 1% so với quý trước, sát với dự báo của HSC ở mức 10.816 tỷ đồng. Chuỗi bán lẻ này đã mở thêm 44 cửa hàng mới trong Q4/2024 ở những khu vực đang hoạt động và miền Trung (so với con số 42 cửa hàng mới theo dự báo trước đó).

Chúng tôi ước tính lợi nhuận thuần Q4/2024 của BHX là 94 tỷ đồng, tăng 5% so với quý trước và cho thấy sự chuyển biến lợi nhuận tích cực từ lỗ 306 tỷ đồng trong Q4/2023. Lợi nhuận thuần thực tế sát với dự báo của chúng tôi ở mức 109 tỷ đồng.

(3) Chuỗi nhà thuốc An Khang: Lỗ thuần 17 tỷ đồng, sát với dự báo

HSC ước tính chuỗi nhà Thuốc An Khang lỗ 17 tỷ đồng trong Q4/2024, thấp hơn nhiều so với mức lỗ 157 tỷ đồng trong Q3/2024 nhờ HĐKD hiệu quả hơn sau khi đóng 200 cửa hàng kém hiệu quả từ tháng 6/2024. Con số thực tế sát với dự báo của chúng tôi với mức lỗ 4 tỷ đồng.

Bảng 21: KQKD hợp nhất Q4/2024, MWG

Lợi nhuận thuần đạt 847 tỷ đồng, thấp hơn 10% so với dự báo của HSC là 941 tỷ đồng

Tỷ đồng	Q4/23	Q4/24	% sv cùng kỳ	% sv quý trước	Q4/24F	% dự báo của HSC	2023	2024	Tăng trưởng	2024F	% dự báo của HSC
Doanh thu thuần	31,422	34,574	10%	1%	35,074	99%	118,280	134,341	14%	134,932	100%
Lợi nhuận gộp	6,186	6,587	6%	-4%			22,521	27,499	26%	28,474	97%
Chi phí BH&QL	(5,908)	(6,039)	2%	4%			(22,114)	(23,416)	8%	(23,832)	98%
Lỗ tài chính	185	447	142%	82%			611	1,188	48%	903	132%
Thu nhập thuần khác	(244)	39	-116%	-115%			(328)	(401)	36%	(446)	90%
LNTT	220	1,035	371%	-3%			690	4,826	634%	5,060	95%
LNST	90	852	843%	6%			168	3,733	2176%	3,819	98%
Lợi nhuận thuần	90	847	838%	6%	941	90%	168	3,722	2176%	3,815	98%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19.7%	19.1%					19.0%	20.5%			
Chi phí BH&QL/ Doanh thu	-18.8%	-17.5%					-18.7%	-17.4%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.3%	2.4%			2.7%		0.1%	2.8%		2.8%	98.0%

Nguồn: MWG, HSC ước tính

Bảng 22: KQKD Q4/2024 theo chuỗi, MWG

KQKD của chuỗi TGDĐ/ĐMX không đạt kỳ vọng trong khi chuỗi BHX & An Khang ghi nhận KQKD sát dự báo

Tỷ đồng	Q4/23	Q4/24	% sv cùng kỳ	% sv quý trước	Q4/24F	% dự báo của HSC	2023	2024	Tăng trưởng	2024F	% dự báo của HSC
Doanh thu thuần	31,422	34,574	10%	3%	35,165	98%	118,280	134,341	14%	134,932	100%
TGDĐ/ĐMX	21,079	22,861	8%	2%	23,621	97%	83,506	89,605	7%	91,414	98%
BHX	9,282	10,779	16%	-1%	10,816	100%	31,581	41,108	30%	41,145	100%
An Khang & mảng khác	1,061	933	-12%	30%	728	128%	3,194	3,627	14%	2,374	153%
LNST	90	852	843%	6%	938	91%	168	3,733	2176%	3,819	98%
TGDĐ/ĐMX	504	742	47%	-31%	1,126	66%	1,726	4,405	155%	4,551	96%
BHX	(306)	94	Đảo chiều	5%	109	87%	(1,215)	86	Đảo chiều	100	86%
An Khang	(111)	(17)	-85%	-89%	(4)	408%	(345)	(347)	-3%	(334)	104%

Nguồn: MWG, HSC ước tính

Giảm giá mục tiêu xuống 73.000đ; duy trì khuyến nghị Mua vào
Kết luận và phương pháp định giá

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (SoTP) để định giá MWG. Mặc dù giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 và tăng nhẹ dự báo lợi nhuận thuần năm 2026, chúng tôi giảm 4% giá mục tiêu xuống 73.000đ (tiềm năng tăng giá: 26%), do giảm 5% định giá của chuỗi TGDĐ/ĐMX sau khi giảm dự báo lợi nhuận, và tăng 1,4% số lượng cổ phiếu đang lưu hành pha loãng do tác động của đợt phát hành 19.937.500 cổ phiếu ESOP sắp tới. Trong khi đó, chúng tôi tăng 2% định giá của BHX sau khi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu thuần năm 2025.

Trong mô hình dự báo lợi nhuận mới cập nhật, tỷ lệ đóng góp của TGDĐ/ĐMX vào định giá chung của MWG giảm xuống còn 63% (từ 65% trước đó) trong khi tỷ lệ đóng góp của BHX tăng lên 35% (từ 34% trước đó). Duy trì khuyến nghị Mua vào.

Bảng 23: Định giá SOTP, MWG

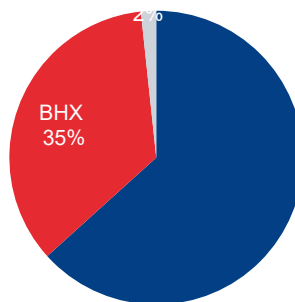
Chúng tôi giảm 4% giá mục tiêu mới đối với MWG xuống còn 73.000đ

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị của vốn CSH	Tỷ lệ sở hữu của MWG	Đóng góp vào MWG	P/E 2024 tại giá mục tiêu	P/E 2025 tại giá mục tiêu
TGDĐ và ĐMX	DCF	68,416	100%	68,416	15.5	14.3
BHX	P/S	39,840	95%	37,848	377.7	72.7
An Khang	P/S	1,813	100%	1,813	N/m	N/m
MWG				108,076	28.7	21.5
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				1,481.4		
Giá mục tiêu của MWG				72,954		

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 24: Cơ cấu định giá SOTP, MWG

TDDĐ/ĐMX hiện chiếm 63% định giá của MWG trong khi BHX đóng góp 35%



Nguồn: HSC

Bảng 25: Điều chỉnh giá định giá trị của vốn CSH (MWG sở hữu 100%)

Tỷ đồng	Cũ (T11-24)	Mới	Điều chỉnh
TGDD & ĐMX	72,339	68,416	-5%
BHX	39,011	39,840	2%
An Khang	1,377	1,813	32%
Giá mục tiêu	75,800	73,000	-4%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 26: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, TGDD & ĐMX

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	90,780	95,765	100,817	106,021	111,253
EBIT	4,506	4,867	5,245	5,756	6,391
Trừ: Thuế	(1,100)	(1,256)	(1,420)	(1,579)	(1,779)
NOPLAT	3,407	3,610	3,825	4,178	4,612
Khấu hao	1,254	1,038	887	766	669
Thay đổi vốn lưu động	2,445	(26)	7	31	67
Chi phí đầu tư tài sản cố định	(91)	(89)	(89)	(89)	(89)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	7,014	4,533	4,630	4,886	5,260

Nguồn: HSC

Định giá chuỗi TGDD & ĐMX: Giá trị tại thời điểm cuối năm 2025 của chuỗi TGDD & ĐMX đã giảm 5% xuống 68.416 tỷ đồng (so với 72.339 tỷ đồng trước đó) do giảm dự báo lợi nhuận, mặc dù HSC giữ nguyên giả định WACC ở mức 11,8%.

Bảng 27: Giả định & tính toán định giá, TGDD & ĐMX

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán DCF	Đơn vị	Cuối năm 2025
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		3%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	14,629
Beta	1.30	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	44,177
Chi phí của vốn CSH	13.8%	Giá trị của doanh nghiệp	Tỷ đồng	58,806
Chi phí nợ	4.5%	Tiền/(nợ) thuần	Tỷ đồng	9,611
Chi phí nợ sau thuế	3.6%	Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	68,416
Tỷ trọng vốn CSH	80.6%			
Tỷ trọng nợ	19.4%			
WACC	11.8%			

Nguồn: HSC

Bảng 28: Định giá của các công ty cùng ngành trong khu vực, BHX

Các doanh nghiệp bán lẻ hàng tạp hóa tại châu Á đang giao dịch với P/S trung vị năm 2025 là 0,8 lần

Công ty	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (triệu USD)	P/E		EV/EBITDA		P/B		P/S	
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
PT Sumber Alfaria Trijaya TBK	Indonesia	6,889	28.2	23.8	14.1	12.3	6.5	5.7	0.9	0.9
Central Retail Corp	Thái Lan	6,312	24.4	21.6	10.2	9.6	2.9	2.7	0.9	0.8
CP ALL PCL	Thái Lan	13,802	19.2	17.2	12.4	11.7	3.7	3.4	0.5	0.5
President Chain Store Corporation	Đài Loan	8,413	23.5	21.9	9.5	9.4	6.8	6.4	0.8	0.8
Sheng Siong Group Ltd	Singapore	1,860	17.1	16.6	11.5	11.0	4.6	4.2	1.7	1.7
Wushang Group Co Ltd-A	Trung Quốc	876	21.8	19.5	6.9	6.6	0.6	0.6	0.9	0.9
Trung vị		6,601	22.7	20.5	10.8	10.3	4.2	3.8	0.9	0.8

Nguồn: Bloomberg, HSC

Định giá chuỗi BHX: Định giá dựa trên so sánh với các công ty cùng ngành được điều chỉnh tăng 2% lên 39.840 tỷ đồng (từ mức 39.011 tỷ đồng trước đó) vì chúng tôi hiện sử dụng doanh thu thuần năm 2025 ở mức 48.000 tỷ đồng (tăng 5% so với dự báo trước đó) và áp dụng P/S dự phóng năm 2025 trung vị của các công ty cùng ngành (ở mức 0,8 lần) để định giá BHX.

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng trở lại gần đây sau đợt điều chỉnh mạnh, MWG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,8 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 2/2022 ở mức 21,1 lần. P/E dự phóng năm 2025 của MWG là 17,1 lần, cũng thấp hơn 11% so với các công ty cùng ngành tại Việt Nam và châu Á với P/E trung vị ở mức 19,4 lần.

Biểu đồ 29: P/E trượt dự phóng 1 năm, MWG

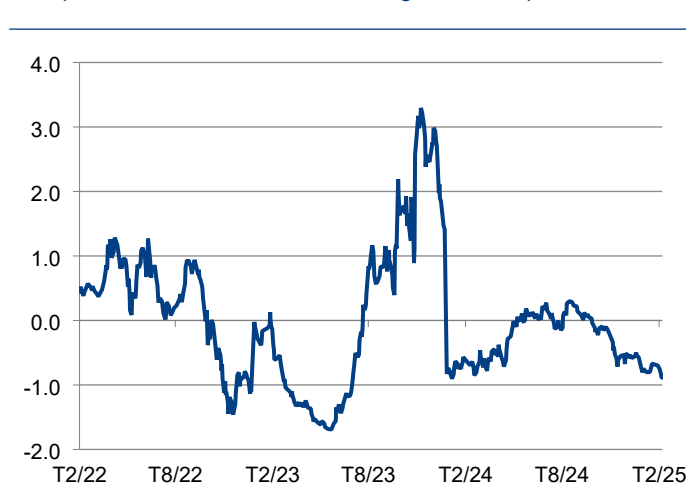
MWG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,8 lần, so với giá trị bình quân là 21,1 lần (từ T2/2022) ...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 30: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, MWG

...thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Nguồn: HSC

Bảng 31: Định giá các công ty cùng ngành, MWG

P/E 2025 của MWG thấp hơn 11% so với các công ty cùng ngành

Tên công ty	Thị trường niêm yết	Vốn hóa (triệu USD)	P/E		EV/EBITDA		P/B		P/S	
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
PT Sumber Alfaria Trijaya TBK	Indonesia	6,889	28.2	23.8	14.1	12.3	6.5	5.5	0.9	0.9
Central Retail Corp	Thái Lan	6,312	24.4	21.6	10.2	9.6	2.9	2.7	0.9	0.8
CP ALL PCL	Thái Lan	13,802	19.2	17.2	12.4	11.7	3.7	3.4	0.5	0.5
President Chain Store Corp.	Đài Loan	8,413	23.5	21.9	9.5	9.4	6.8	6.4	0.8	0.8
Sheng Siong Group Ltd	Đài Loan	1,860	17.1	16.6	11.5	11.0	4.6	4.2	1.7	1.7
Shanghai Flyco Electrical Appl	Trung Quốc	2,097	28.0	22.6	19.4	16.5	4.5	4.3	3.4	3.0
Com7 PCL	Thái Lan	1,482	16.0	14.3	11.2	10.3	5.3	4.4	0.7	0.6
ERAJAYA SWASEMBADA	Indonesia	372	6.5	5.4	5.6	4.8	0.7	0.7	0.1	0.1
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	Việt Nam	1,020	82.0	41.0	34.4	23.8	13.6	10.5	0.6	0.5
CTCP Thế Giới Số	Việt Nam	333	19.1	17.1	13.4	10.7	2.5	2.2	0.4	0.3
Trung vị		1,979	21.3	19.4	11.9	10.8	4.6	4.3	0.7	0.7
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	Việt Nam	3,349	22.8	17.1	15.2	14.2	2.1	2.7	0.7	0.6

Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	118,280	134,341	145,824	159,070	174,433
Lợi nhuận gộp	22,521	27,499	29,667	32,602	36,061
Chi phí BH&QL	(22,114)	(23,416)	(24,524)	(26,644)	(29,294)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	407	4,084	5,143	5,958	6,766
Lãi vay thuần	611	1,188	1,412	1,718	1,999
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	(44.6)	18.6	69.1	142
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(328)	(401)	(131)	0	0
LNTT	690	4,826	6,443	7,745	8,907
Chi phí thuế TNDN	(522)	(1,092)	(1,407)	(1,651)	(1,872)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.16)	(11.4)	(27.5)	(44.1)	(57.4)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	168	3,722	5,008	6,050	6,977
Lợi nhuận thuần ĐC	168	3,722	5,008	6,050	6,977
EBITDA ĐC	3,788	6,997	7,538	7,961	8,440
EPS (đồng)	115	2,546	3,388	4,028	4,577
EPS ĐC (đồng)	115	2,546	3,388	4,028	4,577
DPS (đồng)	0	500	500	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,463	1,462	1,478	1,502	1,524
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,462	1,461	1,481	1,504	1,526
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,462	1,461	1,481	1,504	1,526

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	5,366	5,697	6,641	8,291	10,522
Đầu tư ngắn hạn	18,937	28,524	32,524	36,524	40,524
Phải thu khách hàng	5,159	8,764	10,023	10,286	11,590
Hàng tồn kho	21,824	22,245	23,248	24,507	25,955
Các tài sản ngắn hạn khác	661	544	573	620	674
Tổng tài sản ngắn hạn	51,947	65,774	73,010	80,229	89,264
TSCĐ hữu hình	6,431	3,523	1,943	1,046	507
TSCĐ vô hình	68.8	63.5	63.9	64.2	64.1
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	460	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	287	242	242	242	242
Tài sản dài hạn khác	914	616	609	629	652
Tổng tài sản dài hạn	8,161	4,445	2,858	1,981	1,466
Tổng cộng tài sản	60,108	70,219	75,868	82,210	90,730
Nợ ngắn hạn	19,129	27,300	27,300	27,300	28,300
Phả trả người bán	7,927	9,138	9,853	10,798	11,901
Nợ ngắn hạn khác	3,199	5,034	5,424	5,944	6,551
Tổng nợ ngắn hạn	30,762	42,097	43,251	44,780	47,566
Nợ dài hạn	5,985	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	1.17	0	1.17	1.17	1.17
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	5,986	0	1.17	1.17	1.17
Tổng nợ phải trả	36,748	42,097	43,252	44,781	47,567
Vốn chủ sở hữu	23,346	27,758	32,225	36,993	42,670
Lợi ích cổ đông thiểu số	13.4	364	391	436	493
Tổng vốn chủ sở hữu	23,360	28,122	32,616	37,429	43,163
Tổng nợ phải trả và VCSH	60,108	70,219	75,868	82,210	90,730
BVPS (đ)	15,964	18,993	21,752	24,602	27,958
Nợ thuần*/(tiền mặt)	19,748	21,603	20,659	19,010	17,779

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	407	4,084	5,143	5,958	6,766
Khấu hao	(3,381)	(2,913)	(2,395)	(2,003)	(1,674)
Lãi vay thuần	611	1,188	1,412	1,718	1,999
Thuế TNDN đã nộp	(862)	(959)	(1,449)	(1,706)	(1,937)
Thay đổi vốn lưu động	1,836	3,224	(138)	(40.9)	(18.4)
Khác	(1,937)	(1,932)	(2,016)	(2,276)	(2,465)
LCT thuần từ HĐKD	3,436	8,517	5,348	5,655	6,019
Đầu tư TS dài hạn	(523)	(304)	(974)	(1,105)	(1,135)
Góp vốn & đầu tư	(34,257)	(46,828)	(5,000)	(4,000)	(5,000)
Thanh lý	22,836	33,813	0	0	0
Khác	1,113	2,376	2,112	2,380	2,648
LCT thuần từ HĐĐT	(10,831)	(10,943)	(3,862)	(2,725)	(3,487)
Cổ tức trả cho CSH	(731)	(731)	(741)	(1,504)	(1,526)
Thu từ phát hành CP	(9.34)	1,762	199	222	226
Tăng/giảm nợ	8,440	1,726	0	0	1,000
Khác	-	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	7,700	2,757	(541)	(1,281)	(301)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,061	5,366	5,697	6,641	8,291
LCT thuần trong kỳ	304	332	944	1,649	2,231
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.37	0.10	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5,366	5,697	6,641	8,291	10,522
Dòng tiền tự do	2,913	8,214	4,373	4,550	4,884

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	19.0	20.5	20.3	20.5	20.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	3.20	5.21	5.17	5.00	4.84
Tỷ suất LNT (%)	0.14	2.77	3.43	3.80	4.00
Thuế TNDN hiện hành (%)	75.7	22.6	21.8	21.3	21.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(11.3)	13.6	8.55	9.08	9.66
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(63.0)	84.7	7.74	5.60	6.02
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(95.9)	2,120	34.6	20.8	15.3
Tăng trưởng EPS (%)	(95.9)	2,121	33.1	18.9	13.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(95.9)	2,121	33.1	18.9	13.6
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	0	100	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	19.6	14.8	24.8	21.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	0.71	14.6	16.7	17.5	17.5
ROACE (%)	1.38	14.2	16.9	17.0	16.8
Vòng quay tài sản (lần)	2.04	2.06	2.00	2.01	2.02
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	8.44	2.09	1.04	0.95	0.89
Số ngày tồn kho	83.2	76.0	73.1	70.7	68.5
Số ngày phải thu	19.7	29.9	31.5	29.7	30.6
Số ngày phải trả	30.2	31.2	31.0	31.2	31.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	85.0	78.2	64.4	51.7	41.9
Nợ/tài sản (%)	41.9	39.0	36.1	33.3	31.3
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	6.65	3.91	3.63	3.44	3.37
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.69	1.56	1.69	1.79	1.88
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.89	0.79	0.73	0.67	0.61
EV/EBITDA ĐC (lần)	27.6	15.2	14.2	13.4	12.6
P/E (lần)	507	22.8	17.1	14.4	12.7
P/E ĐC (lần)	507	22.8	17.1	14.4	12.7
P/B (lần)	3.64	3.06	2.67	2.36	2.08
Lợi suất cổ tức (%)	0	0.86	0.86	1.72	1.72

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

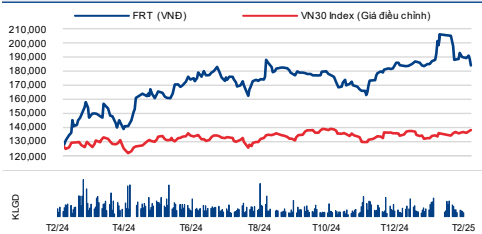
Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ207,100 (từ VNĐ219,000)
Tiềm năng tăng/giảm: 12.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/2/2025)	184,000
Mã Bloomberg	FRT VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	126,500-206,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	188,640
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	25,069
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	982
Slg CP lưu hành (tr.đv)	136
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	66.8
Slg CP NN được mua (tr.đv)	16.3
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	37.0%
Tỷ lệ freefloat	38.9%
Cổ đông lớn	Hãng ty Cổ phần FPT (46.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(4.42)	8.30	45.1
So với chỉ số	(7.16)	2.93	33.1
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	4,654	4,862	(4.3)
2026F	6,040	6,388	(5.5)
2027F	7,874	8,412	(6.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

FRT là nhà bán lẻ điện thoại và dược phẩm. Tại thời điểm cuối quý 3/2023, công ty có 791 cửa hàng điện thoại FPT Shop và 1.384 nhà thuốc Long Châu.

Chuyên viên phân tích

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

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do giá cổ phiếu tăng, giảm giá mục tiêu

- FRT gần đây công bố KQKD Q4/2024 và năm 2024, cho thấy (1) chuỗi Long Châu giành thêm thị phần và cải thiện lợi nhuận (mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp vẫn còn thấp), và (2) thị phần của chuỗi cửa hàng điện máy tiêu dùng FPT Shop giảm.
- Dựa trên các xu hướng KQKD Q4/2024, chúng tôi giảm 10-12% dự báo EPS cho năm 2025-2026. Dự báo mới cho thấy EPS tăng trưởng 100% và 30% lần lượt trong 2 năm. Trong khi đó, dự báo lần đầu cho năm 2027 cho thấy EPS sẽ tăng trưởng 30%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 3 tháng qua và tăng 45% trong 1 năm qua (và diễn biến tích cực hơn các công ty cùng ngành và chỉ số VN Index), FRT đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 cao hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành – nhưng vẫn còn giá trị đầu tư. Chúng tôi giảm 5% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 207.100đ (tiềm năng tăng giá: 13%) và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng.

Sự kiện: Phân tích KQKD năm 2024 và triển vọng

Lợi nhuận thuần Q4/2024 của FRT đạt 111 tỷ đồng, chuyển biến lợi nhuận từ lỗ thuần trong Q4/2023, nhưng thấp hơn nhiều so với dự báo của HSC ở mức 163 tỷ đồng do tỷ suất lợi nhuận gộp của chuỗi nhà thuốc Long Châu thấp hơn kỳ vọng và chi phí hoạt động tăng. Trong khi đó, FPT Shop vẫn duy trì được đà phục hồi tích cực sau tái cấu trúc, mặc dù tỷ suất lợi nhuận thuần giảm so với quý trước.

Do đó, KQKD năm 2024 thấp hơn dự báo của chúng tôi. Trong năm, chuỗi nhà thuốc Long Châu tiếp tục tăng trưởng nhờ có nền tảng cơ bản vững chắc (giành thêm thị phần và cải thiện hiệu quả kinh doanh trong khi nhiều đối thủ cạnh tranh phải tiến hành tái cấu trúc và trong khi luật mới được ban hành, mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp chưa cải thiện nhiều). Trong khi đó, FPT Shop ghi nhận lợi nhuận thấp và không ổn định do ảnh hưởng từ vị thế yếu trên thị trường.

Tác động: Giảm 10-12% dự báo EPS năm 2025-2026; đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027

Sau khi phân tích các hoạt động mở rộng mạng lưới nhà thuốc của Long Châu trong thời gian gần đây và triển vọng thị trường công nghệ tiêu dùng, HSC giảm 10-12% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026, cho thấy mức tăng trưởng lần lượt 100% (từ mức nền thấp của năm 2024) và 30%. Chúng tôi đưa ra dự báo lợi nhuận thuần lần đầu cho năm 2027, với mức tăng trưởng 30%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng qua nhưng tăng lần lượt 8% và 45% trong 3 tháng và 1 năm qua, FRT diễn biến tích cực hơn nhiều so với MWG, DGW (Tăng tỷ trọng; giá mục tiêu 44.200đ) và VN Index. Cổ phiếu hiện có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 41 lần, cao hơn nhiều so với mức 17,1 lần của DGW và 16,7 lần của MWG. Theo quan điểm của chúng tôi, khoảng cách định giá này được hỗ trợ bởi câu chuyện tăng trưởng vượt bậc của Long Châu trên thị trường chăm sóc sức khỏe của Việt Nam, cũng như triển vọng lợi nhuận ngày càng tích cực của FRT.

HSC giảm 5% giá mục tiêu xuống 207.100đ (từ 219.000đ) sau khi điều chỉnh giảm 20% định giá của chuỗi FPT Shop do triển vọng kém lạc quan và giảm nhẹ định giá của chuỗi nhà thuốc Long Châu. Với tiềm năng tăng giá 13% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với FRT xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào). Chúng tôi tin rằng bất cứ đợt điều chỉnh nào cũng có thể mang lại cho nhà đầu tư cơ hội tích lũy cổ phiếu trước khi Công ty hoàn thành việc tăng vốn (có thể trong nửa đầu năm 2025).

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	(84.5)	952	1,438 ▼	1,722 ▼	2,117
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(346)	318	634 ▼	823 ▼	1,073
EPS ĐC (đồng)	(2,537)	2,331	4,654 ▼	6,040 ▼	7,874
DPS (đồng)	0	0	500	1,000	1,500
BVPS (đồng)	11,738	14,032	18,187	23,226 ▼	29,600
EV/EBITDA ĐC (lần)	(381)	33.4	23.1	19.3	15.1
P/E ĐC (lần)	N/a	79.0	39.5	30.5	23.4
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0.27	0.54	0.82
P/B (lần)	15.7	13.1	10.1	7.92	6.22
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(189)	192	99.7	29.8	30.4
ROAE (%)	(19.2)	18.1	28.9	29.2	29.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Giảm dự báo lợi nhuận/giá mục tiêu + giá cổ phiếu tăng = hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

Trong năm 2024, chuỗi nhà thuốc Long Châu tích cực giành thêm thị phần trong bối cảnh thị trường có nhiều chuyển biến (như các đối thủ cạnh tranh phải tiến hành tái cấu trúc và luật mới được ban hành), nhờ có nền tảng cơ bản vững chắc, mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp chưa cải thiện nhiều), trong khi FPT Shop đánh mất thị phần. Dựa trên những xu hướng này, HSC giảm 10-12% dự báo EPS năm 2025-2026, cho thấy mức tăng trưởng lần lượt là 100% và 30%, trong khi dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2027 cho thấy EPS tăng trưởng 30%. Giá cổ phiếu FRT diễn biến tích cực hơn so với MWG, DGW và VN Index, mặc dù hiện tại cổ phiếu đang được giao dịch với mức định giá cao hơn ở nhiều chỉ số, chúng tôi vẫn thấy vẫn còn giá trị đầu tư. Tuy nhiên, sau khi giảm 5% giá mục tiêu xuống 207.100đ (tiềm năng tăng giá: 13%), chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng.

Phân tích KQKD Q4/2024 và năm 2024

Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần Q4/2024 của FRT đạt lần lượt 11.447 tỷ đồng (tăng 32% so với cùng kỳ và tăng 10% so với quý trước) và 111 tỷ đồng, chuyển biến lợi nhuận tích cực nhưng giảm 21% so với quý trước và thấp hơn dự báo của chúng tôi ở mức 163 tỷ đồng. Lợi nhuận thấp hơn dự báo là do: (1) tỷ suất lợi nhuận gộp của Long Châu thấp hơn kỳ vọng và chi phí hoạt động tăng, và (2) tỷ suất lợi nhuận gộp của chuỗi FPT Shop giảm.

Lũy kế năm 2024, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần của FRT đạt lần lượt 40.104 tỷ đồng (tăng trưởng 26%) và 318 tỷ đồng (so với lỗ thuần 346 tỷ đồng trong năm 2023), hoàn thành lần lượt 100% và 86% dự báo cho năm 2024 của chúng tôi.

Bảng 32: KQKD hợp nhất Q4/2024 & cả năm 2024, FRT

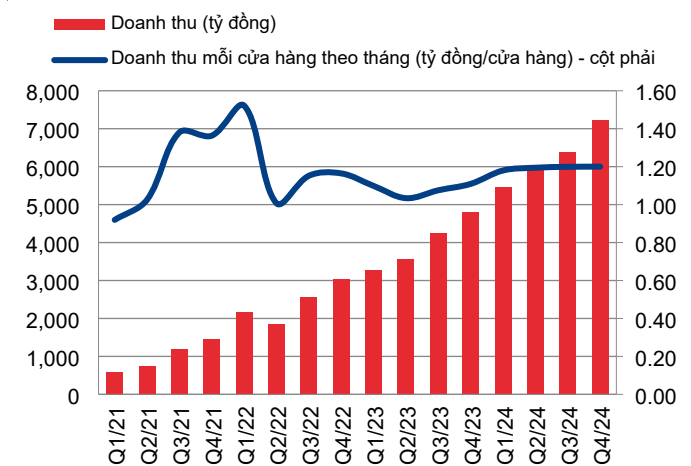
Lợi nhuận thuần Q4/2024 gây thất vọng khi chỉ đạt 111 tỷ đồng trong khi lợi nhuận thuần cả năm 2024 chỉ hoàn thành 86% dự báo của HSC

Tỷ đồng	Q4/23	Q3/24	Q4/24	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	2023	2024	Tăng trưởng	2024F	% dự báo của HSC
Doanh thu thuần	8,690	10,376	11,447	32%	10%	31,850	40,104	26%	39,938	100%
Lợi nhuận gộp	1,523	1,890	2,074	36%	10%	5,162	7,583	47%		
Chi phí HĐ	(1,585)	(1,658)	(1,871)	18%	13%	(5,246)	(6,893)	31%		
EBIT	(62)	233	204	Đảo chiều	-12%	(85)	690	Đảo chiều		
Lỗ tài chính	(31)	(33)	(33)	6%	0%	(212)	(147)	-31%		
LNTT	(97)	197	179	Đảo chiều	-9%	(329)	408	Đảo chiều		
Lợi nhuận thuần	(101)	141	111	Đảo chiều	-21%	(346)	318	Đảo chiều	369	86%

Nguồn: FRT; HSC

Biểu đồ 33: Xu hướng doanh thu & doanh thu/cửa hàng, Long Châu

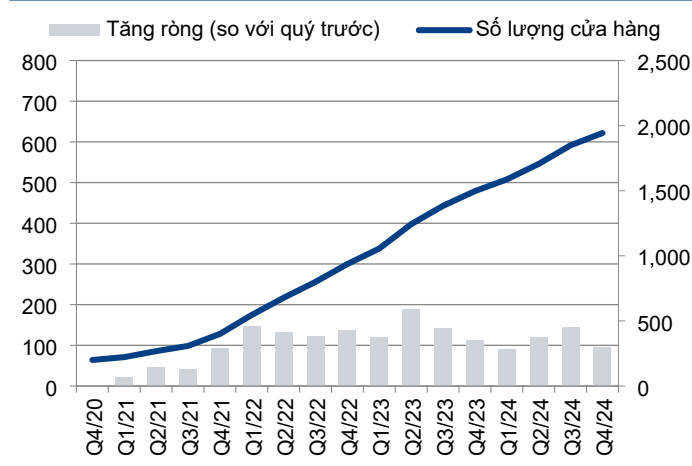
Doanh thu bình quân mỗi cửa hàng theo tháng duy trì ổn định ở mức 1,2 tỷ đồng



Nguồn: FRT; HSC

Biểu đồ 34: Số lượng cửa hàng mở mới, Long Châu

Trong Q4/2024, Long Châu mở thêm 94 cửa hàng, cho thấy tốc độ mở mới đã chậm lại



Nguồn: FRT; HSC

Chuỗi nhà thuốc Long Châu: Cùng cố vị thế dẫn đầu

Doanh thu của Long Châu từ các nhà thuốc và trung tâm tiêm chủng sát với dự báo của chúng tôi, đạt 7.225 tỷ đồng, tăng 53% so với cùng kỳ và tăng 13% so với quý trước. Do đó, doanh thu hằng tháng trên mỗi nhà thuốc được ghi nhận khá lành mạnh, ở mức khoảng 1,2 tỷ đồng. Đây được xem là mức tích cực do đa số nhà thuốc được mở mới trong năm 2024 có quy mô nhỏ. Lợi nhuận thuần đạt 116 tỷ đồng, giảm 8% so với quý trước, chuyển biến lợi nhuận từ lỗ trong Q4/2023 (do tỷ suất lợi nhuận gộp thấp và chi phí hoạt động cao), thấp hơn 10% so với dự báo. Thông tin chi tiết được thể hiện trong Báo cáo nhanh '[Q4/2024: Chuyển biến lợi nhuận bền vững, nhưng thấp hơn dự báo](#)'.

Tốc độ mở nhà thuốc mới của Long Châu có dấu hiệu giảm tốc

Long Châu mở rộng thị phần trong bối cảnh thị trường có nhiều biến động

Trong Q4/2024, Long Châu mở thêm 94 nhà thuốc mới, thấp hơn bình quân của 3 quý trước đó ở mức 117 nhà thuốc, nâng tổng số nhà thuốc lên 1.947 (tăng 450, từ mức 1.497 nhà thuốc vào đầu năm 2024). Chúng tôi hiểu rằng hoạt động mở nhà thuốc mới của Long Châu bắt đầu chậm lại từ Q4/2024 và phù hợp với mục tiêu mở thêm 300-350 nhà thuốc mới mỗi năm trong năm 2025-2026 (tương đương với mức bình quân 75-88 nhà thuốc mới mỗi quý).

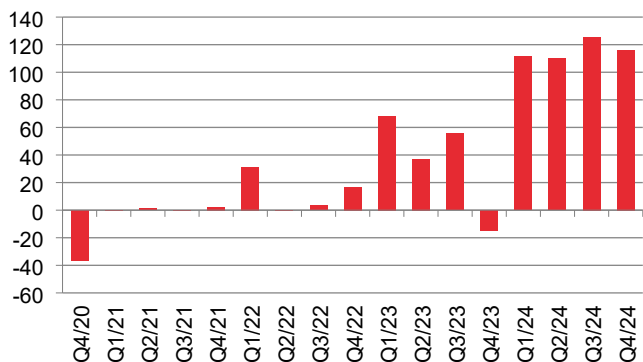
Trong năm 2024, chúng tôi tin rằng Long Châu tiếp tục giành thêm thị phần trên thị trường được phẩm hiện đại của Việt Nam, thông qua việc tích cực mở rộng hệ thống nhà thuốc và ghi nhận tăng trưởng doanh thu trong khi các đối thủ cạnh tranh như chuỗi nhà thuốc An Khang của MWG và Pharmacy đang trong giai đoạn tái cấu trúc, đóng các nhà thuốc hoạt động kém hiệu quả (Biểu đồ 36).

Trong năm 2024, lợi nhuận thuần của Long Châu tăng trưởng mạnh 3,2 lần đạt 464 tỷ đồng trên doanh thu thuần 25 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 59%), khi nhiều nhà thuốc bắt đầu ghi nhận lợi nhuận hoặc tăng trưởng về mặt lợi nhuận. Cụ thể, việc kiểm soát chặt chẽ chi phí hoạt động (giảm 100 điểm cơ bản so với cùng kỳ xuống 19,6%/doanh thu thuần) là động lực tăng trưởng chính, bù trừ cho mức giảm tỷ suất lợi nhuận gộp xuống còn 22,2% (giảm 40 điểm cơ bản so với cùng kỳ), thấp hơn dự báo của chúng tôi ở mức 23%.

HSC hiểu rằng tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện chậm đa phần do Công ty đẩy mạnh hoạt động mở thêm nhà thuốc mới tại các thành phố cấp thấp hơn, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp giảm nhưng chi phí hoạt động/doanh thu thuần (như chi phí thuê mặt bằng và chi phí lao động) thuận lợi phần nào bù đắp cho phần sụt giảm của tỷ suất lợi nhuận gộp. Hơn nữa, BLĐ cho biết tỷ suất lợi nhuận gộp của Long Châu bị ảnh hưởng do Công ty có chính sách hỗ trợ khách hàng tại các khu vực bị ảnh hưởng sau bão Yagi trong Q3/2024 và các chương trình khuyến mãi trong Q4/2024.

Biểu đồ 35: Xu hướng lợi nhuận thuần (tỷ đồng), Long Châu

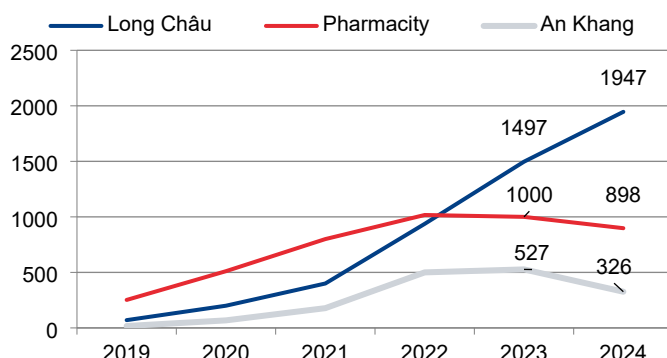
Lợi nhuận thuần theo quý duy trì trên mức 100 tỷ đồng trong năm 2024



Nguồn: FRT, HSC

Biểu đồ 36: Hoạt động mở rộng mạng lưới của hàng, Long Châu và các công ty đối thủ

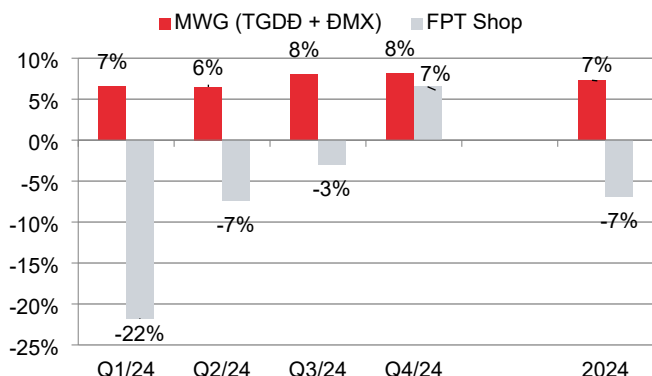
Long Châu tiếp tục mở rộng mạng lưới cửa hàng trong năm 2024 trong khi các công ty khác không thể làm được điều này



Nguồn: FRT, HSC

Biểu đồ 37: Tăng trưởng doanh thu, FPT Shop

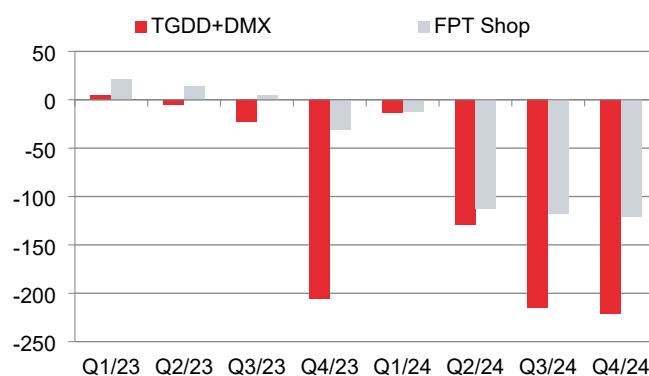
Doanh thu của FPT Shop liên tục tăng trưởng kém hơn TGDD & ĐMX; điều này cho thấy FPT Shop đang đánh mất thị phần



Nguồn: FRT; HSC

Biểu đồ 38: Hoạt động mở/đóng cửa so với đầu năm, FPT Shop

Việc đóng các cửa hàng của FPT Shop diễn ra chậm hơn so với chuỗi TGDD & ĐMX của MWG



Nguồn: FRT; HSC

FPT Shop: Lợi nhuận biến động, do vị thế trên thị trường yếu đi

Thị phần + cơ cấu doanh thu là yếu tố then chốt giúp duy trì lợi nhuận, vì khó cắt giảm thêm chi phí hoạt động

Lợi nhuận thấp và biến động, do vị thế trên thị trường yếu đi

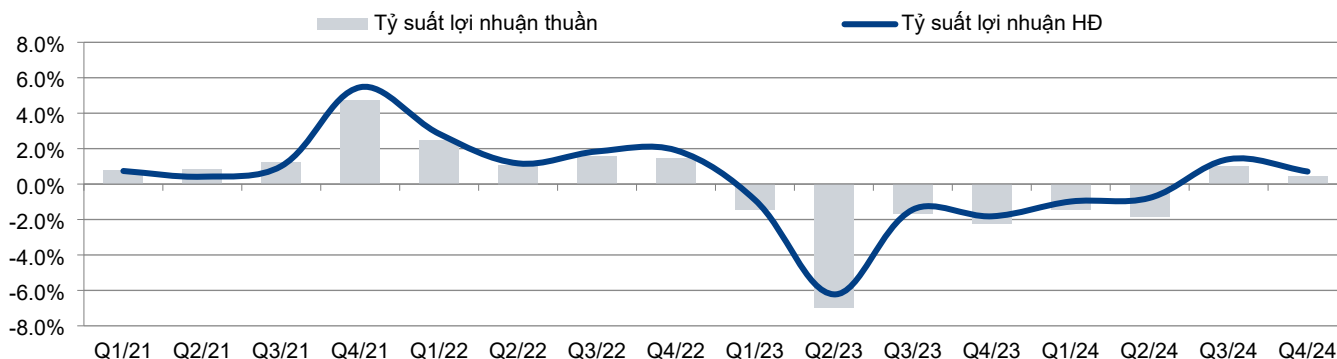
Doanh thu Q4/2024 của FPT Shop đạt 4.242 tỷ đồng, tăng 7% so với cùng kỳ và tăng 6% so với quý trước. Trong năm 2024, doanh thu FPT shop giảm 7% so với cùng kỳ (trong khi doanh thu của MWG tăng trưởng 7%), phản ánh việc FPT Shop đánh mất thị phần. So với FPT Shop, chúng tôi nhận thấy MWG đã tiên phong và quyết liệt hơn trong việc đóng cửa các cửa hàng không có lợi nhuận, giúp Công ty giảm bớt thiệt hại trong bối cảnh nhu cầu hàng tiêu dùng không thiết yếu chưa phục hồi.

FPT Shop ghi nhận chuyển biến lợi nhuận tích cực trong Q3/2024, với lợi nhuận thuần đạt 40 tỷ đồng, tương đương với tỷ suất lợi nhuận thuần 1,0%. Mặc dù có chuyển biến lợi nhuận tích cực, lợi nhuận thuần Q4/2024 đáng thất vọng, chỉ ở mức 18 tỷ đồng. Doanh thu thuần tăng 7% so với cùng kỳ và tăng 6% so với quý trước, đa phần nhờ doanh thu theo thời vụ từ việc bán iPhone (vốn có tỷ suất lợi nhuận thấp). Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống còn 13% (giảm 60 điểm cơ bản so với quý trước), trong khi chi phí hoạt động/doanh thu thuần được kiểm soát chặt chẽ ở mức 12,3% (tăng nhẹ 10 điểm cơ bản so với quý trước).

Chúng tôi nhận thấy rằng nhiệm vụ chính của FPT Shop là tái cấu trúc lại cơ cấu doanh thu hướng đến các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao hơn, qua đó giúp duy trì mức lợi nhuận. Trong khi đó, không còn nhiều dư địa để cắt giảm thêm chi phí hoạt động, theo quan điểm của chúng tôi.

Biểu đồ 39: Xu hướng tỷ suất lợi nhuận, FPT Shop

Tỷ suất lợi nhuận duy trì ở mức dương trong 2 quý liên tiếp nhưng vẫn rất thấp



Nguồn: FRT; HSC

Bảng 40: Dự báo lợi nhuận thuần cũ và mới, FRT

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 100% trong năm 2025, 30% trong năm 2026 & 30% trong năm 2027

Tỷ đồng	Thực tế		Dự báo cũ		Dự báo mới			2024A-27F
	2024	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	CAGR
Lợi nhuận thuần, hợp nhất	318	369	707	938	634	823	1,073	50%
Tăng trưởng	Đảo chiều	Đảo chiều	123%	33%	100%	30%	30%	
Điều chỉnh	-14%	-	-	-	-10%	-12%	-	

Nguồn: FRT, HSC

Giảm 10-12% dự báo lợi EPS cho năm 2025-2026

Sau khi phân tích các hoạt động mở thêm nhà thuốc mới và triển vọng thị trường công nghệ tiêu dùng, cũng như động lực tăng trưởng thị phần, HSC giảm 10% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 634 tỷ đồng (tăng trưởng 100%) từ 707 tỷ đồng trước đó. Cho năm 2026, chúng tôi giảm 12% dự báo lợi nhuận thuần, xuống 823 tỷ đồng (tăng trưởng 30%) từ 938 tỷ đồng trước đó. Chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 30% đạt 1.073 tỷ đồng.

So sánh với thị trường, dự báo EPS giai đoạn 2025-2027 của HSC thấp hơn 4-7%.

Chuỗi nhà thuốc Long Châu: HSC giảm bình quân 1% dự báo doanh thu thuần năm 2025-2026, chủ yếu do việc chậm mở thêm nhà thuốc mới. Với chiến lược củng cố mức độ trung thành của khách hàng, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ chậm lại, khi các nhà thuốc mới mở và sắp mở chủ yếu tọa lạc các thành phố cấp thấp hơn. Cho năm 2025-2026, chúng tôi giảm lần lượt 5-9% dự báo lợi nhuận thuần, xuống lần lượt 637 tỷ đồng (tăng trưởng 37%) và 854 tỷ đồng (tăng trưởng 34%). Dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2027 cho thấy lợi nhuận thuần đạt 1.214 tỷ đồng, tăng trưởng 42%.

FPT Shop: Dựa trên KQKD Q4/2024 kém tích cực, HSC giảm bình quân 31-38% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 xuống 103 tỷ đồng và 129 tỷ đồng (tăng trưởng 25%) sau chuyển biến lợi nhuận tích cực trong năm 2024. Chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 23% đạt 159 tỷ đồng. Chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận thuần ở mức thận trọng hơn nhằm phản ánh chi phí hoạt động tăng cao nhằm thúc đẩy doanh thu trong bối cảnh tâm lý thận trọng của người tiêu dùng và bảo vệ thị phần.

Bảng 41: Dự báo doanh thu theo các mảng, cũ và mới, FRT

HSC giảm 1% dự báo doanh thu thuần mới sau khi hạ giá định số lượng cửa hàng mở mới

Tỷ đồng	Thực tế		Dự báo cũ		Dự báo mới			2024A-27F
	2024	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	CAGR
Doanh thu thuần	40,104	39,938	49,888	59,089	49,544	58,700	65,710	18%
Tăng trưởng	26%	25%	24%	18%	24%	18%	12%	
Điều chỉnh	-	-	-	-	-1%	-1%	-	
Doanh thu thuần (loại trừ chuỗi tiêm chủng)	38,941	38,894	46,400	52,747	46,103	52,406	56,744	13%
Tăng trưởng	22%	22%	19%	14%	18%	14%	8%	
Điều chỉnh	-	-	-	-	-1%	-1%	-	
FPT Shop	15,126	15,084	15,892	16,823	15,930	16,857	17,792	6%
Tăng trưởng	-7%	-7%	5%	6%	5%	6%	6%	
Điều chỉnh	-	-	-	-	0%	0%	-	
Long Châu	24,978	24,987	34,130	42,400	33,759	41,989	48,063	24%
Tăng trưởng	59%	60%	37%	24%	35%	24%	14%	
Điều chỉnh	-	-	-	-	-1%	-1%	-	
Chuỗi nhà thuốc	23,814	23,810	30,508	35,924	30,173	35,549	39,098	18%
Tăng trưởng	52%	52%	28%	18%	27%	18%	10%	
Điều chỉnh	-	-	-	-	-1%	-1%	-	
Chuỗi tiêm chủng	1,164	1,177	3,622	6,476	3,587	6,440	8,966	98%
Tăng trưởng	-	-	211%	79%	208%	80%	39%	
Điều chỉnh	-1%	-	-	-	-1%	-1%	-	

Nguồn: FRT, HSC dự báo

Bảng 42: Dự báo cho giai đoạn 2025-2027, cũ và mới, Long Châu

HSC giảm 5-9% dự báo doanh thu thuần trong năm 2025-2026 dựa trên giả định thận trọng hơn về tỷ suất lợi nhuận gộp và việc nâng giả định lỗ của mảng kinh doanh vắc-xin

Tỷ đồng	Thực tế		Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2024	2025F	2026F	
Doanh thu thuần	24,978	24,987	34,130	42,400	33,759	41,989	48,063	0%	-1%	-1%	
Tăng trưởng	59%	60%	37%	24%	35%	24%	41%				
Lợi nhuận thuần	464	475	668	936	637	854	1,214	-2%	-5%	-9%	
Tăng trưởng	216%	202%	41%	40%	37%	34%	42%				
Tỷ suất lợi nhuận thuần	1.9%	1.9%	2.0%	2.2%	1.9%	2.0%	2.5%	-	-10 điểm cơ bản	-20 điểm cơ bản	
Số lượng nhà thuốc cuối năm	1,943	1,997	2,347	2,647	2,293	2,593	2,593	-2%	-2%	-2%	
Số lượng trung tâm tiêm chủng cuối năm	126	130	280	430	276	426	576	-1%	-1%	-1%	

Nguồn: FRT, HSC dự báo

Bảng 43: Dự báo cũ và mới cho giai đoạn 2025-2027, FPT Shop

HSC giảm đáng kể dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 do tỷ lệ chi phí HĐ/doanh thu thuần tăng để duy trì thị phần hiện tại

Tỷ đồng	Thực tế		Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2024	2025F	2026F	
Doanh thu thuần	15,126	15,084	15,892	16,823	15,930	16,857	17,792	0%	0%	0%	
Tăng trưởng	-7%	-7%	5%	6%	5%	6%	6%				
Lợi nhuận/(lỗ) thuần	-55	-35	165	186	103	129	159	57%	-38%	-31%	
Tăng trưởng	-88%	Đảo chiều	Đảo chiều	13%	Đảo chiều	25%	23%				
Số lượng cửa hàng	633	642	637	637	633	633	633	-1%	-1%	-1%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	-0.4%	0.1%	1.0%	1.1%	0.6%	0.8%	0.9%	-50 điểm cơ bản	-40 điểm cơ bản	-30 điểm cơ bản	

Nguồn: FRT, HSC dự báo

Giá mục tiêu mới 207.100đ; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 5% giá mục tiêu xuống 207.100đ (từ 219.000đ trước đó). Với tiềm năng tăng giá 13% từ thị giá hiện tại, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với FRT xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

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 và các đối thủ cạnh tranh chính đang trong quá trình tái cấu trúc. Ngày càng nhiều nhà thuốc chuyển sang có lợi nhuận và duy trì lợi nhuận bền vững, cùng với việc hoàn tất việc huy động vốn trong thời gian tới (khả năng nửa đầu năm 2025) sẽ tạo nền tảng vững chắc để Long Châu xây dựng hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe toàn diện hơn. Tuy nhiên, do tâm lý của người tiêu dùng vẫn còn thận trọng, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng hơn đối với việc mở rộng tỷ suất lợi nhuận gộp của Long Châu và FPT Shop.

HSC vẫn áp dụng phương pháp SoTP để định giá FRT. Long Châu hiện đóng góp 86% (từ 85% trước đó) vào định giá của FRT trong khi mức đóng góp của FPT Shop là 14% (từ 15% trước đó).

Các giả định chính trong mô hình định giá của chúng tôi như sau:

- Giả định WACC được giữ nguyên ở mức 9,9%.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 20% định giá của FPT Shop, đa phần do giảm dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 3% giá của Long Châu.

Các thông tin bổ sung được trình bày bên dưới.

Bảng 44: Định giá SOTP, FRT

HSC giảm giá mục tiêu xuống còn 207.100đ

Tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị của vốn CSH	% tỷ lệ sở hữu của FRT	Đóng góp vào FRT
Long Châu	DCF	32,479	75%	24,359
FPT Shop	DCF	3,857	100%	3,857
FRT				28,216
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				136.2
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)				207,100

Nguồn: HSC

Bảng 45: Điều chỉnh định giá vốn CSH theo mảng kinh doanh (trên cơ sở FRT sở hữu 100%), FRT

	Cũ	Mới	Điều chỉnh
Long Châu	4,799	32,479	-3%
FPT Shop	32,387	3,857	-20%

Nguồn: HSC

Bảng 46: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, Long Châu

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	33,759	41,989	48,063	51,163	53,915
EBIT	967	1,246	1,688	2,040	2,393
Trừ: Thuế	(193)	(249)	(338)	(408)	(479)
NOPLAT	774	997	1,350	1,632	1,915
Cộng: Khấu hao	426	454	326	192	141
Thay đổi vốn lưu động	(549)	(612)	(212)	187	964
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(440)	(405)	(132)	(66)	(66)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	211	433	1,332	1,945	2,953

Nguồn: HSC

Bảng 47: Tính toán giá trị dài hạn, Long Châu

Tỷ đồng	Cuối năm 2025
Dòng tiền dài hạn	2,953
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%
WACC – tăng trưởng	6.9%
Giá trị dài hạn	44,218
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	30,335

Nguồn: HSC

Bảng 48: Tính toán DCF, Long Châu

Tỷ đồng	Cuối năm 2025
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	5,210
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	30,335
Giá trị của doanh nghiệp	35,545
Tiền/(nợ) thuần	(3,056)
Giá trị cầu vốn CSH	32,479

Nguồn: HSC

Bảng 49: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, FPT Shop

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	163	158	196	288	232
Trừ: Thuế	(33)	(32)	(39)	(58)	(46)
NOPLAT	131	126	157	231	186
Cộng: Khấu hao	(92)	(107)	(66)	(59)	(141)
Thay đổi vốn lưu động	150	245	24	133	399
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	207	198	132	66	66
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	395	463	247	371	510

Nguồn: HSC

Bảng 50: Giả định & tính toán định giá, FPT Shop

Tính toán WACC	Cũ	Mới	Tính toán DCF	Đơn vị	Cuối 2025
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		3.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%	7.5%	Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	Tỷ đồng	1,273
Beta	1.2	1.2	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	5,244
Chi phí vốn CSH	13.3%	13.3%	Giá trị của doanh nghiệp	Tỷ đồng	6,517
Chi phí nợ	6.0%	6.0%	Tiền/(nợ) thuần	Tỷ đồng	(2,660)
Chi phí nợ sau thuế	4.8%	4.8%	Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	3,857
Tỷ trọng vốn CSH	60.0%	60.0%			
Tỷ trọng nợ	40.0%	40.0%			
WACC	9.9%	9.9%			

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 4% trong 1 tháng qua nhưng tăng lần lượt 8% và 45% trong 3 tháng và 1 năm qua, FRT diễn biến tích cực hơn nhiều so với MWG, DGW và VN Index. Cổ phiếu hiện có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 41 lần, cao hơn nhiều so với mức 17,1 lần của DGW và 16,7 lần của MWG. Theo quan điểm của chúng tôi, khoảng cách định giá này được hỗ trợ bởi câu chuyện tăng trưởng vượt bậc của Long Châu trên thị trường chăm sóc sức khỏe của Việt Nam, cũng như triển vọng lợi nhuận ngày càng tích cực của FRT.

Trong khi đó, FRT đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 39,3 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 26,5 lần. Chúng tôi lưu ý rằng FRT ghi nhận lỗ trong năm 2023, nên chúng tôi loại bỏ mức P/E âm trong các biểu đồ và tính toán mức bình quân.

Bảng 51: Định giá các công ty cùng ngành

FRT đang giao dịch với P/E 2025 là 41 lần, cao hơn so với MWG (16,7 lần) & DGW (17,1 lần)

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2025	P/E 2026	P/B 2025	P/B 2026	ROAE 3 năm
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	MWG	3,121	16.7	14.3	2.6	2.3	17%
CTCP Thế Giới Số	DGW	324	17.1	14.7	2.2	2.0	14%
Bình quân			16.8	14.5	2.4	2.2	15%
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	FRT	1,017	41.0	31.6	10.5	8.2	29%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 52: P/E trượt dự phóng 1 năm, FRT

FRT đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 39,3 lần...



Nguồn: Bloomberg; HSC

Biểu đồ 53: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, FRT

...cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ tháng 1/2021 là 26,5 lần



Nguồn: Bloomberg; HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	31,850	40,104	49,544	58,700	65,710
Lợi nhuận gộp	5,162	7,583	9,634	11,571	13,057
Chi phí BH&QL	(5,246)	(6,893)	(8,530)	(10,195)	(11,200)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(84.5)	690	1,104	1,376	1,857
Lãi vay thuần	(222)	(157)	(243)	(237)	(255)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	12.4	(5.76)	44.7	46.3	47.9
LNNT	(294)	527	906	1,185	1,649
Chi phí thuế TNDN	(35.0)	(119)	(147)	(195)	(273)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(16.4)	(90.9)	(124)	(167)	(303)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	(346)	318	634	823	1,073
Lợi nhuận thuần ĐC	(346)	318	634	823	1,073
EBITDA ĐC	(84.5)	952	1,438	1,722	2,117
EPS (đồng)	(2,537)	2,331	4,654	6,040	7,874
EPS ĐC (đồng)	(2,537)	2,331	4,654	6,040	7,874
DPS (đồng)	0	0	500	1,000	1,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	136	136	136	136	136
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	136	136	136	136	136
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	136	136	136	136	136

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	961	2,098	554	1,326	2,591
Đầu tư ngắn hạn	1,194	986	986	1,500	1,500
Phải thu khách hàng	126	176	218	258	289
Hàng tồn kho	8,427	10,235	13,637	15,261	16,744
Các tài sản ngắn hạn khác	708	531	542	553	564
Tổng tài sản ngắn hạn	11,415	14,026	15,937	18,898	21,687
TSCĐ hữu hình	1,079	1,157	1,070	937	684
TSCĐ vô hình	172	228	289	282	275
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	432	422	194	214	236
Tổng tài sản dài hạn	1,683	1,806	1,554	1,434	1,196
Tổng cộng tài sản	13,098	15,833	17,491	20,332	22,883
Nợ ngắn hạn	8,108	8,800	8,742	9,420	9,464
Phả trả người bán	2,274	3,202	3,956	4,687	5,247
Nợ ngắn hạn khác	921	1,541	1,715	2,217	2,876
Tổng nợ ngắn hạn	11,379	13,712	14,680	16,668	18,047
Nợ dài hạn	0	0	0.00	0.00	0.00
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0.01	0.03	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0.54	0.52	0.17	0.17	0.17
Tổng nợ dài hạn	0.56	0.55	0.17	0.17	0.17
Tổng nợ phải trả	11,379	13,713	14,681	16,668	18,047
Vốn chủ sở hữu	1,599	1,912	2,478	3,164	4,033
Lợi ích cổ đông thiểu số	120	208	332	499	803
Tổng vốn chủ sở hữu	1,719	2,120	2,810	3,664	4,836
Tổng nợ phải trả và VCSH	13,098	15,833	17,491	20,332	22,883
BVPS (đ)	11,738	14,032	18,187	23,226	29,600
Nợ thuần*/(tiền mặt)	7,147	6,703	8,187	8,095	6,874

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	(84.5)	690	1,104	1,376	1,857
Khấu hao	0	(262)	(334)	(347)	(260)
Lãi vay thuần	(222)	(157)	(243)	(237)	(255)
Thuế TNDN đã nộp	(0.11)	(38.9)	(147)	(195)	(273)
Thay đổi vốn lưu động	(1,848)	(681)	(2,427)	(367)	(189)
Khác	329	553	43.8	61.9	62.5
LCT thuần từ HKKD	(1,826)	627	(1,279)	985	1,462
Đầu tư TS dài hạn	(705)	(490)	(233)	(207)	0
Góp vốn & đầu tư	33.6	310	8.23	(514)	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(672)	(180)	(225)	(721)	0
Cổ tức trả cho CSH	(59.2)	(54.3)	(68.1)	(136)	(204)
Thu từ phát hành CP	27.3	51.6	0	0	0
Tăng/giảm nợ	2,745	692	(58.8)	679	43.6
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	2,713	689	(127)	543	(161)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	746	961	2,098	554	1,326
LCT thuần trong kỳ	215	1,137	(1,312)	807	1,302
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.07	0.16	(34.7)	(35.7)	(36.8)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	961	2,098	751	1,326	2,591
Dòng tiền tự do	(2,531)	137	(1,520)	778	1,462

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	16.2	18.9	19.4	19.7	19.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	(0.27)	2.37	2.90	2.93	3.22
Tỷ suất LNT (%)	(1.09)	0.79	1.28	1.40	1.63
Thuế TNDN hiện hành (%)	(11.9)	22.5	16.2	16.5	16.6
Tăng trưởng doanh thu (%)	5.58	25.9	23.5	18.5	11.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(115)	1,226	51.1	19.8	22.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(189)	192	99.7	29.8	30.4
Tăng trưởng EPS (%)	(189)	192	99.7	29.8	30.4
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(189)	192	99.7	29.8	30.4
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	100	50.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	10.7	16.6	19.1
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	(19.2)	18.1	28.9	29.2	29.8
ROACE (%)	(4.48)	35.9	44.8	42.5	43.7
Vòng quay tài sản (lần)	2.70	2.77	2.97	3.10	3.04
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	21.6	0.91	(1.16)	0.72	0.79
Số ngày tồn kho	115	115	125	118	116
Số ngày phải thu	1.72	1.98	1.99	2.00	2.00
Số ngày phải trả	31.1	35.9	36.2	36.3	36.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	449	353	333	258	172
Nợ/tài sản (%)	62.2	55.9	50.3	46.6	41.7
EBIT/lãi vay (lần)	(0.38)	4.39	4.54	5.80	7.27
Nợ/EBITDA (lần)	(96.4)	9.29	6.12	5.51	4.50
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.00	1.02	1.09	1.13	1.20
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.01	0.79	0.67	0.56	0.49
EV/EBITDA ĐC (lần)	(381)	33.4	23.1	19.3	15.1
P/E (lần)	N/a	79.0	39.5	30.5	23.4
P/E ĐC (lần)	N/a	79.0	39.5	30.5	23.4
P/B (lần)	15.7	13.1	10.1	7.92	6.22
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0.27	0.54	0.82

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

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