

**RONGVIET**  
SECURITIES



# **BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH**

**6 THÁNG CUỐI NĂM**



**2021**

**RONGVIET**  
SECURITIES



# NGÀNH BÁN LẺ

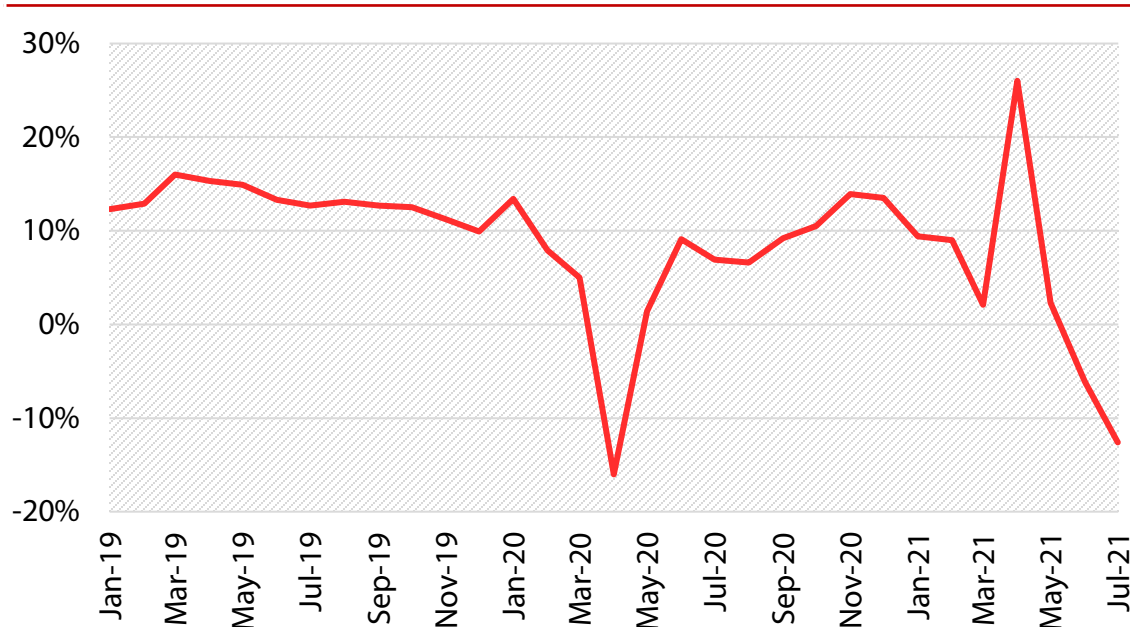
**XU HƯỚNG BÁN HÀNG ĐA KÊNH  
VÀ KÊNH MUA SẮM HIỆN ĐẠI BƯỚC  
VÀO GIAI ĐOẠN TĂNG TỐC**



Đỗ Thanh Tùng - [tung.dt@vdsc.com.vn](mailto:tung.dt@vdsc.com.vn)

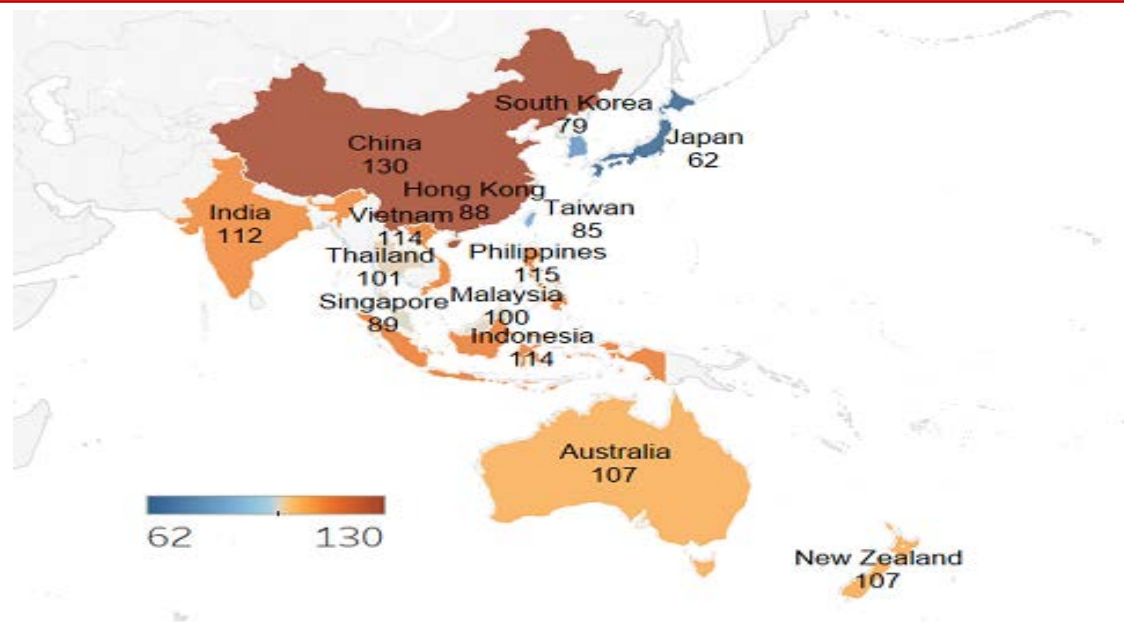


**Hình 1: Tăng trưởng doanh số bán lẻ tại Việt Nam (YoY %)**



Nguồn: Tổng cục thống kê, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Chỉ số niềm tin người tiêu dùng khu vực Châu Á – Thái Bình Dương, Q2 2021**

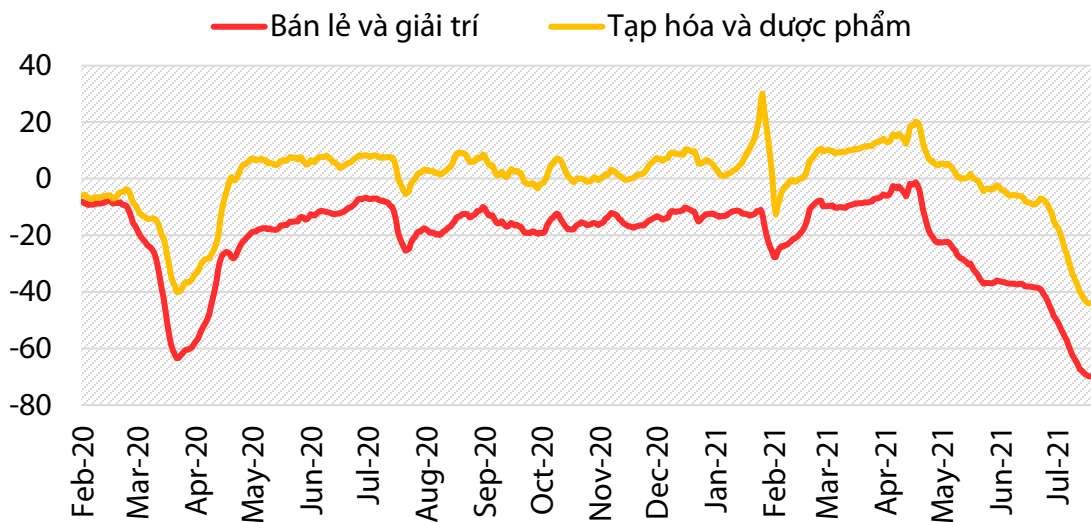


Nguồn: The Conference Board

Đợt giãn cách xã hội với mức độ nghiêm trọng nhất đã khiến tổng mức bán lẻ hàng hóa của Việt Nam giảm mạnh trong những tháng gần đây. Hậu quả đã khiến tốc độ tăng trưởng 7 tháng đầu năm 2021 giảm xuống còn 3,6% YoY.

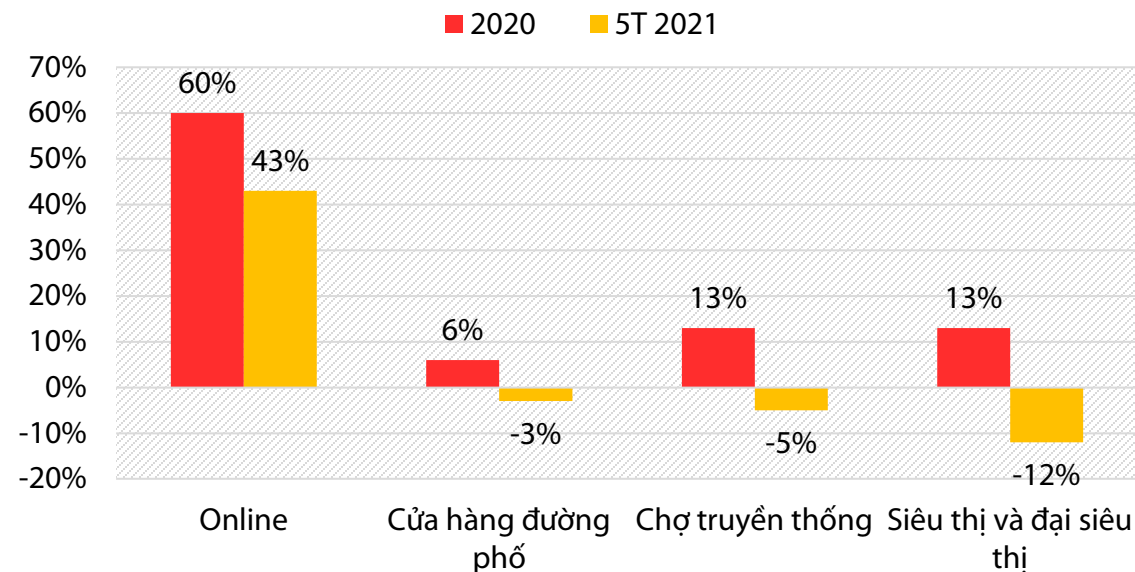
Chỉ số niềm tin của người tiêu dùng giảm xuống mức 114 điểm trong quý 2 năm 2021 từ 121 điểm trong quý 4 năm 2021 và 117 điểm vào quý 1 năm 2021, đánh dấu mức điểm thấp nhất trong 4 năm qua vì triển vọng việc làm và tài chính cá nhân xấu đi do làn sóng Covid thứ 4. Tuy nhiên, việc mức chỉ số vẫn trên 100 cho thấy sự lạc quan của người tiêu dùng. Mặc dù ảnh hưởng của tình hình dịch bệnh tới chỉ số này có thể sẽ có độ trễ, nhưng đây có thể được xem là dấu hiệu cho thấy tiêu dùng trong nước có khả năng phục hồi mạnh mẽ thời kỳ hậu dịch bệnh.

Hình 3: Xu hướng di chuyển ở Việt Nam\*



Nguồn: Báo cáo xu hướng di chuyển của cộng đồng của Google; % thay đổi so với giá trị trung vị của số lượng khách truy cập trong khoảng thời gian trước đại dịch – 5 tuần từ 03/01-06/02 2020.

Hình 4: Giá trị thị trường FMCG theo kênh mua sắm

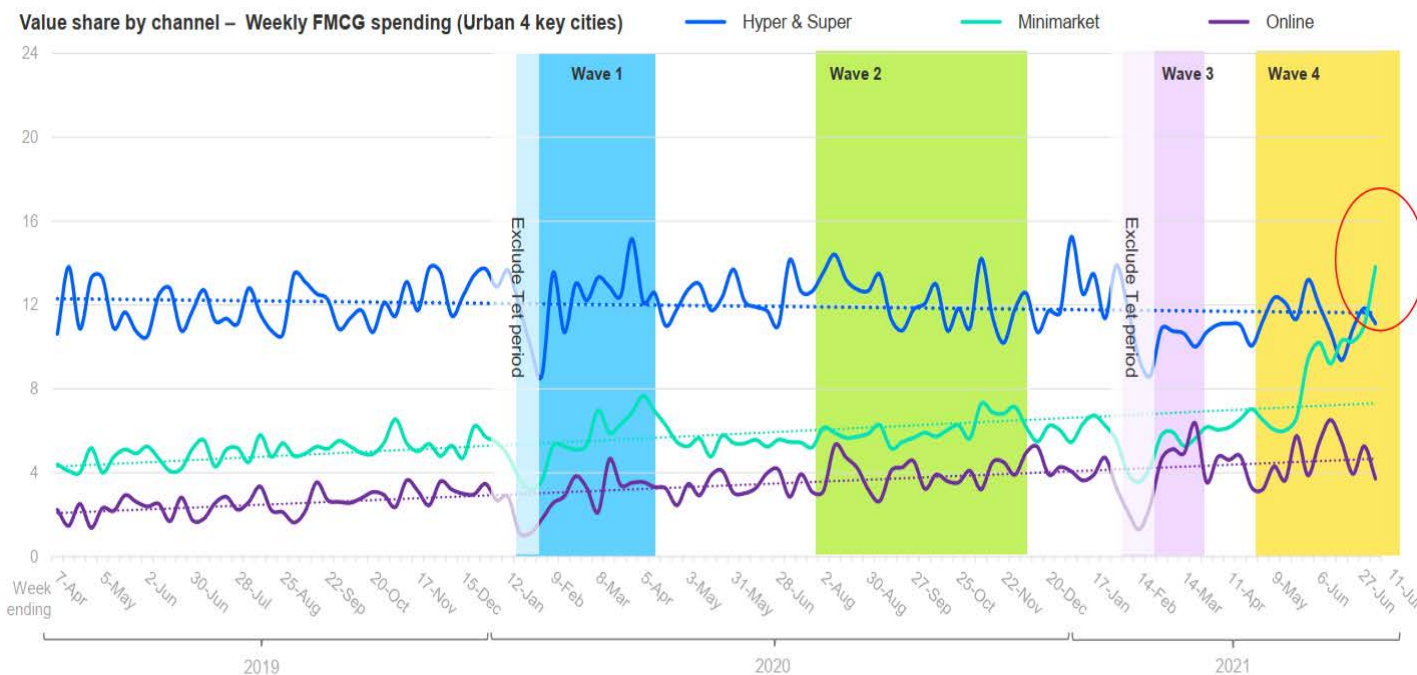


Nguồn: Kantar Worldpanel, CTCK Rồng Việt

Đợt giãn cách xã hội nghiêm ngặt nhất kể từ trước tới nay rõ ràng đã ảnh hưởng tới lưu thông của người dân tới các điểm bán lẻ. Trong tháng 7, cao điểm của việc áp dụng Chỉ thị 16, số liệu thậm chí còn thấp hơn đợt giãn cách vào tháng Tư năm ngoái. **Kể từ ngày 03/08, dữ liệu của Google cho thấy số lượt ghé thăm các điểm bán lẻ và giải trí đã giảm 71% so với mức cơ sở trước COVID trong khi lượng người đến cửa hàng tạp hóa và hiệu thuốc thấp hơn 44%.**

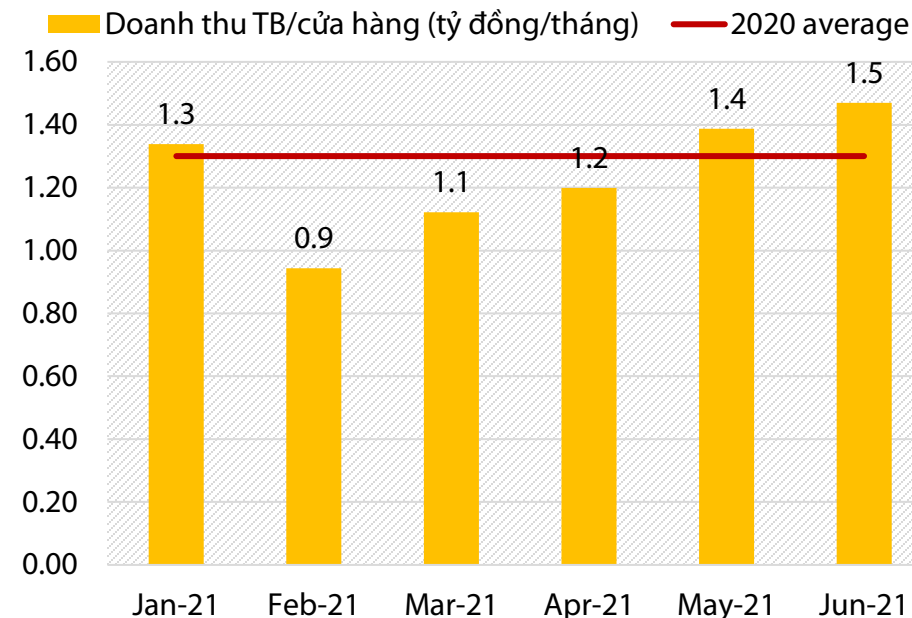
**Kết quả là, điều này đã thúc đẩy nhu cầu mua sắm trực tuyến tăng nhanh.** Trên thực tế, trong nửa đầu năm 2021, doanh thu trực tuyến của nhiều nhà bán lẻ tăng vọt. Ví dụ, doanh thu trực tuyến của MWG trong tháng 6 đã tăng 30% MoM và tăng mạnh 67% so với mức trung bình trong 4 tháng đầu năm 2021. Trong sáu tháng đầu năm, số lượng hóa đơn trực tuyến và doanh số bán hàng trực tuyến của BHX đã tăng lần lượt gấp 5 lần YoY và 4,5 lần YoY.

Hình 5: Doanh thu FMCG tại kênh siêu thị mini tăng trưởng mạnh\*



Nguồn: Kantar Worldpanel; \* tại bốn thành phố Hồ Chí Minh, Đà Nẵng, Hà Nội, Cần Thơ

Hình 6: Doanh thu TB /cửa hàng BHX trong thời gian giãn cách xã hội

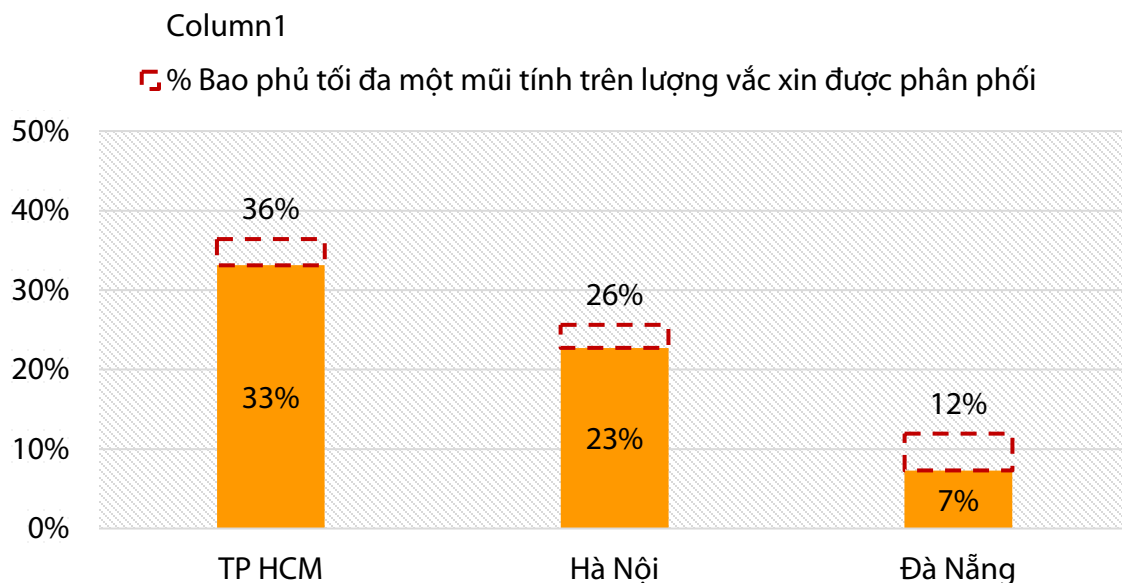


Nguồn: MWG, CTCK Rông Việt

Sau lệnh cấm chợ tự phát từ ngày 20/6 và việc áp dụng Chỉ thị 16 từ tuần thứ 2 của tháng 7 tại TP.HCM, chi tiêu hàng tiêu dùng nhanh trong các siêu thị mini đã tăng đột biến. Điều này đã gây áp lực đáng kể lên hệ thống các siêu thị mini trong việc đáp ứng nhu cầu của người tiêu dùng.

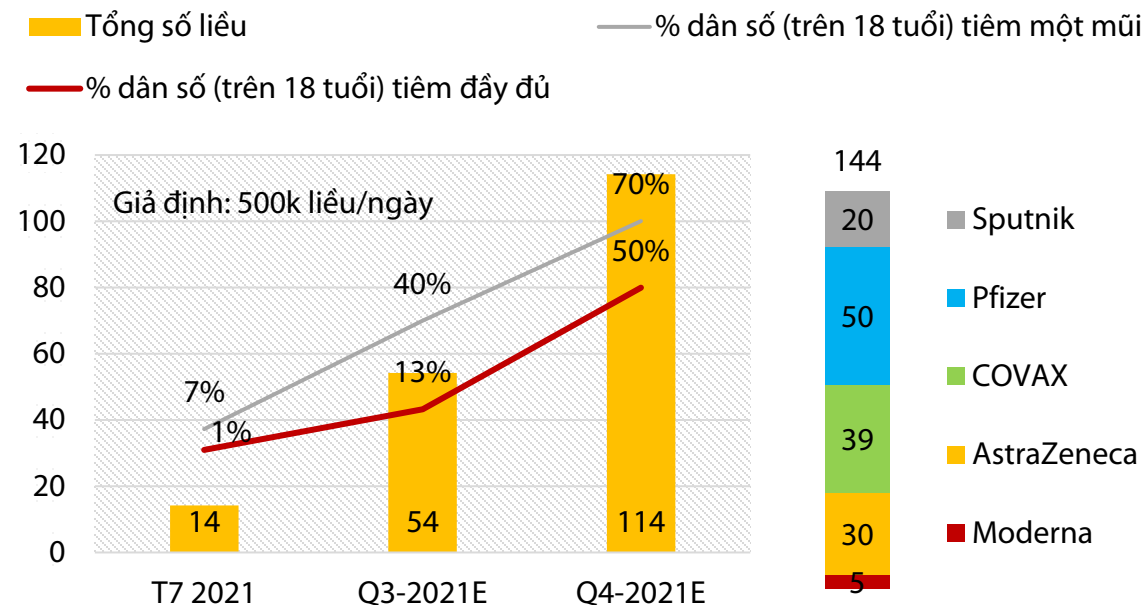
Sau đó, vào cuối tháng 7 và đầu tháng 8, nhiều chợ ở TP.HCM đã được cấp phép mở cửa trở lại sau khi đã tăng cường các quy định an toàn về phòng chống Covid. Tính đến ngày 3/8, ước tính có khoảng 33 trong số 237 chợ truyền thống tại TP.HCM đã hoạt động.

Hình 7: Tỷ lệ người được tiêm chủng 1 liều (từ 18 tuổi trở lên) tại các thành phố đô thị trọng điểm tính đến ngày 08/08/2021



Nguồn: Trung tâm kiểm soát Covid, CTCK Rồng Việt

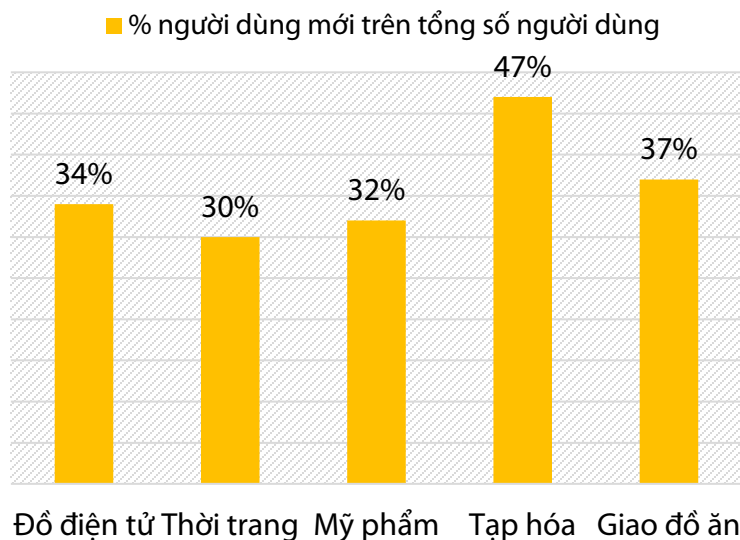
Hình 8: Tỷ lệ tiêm chủng và số liều vắc xin ước tính tại Việt Nam



Nguồn: MoH, CTCK Rồng Việt

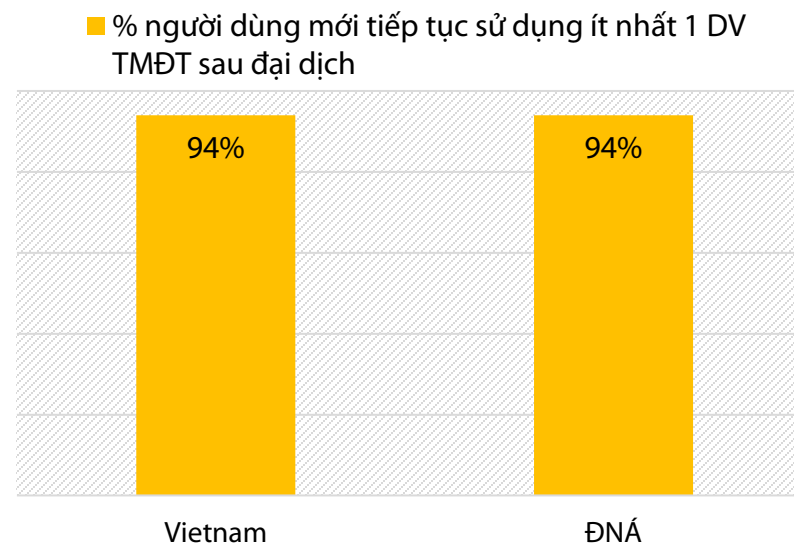
Đẩy nhanh tiến độ tiêm chủng sẽ là cơ sở để Chính phủ nới lỏng dần các hạn chế. Chúng tôi kỳ vọng các chỉ thị giãn cách xã hội hiện tại sẽ dần được dỡ bỏ vào cuối Q3 2021 khi tỷ lệ tiêm chủng tăng lên nhanh chóng. Sự mở cửa trở lại của các cửa hàng bán lẻ sẽ là điều kiện cần cho bức tranh phục hồi của doanh số bán lẻ. Trên thực tế, ngành bán lẻ trên thế giới đã chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ khi lệnh cấm được dỡ bỏ nhờ vào nhu cầu chi tiêu bị dồn nén trong thời gian diễn ra giãn cách. Trong khi đó, niềm tin tiêu dùng và thu nhập bị ảnh hưởng sẽ khiến sự phục hồi này diễn ra không đồng đều giữa các nhóm hàng tiêu dùng. Các doanh nghiệp bán lẻ các mặt hàng tiêu dùng không thiết yếu có thể sẽ phải tung rất nhiều đợt khuyến mãi để thu hút người tiêu dùng.

**Hình 9: Những mặt hàng được hưởng lợi nhiều nhất từ xu hướng TMĐT ở Đông Nam Á**



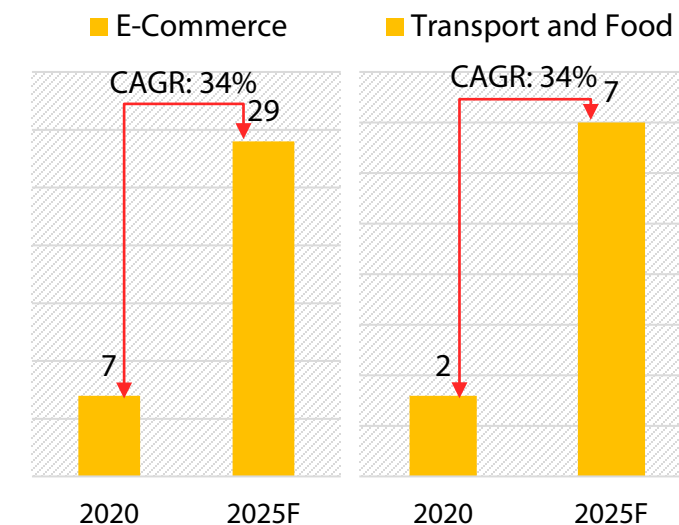
Nguồn: Google, Temasek, Bain & Company

**Hình 10: 9/10 người tiêu dùng tiếp tục sử dụng các dịch vụ TMĐT**



Nguồn: Google, Temasek, Bain & Company

**Hình 11: Tổng giá trị giao dịch TMĐT của Việt Nam theo ngành**

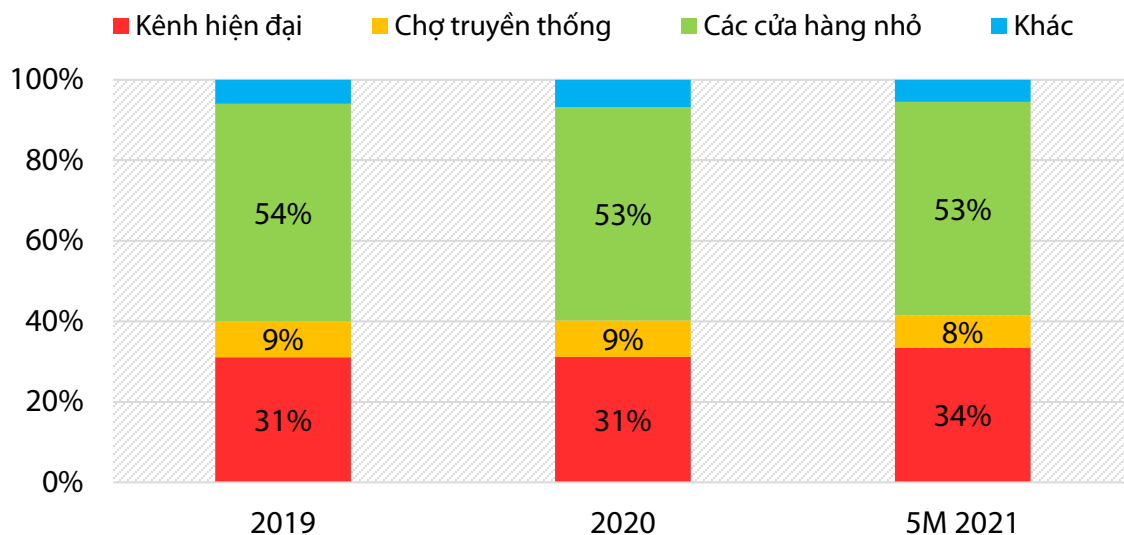


Nguồn: Google, Temasek, Bain & Company

Việt Nam là một trong những quốc gia có tỷ lệ thâm nhập mua sắm trực tuyến cao nhất ở châu Á (50%), nhờ vào tỷ lệ sử dụng Internet cao ở mức 70%. Với việc chiếm 5,5% tổng doanh thu bán lẻ, thị trường TMĐT được định giá khoảng 12 tỷ USD vào năm 2020, tăng từ 5 tỷ USD vào năm 2016, theo Bộ Công Thương. Covid đã thay đổi thói quen mua sắm của nhiều người, trong đó 90% người dân có ý định tiếp tục mua sắm online sau đại dịch.

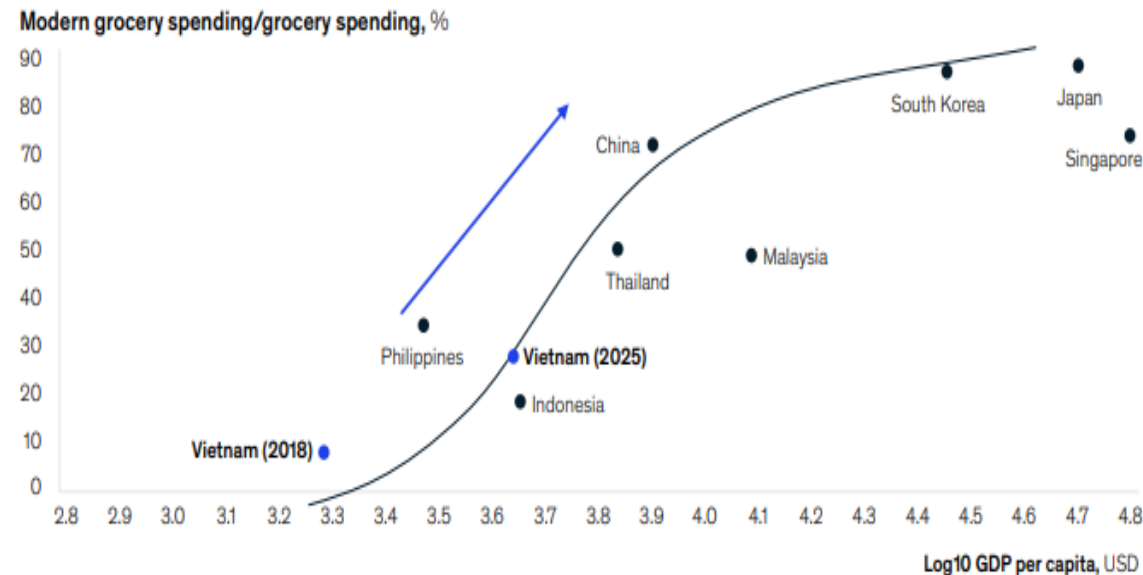
Tuy nhiên, phần lớn chi tiêu TMĐT vẫn tập trung vào những sản phẩm có giá trị thấp hoặc những sản phẩm mà họ đã sử dụng trước đó. Còn đối với những sản phẩm có giá trị cao, họ sẽ lựa chọn trải nghiệm sản phẩm tại cửa hàng rồi mang về hoặc đặt hàng giao tận nhà. Theo Nielsen, 66% người Việt Nam sẽ trực tiếp xem sản phẩm tại cửa hàng thực trước khi đặt hàng. Do đó, các cửa hàng vật lý vẫn sẽ giữ được chỗ đứng quan trọng của mình.

**Hình 12: Giá trị thị trường FMCG theo các kênh mua sắm ở bốn thành phố trọng điểm\***



Nguồn: Kantar Worldpanel, CTCK Rồng Việt; \*TP. Hồ Chí Minh, Hà Nội, Đà Nẵng và Cần Thơ

**Hình 13: Sự thâm nhập của các cửa hàng bách hóa hiện đại dự kiến sẽ tiếp tục phát triển mạnh khi GDP bình quân đầu người tăng**

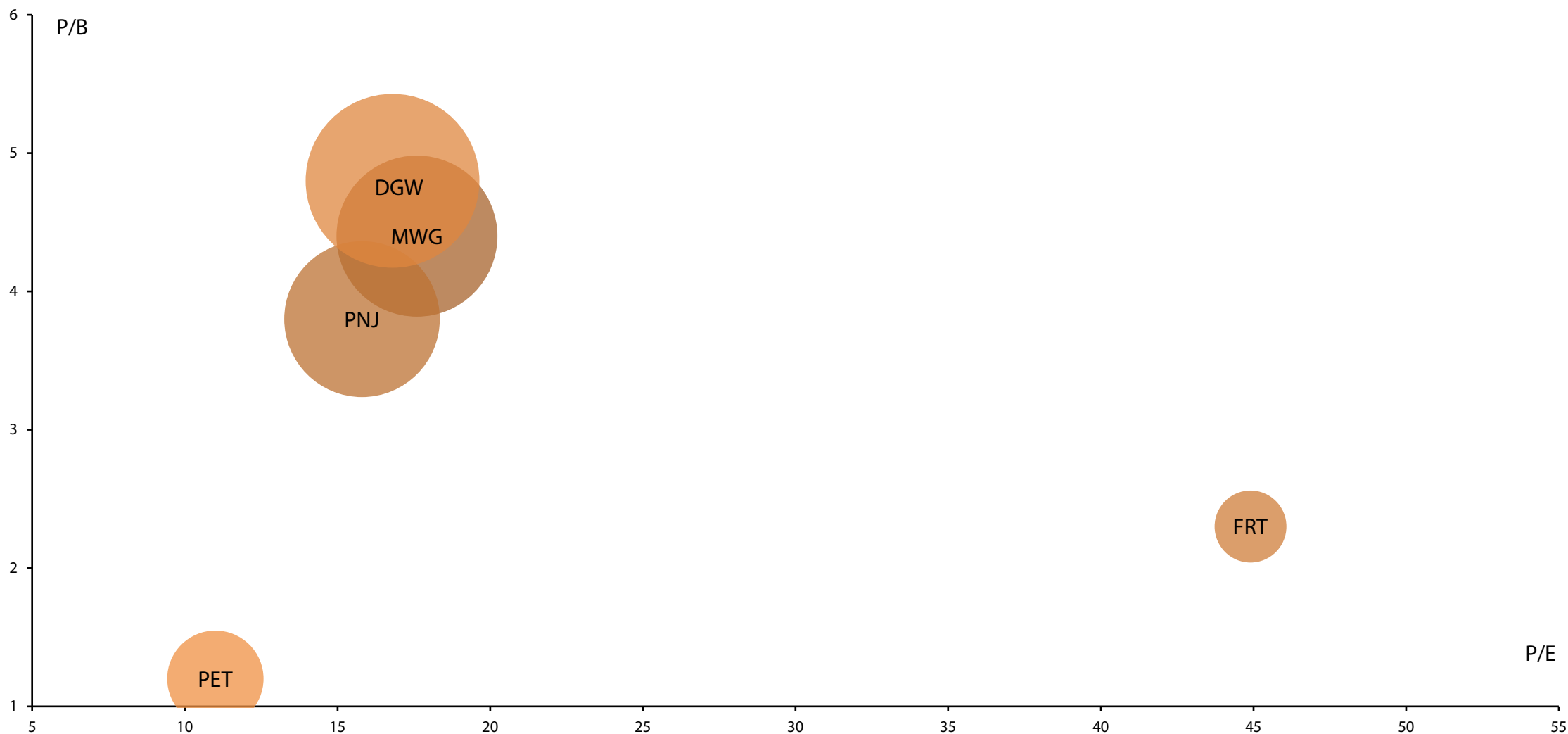


Nguồn: World Bank, EIU

Trong đại dịch Covid-19, thị trường đã chứng kiến xu hướng dịch chuyển từ những cửa hàng tạp hóa nhỏ sang các siêu thị mini. Mặc dù các kênh bán hàng truyền thống sẽ không thể bị thay thế, nhưng xu hướng hiện đại hóa này sẽ còn tồn tại trong tương lai khi kỳ vọng của khách hàng cho tiêu dùng ngày càng tăng: khách hàng sẽ được ưu tiên trải nghiệm tại những địa điểm có không gian sạch sẽ, an toàn đáp ứng mọi nhu cầu mà không cần phải di chuyển đến nhiều nơi để giảm bớt tiếp xúc công cộng. Trong khi dài hạn hơn, chúng tôi kỳ vọng thị phần của kênh thương mại hiện đại sẽ tăng lên nhờ thu nhập khả dụng cao hơn.

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN hoạt động (%)	Tăng trưởng LNST (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E hiện tại (lần)	P/B hiện tại (lần)
<b>MWG</b>	80.748,6	222.600	6,3%	10,1%	7,1%	4,8%	13,4%	3,9%	9,3%	27,0%	0,9%	17,6	4,4
<b>PNJ</b>	21.736,2	106.800	22,2%	19,9%	8,9%	8,5%	27,7%	6,4%	16,1%	25,3%	2,0%	15,8	3,8
<b>FRT</b>	2.985,5	N/A	11,8%	-26,2%	0,4%	0,3%	443,4%	0,3%	1,0%	5,3%	0,0%	44,9	2,3
<b>DGW</b>	6.607,9	N/A	34,6%	48,5%	2,5%	2,5%	51,4%	2,3%	12,6%	31,5%	0,7%	16,8	4,7
<b>PET</b>	1.792,6	N/A	16,4%	18,7%	2,2%	1,8%	38,5%	1,2%	2,6%	9,7%	4,6%	11	1,2

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021

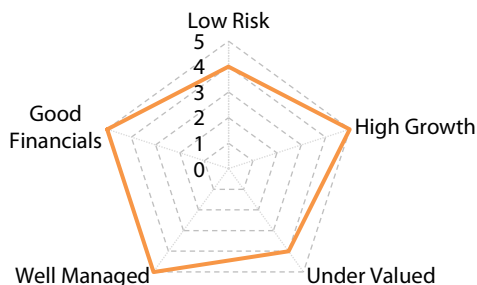
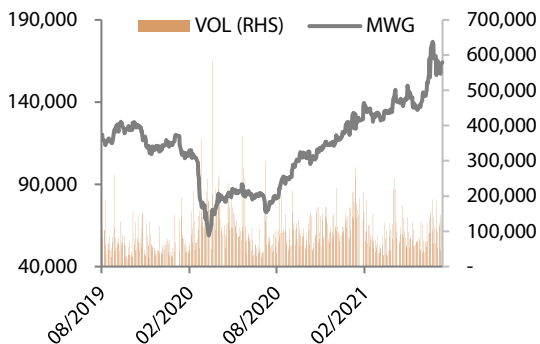


Nguồn: FinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng với ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021

MUA: 32%

<GTT: 169.900>

<GMT: 222.600>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	80,748.6
SLCPĐLH (triệu cp)	475.3
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	1,393.0
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	218.4
SH ÑĐTNN còn lại (%)	0.0
BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng)	74,500 - 176,600

TÀI CHÍNH

	2020A	2021F	2022F
Doanh thu	108,546	120,332	145,972
LNST	3,918	4,190	6,688
ROA (%)	8.5%	8.5%	12.4%
ROE (%)	25.3%	21.9%	26.6%
EPS (đồng)	8,654	8,812	13,654
GTSS (đồng)	34,177	40,170	51,368
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1,500	1,500	1,500
P/E (x) (*)	13.8	15.7	10.1
P/B (x) (*)	3.5	3.4	2.7

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**BHX đang tiến nhanh hơn tới điểm hòa vốn, đóng vai trò như một chất xúc tác chính cho giá cổ phiếu.** Đợt tái bùng phát đã thúc đẩy người tiêu dùng sử dụng mô hình tạp hóa bán lẻ hiện đại. Chúng tôi tin rằng xu hướng dịch chuyển này sẽ tiếp diễn ngay cả khi giãn cách xã hội kết thúc nhờ sự vượt trội so với kênh thương mại truyền thống về sự thuận tiện, an toàn và sạch sẽ, trong khi về lâu dài, xu hướng này sẽ được củng cố bởi thu nhập khả dụng ngày càng tăng. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ dẫn nâng cao doanh thu của BHX trên mỗi cửa hàng. Bên cạnh đó, chúng tôi tin rằng quy mô ngày càng tăng, cơ cấu nhóm sản phẩm sinh lời cao, các sáng kiến tối ưu hóa chi phí của BHX sẽ cải thiện hơn nữa tỷ suất lợi nhuận hoạt động, đưa chuỗi cửa hàng BHX hướng tới LNST dương vào năm 2022F trước khi đạt CAGR 3 năm là 44% trong giai đoạn 2022F-25F.

**Mô hình ĐMX Supermini (DMS) sẽ giảm bớt tác động của đại dịch đối với hai chuỗi TGDD/ĐMX trong ngắn hạn đồng thời mang lại sự tăng trưởng ổn định trong vài năm tới.** Chúng tôi tin rằng tỷ lệ doanh thu tới từ mô hình DMS sẽ tăng trưởng trong vài năm tới (7%/ 5%/22% trong năm 2021F/22F/23F). Với lợi thế về chi phí vận hành và cơ cấu hàng bán hiệu quả bao gồm tỷ lệ cao hơn của các sản phẩm thiết bị gia dụng của DMS, chúng tôi dự báo TGDD/ĐMX sẽ đạt CAGR lợi nhuận 17% trong 4 năm tới.

**CAGR LNST dự kiến trong giai đoạn 2022F-25F là 31% giúp định giá hiện tại (PE 2021F/22F là 15,7x/10,1x) duy trì tính hấp dẫn.**

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Chủ trương kéo dài thời gian cách li xã hội theo Chỉ thị 16 và chi tiêu cho các sản phẩm không thiết yếu của người tiêu dùng thấp hơn dự kiến
- Kế hoạch mở cửa hàng của BHX chậm hơn dự kiến.

TÍCH LŨY: 13%

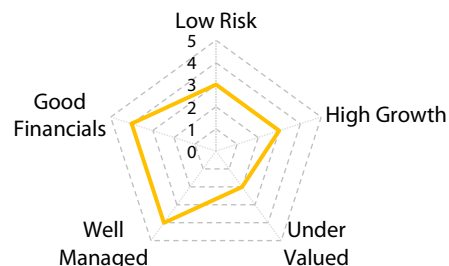
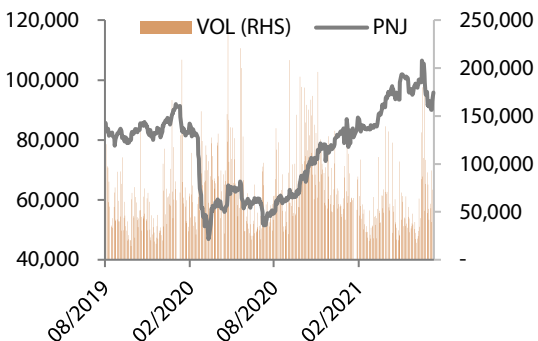
<GTT: 95.800>

<GMT: 106.600>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	21.736,2
SLCPĐLH (triệu cp)	227,4
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	765,1
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	75,3
SH NĐTNN còn lại (%)	0,0
BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng)	51.600 – 106.500

Doanh thu	17.511	20.640	24.134
LNST	1.069	1.205	1.467
ROA (%)	12,6%	16,1%	15,2%
ROE (%)	25,2%	24,6%	25,3%
EPS (đồng)	4.698	5.255	6.319
GTSS (đồng)	18.675	21.357	24.928
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	2.000	2.000
P/E (x) (*)	17,9	18,2	15,2
P/B (x) (*)	3,7	4,5	3,8

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Thị phần của nhà bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam sẽ được củng cố hơn nữa sau khi đại dịch qua đi.** Chúng tôi ước tính thị phần của công ty trên thị trường trang sức vàng thời trang chiếm hơn 70% trong năm ngoái. Mặc dù thị phần đã giảm xuống khoảng 60% trong nửa đầu năm 2021 khi một số nhà bán lẻ nhỏ hơn đã hoạt động trở lại, thị phần vẫn đang trong xu hướng đi lên trong vài năm qua, khẳng định vị thế dẫn đầu thị trường của PNJ. Mặc dù áp lực từ đại dịch chắc chắn sẽ đè nặng lên thị trường trang sức trong thời gian tới đây, chúng tôi cho rằng tác động sẽ không tương xứng: các đối thủ nhỏ hơn sẽ hồi phục chậm hơn do yếu thế về nguồn lực tài chính so với các tên tuổi lớn. Sau cùng, những nhân tố này sẽ giúp PNJ củng cố vị trí tiên phong và cho phép công ty hưởng lợi dễ dàng từ sự phục hồi nhu cầu trang sức trong dài hạn.

**Chiến lược của PNJ tiếp tục khai thác sâu hơn vào phân khúc giá cả phải chăng, bao gồm tái định vị thương hiệu dòng sản phẩm bạc của mình thành Style by PNJ và hợp tác với Pandora, sẽ giảm bớt ảnh hưởng của đại dịch lên doanh số bán lẻ trong tương lai gần.**

**Nguồn vốn từ đợt phát hành riêng lẻ tiềm năng sẽ thúc đẩy đầu tư vào công nghệ và xây dựng nhà máy mới, điều này sẽ củng cố hơn nữa lợi thế cạnh tranh của PNJ sau đại dịch.** Chúng tôi kỳ vọng khoản đầu tư vào công nghệ sẽ nâng cao khả năng quản lý hàng tồn kho, hoạt động sản xuất và giúp các chiến dịch quảng cáo hiệu quả hơn thông qua phân tích khách hàng.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Việc kéo dài thời gian giãn cách xã hội có thể dẫn đến nhu cầu đồ trang sức yếu hơn dự kiến.
- Kế hoạch mở cửa hàng chậm hơn dự kiến.

**RONGVIET**  
SECURITIES



## **CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT**

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

[vdsc.com.vn](http://vdsc.com.vn)



**Nguyễn Thị Phương Lam**  
**Giám đốc Khối Trung tâm Phân tích**  
F: + 84 28 6299 2006 (Ext: 1313)  
E: lam.ntp@vdsc.com.vn

**Nguyễn Anh Vũ**  
**Giám đốc Khối Khách hàng Tổ chức**  
F: + 84 8 6299 2006 (Ext: 1367)  
M: vu.na@vdsc.com.vn