

BÁN LẺ

GIỮ NHỊP TĂNG TRƯỞNG



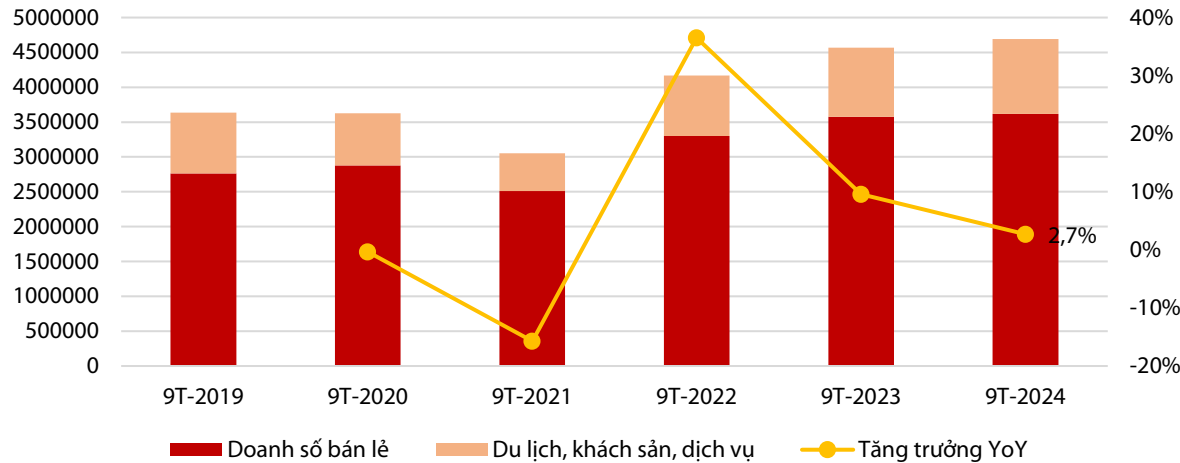
Nguyễn Bảo Hưng – hung.nb@vdsc.com.vn
Nguyễn Thủy Quyên – quyen.nt@vdsc.com.vn





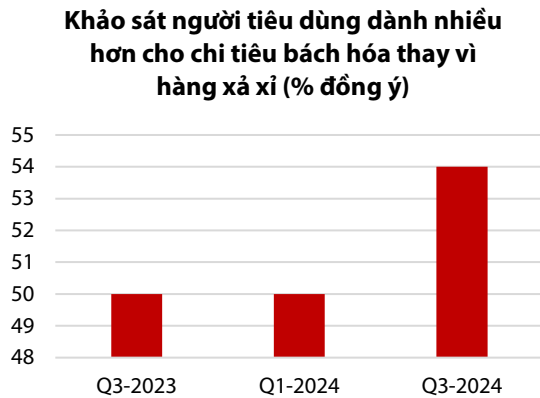
Tổng quan	Năm 2024, sức mua chung của ngành bán lẻ tăng trưởng thấp do khó khăn gián tiếp từ ngành bất động sản đóng băng và đầu tư – sản xuất – xuất khẩu chưa phục hồi cao. Hầu hết người tiêu dùng Việt Nam chỉ đủ khả năng chi tiêu cho thực phẩm và các nhu yếu phẩm cơ bản (bách hóa, dược phẩm), trong khi những khoản chi tiêu xa xỉ như ô tô, điện tử bị cắt giảm đáng kể, dẫn đến sự phân hóa tăng trưởng trong từng tiểu ngành. Bước vào năm 2025, chúng tôi dự kiến những yếu tố vĩ mô trên sẽ tích cực hơn 2024, hỗ trợ bức tranh tổng thể ngành bán lẻ sáng dần qua từng quý. Bên cạnh đó, chúng tôi nhấn mạnh tầm quan trọng của những xu hướng mới trong ngành như chuyển đổi thói quen tiêu dùng từ truyền thống sang hiện đại (kênh MT, thương mại điện tử), tập trung vào sản phẩm giá phải chăng, đáp ứng tốt nhu cầu (value-for-money), tiếp tục tác động làm phân hóa tăng trưởng trong từng doanh nghiệp năm 2025: hướng tích cực (MWG với Bách hóa xanh, FRT với Long Châu, HAX với xe MG), hướng tiêu cực (MWG với Thế giới di động, Điện máy xanh, FRT với FPT Shop, HAX với Mercedes-Benz). Trong bối cảnh 2025 nêu trên, các doanh nghiệp bán lẻ cũng phân hóa trong chiến lược kinh doanh, nhưng tựu chung, đều hướng tới mục tiêu đảm bảo lợi nhuận tuyệt đối dù mô hình kinh doanh đang trong thời kỳ bão hòa hay tăng trưởng. Tuy nhiên, đà tăng mạnh của các cổ phiếu trong danh sách nghiên cứu của chúng tôi trong năm 2024 đã phản ánh đầy đủ triển vọng trung hạn của doanh nghiệp, cụ thể: DGW (QUAN SÁT, GMT: N.R.), MWG (TRUNG LẬP, GMT: 63.700đ/cp), FRT (QUAN SÁT, GMT: N.R.), PNJ (TRUNG LẬP, GMT: 96.300đ/cp), HAX (TRUNG LẬP, GMT: 16.100đ/cp).
Điểm nhấn	Hầu hết các ngành chủ lực trong bán lẻ đều đã đi đến điểm bão hòa/ổn định tăng trưởng (điện tử, bách hóa, dược phẩm), tuy nhiên việc thay đổi cấu trúc miếng bánh trong ngành (xu hướng chuyển đổi tiêu dùng từ kênh truyền thống sang kênh hiện đại), mở ra cơ hội tăng trưởng cho các chuỗi bán lẻ. Với các nhà phân phối, xu hướng đa dạng thêm nhãn hàng phân phối trong cả mảng cũ lẫn mảng mới được tìm đến, tuy nhiên sự thành công (đóng góp tăng trưởng lợi nhuận đáng kể) của các Công ty này phụ thuộc nhiều vào năng lực phát triển thị trường/tầm ảnh hưởng sẵn có của các hãng phân phối mới đó. Các chuỗi bán lẻ/nhà phân phối lựa chọn đặt trọng tâm vào các yếu tố khác nhau trong ba yếu tố (lợi nhuận cao, tăng trưởng nhanh, rủi ro thấp) trong chiến lược phát triển tùy theo từng đặc thù thị trường, vị thế đang có trong thị trường và khả năng quản trị.
Rủi ro đối với khuyến nghị	Các nhà bán lẻ/phân phối gây dựng được lợi thế cạnh tranh mới nhờ cả nội tại và hỗ trợ từ hãng phân phối ở các mảng cũ trụ cột (đang gặp khó khăn tăng trưởng), giúp khôi phục thị phần mạnh mẽ hơn dự kiến. Các chi phí bất thường liên quan đến đóng/mở cửa hàng có thể ảnh hưởng lợi nhuận dự phóng, tác động ngắn hạn lên giá cổ phiếu.

Doanh số bán lẻ hàng hóa Việt Nam (tỷ đồng) tăng trưởng thấp



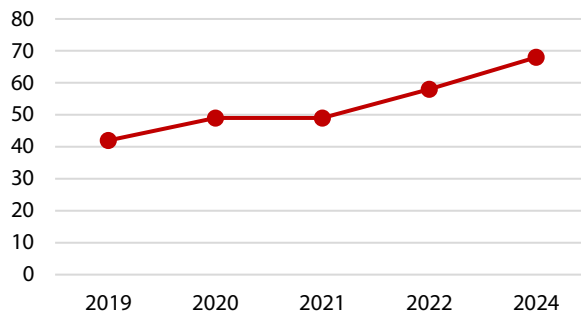
Nguồn: Cimigo, GSO VN, CTCK Rồng Việt

Người dân Việt Nam nhạy cảm hơn về giá, giảm chi tiêu không thiết yếu hàm ý cho thu nhập và niềm tin tiêu dùng ở mức thấp trong 2024



Nguồn: AC Nielsen, CTCK Rồng Việt

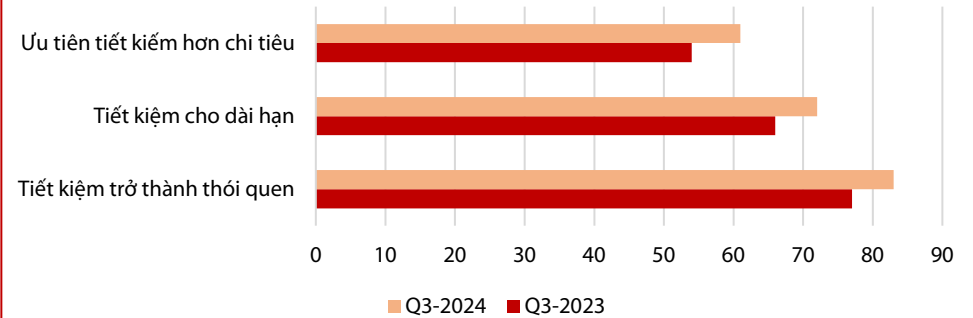
Khảo sát về nhận thức giá sản phẩm bách hóa đang tăng (% đồng ý)



Người dân Việt Nam tăng tiết kiệm trong bối cảnh thu nhập bị ảnh hưởng tiêu cực từ tình hình vĩ mô 2 năm qua

- **Tỷ lệ tiết kiệm của hộ gia đình** tăng từ khoảng 8,5% năm 2019 lên 10% vào năm 2024.
- **Tiền gửi ngân hàng bán lẻ của người tiêu dùng** đã tăng khoảng 4,7% tính đến T9-2024

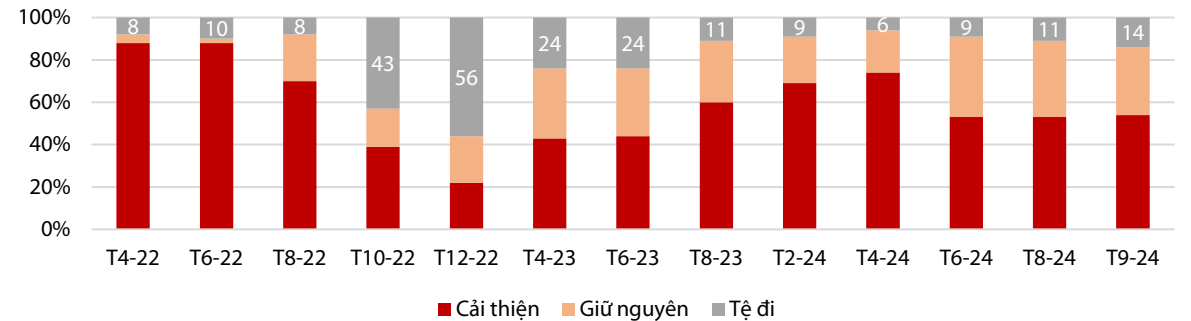
Khảo sát xu hướng tiết kiệm người dân Việt Nam (% người khảo sát đồng ý)



Nguồn: Cimigo, GSO VN, CTCK Rồng Việt

Số lượng CEO dự đoán tình hình xấu đi đang gia tăng, trong khi số CEO mong đợi sự cải thiện giảm đáng kể, ảnh hưởng xấu đến số lượng việc làm tuyển dụng, khả năng tăng thu nhập – thưởng của người dân

Kỳ vọng về điều kiện kinh doanh trong 12 tháng tới của doanh nghiệp (%)

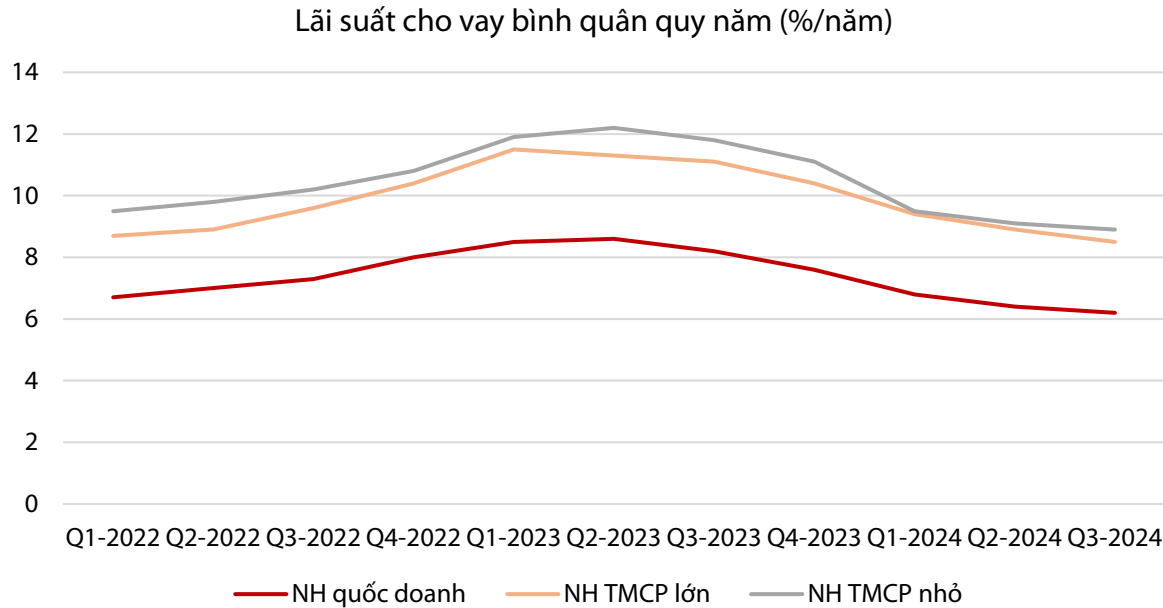


Nguồn: Cimigo, CTCK Rồng Việt

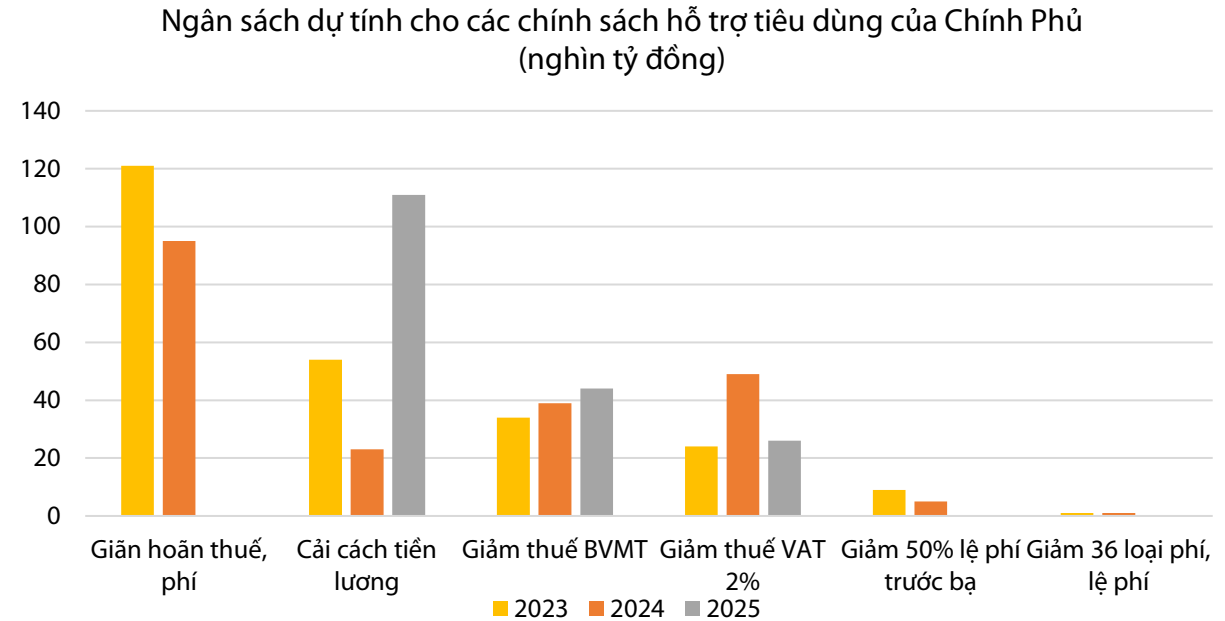
Năm 2025, chúng tôi dự kiến những yếu tố vĩ mô sẽ tích cực hơn 2024, hỗ trợ bức tranh tổng thể ngành bán lẻ sáng dần qua từng quý

- **Đầu tư công dự kiến được thực thi quyết liệt hơn trong năm 2025 (dự kiến tăng 8% YoY)** nhờ cải cách thể chế hành chính. Bên cạnh đó, đầu tư FDI dự kiến tăng nhờ làn sóng dịch chuyển sản xuất khỏi Trung Quốc và nhiều đơn hàng xuất khẩu hơn cho năm 2025, qua đó hỗ trợ tăng sản xuất công nghiệp, tạo thêm việc làm – thu nhập.
- **Thị trường bất động sản ấm dần lên, đặc biệt cho nửa cuối 2025.** Lưu ý, tài sản trong dân bị mắc kẹt đáng kể ở thị trường bất động sản các năm gần đây, do đó việc tháo gỡ thị trường này tốt sẽ giúp lưu thông dòng tiền trong dân nhanh hơn, hỗ trợ cho cả tâm lý tiêu dùng và thu nhập khả dụng.
- **Ảnh hưởng của chính sách tài khóa-tiền tệ mạnh hơn** khi tâm lý tiêu dùng cải thiện (lãi suất cho vay thấp, tăng lương cơ bản khối Nhà nước, duy trì thuế VAT 8%)

Lãi suất cho vay bình quân và các chính sách hỗ trợ cho tiêu dùng khác



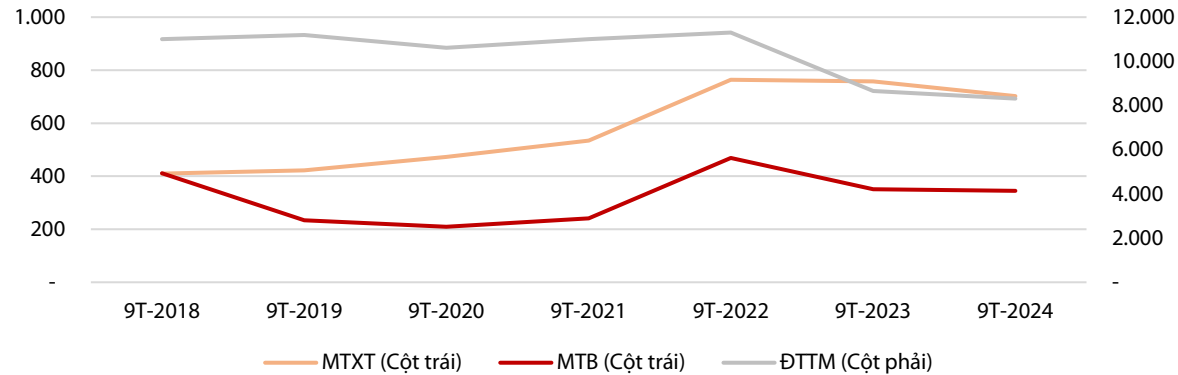
Nguồn: MoF, CTCK Rồng Việt. Lấy mẫu trên 12 ngân hàng (4 NH quốc doanh, 4 NHTM và 4 NH nước ngoài)



Nguồn: MoF, CTCK Rồng Việt.

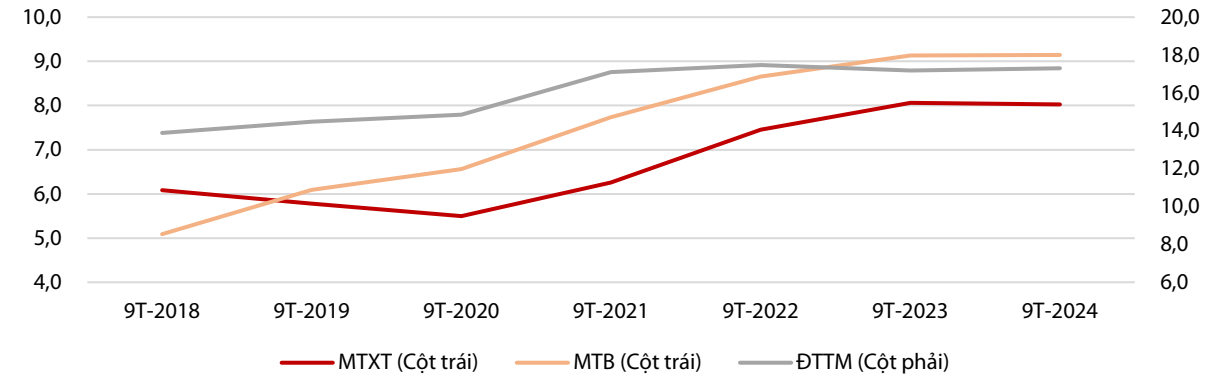
Thị trường CNTT-TT dự kiến tiếp tục màu ảm đạm trong trung hạn khi tỷ lệ thâm nhập cao ở phân khúc chính và không có đột phá công nghệ mới

Sản lượng tiêu thụ chứng lại trong nhiều năm qua, hàm ý cho trạng thái bão hòa của thị trường CNTT-TT ở Việt Nam (nghìn chiếc)



Nguồn: GFK, CTCK Rồng Việt

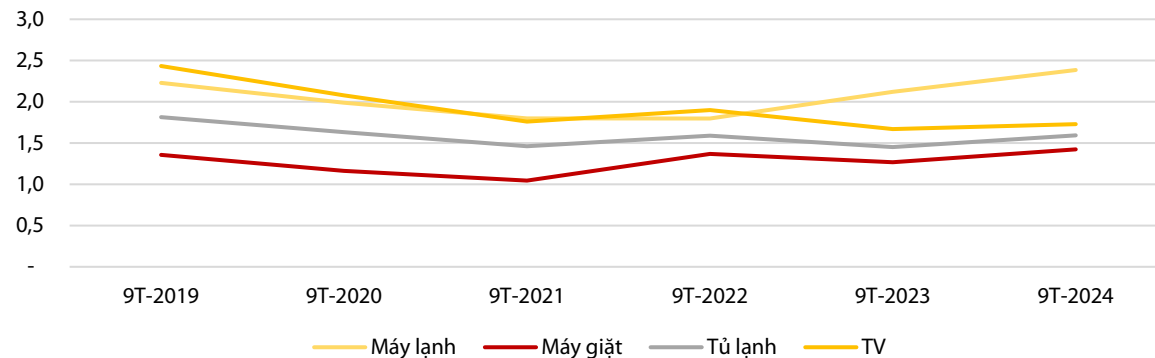
Xu hướng cao cấp hóa sản phẩm (giá bán) là yếu tố chính dẫn dắt tăng trưởng cho thị trường CNTT-TT ở Việt Nam (triệu đồng/chiếc)



Nguồn: GFK, CTCK Rồng Việt. Apple cũng là tác nhân chính cho xu hướng cao cấp hóa sản phẩm này

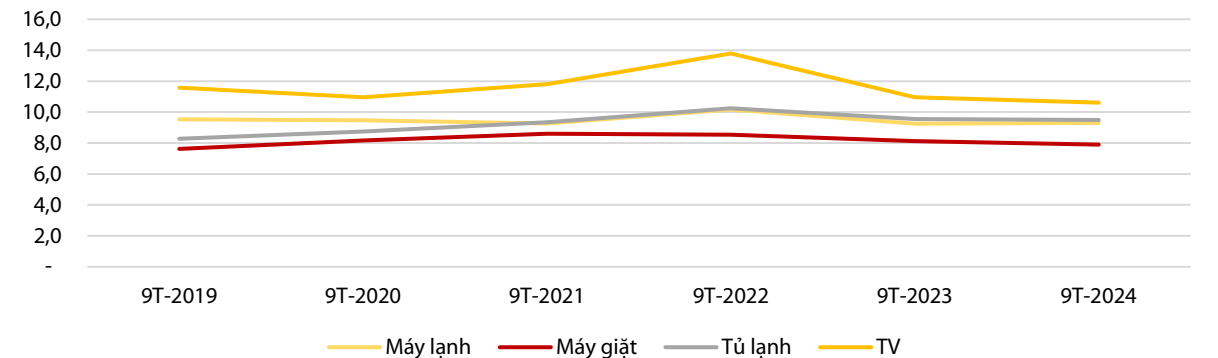
Tăng trưởng trì trệ của các mặt hàng giá trị cao như điện máy hàm ý thu nhập chưa cải thiện và tỷ lệ thâm nhập trong các hộ gia đình ở mức cao

Sản lượng tiêu thụ đi ngang ngoại trừ máy lạnh hưởng lợi từ yếu tố nắng nóng (El Nino) ngắn hạn (triệu chiếc)



Nguồn: GFK, CTCK Rồng Việt

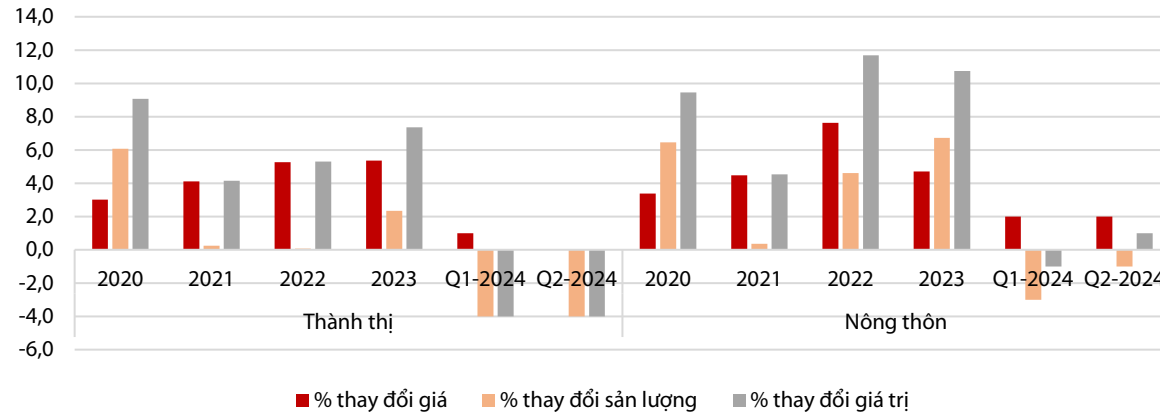
Tăng trưởng ngành không được hỗ trợ từ giá bán do thu nhập không cải thiện, NTD nhạy cảm về giá và sản phẩm giá trị cao không thiết yếu (triệu đồng/chiếc)



Nguồn: GFK, CTCK Rồng Việt

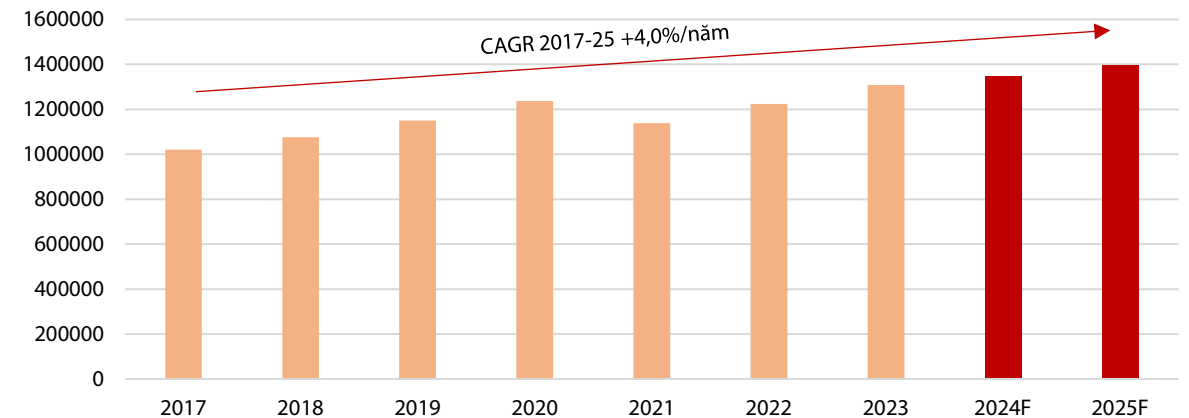
Ngành hàng thực phẩm & đồ uống (hàng thiết yếu) ở Việt Nam đã bước vào pha bão hòa với tăng trưởng một chữ số chủ yếu dẫn dắt bởi giá...

Mở rộng khu vực nông thôn và tăng giá đầu ra, hỗ trợ cho tăng trưởng ngành



Nguồn: Kantar Worldpanel, CTCK Rồng Việt

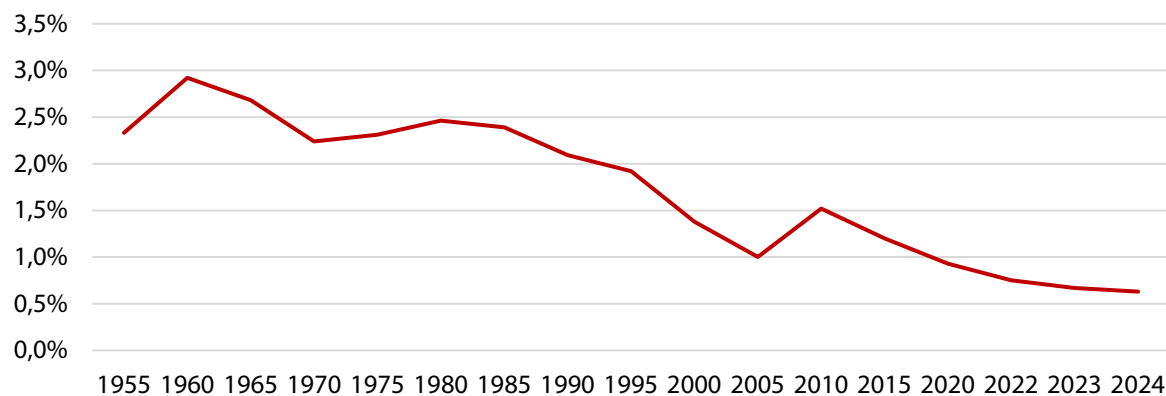
Giá trị bán lẻ bách hóa tại Việt Nam (tỷ đồng) tăng trưởng thấp dưới 5%/năm



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

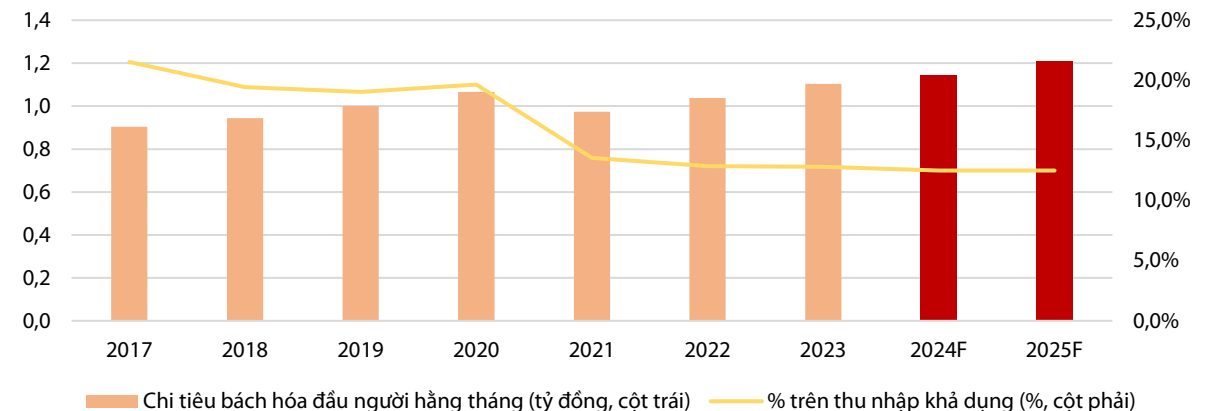
...khi dư địa tăng sản lượng dần cạn do tốc độ tăng trưởng dân số trên đà giảm và mức chi tiêu bách hóa đầu người chạm ngưỡng giới hạn.

Việt Nam đang ở thời kỳ già hóa dân số



Nguồn: Worldometers, CTCK Rồng Việt

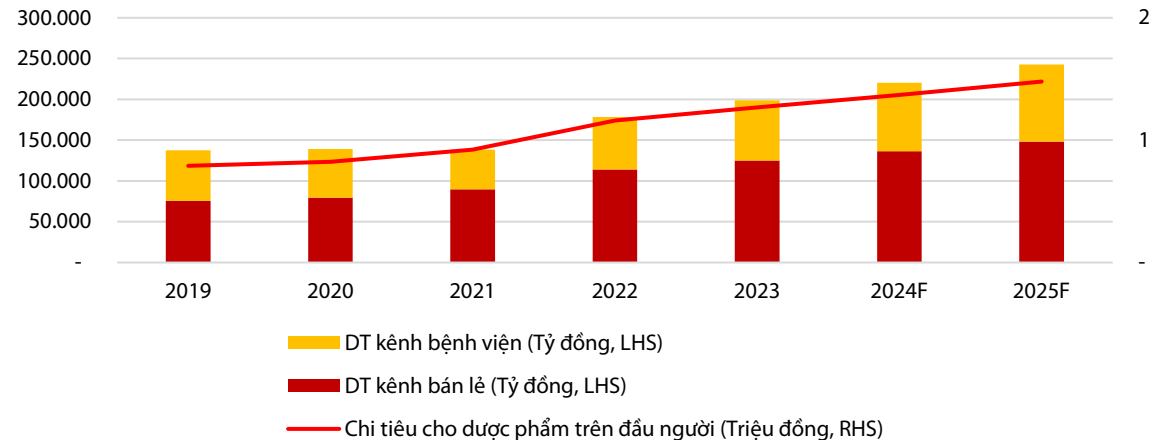
Việt Nam đạt mức giới hạn cho chi tiêu bách hóa đầu người



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

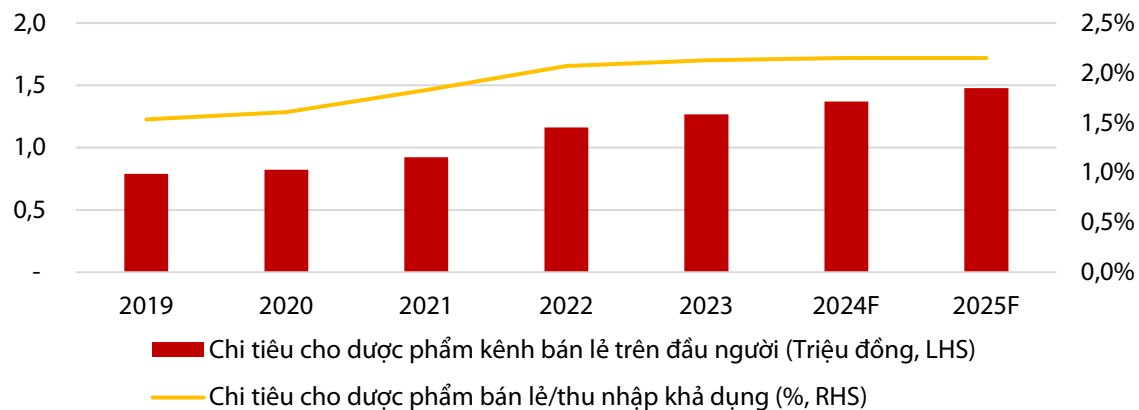
Thị trường dược phẩm được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tốt...

Doanh thu thị trường dược phẩm được kỳ vọng tăng trưởng ở mức trung bình 9,7%/năm trong 2024-2028



Nguồn: IQVIA, CTCK Rồng Việt

Thị trường bán lẻ dược phẩm được kỳ vọng tăng trưởng ở mức trung bình 8,3%/năm trong 2024-2028

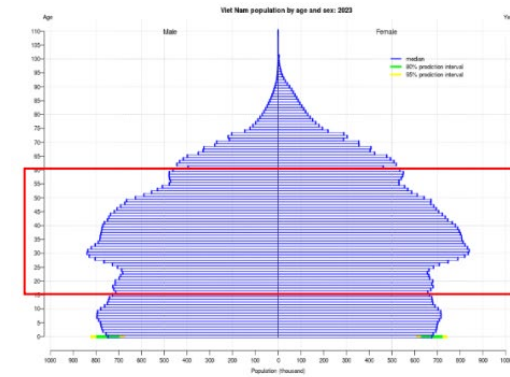


Nguồn: IQVIA, CTCK Rồng Việt

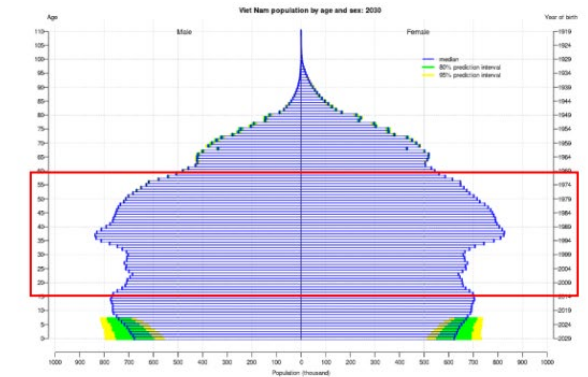
...nhờ vào dân số ngày càng già hóa, thu nhập tăng trưởng, và ý thức về phòng chống và bảo vệ sức khỏe gia tăng sau dịch Covid-19.

Cơ cấu dân số chuyển dịch dần với ngưỡng chiếm đa số từ 25-40 tuổi (2023) lên 35-55 tuổi (2030)

Tháp dân số Việt Nam 2023

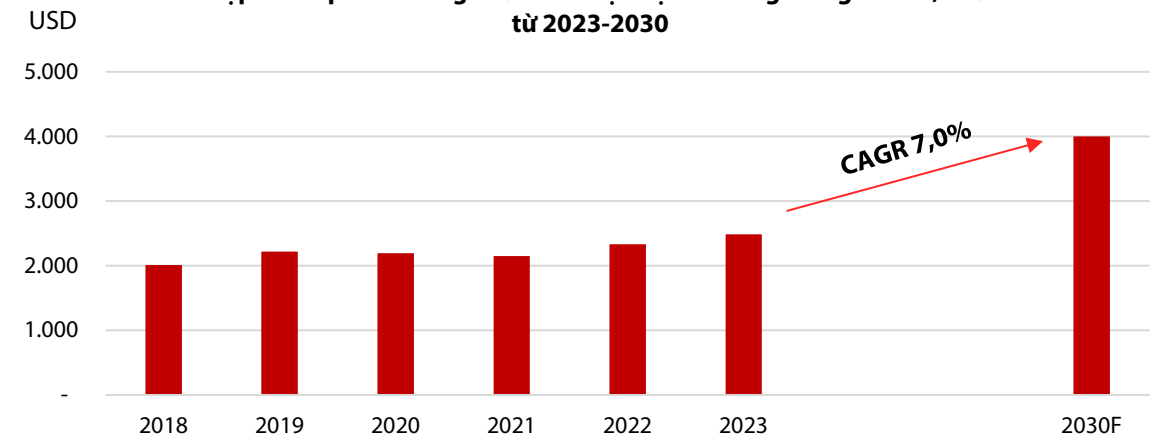


Tháp dân số Việt Nam 2030



Nguồn: Liên Hợp Quốc, CTCK Rồng Việt

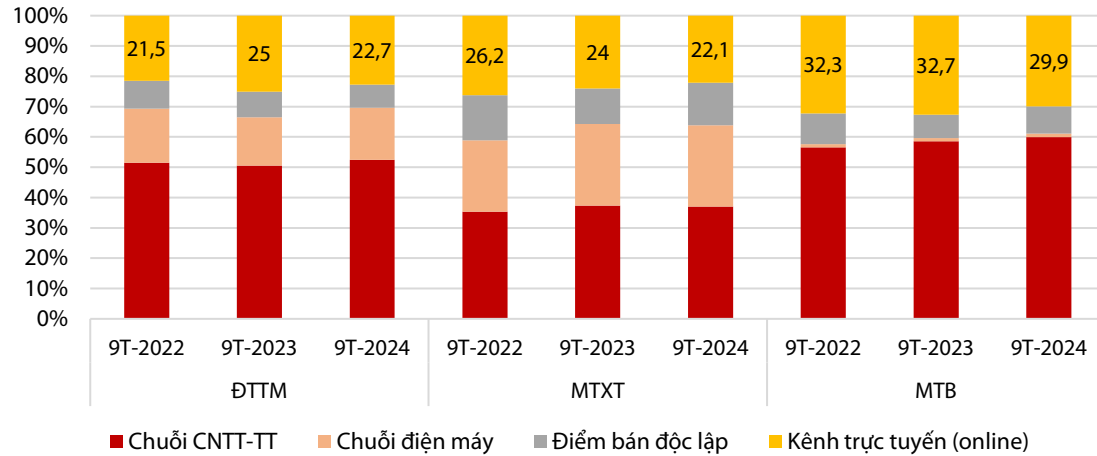
Thu nhập bình quân đầu người/năm được dự báo tăng trung bình 7,0%/năm từ 2023-2030



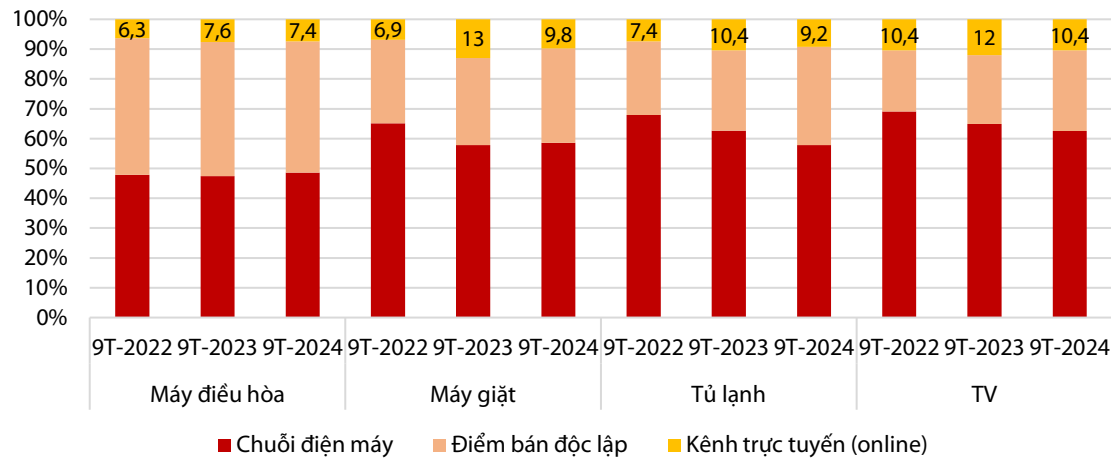
Nguồn: GSO, World Economic Forum, CTCK Rồng Việt

Xu hướng chuyển đổi tiêu dùng trực tuyến chứng lại trong 2024 do các chuỗi bán chủ động giảm giá cạnh tranh...

Tỷ trọng doanh thu CNTT-TT theo kênh (%)



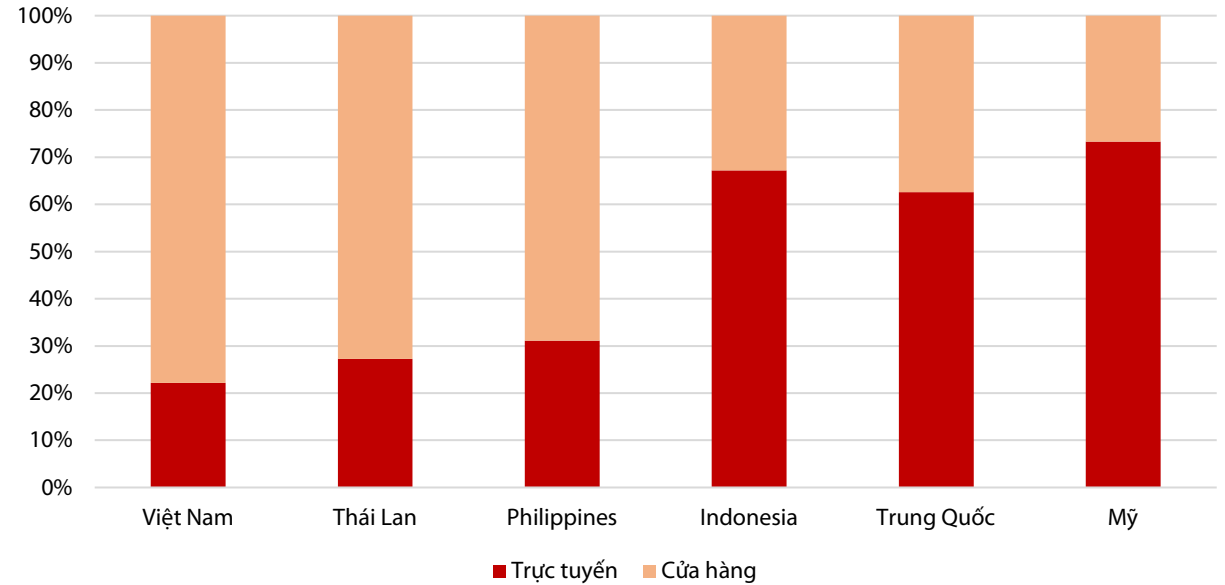
Tỷ trọng doanh thu điện máy VN theo kênh (%)



Nguồn: GFK, CTCK Rồng Việt

...Tuy nhiên, so với các nước lân cận, xu hướng này sẽ tiếp nối trong trung hạn buộc các nhà bán lẻ vật lý như MWG phải hạ thấp biên LN dần

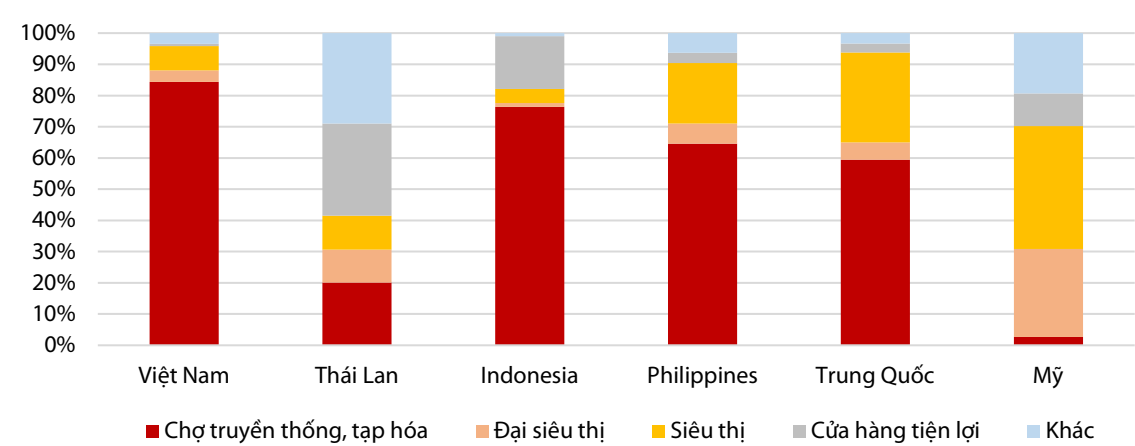
Tỷ trọng tiêu thụ sản phẩm điện tử theo kênh (%)



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

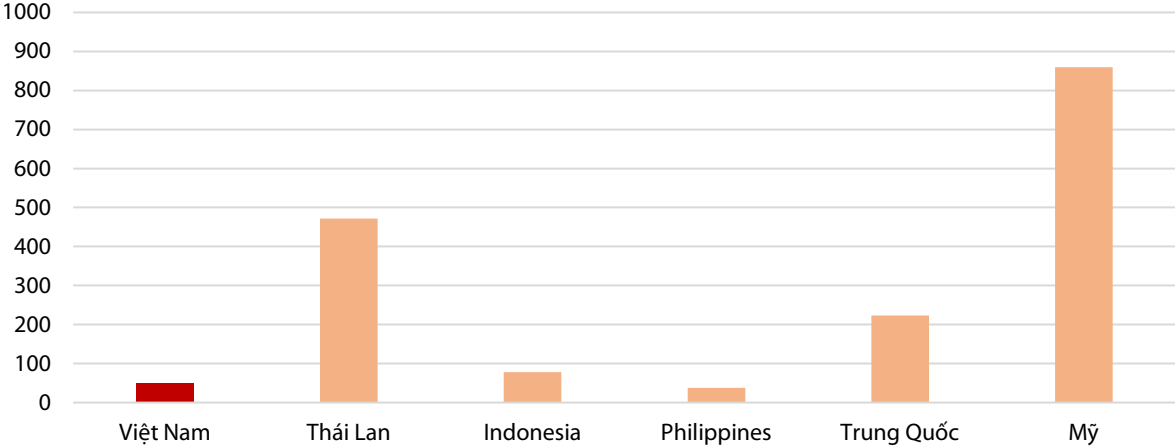
Cấu phần trong miếng bánh bách hóa, chợ truyền thống và siêu thị mini là người chiếm ưu thế nhờ đặc tính hạ tầng giao thông Việt Nam...

Việt Nam là quốc gia có thị phần chợ truyền thống ở mức cao (%)



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rông Việt

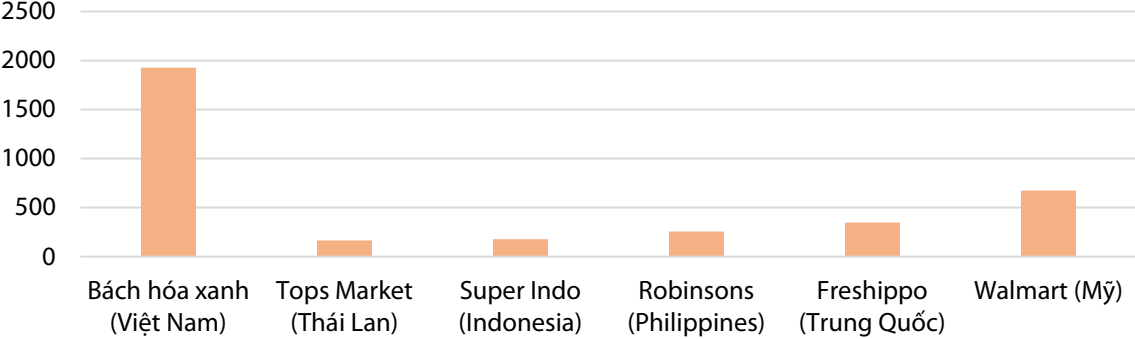
Tỷ lệ sở hữu ô tô trên 1.000 người giữa các nước châu Á (xe)



Nguồn: OICA, CTCK Rông Việt

...Do đó, mô hình bán lẻ có nhiều cửa hàng nhỏ lẻ trong dân phù hợp với văn hóa xe máy tại Việt Nam so với quốc gia khác (cửa hàng)...

Số lượng cửa hàng của các ông lớn bán lẻ bách hóa (cửa hàng)



Nguồn: CTCK Rông Việt

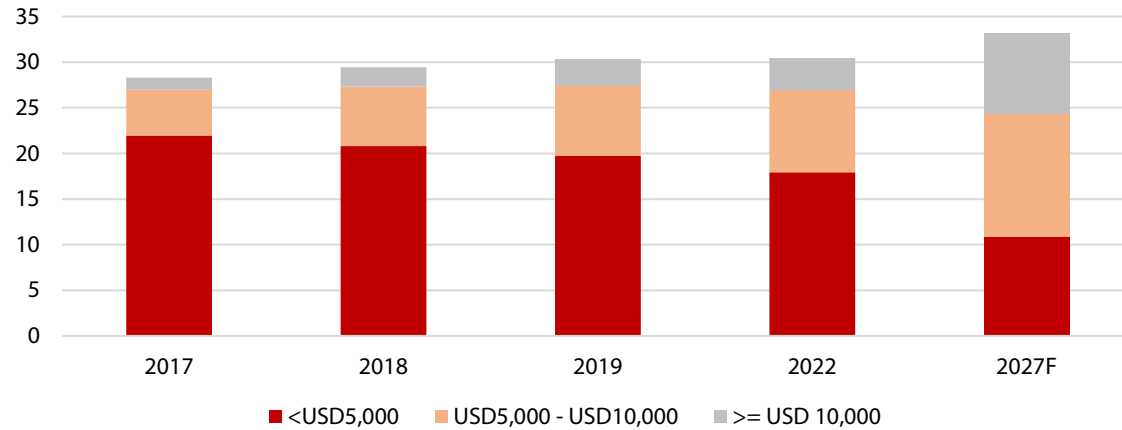
Diện tích trung bình cửa hàng (m2)

	Diện tích trung bình cửa hàng (m2)	
	Tối thiểu	Tối đa
Bách hóa xanh (Việt Nam)	150	300
Tops Market (Thái Lan)	1.200	1.860
Super Indo (Indonesia)	1.000	1.300
Robinsons (Philippines)	300	800
Freshippo (Trung Quốc)	500	3.000
Walmart (Mỹ)	85.000	260.000

Nguồn: CTCK Rông Việt

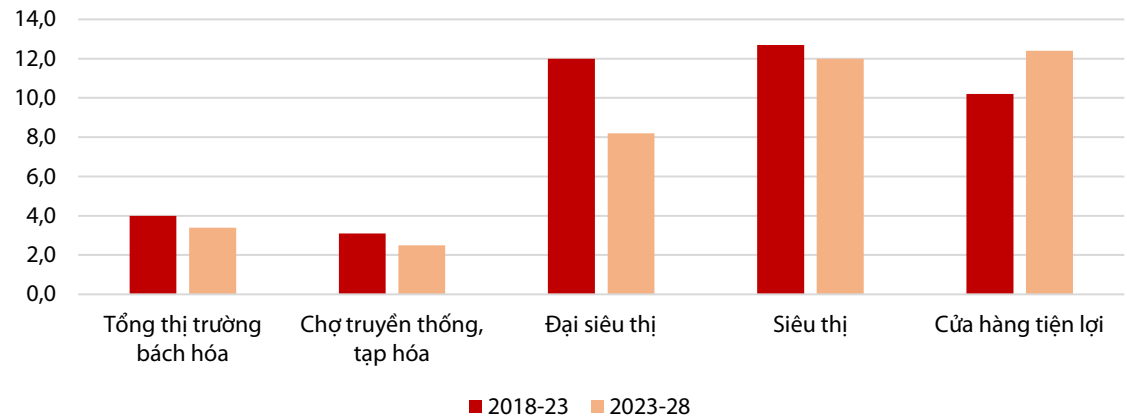
...Với các đặc điểm phù hợp với tầng lớp đang gia tăng nhanh chóng – giới trẻ (Gen Y, Z), văn phòng với thu nhập tốt hơn, dần thay thế cho thế hệ trước (Gen X) (Hình 9), siêu thị mini có cơ sở lấy thị phần nhanh từ chợ truyền thống trong các năm tới từ nền thấp (~7-8%)

Thống kê tầng lớp tiêu dùng ở Việt Nam (triệu hộ)



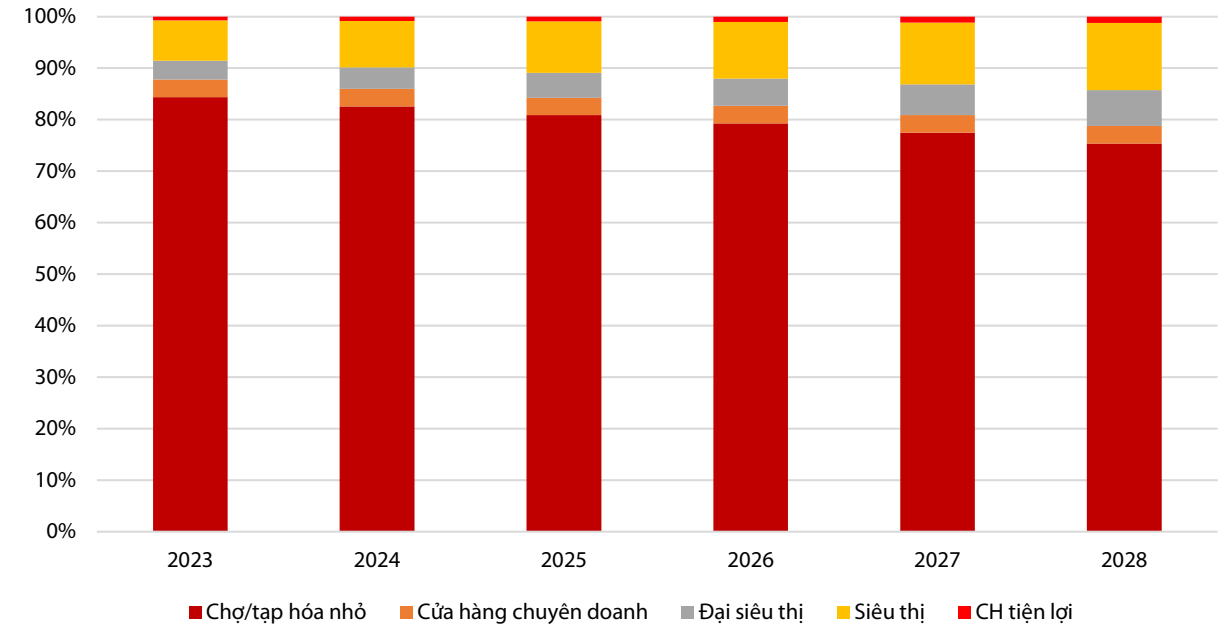
Nguồn: FitchSolutions, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng CAGR các hình thức bán hàng bách hóa tại VN (%)



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

Tỷ trọng các kênh trong thị trường bách hóa Việt Nam (%)



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

Bảng so sánh hai mô hình siêu thị mini và chợ truyền thống

Bảng so sánh hai mô hình	Siêu thị mini	Chợ truyền thống, tạp hóa
Tính tiện lợi	Siêu thị cung cấp dịch vụ mua sắm trọn gói với nhiều loại hàng hóa khác nhau, giúp khách hàng nhanh chóng và dễ dàng có được mọi thứ mình cần chỉ trong một lần đi.	Khách hàng có thể phải ghé thăm nhiều sạp hàng để đáp ứng mọi nhu cầu hàng ngày của mình, có thể tốn thời gian hơn.
Chất lượng hàng khô, tạp hóa	Các siêu thị đã thiết lập chuỗi cung ứng đảm bảo nguồn hàng tồn kho đáng tin cậy và nhất quán.	Chất lượng nguồn hàng ở các chợ địa phương không đồng nhất và không đáng tin cậy so với siêu thị do tính manh mún.
Độ tươi hàng thịt, cá, rau	Các mặt hàng tại siêu thị có thể phải vận chuyển xa hơn và được lưu trữ lâu hơn trước khi lên kệ. Tuy nhiên, với việc tối ưu quy trình vận chuyển, thời gian hàng lên kệ thực chất không lệch nhau nhiều so với mô hình truyền thống. Do đó, chất lượng thực tế tương đương nhau trong những năm gần đây.	
Mối quan hệ cá nhân với người bán	Khó phát triển chặt chẽ với chủ hàng, tuy nhiên vẫn có thể có ưu đãi tốt thông qua các chương trình "membership" do chuỗi tổ chức.	Khách hàng có thể phát triển mối quan hệ chặt chẽ với chủ sạp hàng tại chợ, mang lại dịch vụ cá nhân và các khuyến mãi tùy chỉnh.
Không gian mua hàng	Không gian mua sắm thoải mái, mát mẻ, bằng máy lạnh, xử lý mùi thực phẩm tốt. Thiết kế cửa hàng, kệ hàng quy chuẩn, thu hút. Người mua hàng hạn chế thời gian đi bộ do tính tiện lợi đã đề cập trên.	Không gian mua sắm chật chội, nhiều mùi thực phẩm. Hệ thống đường di chuyển ẩm ướt. Người mua hàng chủ yếu phải đi bộ.
Giá cả	Do phải chịu chi phí cao (thuê cửa hàng, thuê nhân viên, vận hành điện, nước, máy lạnh...), giá bán nhìn chung cao hơn chợ truyền thống. Tuy nhiên, với các chuỗi có lợi thế quy mô lớn có thể có mặt bằng giá thấp hơn. Lợi thế so với chợ truyền thống ở việc niêm yết giá minh bạch.	Do chi phí vận hành thấp (chủ yếu thuê sạp chợ và nhập hàng từ đầu mối) nên giá bán cạnh tranh. Tuy nhiên, việc không niêm yết giá gây tổn thời gian mặc cả, không minh bạch.
KẾT LUẬN: Điểm khác biệt lớn nhất hai mô hình ở (1) giá cả, (2) trải nghiệm mua sắm và (3) tính tiết kiệm thời gian. Mô hình chợ, tạp hóa truyền thống có yếu tố 1 nhưng thiếu 2, 3, trong khi mô hình siêu thị thiếu yếu tố 1 nhưng có 2, 3. Do đó, khách hàng mục tiêu của hai mô hình cũng khác nhau đáng kể.		
Khách hàng mục tiêu	Phù hợp với tầng lớp giới trẻ, văn phòng (Gen Y, Z) thu nhập tốt, ưu tiên tiết kiệm thời gian và trải nghiệm mua sắm cao, chủ yếu ở khu vực thành thị.	Phù hợp với tầng lớp trung niên, cao tuổi với văn hóa tiêu dùng ở chợ lâu năm (Gen X), thu nhập thấp ưu tiên giá cả rẻ và mức độ thân thiết với sạp hàng, chủ yếu ở khu vực nông thôn.

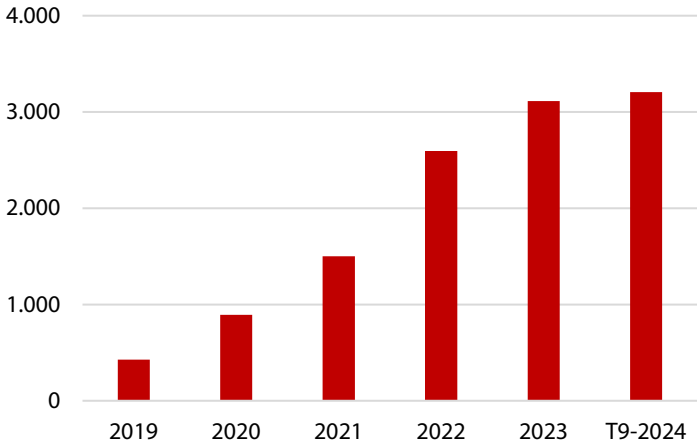
Nguồn: CTCK Rổng Việt

Người tiêu dùng Việt dần thay đổi thói quen tiêu dùng, chuyển dịch từ các nhà thuốc nhỏ lẻ sang các chuỗi bán lẻ dược phẩm.

Các chuỗi bán lẻ hiện đại sở hữu những lợi thế cạnh tranh vượt trội so với các cửa hàng nhỏ lẻ.

Do đó, chúng tôi dự báo các chuỗi bán lẻ hiện đại này sẽ chiếm tỷ trọng ngày càng tăng trong thị trường bán lẻ dược phẩm.

Tỷ trọng SL nhà thuốc của top 4 chuỗi nhà thuốc hiện đại trong tổng số lượng nhà thuốc trên cả nước tăng từ 3,4% năm 2021 lên 5,6% T9/2024



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp | Top 4 chuỗi nhà thuốc hiện đại bao gồm: Long Châu, An Khang, Pharmacity, và Trung Sơn

Bảng so sánh chuỗi bán lẻ hiện đại và mô hình cửa hàng dược phẩm truyền thống

Yếu tố	Chuỗi bán lẻ hiện đại	Cửa hàng dược phẩm bệnh viện	Cửa hàng gia đình
Giá cố định	Giá cố định rẻ hơn so với thị trường chung bởi chiến lược kinh doanh và lợi thế quy mô sẵn có	Thường xuyên tuân thủ các chính sách giá do chính quyền địa phương quy định, dẫn đến giá thấp hơn so với giá ở các hiệu thuốc nhỏ.	Có quyền tự chủ trong việc thiết lập chính sách giá, thường ưu tiên tối đa hóa lợi nhuận. Do đó, giá tại các hiệu thuốc này có thể cao hơn giá tại các hiệu thuốc bệnh viện.
Nguồn gốc và chất lượng	Tất cả các loại thuốc đều có nguồn gốc minh bạch và đảm bảo chất lượng đáng tin cậy.		Không đảm bảo cho người dùng.
Doanh thu/cửa hàng theo tháng	~ 0,5-1 tỷ đồng		~ 0,2-0,4 tỷ đồng
Bảo hiểm sức khỏe	Với việc xuất trình hóa đơn đã được xác minh, chi phí thuốc theo toa có thể được hoàn trả thông qua bảo hiểm y tế tư nhân.	Chi phí thuốc theo toa có thể được hoàn trả theo cả chương trình bảo hiểm y tế xã hội và tư nhân	Do thiếu hệ thống hóa đơn điện tử, chi phí toa thuốc không thể được hoàn trả theo bảo hiểm y tế tư nhân.
Mã SKU dược phẩm	~2.000-4.000 SKU thuốc ở cả ETC & OTC. Cơ cấu sản phẩm thuốc khác nhau giữa các nhà bán lẻ (chủ yếu là 40-70% SKU thuốc). Ngoài ra, các chuỗi còn cung cấp thêm các loại sản phẩm: thực phẩm chức năng, chăm sóc cá nhân, vắc xin.	Tập trung vào sản phẩm ETC với 80% tổng số SKU.	1.000 – 2.000 SKU thuốc (hầu như có các loại thuốc cơ bản chiếm 70-80%)
Hàng tồn kho	Tồn kho mỗi cửa hàng cao hơn mô hình truyền thống do chiến lược: luôn bổ sung đủ thuốc 24/24.		
Nền tảng trực tuyến	Cho phép người mua đặt hàng và luôn có dịch vụ giao hàng tận nơi. Tất cả các dịch vụ này đều miễn phí hoặc thu một khoản phí nhỏ.	Không có sẵn	Không có sẵn
Chất lượng dịch vụ tư vấn	Thời gian đào tạo để có một nhân viên bán lẻ chính thức mới là 6-10 tháng với đầy đủ kiến thức như một dược sĩ chuyên môn. Tất cả nhân viên đều tốt nghiệp đại học/cao đẳng dược.	Các bác sĩ và nhân viên y tế chuyên nghiệp sẵn sàng hướng dẫn chi tiết về việc sử dụng các sản phẩm y tế.	Đa số người đại diện được cấp phép của nhà thuốc chỉ mang danh nghĩa, hầu hết hoạt động bán/tư vấn đều do nhân viên bán lẻ có ít chuyên môn đảm nhiệm.
Thời gian chờ	Duy trì 4-6 dược sĩ/cửa hàng trong giờ mở cửa (7 giờ sáng - 10 giờ tối), kết hợp áp dụng công nghệ tìm kiếm loại thuốc hoặc hệ thống thanh toán, giúp tiết kiệm thời gian chờ đợi cho người mua.	Thường có 1-2 quầy dược sĩ, hoạt động không liên tục trong ngày. Cửa hàng cũng có xu hướng thanh toán bằng tiền mặt hoặc tìm kiếm các loại thuốc cần thiết theo cách thủ công.	

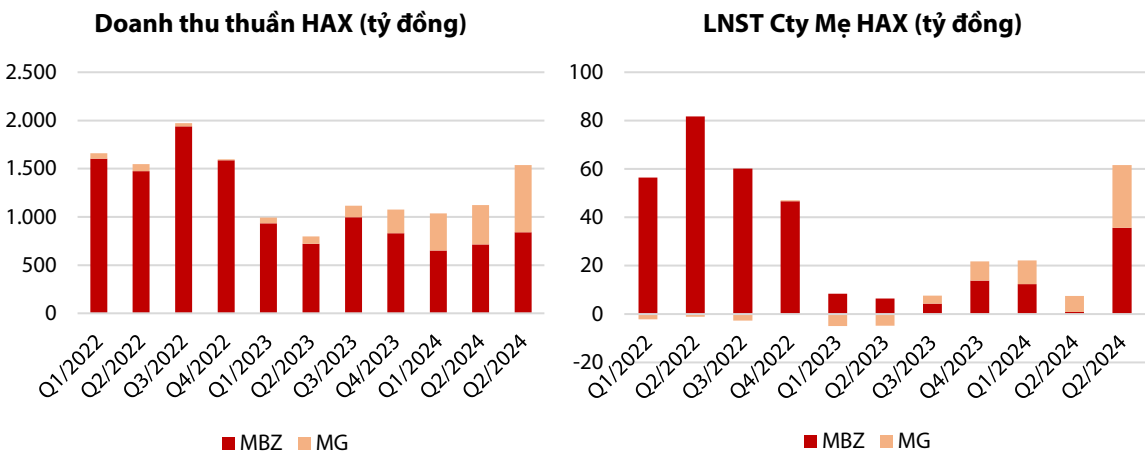
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Các nhà phân phối đang bổ sung thêm các hãng nổi tiếng khác để giảm thiểu sự phụ thuộc vào một thương hiệu/ngành...

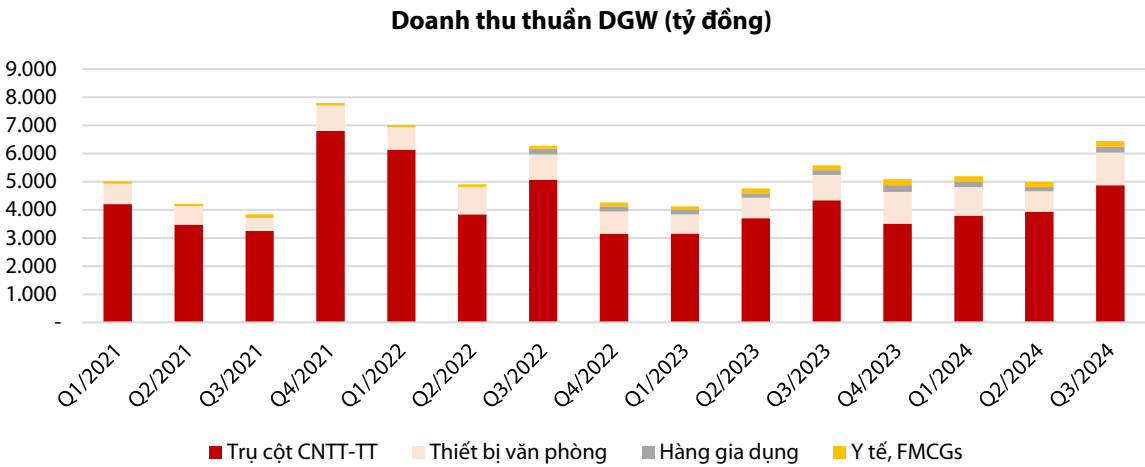
Mã chứng khoán	Phân khúc	Hãng	Năm bắt đầu phân phối
HAX	Trụ cột lâu năm	Mercedes-Benz	
	Mảng mới	MG	2020-2023 (dưới quyền Tan Chong) Q3/2023 – hiện tại (dưới quyền SAIC Motor)
	Trụ cột lâu năm (CNTT-TT)	Apple, Xiaomi, các hãng MTXT&MTB: Dell, Lenovo, Acer, Asus...	
DGW	Mảng mới	Hàng gia dụng (Whirlpool, Joyoung, Westinghouse, Xiaomi, Philips)	2022-24
		FMCGs (thức uống: bia ABIndev, Lotte Chilsung)	2023-24
		Y tế (thiết bị y tế Regenflex, Vstent)	2021
		Bổ sung chiều dọc chuỗi giá trị CNTT-TT (laptop gaming: GIGA BYTE, MSI)	2024

Nguồn: CTCK Rồng Việt

...tuy nhiên sự thành công của các Công ty này phụ thuộc nhiều vào năng lực phát triển thị trường/ảnh hưởng sẵn có của các hãng mới đó



HAX thành công lớn với hãng xe MG khi hãng nỗ lực hợp tác mở rộng vị thế tại Việt Nam từ Q3-2023.



Các hãng mới chưa có vị thế tốt ở Việt Nam do thiếu đầu tư về vốn quảng cáo, khuyến mãi ở Việt Nam và độ nhận diện thương hiệu thấp từ trước đó, khiến KQKD DGW chưa bức phá từ các mảng này.

Nguồn: HAX, DGW, CTCK Rồng Việt

Kiến tạo tương lai thịnh vượng

Các chuỗi bán lẻ lựa chọn đặt trọng tâm vào các yếu tố khác nhau trong ba yếu tố trong chiến lược phát triển tùy theo từng đặc thù thị trường, vị thế đang có trong thị trường và khả năng quản trị.

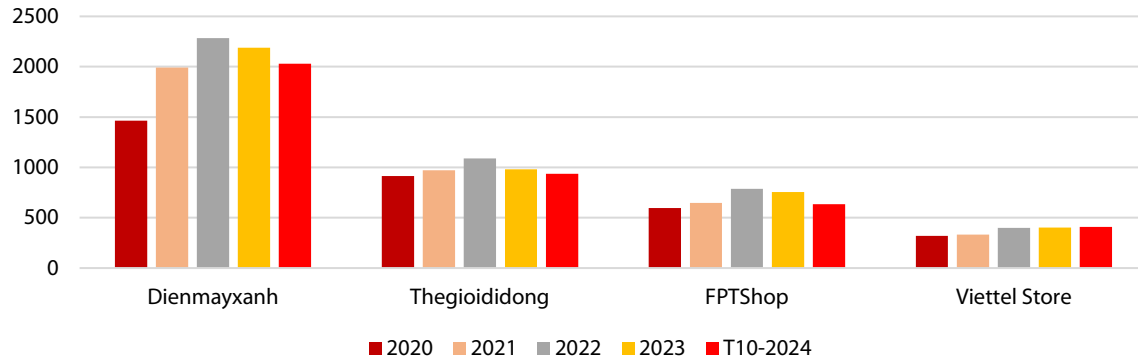
Giai đoạn 2021-24					Năm 2025			Diễn dịch
Mã chứng khoán	Chuỗi bán lẻ	Lợi nhuận cao	Tăng trưởng nhanh	Rủi ro thấp	Lợi nhuận cao	Tăng trưởng nhanh	Rủi ro thấp	
MWG	Thế giới di động và Điện máy xanh							Hai chuỗi ngừng mở cửa hàng hy sinh khả năng tăng trưởng để dễ dàng hơn trong quản trị rủi ro về hệ thống (cấu trúc chi phí) khi ngành chuyển biến xấu với quy mô ngành đi ngang và cạnh tranh tăng. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng họ phải hạ giá bán/tăng khuyến mãi (hy sinh lợi nhuận cao) trong bối cảnh các lợi thế cạnh tranh: dịch vụ khách hàng khác biệt bị sao chép dần.
	Bách hóa xanh							Chuỗi ngừng mở cửa hàng một thời gian dài (2021-24) nhằm tập trung ổn định trong cấu trúc chi phí sau thời gian thua lỗ lớn trước đó (2015-21). Sau khi tìm được công thức tạo lãi cửa hàng, chuỗi quay lại mục tiêu tăng trưởng với việc mở mới cửa hàng từ 2025 đi kèm lợi nhuận, tuy nhiên vẫn sẽ giữ giá bán thấp để dễ cạnh tranh
FRT	FPT Shop							FRT chủ động giảm số lượng nhân viên/cửa hàng để tối ưu hóa chi phí, qua đó giúp cải thiện biên lợi nhuận. Tuy nhiên, do ngành CNTT-TT/điện máy đã bão hòa nên chúng tôi kỳ vọng FPT Shop sẽ không cho biên lợi nhuận cao.
	Long Châu							Long Châu đặt trọng tâm vào gia tăng lợi nhuận và tăng trưởng doanh thu/thị phần mà bỏ ngỏ rủi ro bán thuốc kê toa không có toa thuốc
PNJ	PNJ							PNJ liên tục mở rộng hệ thống cửa hàng và khi đối mặt với rủi ro thiếu hụt vàng nguyên liệu, chúng tôi cho rằng PNJ lựa chọn sử dụng vàng nguyên liệu có nguồn gốc rõ ràng; và do chi phí vàng nguyên liệu trong điều kiện bị siết nguồn cung tăng cao, biên lợi nhuận của DN sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực
MSN	Winmart+							Chuỗi vừa lựa chọn mục tiêu tăng trưởng (hàm ý mở mới cửa hàng) vừa nỗ lực quản trị rủi ro về cấu trúc chi phí thời gian qua và dự kiến tiếp tục trong năm 2025.
DGW								Nhà phân phối này từng có cả ba yếu tố: biên lợi nhuận cao (giữ giá bán cao khi nhu cầu đột biến mùa covid và vị thế độc tôn phân phối Xiaomi, Apple), tăng trưởng mạnh (yếu tố thị trường CNTT-TT mùa Covid), quản trị rủi ro (ứng dụng công nghệ dẫn đến tối ưu chi phí kho, và QLDN trong mùa Covid). Tuy nhiên, trong năm 2025 các lợi thế này biến mất và doanh nghiệp này phải nỗ lực quản trị rủi ro trong việc tối ưu chi phí vận hành nhất có thể.

(1) Lợi nhuận cao (Profitability): Mong muốn đạt được mức lợi nhuận lớn từ hoạt động kinh doanh. (2) Tăng trưởng nhanh (Growth): Kỳ vọng mở rộng thị phần, doanh thu nhanh chóng. (3) Rủi ro thấp (Low Risk): Sự ổn định và an toàn trong hoạt động kinh doanh, tránh bị tổn thất hoặc biến động lớn.

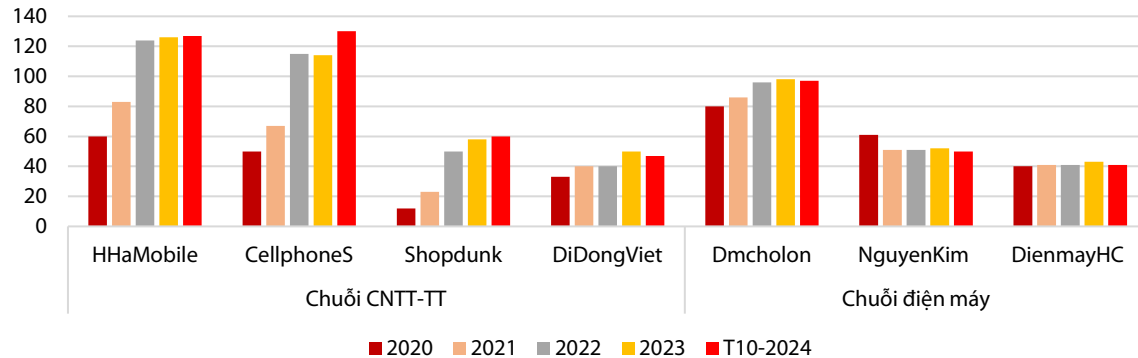
Nguồn: CTCK Rồng Việt | Ô màu vàng: Chiến lược kinh doanh mà chuỗi đang lựa chọn.

Các nhà bán lẻ đang trong giai đoạn tái cấu trúc, hoặc ngành có xu hướng bóp biên lợi nhuận trước triển vọng ảm đạm và cạnh tranh cao, **ưu tiên mục tiêu an toàn, đảm bảo có lãi trong mô hình (hàm ý rủi ro thấp), đều thực hiện thực hiện đóng cửa hàng/không mở mới**

Số lượng cửa hàng các chuỗi điện tử lớn (cửa hàng)



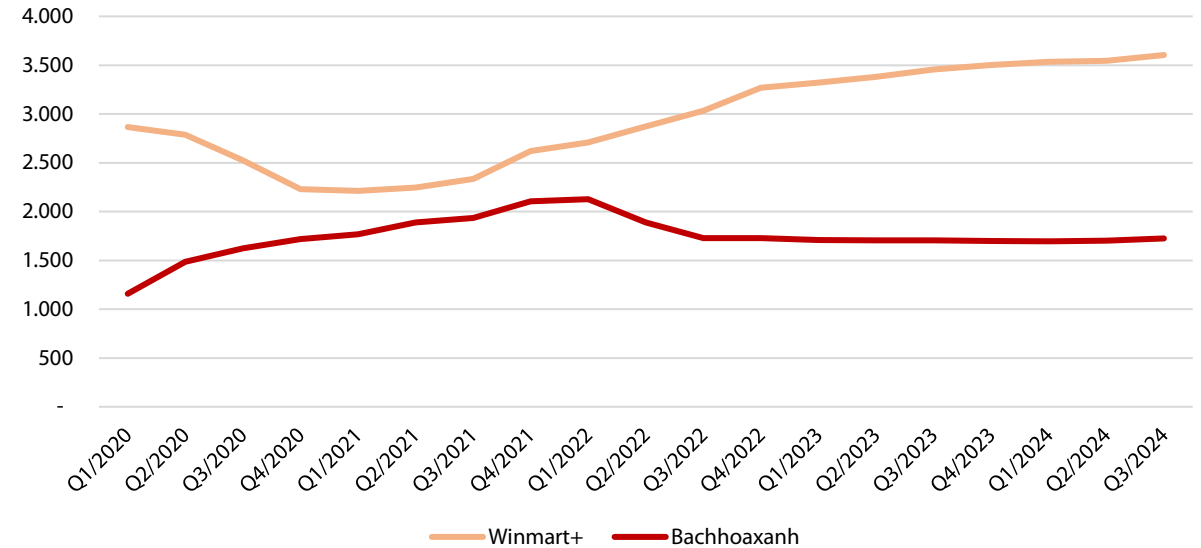
Số lượng cửa hàng các chuỗi điện tử nhỏ (cửa hàng)



Các nhà bán lẻ điện tử đều chạy đua trong việc giảm giá bán, thu hẹp biên lợi nhuận nhằm tăng tính cạnh tranh trước sự thâm nhập của thương mại điện tử và đổ bộ của nhiều nhà bán lẻ non trẻ khác. Cộng hưởng với tình hình bão hòa trong tiêu thụ hàng điện tử ở Việt Nam, **các chuỗi điện tử lớn như Điện máy xanh, Thế giới di động, FPT Shop đều thực hiện đóng số lượng lớn cửa hàng trong 2 năm qua và dự kiến sẽ giữ nguyên số lượng cửa hàng như hiện nay trong trung hạn.**

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Số lượng cửa hàng của chuỗi bách hóa (cửa hàng)

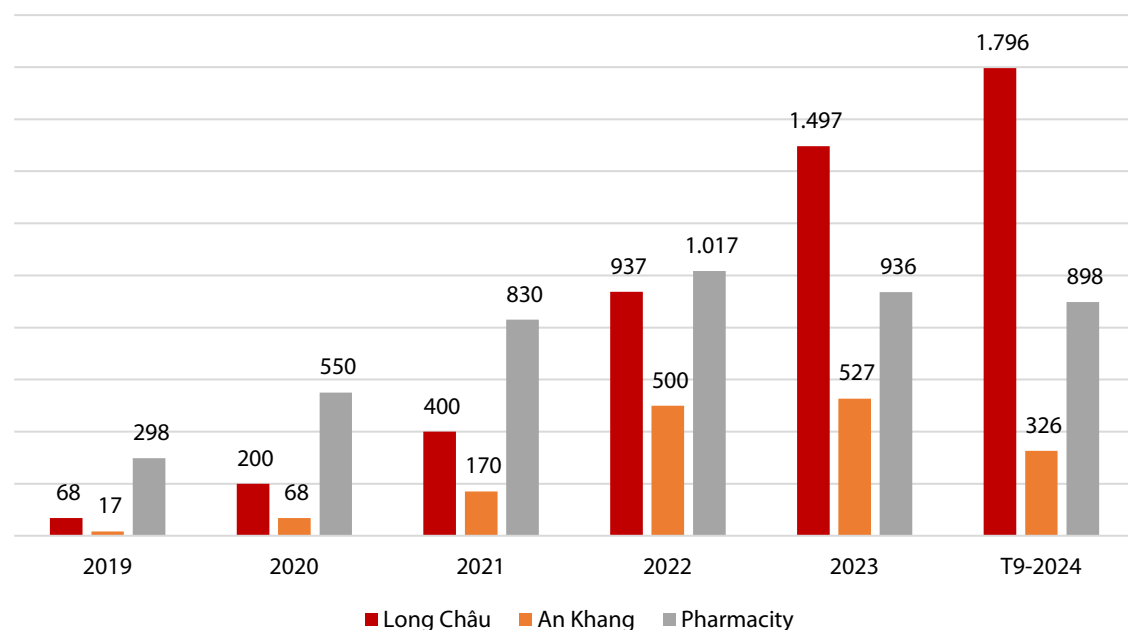


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Cả bách hóa xanh và Winmart đều đã thận trọng đóng cửa hàng 2 năm qua. Tuy nhiên việc dần tìm thấy công thức tạo lãi (hòa vốn trong Q3/2024) và vị thế trong bán lẻ bách hóa ngày càng cao, **hai chuỗi này dự kiến sẽ tăng tốc độ mở từ năm 2025.**

...ngược lại, các chuỗi đã tìm được công thức gia tăng lãi trong nhiều năm khi đang ở chu kỳ tăng trưởng nhờ nội tại (lợi thế cạnh tranh cao) hoặc ngành tăng trưởng cao/ổn định, sẽ tiếp tục duy trì mở cửa hàng trong thời gian tới (hàm ý yếu tố tăng trưởng nhanh).

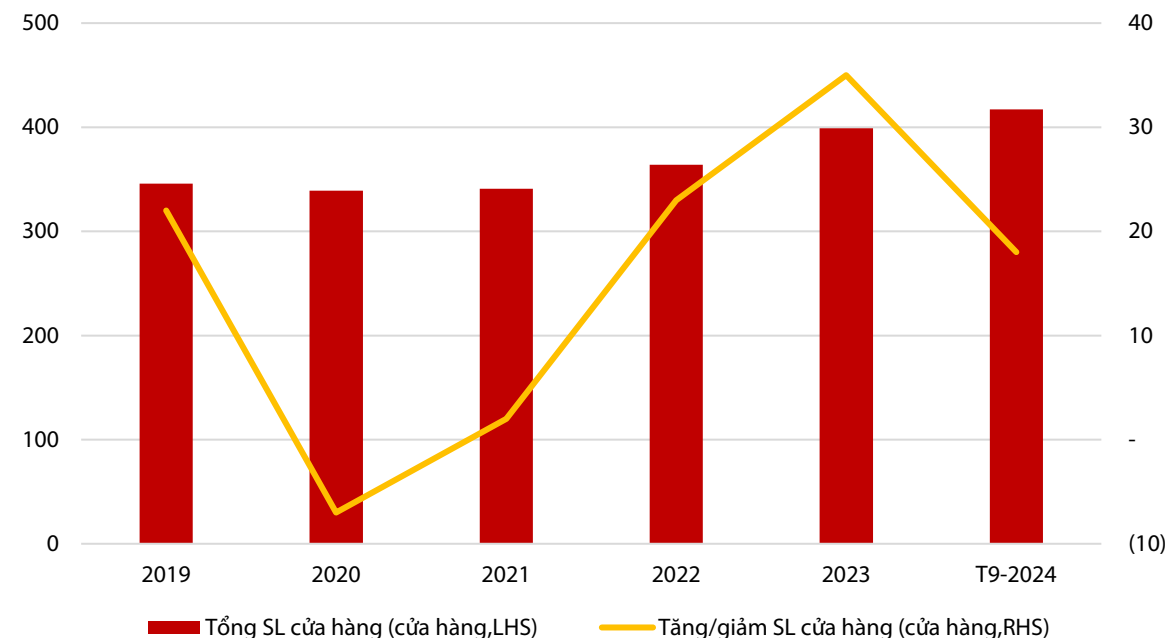
Số lượng nhà thuốc của top 3 chuỗi nhà thuốc hiện đại



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Trong số top 3 chuỗi bán lẻ dược phẩm, chỉ có Long Châu đã có lãi. **Khi đã đạt điểm hòa vốn, Long Châu thực hiện mở rộng nhanh số lượng cửa hàng. Trong khi đó, hai chuỗi còn lại (vẫn còn lỗ) là Pharmacy và An Khang thực hiện tái cấu trúc và đóng bớt cửa hàng.** Trong 2025, FRT dự kiến sẽ mở ~200 cửa hàng Long Châu.

Số lượng cửa hàng của PNJ



Nguồn: CTCK Rồng Việt

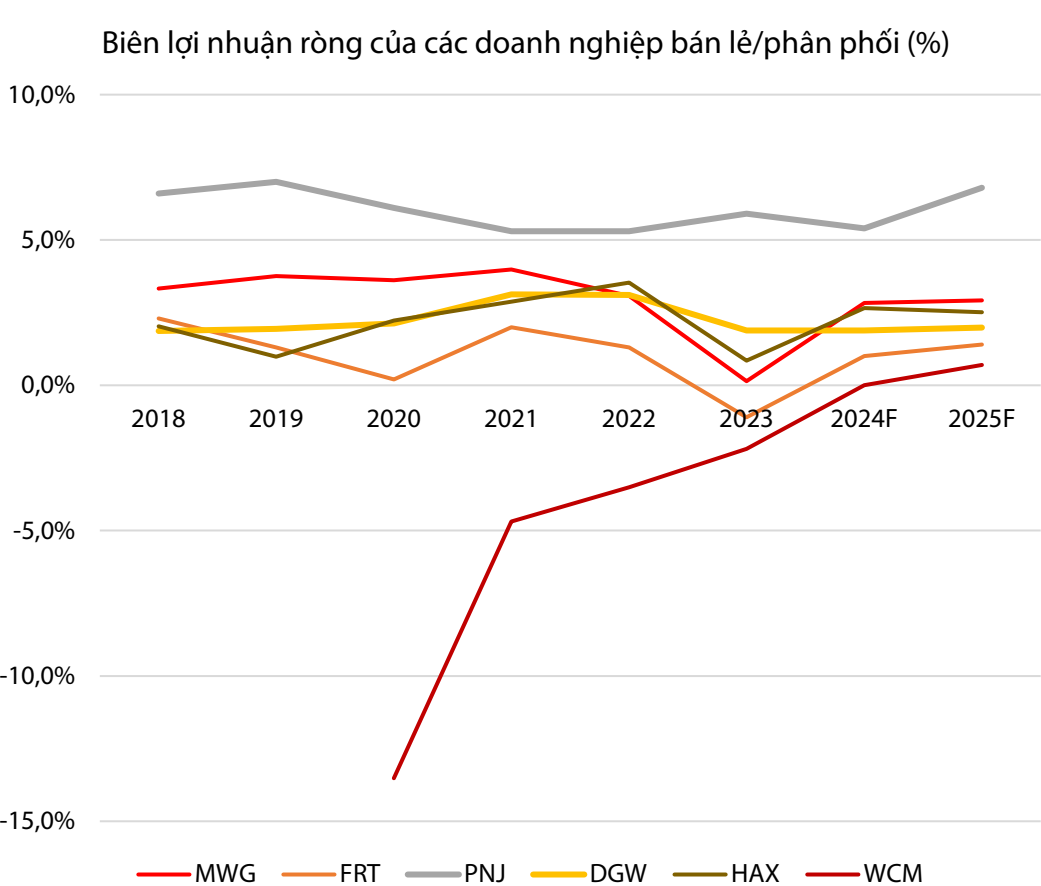
PNJ vẫn giữ tốc độ mở cửa hàng trong năm 2024 do công ty luôn có lãi trong vòng 10 năm qua và đã xây dựng được mô hình kinh doanh phù hợp. Trong bối cảnh siết chặt nguồn gốc vàng, PNJ vẫn mở rộng cửa hàng cũng để lấy thêm thị phần và sẵn sàng cho tăng trưởng trong giai đoạn môi trường thuận lợi hơn sau này.

Bên cạnh số lượng cửa hàng, các chuỗi bán lẻ/nhà phân phối tìm kiếm sự an toàn, đảm bảo có lãi trong mô hình (hàm ý yếu tố rủi ro thấp), **cũng thực hiện nhiều giải pháp tối ưu chi phí vận hành...**

Mô hình	Mã chứng khoán	Chuỗi bán lẻ	Chiến lược tối ưu hóa chi phí	Biên LN ròng hiện tại	Biên LN ròng TB ngành
Bán lẻ	MWG	Thế giới di động và Điện máy xanh	- Giảm số lượng nhân viên/cửa hàng - Cửa hàng mở mới tập trung vào diện tích thuê nhỏ hơn trước.	3,0-5,0%	1,0-3,0%
		Bách hóa xanh	- Tăng hiệu quả quản lý tồn kho (giảm tỷ lệ/chi phí hủy hàng trên cửa hàng) - Giảm chi phí vận chuyển (hiện dưới 4% tổng doanh thu, ví dụ như giảm diện tích kho, tối ưu lộ trình giao hàng nhằm giảm thời gian di chuyển xe trên đường, tăng tỷ lệ lắp đầy trên xe cao hơn	0,2-0,5%	2,0-3,0%
		FRT	FPT Shop	Giảm số lượng nhân viên/cửa hàng	
		PNJ	PNJ	Nâng cấp quy trình sản xuất để tiết kiệm chi phí sản xuất	
	MSN	Winmart+	Ứng dụng dữ liệu và công nghệ AI/ML trong việc giảm chi phí kho vận.	0,2-0,5%	2,0-3,0%
Phân phối	DGW		Nâng cấp hiệu quả quản lý tồn kho (thời hạn/tự động hóa vận hành kho).	2,0%	2,3-2,4%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

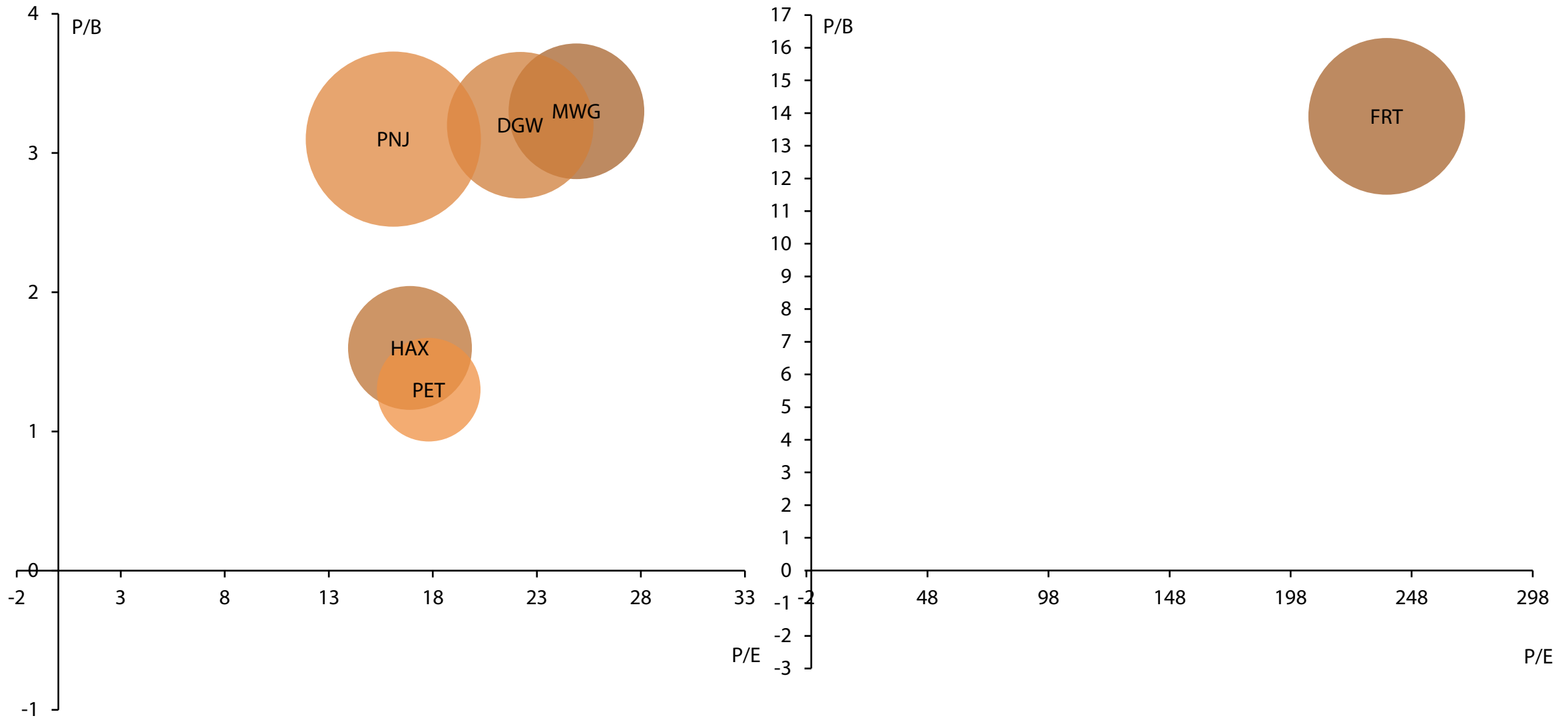
...kết hợp với yếu tố vĩ mô thuận lợi (lãi suất vay thấp), cải thiện doanh thu, **giúp hỗ trợ phục hồi biên lợi nhuận ròng tất cả doanh nghiệp bán lẻ trong 2024**



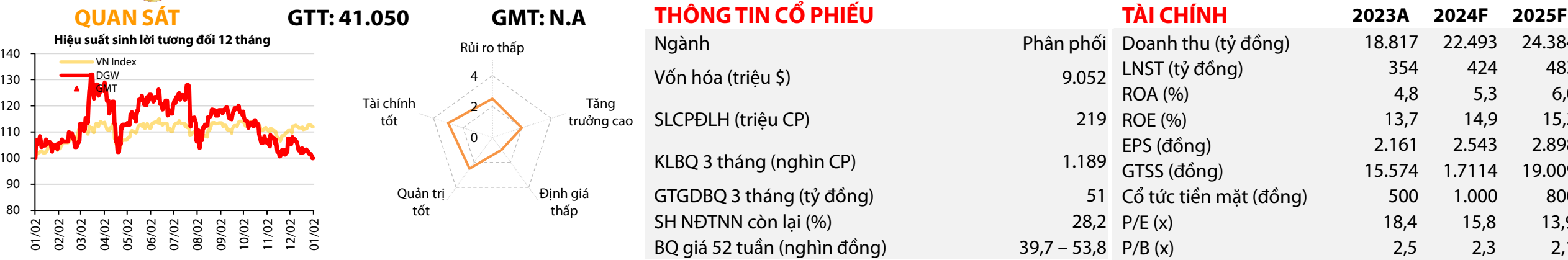
Nguồn: MWG, FRT, PNJ, DGW, HAX, MSN, CTCK Rồng Việt.

Cổ phiếu	VHTT (tỷ đồng)	GTKL BQ 3T (tr. đ)	P/E hiện tại (x)	P/B hiện tại (x)	ROE trượt 4Q (%)	Giá mục tiêu	Thị giá tại ngày 02/01/25	Mức sinh lời kỳ vọng	2023A		2024E		2025F		Tăng trưởng doanh thu		Tăng trưởng LNST	
									EPS	GTSS/CP	EPS	GTSS/CP	EPS	GTSS/CP	2024E	2025F	2024E	2025F
DGW	9.008	51.268	22,2	3,2	14,4%	QUAN SÁT	41.100	-42,1%	1.662	11.946	2.543	17.114	2.898	19.009	19,5%	8,4%	19,8%	13,9%
HAX	1.848	12.075	16,9	1,6	10,1%	16.100	17.200	-6,4%	326	10.378	1.328	13.986	1.371	15.562	34,9%	9,2%	313,4%	2,8%
FRT	25.096	7.756	237,7	13,9	6,0%	QUAN SÁT	184.200	-11,1%	(2.537)	11.738	2.846	14.584	5.293	19.878	26,9%	24,9%	n/a	86,0%
MWG	87.423	463.819	24,9	3,3	11,8%	63.700	59.800	6,5%	115	15.964	2.598	18.059	2.952	20.508	13,4%	10,3%	2165,2%	13,6%
PNJ	32.912	78.876	16,1	3,1	20,2%	96.008	97.400	-1,4%	5.436	29.897	6.097	48.807	6.582	50.508	14,3%	-13,4%	3,4%	9,0%
PET	2.668	20.448	17,8	1,3	7,2%	N.R	25.000	N.A	1.013	18.995	N.A	N.A	N.A	N.A	N.R	N.R	N.R	N.R

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 02/01/2025.
* Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE, ROA, P/B, và P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2025
Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dựa trên số liệu 4 quý gần nhất
N.R: Không đánh giá
N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu
LNST-CDCTM: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 02/01/2025.



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KQKD hồi phục nhưng khó đột biến vì mô hình kinh doanh phụ thuộc nhiều vào ngành CNTT-TT (đã bão hòa)

- Nhìn chung, năm 2025 tiếp tục phụ thuộc nhiều vào mảng CNTT-TT đã bão hòa (MTXT&MTB +6,1% YoY, ĐTDĐ +5,1% YoY), các câu chuyện ở mảng mới (TBVP, TBGD, HTD) chưa thể tạo ảnh hưởng đáng kể lên KQKD (+2% YoY trong tỷ trọng doanh thu, đạt 28,5%).

Nỗ lực tối ưu hóa chi phí trong bối cảnh tăng trưởng doanh thu gặp khó

- Chúng tôi kỳ vọng DGW sẽ cải thiện biên lợi nhuận ròng ròng (đạt 2,2%, +30 bps YoY) về mức tiêu chuẩn của ngành phân phối CNTT-TT (2,3-2,4%) nâng cấp hiệu quả quản lý tồn kho (thời hạn/tự động hóa vận hành kho), tối ưu lộ trình vận chuyển, qua đó tối ưu CPBH&QLDN và xoay vòng vốn lưu động nhanh hơn (hỗ trợ giảm nợ vay, giảm chi phí lãi vay/doanh thu thuần).

Định giá không hấp dẫn khi triển vọng kinh doanh thiếu đột phá

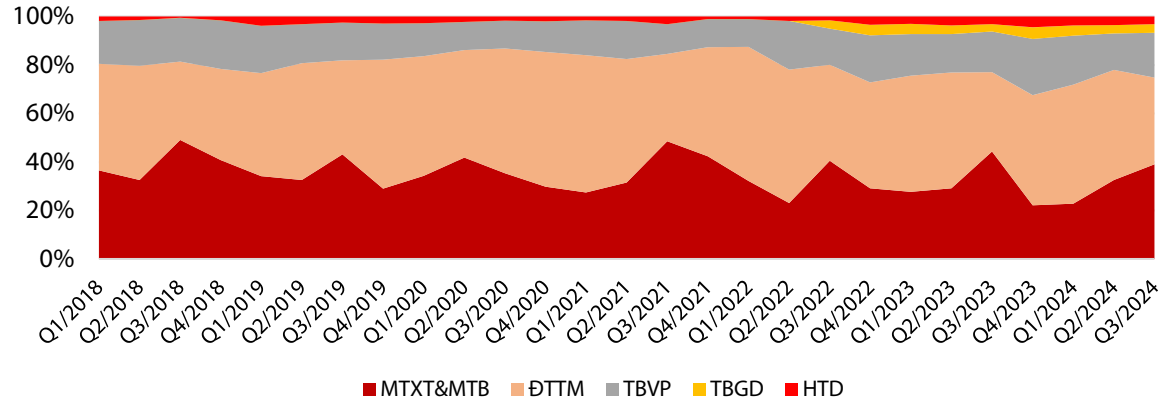
- Giá cổ phiếu này đã phản ánh đầy đủ triển vọng tăng trưởng trong ngắn và dài hạn với PE fwd 2025 đạt 13,8x, cao hơn trung bình 5 năm của DGW (12,8x) và trung vị ngành phân phối CNTT-TT (10,4x). Tuy nhiên, thị trường có thể đang giao dịch cổ phiếu với kỳ vọng nhiều hơn đi kèm mức độ chấp nhận rủi ro cao hơn.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Thị phần phân phối của DGW trong các nhãn hàng ĐTDĐ (Apple & Xiaomi), MTXT&MTB lớn tăng mạnh. Tuy nhiên, rủi ro này thấp do thị phần của DGW đã ở mức giới hạn trong miếng bánh phân phối có nhiều tay chơi (FPT Synnex, Petrosetco, Viettel Distribution, nền tảng TMDT, nhà phân phối nhỏ lẻ khác).
- Thêm quyền phân phối cho các các thương hiệu mới có uy tín (ví dụ, Samsung).

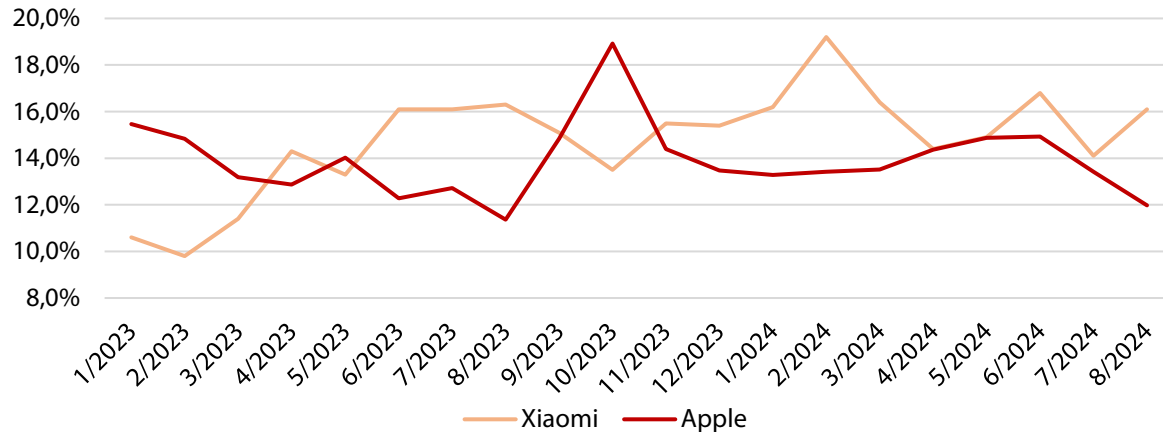
Câu chuyện tăng trưởng nhiều thách thức do DGW chưa tìm kiếm được động lực mới từ mảng mới trong khi mảng cốt lõi (CNTT-TT) đã bão hòa

Nỗ lực tìm kiếm tăng trưởng mới của DGW kéo dài từ 2018 nhưng tỷ trọng đóng góp còn thấp



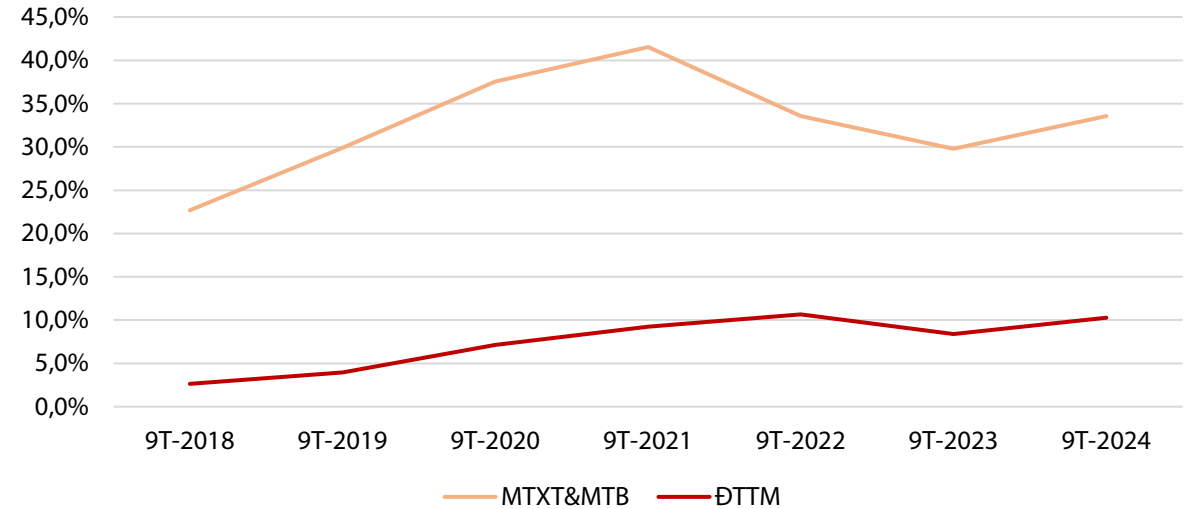
Nguồn: GFK, DGW, CTCK Rồng Việt

Xiaomi tăng trưởng thị phần tốt hỗ trợ tăng trưởng doanh thu DGW trong năm 2024-2025 thay cho Apple (thị phần đi ngang)



Nguồn: DGW, CTCK Rồng Việt

Khả năng nhận thêm quyền phân phối từ hãng lớn khác (Samsung) là điều kiện tiên quyết để tăng thị phần mảng trụ cột CNTT-TT (hiện đã ở mức giới hạn với số lượng hãng DGW hợp tác hiện nay)



Nguồn: GFK, DGW, CTCK Rồng Việt

Chỉ số tài chính của DGW qua các năm

Cuối năm-T12	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	20.923	22.061	18.818	22.493	24.384	26.235
MTXT & MTB	7.865	7.028	5.906	6.260	6.638	7.040
Điện thoại di động	9.861	10.760	8.067	10.277	10.803	11.348
Thiết bị văn phòng	2.833	3.876	3.441	4.282	4.840	5.303
Khác	364	397	1,404	1.674	2.102	2.544
Tăng trưởng YoY (%)						
Doanh thu	66,9%	5,3%	-14,6%	19,5%	8,4%	7,6%
LNST Cty Mẹ	144,9%	4,5%	-48,2%	19,6%	14,0%	22,3%
Khả năng sinh lời (%)						
Biên LN gộp	7,2%	7,5%	8,3%	9,2%	9,3%	9,5%
Biên LN ròng	3,1%	3,1%	1,9%	1,9%	2,0%	2,3%
ROE	36,8%	28,6%	13,7%	14,9%	15,3%	16,5%
Cấu trúc tài chính (%)						
Tổng vay/VCSH	62,8%	81,7%	89,7%	81,7%	59,8%	48,1%

Độ nhạy cho định giá dài hạn của DGW bằng phương pháp DCF

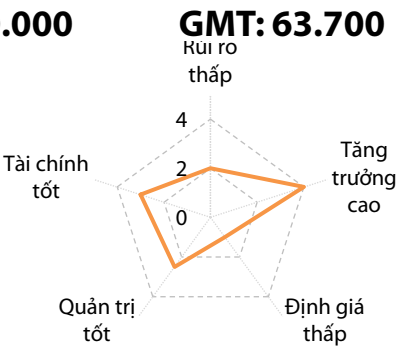
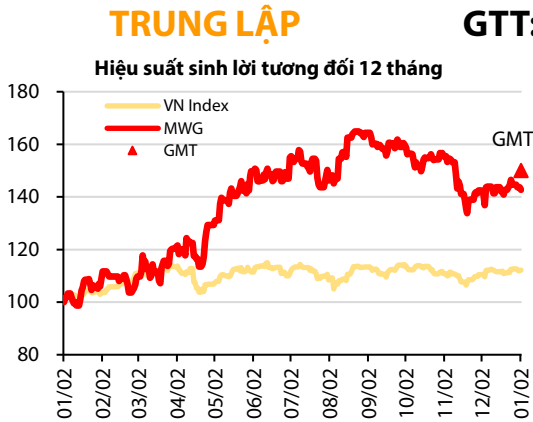
WACC	Exit EV/EBITDA							
		5,0x	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x
	7,1%	18.642	21.739	24.835	27.932	31.028	34.124	37.221
	8,1%	17.836	20.807	23.778	26.748	29.719	32.690	35.660
	9,1%	17.068	19.919	22.770	25.622	28.473	31.324	34.175
	10,1%	16.336	19.073	21.811	24.548	27.285	30.023	32.760
	11,1%	15.637	18.266	20.895	23.524	26.154	28.783	31.412
	12,1%	14.970	17.496	20.022	22.548	25.075	27.601	30.127
	13,1%	14.333	16.761	19.189	21.617	24.045	26.473	28.901

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Định giá ngắn hạn của DGW bằng phương pháp so sánh P/E

EPS (VND)	P/E						
			8,4x	9,4x	10,4x	11,4x	12,4x
	2024	1.934	16.261	18.195	20.128	22.062	23.996
	2025	2.204	18.531	20.735	22.938	25.142	27.346

Nguồn: CTCK Rồng Việt



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (triệu \$)	88.566
SLCPĐLH (triệu CP)	1.461
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	6.989
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	440
SH NHĐTNN còn lại (%)	2,9
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	41,8 – 70,8

TÀI CHÍNH

	2023A	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	118.280	134.153	147.949
LNST (tỷ đồng)	168	3.798	4.315
ROA (%)	0,3	5,7	6,1
ROE (%)	0,7	14,4	14,4
EPS (đồng)	115	2.598	2952
GTSS (đồng)	15.941	18.059	20.508
Cổ tức tiền mặt (đồng)	500	500	500
P/E (x)	354,7	23,5	20,7
P/B (x)	2,5	3,4	3,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Cuộc chơi bán lẻ điện tử dần “ngọt ngọt” khiến triển vọng tăng trưởng TGDĐ&ĐMX không cao

- Hai chuỗi điện tử TGDĐ&ĐMX sẽ suy yếu về cả tăng trưởng doanh thu (+3,6% YoY) và biên LN (đạt 4,5%,-22 bps YoY) trong năm 2025 do việc ngày càng có thêm nhiều tay chơi gia nhập thị trường (hàm ý nhà bán lẻ non trẻ khác, thương mại điện tử), tranh giành một miếng bánh tổng thể ngành bán lẻ điện tử đang dần nhạt vị (tăng trưởng dưới 5% YoY).

BHX trở thành tâm điểm kéo tăng trưởng của MWG, tiếp nối thành quả của 2024

- Sau khi tìm thấy công thức vận hành cửa hàng hiệu quả (đã đạt hòa vốn) trong năm 2024, BHX sẽ tiếp đà gia tăng vị thế trong ngành bán lẻ bách hóa ở năm 2025 (tăng trưởng doanh thu +25,6% YoY, đạt thị phần 3,6%) nhờ tăng tốc độ mở mới (+342 cửa hàng YoY), trong khi doanh thu mỗi cửa hàng đi ngang ở mức cao kỷ lục (2,1-2,2 tỷ đồng/tháng).
- Chuỗi cũng sẽ tiếp tục tối ưu chi phí vận hành hệ thống (như đã đề cập), giúp biên lợi nhuận ròng năm 2025 cải thiện +92 bps YoY, đạt 1,1% tiến dần đến trung bình ngành (2-3%).

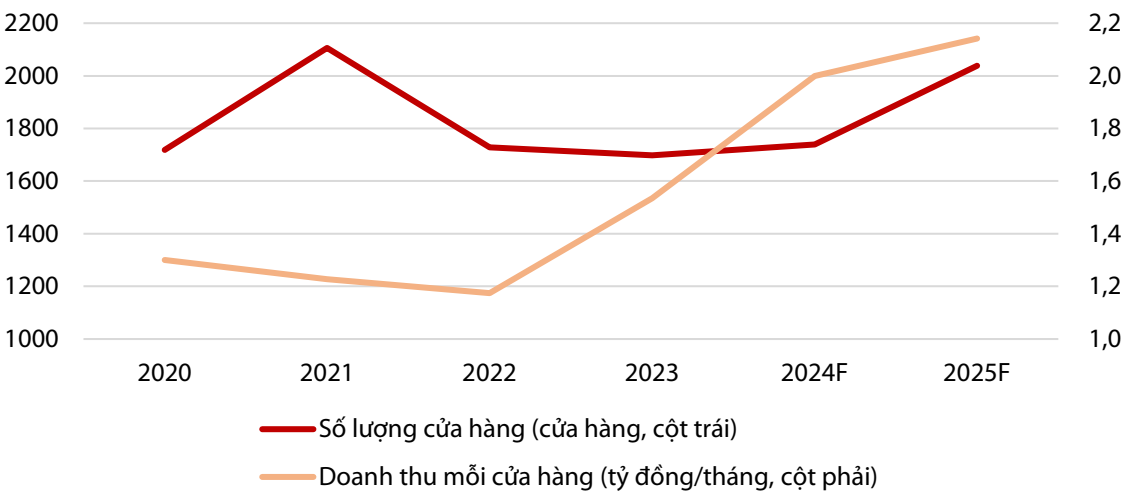
Tăng trưởng LNST (+13,6% YoY), tương ứng mức P/E dự phóng năm 2025 là 21,6 lần, phù hợp với trung bình ngành bán lẻ bách hóa (20,0x). Đây là mức định giá hợp lý trong bối cảnh hiện tại của ngành.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

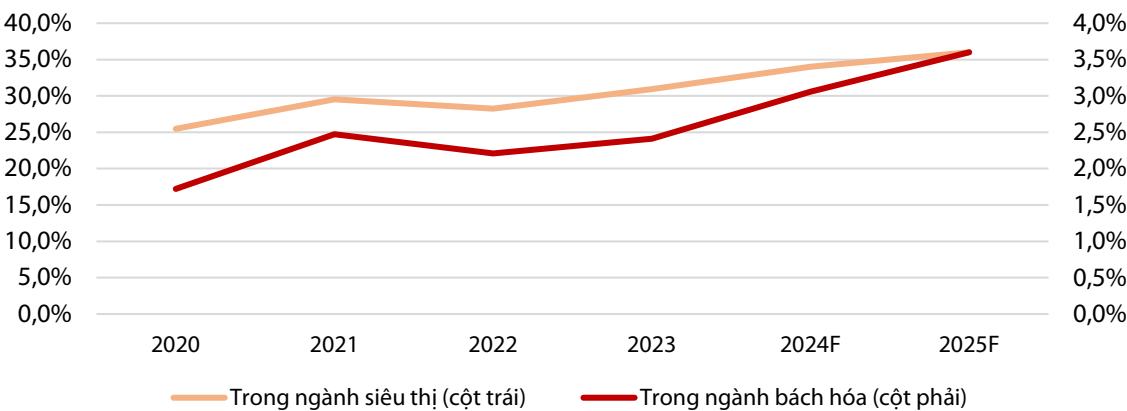
- Rủi ro tăng giá, xác suất thấp: Các chuỗi TGDĐ&ĐMX giữ được/gia tăng thị phần tốt so với các nền tảng TMĐT và nhà bán lẻ khác.
- HĐKD chuỗi Erablue hợp tác cùng Erajaya là rủi ro tăng/giảm giá (chưa đưa vào định giá).

Nỗ lực mở rộng thị phần bằng việc tăng cả số lượng cửa hàng và doanh thu mỗi cửa hàng...

Chúng tôi kỳ vọng Bách hóa xanh mở mới 300 cửa hàng trong năm 2025



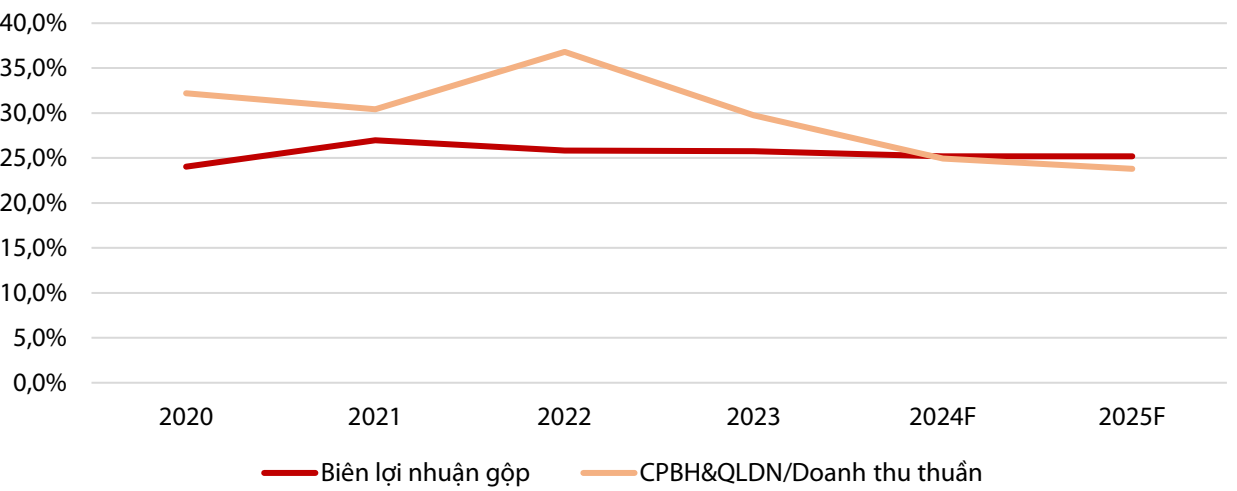
Thị phần Bách hóa xanh (%)



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

...kết hợp với tối ưu CPBH&QLDN, giúp BHX cải thiện biên lợi nhuận ròng dẫn về mức mục tiêu ngành (2,0-3,0%)

Chỉ số sinh lời của Bách hóa xanh (%)



Mức trung bình của ngành được tính từ 5 chuỗi bán lẻ bách hóa có vị thế nội địa tương đồng với Winmart							
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Trung bình ngành
Biên LN gộp	15%	15%	15%	15%	20%	20%	
Trung bình	26,7%	26,9%	27,4%	27,5%	27,8%	28,8%	27,6%
Trung vị	25,0%	25,0%	24,9%	25,2%	25,3%	26,0%	25,3%
CPBH&QLDN/DT thuần	15%	15%	15%	15%	20%	20%	
Trung bình	21,4%	22,1%	19,6%	20,0%	20,1%	20,9%	20,7%
Trung vị	22,4%	24,6%	17,0%	18,7%	19,4%	20,8%	20,5%
Biên LN ròng	15%	15%	15%	15%	20%	20%	
Trung bình	1,8%	1,6%	1,3%	2,0%	2,4%	2,5%	2,0%
Trung vị	1,5%	1,7%	1,4%	2,3%	2,7%	2,8%	2,1%

Nguồn: MWG, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Chỉ số tài chính của MWG qua các năm

Cuối năm-T12	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	122.958	133.405	118.280	134.153	147.949	161.334
Thế giới di động	31.600	35.519	28.959	29.261	29.617	29.989
Điện máy xanh	62.709	68.970	55.237	59.214	62.068	64.363
Bách hóa xanh	28.157	27.015	31.564	41.728	52.394	63.218
Khác	492	1.900	2.520	3.950	3.871	3.764
Tăng trưởng YoY (%)						
Doanh thu	13,3%	8,5%	-11,3%	13,4%	10,3%	9,0%
LNST Cty Mẹ	25,0%	-16,3%	-95,9%	2165,1%	13,6%	24,9%
Khả năng sinh lời (%)						
Biên LN gộp	22,5%	23,1%	19,0%	20,8%	21,1%	21,4%
Biên LN ròng	7,1%	7,6%	3,1%	5,2%	4,7%	4,4%
ROE	4,8%	5,0%	0,3%	3,2%	3,0%	3,5%
Cấu trúc tài chính (%)						
Tổng vay/VCSH	121,0%	69,4%	107,6%	94,3%	78,8%	67,2%

Bảng độ nhạy cho định giá dài hạn của MWG bằng phương pháp DCF

WACC	Exit EV/EBITDA							
		9,0x	10,0x	11,0x	12,0x	13,0x	14,0x	15,0x
	7,1%	47.998	51.584	55.169	58.755	62.340	65.926	69.512
	8,1%	46.476	49.921	53.366	56.810	60.255	63.700	67.145
	9,1%	45.024	48.335	51.646	54.957	58.267	61.578	64.889
	10,1%	43.638	46.821	50.005	53.188	56.371	59.555	62.738
	11,1%	42.315	45.377	48.438	51.500	54.562	57.623	60.685
	12,1%	41.051	43.997	46.943	49.888	52.834	55.780	58.726
	13,1%	39.843	42.678	45.514	48.349	51.184	54.019	56.855

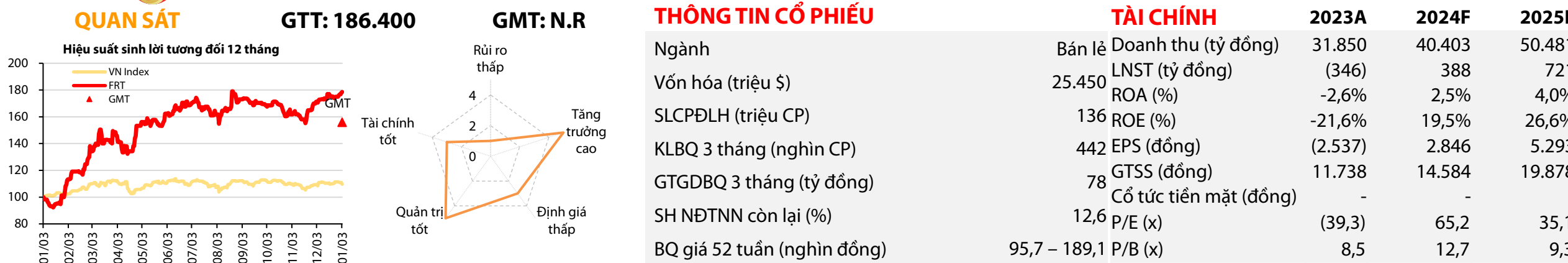
Nguồn: CTCK Rông Việt

Định giá ngắn hạn của MWG bằng phương pháp SoTP

	2024F	2025F
Giá mục tiêu MWG (đồng/cp)	66.884	74.262
TGDĐ&ĐMX (P/E 12,1x)	34.699	34.331
BHX (PS 1,13x)	30.452	38.235
An Khang (0,7x)	1.734	1.696

Nguồn: CTCK Rông Việt

Tổng hợp hai phương pháp DCF trong dài hạn và SoTP trong ngắn hạn với tỷ trọng 50:50, giá cổ phiếu mục tiêu xác định cho một năm tới của MWG ở mức 63.700 đồng/cổ phiếu.



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Long Châu là động lực tăng trưởng

- Chúng tôi dự phóng chuỗi tiệm chủng Long Châu bắt đầu có lợi nhuận từ 2025 nhờ việc mở rộng cơ sở tiệm chủng giúp gia tăng doanh thu và giảm tỷ lệ chi phí cố định/doanh thu.
- Tỷ trọng đóng góp doanh thu của chuỗi nhà thuốc Long Châu dự báo sẽ tăng từ 49,2% năm 2023 lên 66,4% năm 2028, tương ứng mức CAGR 5 năm là 25,3% trong 2024-2028 nhờ giữ vững những lợi thế cạnh tranh quan trọng (xem Slide sau)
- Trong cùng giai đoạn, **chúng tôi dự phóng FPT Shop thoát lỗ** nhờ kinh tế vĩ mô dần quay lại nhịp độ tăng trưởng giúp khôi phục chi tiêu cho ngành hàng CNTT-TT/điện máy và giảm mức độ cạnh tranh giá bán.

Ngành hàng điện máy là một biến số cần theo dõi

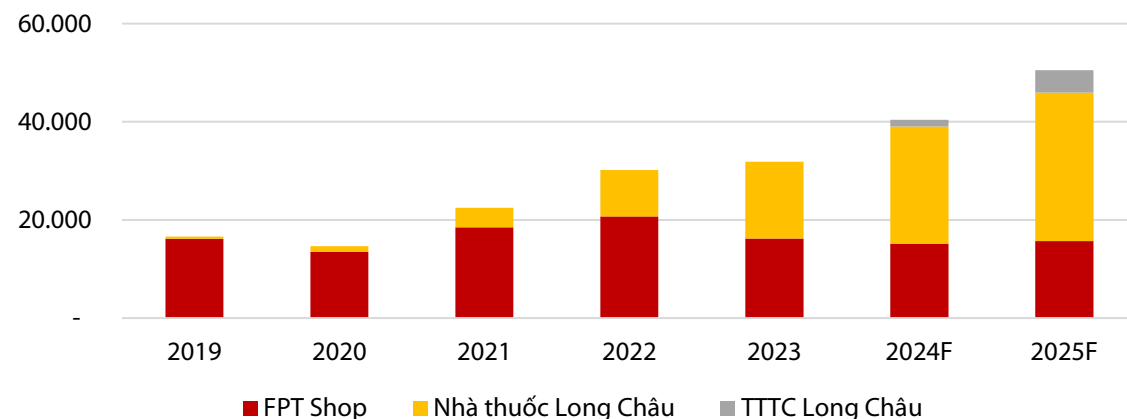
- Thị trường điện máy được dự báo tăng trưởng với tốc độ trung bình 6,6%/năm, cao hơn mức 2,3%/năm của ngành hàng CNTT-TT do mức độ thâm nhập chưa quá cao. Ngành hàng này cũng thường cho biên lợi nhuận cao hơn so với các sản phẩm CNTT-TT.
- FRT mở 10 cửa hàng điện máy độc lập bắt đầu từ tháng 8/2024 và đặt mục tiêu 60 cửa hàng điện máy tới cuối 2024 bằng việc chuyển đổi một số cửa hàng FPT Shop hiện hữu.
- Số liệu tài chính của ngành hàng này chưa được công bố. Chúng tôi khuyến nghị NĐT theo dõi thêm về hiệu quả HĐKD của ngành hàng mới này.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

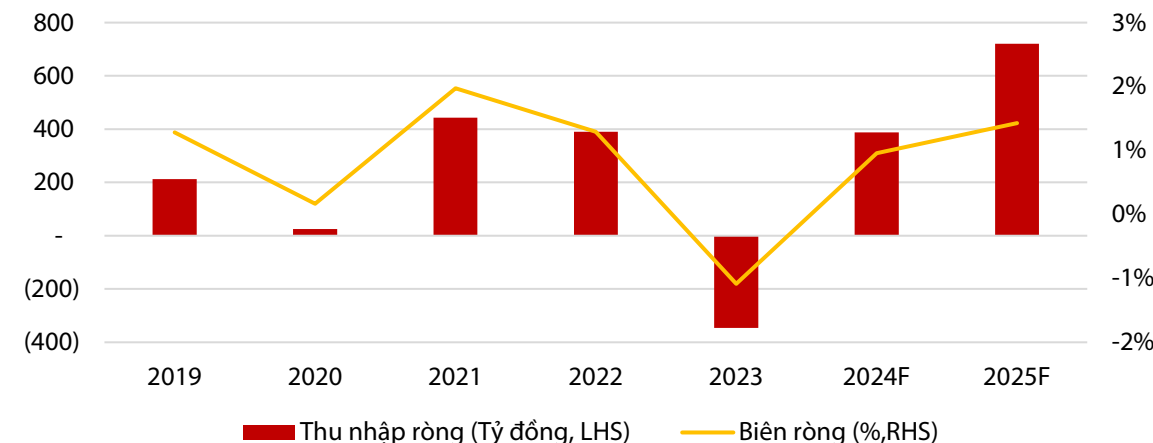
- Rủi ro pháp lý liên quan đến việc bán thuốc kê đơn không có đơn thuốc của chuỗi nhà thuốc và việc tuân thủ quy định an toàn của chuỗi tiệm chủng Long Châu.
- Ngành hàng điện máy cho lợi nhuận tốt/kém làm tăng/giảm định giá.

FRT dần quay trở lại xu hướng tăng LN ròng và biên LN ròng sau 5 năm bị ảnh hưởng bởi tác động của dịch Covid-19

Doanh thu thuần FRT (Tỷ đồng)



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt



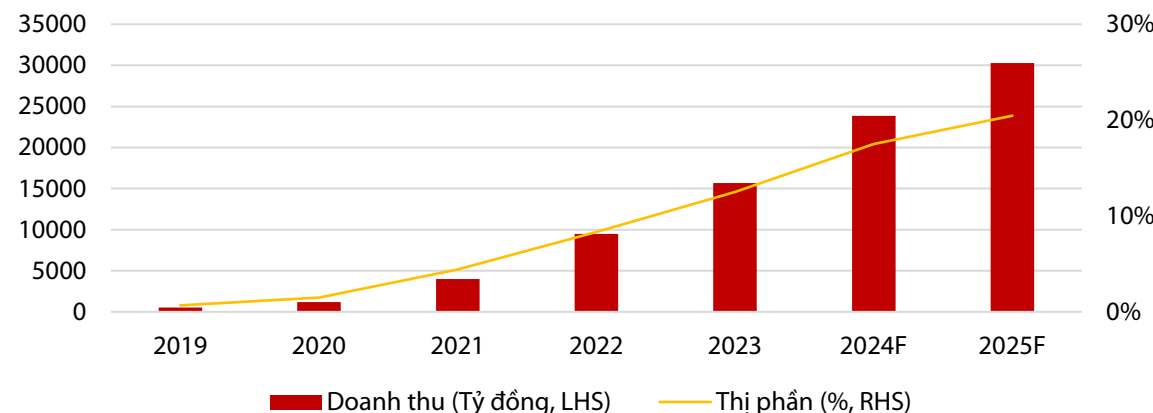
Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

Chuỗi nhà thuốc Long Châu được kỳ vọng tiếp tục giữ vị trí số 1 trên thị trường trong năm 2025 nhờ các lợi thế cạnh tranh quan trọng

Lợi thế cạnh tranh của Long Châu:

- **Am hiểu thị trường địa phương:** Long Châu ngay từ đầu đã luôn duy trì tỷ lệ thuốc trên tổng danh mục sản phẩm vào khoảng 60%-70% và thực hiện chiến lược giá cạnh tranh.
- **Áp dụng công nghệ tiên tiến:** nhờ lợi thế công ty liên quan là CTCP FPT, Long Châu đã ứng dụng công nghệ trí tuệ nhân tạo (AI), machine learning (máy học), big data (dữ liệu lớn), và robot mạng (BOT) vào công việc chăm sóc khách hàng, quản lý hàng tồn kho, tối ưu hóa quy trình vận hành, đào tạo dược sĩ qua các khóa học trực tuyến.
- **Kinh nghiệm bán lẻ:** FRT là một nhà bán lẻ có kinh nghiệm lâu năm.
- **Quy mô:** nhờ đó có được nguồn cung cấp đa dạng với giá chiết khấu hoặc mức hoa hồng cao hơn.

Doanh thu và thị phần chuỗi nhà thuốc Long Châu



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

Bảng chỉ số tài chính của FRT qua các năm

Cuối năm-T12	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	22.495	30.166	31.850	40.403	50.481	57.805
FPT Shop	18.518	20.689	16.185	15.164	15.663	16.178
Long Châu – Nhà thuốc	3.977	9.477	15.665	23.854	30.286	36.073
Long Châu – TT tiêm chủng	0	0	0	1.386	4.531	5.554
Tăng trưởng YoY (%)						
Doanh thu	53,4%	34,1%	5,6%	26,9%	24,9%	14,5%
LNST Cty Mẹ	1695,1%	-12,0%	-188,5%	-212,2%	86,0%	26,5%
Khả năng sinh lời (%)						
Biên LN gộp	14,0%	15,6%	16,2%	19,2%	19,7%	20,0%
Biên LN ròng	2,0%	1,3%	-1,1%	1,0%	1,4%	1,6%
ROE	26,7%	19,4%	-21,6%	19,5%	26,6%	25,2%
Cấu trúc tài chính (%)						
Tổng vay/VCSH	360%	270%	510%	440%	320%	230%

Bảng độ nhạy cho định giá dài hạn của FRT bằng phương pháp DCF

WACC	Exit EV/EBITDA					
		8,5x	9,5x	10,5x	11,5x	12,5x
	8,6%	138.602	157.113	175.623	194.133	212.644
	9,6%	133.552	151.560	169.568	187.576	205.585
	10,6%	128.678	146.203	163.727	181.251	198.775
	11,6%	123.975	141.032	158.089	175.147	192.204
	12,6%	119.434	136.040	152.647	169.254	185.861

Nguồn: CTCK Rồng Việt

TRUNG LẬP

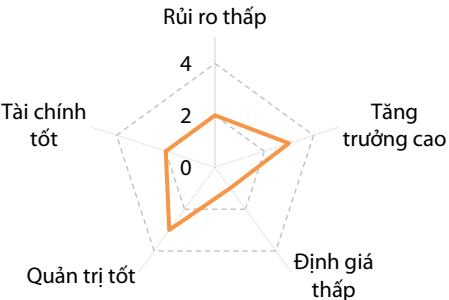
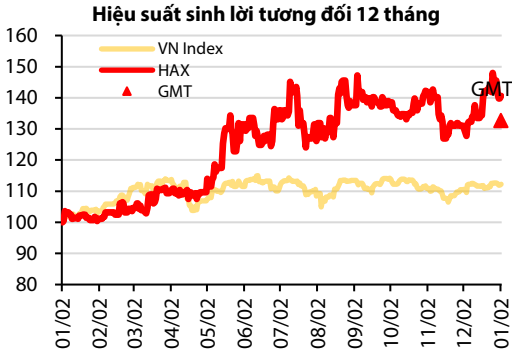
GTT: 17.200

GMT: 16.100

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A 2024E 2025F



Ngành	Phân phối
Vốn hóa (triệu \$)	1,832
SLCPĐLH (triệu CP)	107
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	813
GTGDBO 3 tháng (tỷ đồng)	14
SH NĐTNN còn lại (%)	30,3
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	12,1 – 18,6

Doanh thu (tỷ đồng)	3.982	5.373	5.867
LNST (tỷ đồng)	34	143	147
ROA (%)	1,7	5,5	5,3
ROE (%)	2,9	10,9	10,1
EPS (đồng)	375	1.328	1.371
GTSS (đồng)	12.459	13.986	15.562
Cổ tức tiền mặt (đồng)	500	300	1.200
P/E (x)	31,4	12,8	12,4
P/B (x)	1,0	1,2	1,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng xe Mercedes-Benz chứng lại dần theo thời gian cả về doanh thu và lợi nhuận

- Sự đảm bảo của trụ cột lâu năm Mercedes-Benz dự kiến tiếp diễn cho năm 2025 (-9,5% YoY) do ảnh hưởng từ xu hướng giảm chi tiêu xe sang, tập trung vào sản phẩm giá phải chăng, đáp ứng tốt nhu cầu (value-for-money) trong bối cảnh thu nhập chưa cải thiện nhiều.
- Tại thị trường Việt Nam, hãng đã ngừng mở showroom (hàm ý khó tăng trưởng doanh thu cho HAX), cắt giảm các đặc quyền hỗ trợ nhà phân phối (biên lợi nhuận, khoản thưởng KPI theo quan điểm chúng tôi), ảnh hưởng tới tăng trưởng lợi nhuận từ kinh doanh dòng xe Mercedes-Benz của HAX.

Xoay trục tăng trưởng từ Mercedes-Benz (MBZ) sang MG

- MG nỗ lực lấn sâu vào thị trường Việt Nam (dự kiến thị phần đạt 4,1% cho năm 2025), giúp HAX hưởng lợi lớn nhất về cả tăng trưởng doanh thu (nhà phân phối Top1, chiếm 35-40% thị phần phân phối) và tăng trưởng lợi nhuận (HAX hưởng nhiều đặc quyền từ MG như biên lợi nhuận cao, khoản thưởng doanh số lớn, tài trợ chi phí mở Showroom).
- Tuy nhiên biên lợi nhuận ròng dự kiến suy giảm (-15 bps YoY, đạt 2,5%) do chúng tôi dự đoán MG sẽ giảm dần đặc quyền về biên lợi nhuận của HAX khi MG tiến sâu hơn vào thị trường.

Chờ đợi vùng giá chiết khấu để mở ra cơ hội đầu tư

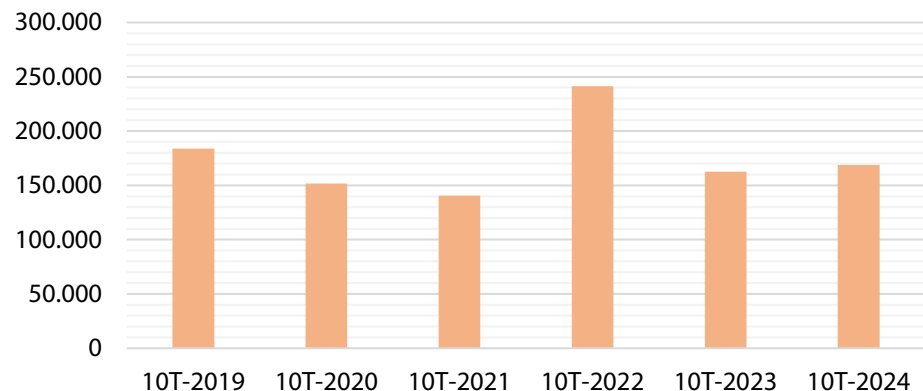
- Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), giá trị hợp lý của HAX là 16.100 đồng, tương đương PE fwd năm 2025 là 11,7x, cao hơn trung bình GĐ 2012-23 của HAX (9,2x).
- HAX có thể là khoản đầu tư phù hợp với trường phái cổ tức cho năm 2025 với mục tiêu chi trả cổ tức tiền mặt tối thiểu 12% (tương đương tỷ suất cổ tức ước tính là 7,5%).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Các diễn biến tích cực vượt kỳ vọng của xe MG như gia tăng thị phần mạnh mẽ hơn kỳ vọng hoặc HAX tiếp tục hưởng đặc quyền từ MG với việc duy trì biên lợi nhuận cao, khoản thưởng lớn.
- Ghi nhận thu nhập đột biến từ các giao dịch bất thường cho phần còn lại của 2024 và năm 2025, ví dụ mua bán bất động sản Võ Văn Kiệt, khoản thưởng cao hơn kỳ vọng.

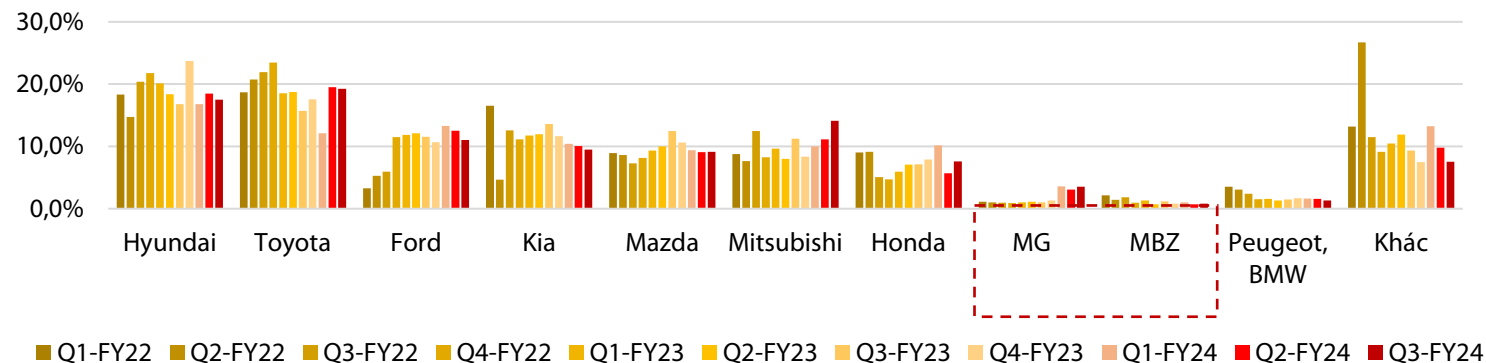
Thị phần MG bứt phá kéo theo KQKD HAX vượt chông gai từ sức cầu yếu của ngành ô tô và sự suy giảm nhanh thị phần Mercedes-Benz

Sản lượng tiêu thụ ô tô tại Việt Nam (chiếc)



Nguồn: VAMA, CTCK Rồng Việt

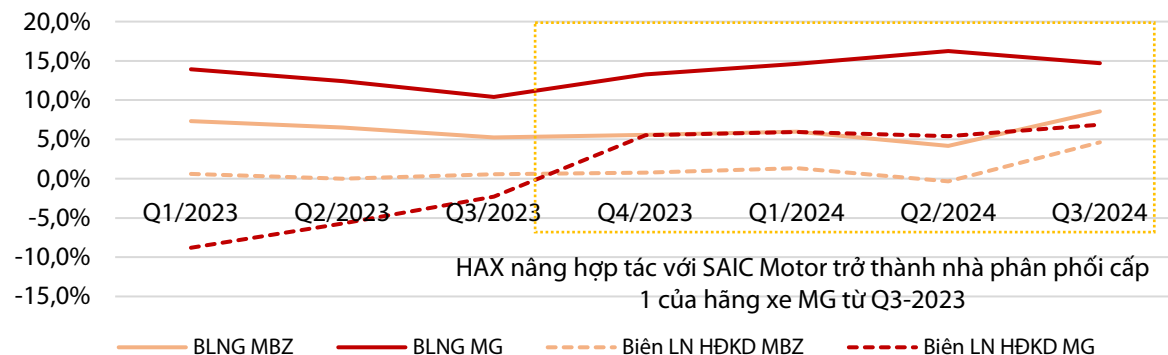
Thị phần các hãng xe ô tô tại Việt Nam (%)



Nguồn: VAMA, Hyundai TC, CTCK Rồng Việt

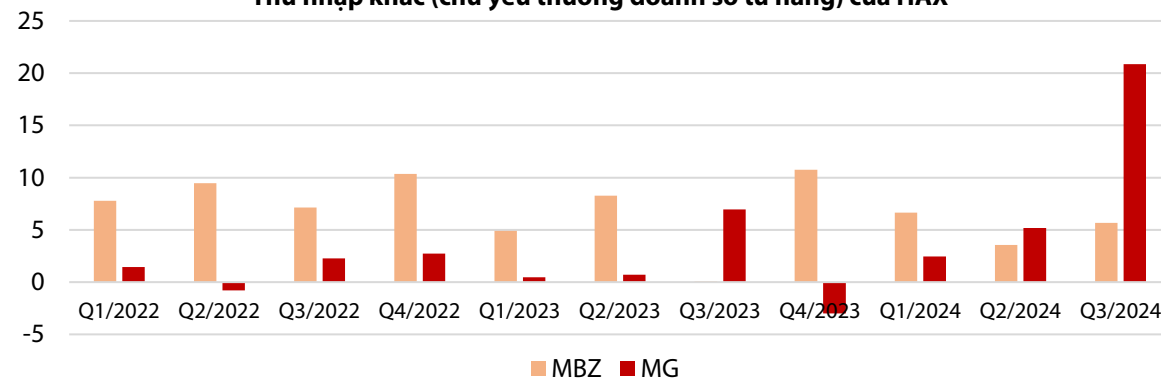
HAX hưởng nhiều đặc quyền từ MG trong giai đoạn đầu tái thâm nhập ở Việt Nam. Điều này có thể suy giảm khi MG mở rộng được sức ảnh hưởng ở Việt Nam

Biên LN của HAX theo mảng (%)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Thu nhập khác (chủ yếu thường doanh số từ hãng) của HAX



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Bảng chỉ số tài chính của HAX qua các năm

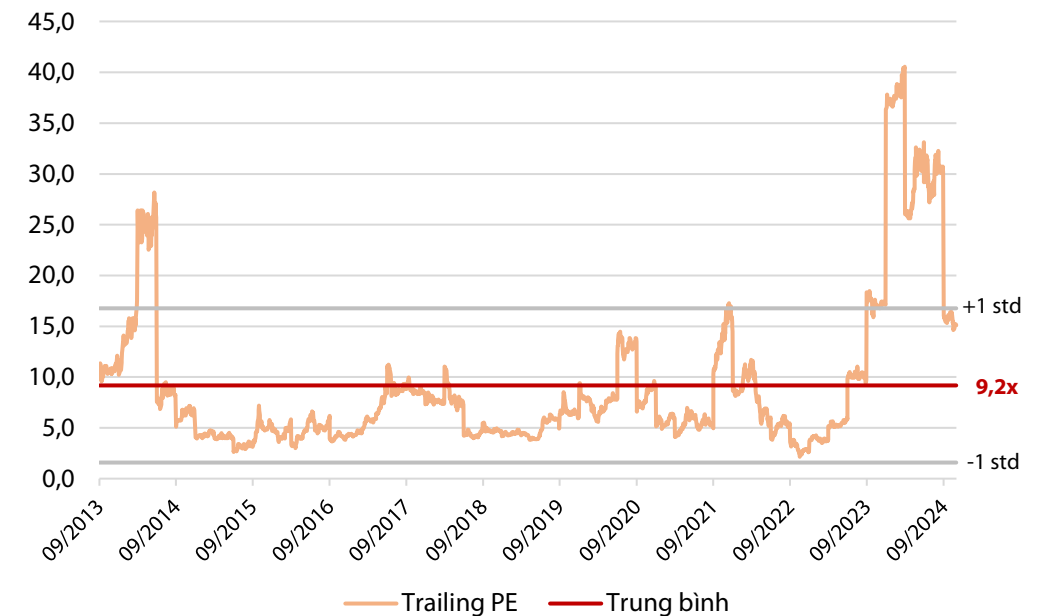
Cuối năm-T12	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Tổng D.thu (tỷ đồng)	5.551	6.775	3.982	5.373	5.867	6.542
Bán xe Mercedes-Benz	4.924	6.108	3.032	2.910	2.634	2.347
Bán xe MG	302	147	411	1.907	2.573	3.428
Sửa chữa, bán phụ tùng	317	506	515	532	635	743
Khác	9	14	24	24	24	24
Tăng trưởng YoY (%)						
Doanh thu	-0,3%	22,0%	-41,2%	34,9%	9,2%	11,5%
LNST Cty Mẹ	28,8%	49,9%	-85,9%	322,1%	3,3%	21,2%
Khả năng sinh lời (%)						
Biên LN gộp	6,4%	7,0%	7,0%	10,2%	10,3%	11,0%
Biên LN ròng	2,9%	3,5%	0,8%	2,7%	2,5%	2,7%
ROE	22,5%	24,7%	2,9%	10,9%	10,1%	10,9%
Cấu trúc tài chính (%)						
Tổng vay/VCSH	27,6%	118,9%	60,1%	75,0%	63,6%	50,9%

Bảng độ nhạy cho định giá dài hạn của HAX bằng phương pháp DCF

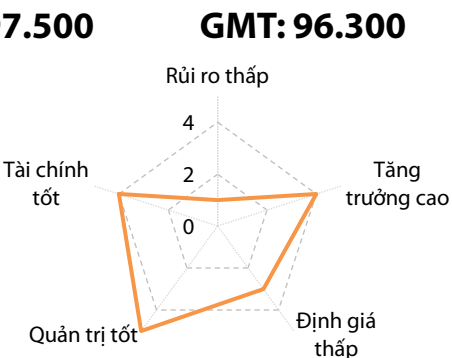
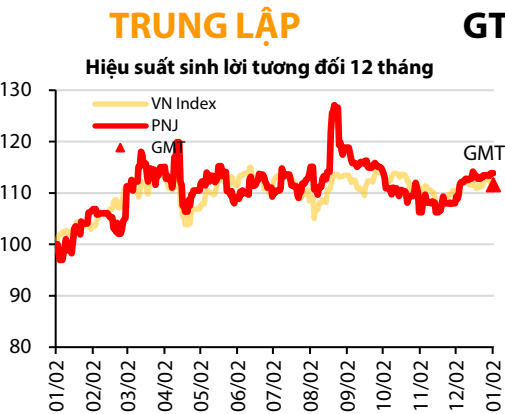
WACC	Exit EV/EBITDA							
		5,0x	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x
	6,8%	8.625	12.257	15.889	19.521	23.152	26.784	30.416
	7,8%	7.878	11.360	14.843	18.325	21.808	25.290	28.773
	8,8%	7.168	10.509	13.849	17.190	20.530	23.871	27.212
	9,8%	6.493	9.699	12.905	16.111	19.316	22.522	25.728
	10,8%	5.852	8.930	12.007	15.084	18.162	21.239	24.317
	11,8%	5.242	8.198	11.153	14.108	17.064	20.019	22.974
	12,8%	4.662	7.501	10.340	13.179	16.018	18.858	21.697

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Biểu đồ P/E của HAX (x)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành
Vốn hóa (triệu \$)
SLCPĐLH (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

TÀI CHÍNH

Bán lẻ	Doanh thu (tỷ đồng)	33.137	37.862	32.807
33.081	LNST (tỷ đồng)	1.971	2.039	2.223
338	ROA (%)	13,7%	12,5%	13,0%
725	ROE (%)	20,1%	18,2%	17,5%
69	EPS (đồng)	6.006	6.097	6.582
0,0	GTSS (đồng)	43.964	48.807	50.508
83,1 – 110,2	Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	2.000	2.000
	P/E (x)	13,2	16,1	14,9
	P/B (x)	2,7	2,0	1,9

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

PNJ được kỳ vọng tiếp tục là DN nữ trang đứng đầu của Việt Nam

- PNJ đã gia tăng thị phần từ 20,4% năm 2023 lên 21,4% trong 9T/2024, tiếp tục là DN dẫn đầu ngành trang sức với thị phần lớn nhất.
- Chúng tôi kỳ vọng các lợi thế về năng lực bán lẻ được xây dựng qua nhiều năm, áp dụng hệ thống công nghệ tiên tiến, khả năng xây dựng thương hiệu và văn hóa doanh nghiệp hiệu quả sẽ được giữ vững trong các năm tới; nhờ đó giúp DN giữ vững vị trí dẫn đầu.

Doanh thu PNJ năm 2025 giảm 13,4% YoY do sự sụt giảm mảng vàng 24K trong khi mảng bán lẻ được kỳ vọng tiếp tục duy trì tăng trưởng doanh thu ở mức tốt

- Trong dự phóng của chúng tôi, mảng bán lẻ trang sức vẫn duy trì tăng trưởng doanh thu tốt ở mức trung bình 10,5%/năm cho 2024-2028.
- Doanh thu mảng vàng 24K tiếp tục chịu ảnh hưởng của việc siết chặt quản lý thị trường vàng khiến cho nguồn cung bị ảnh hưởng, dự phóng doanh thu mảng này năm 2025 giảm 60,7% YoY xuống 4.452 tỷ trong năm 2025.

Dự phóng lợi nhuận ròng 2025 vẫn sẽ tăng trưởng ở mức tương đối 9,0% svck nhờ gia tăng tỷ trọng doanh thu mảng bán lẻ trang sức

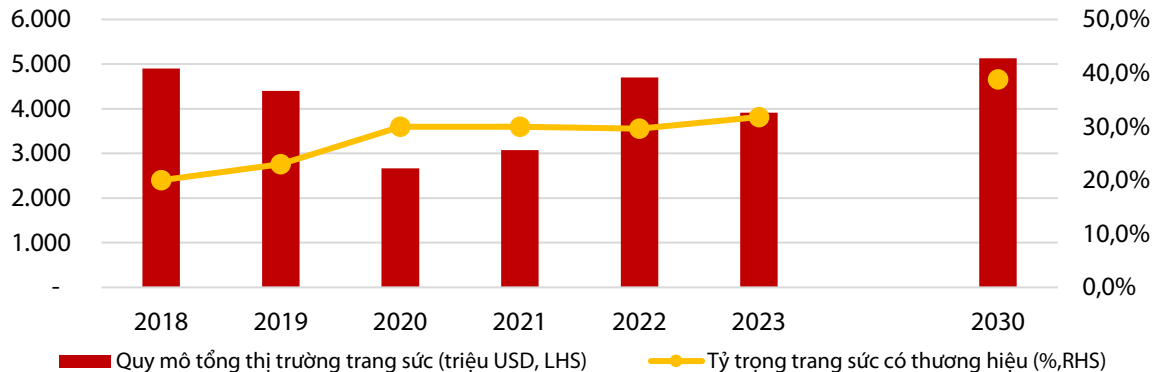
- Biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ trang sức suy giảm đáng kể 6,3% QoQ trong Q3/2024 và dự kiến sẽ tiếp tục bị ảnh hưởng tiêu cực cho các kỳ dự phóng khi việc siết chặt quản lý thị trường vàng khiến chi phí đầu vào tăng.
- Tuy nhiên, việc gia tăng đáng kể tỷ trọng doanh thu mảng bán lẻ trang sức giúp biên ròng của PNJ tăng 1,4% trong 2025 lên 6,8%.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Thị trường vàng tiếp tục chịu sự quản lý chặt chẽ, do đó việc thiếu hụt nguồn cung vàng có thể tiếp tục, không chỉ ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh vàng miếng mà còn ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất trang sức. Chúng tôi khuyến nghị NĐT theo dõi sát diễn biến của thị trường.

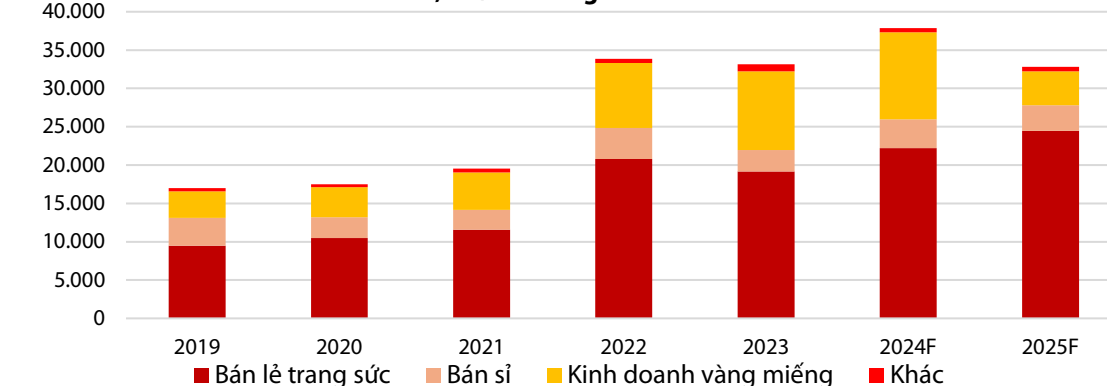
Thị trường trang sức tiếp tục tăng trưởng và xu hướng dịch chuyển qua trang sức có thương hiệu hỗ trợ cho doanh thu và thị phần của PNJ

Thị trường trang sức kỳ vọng tăng trưởng trung bình 4,0%/năm trong 2023-2030



Nguồn: PNJ, World Gold Council, CTCK Rồng Việt

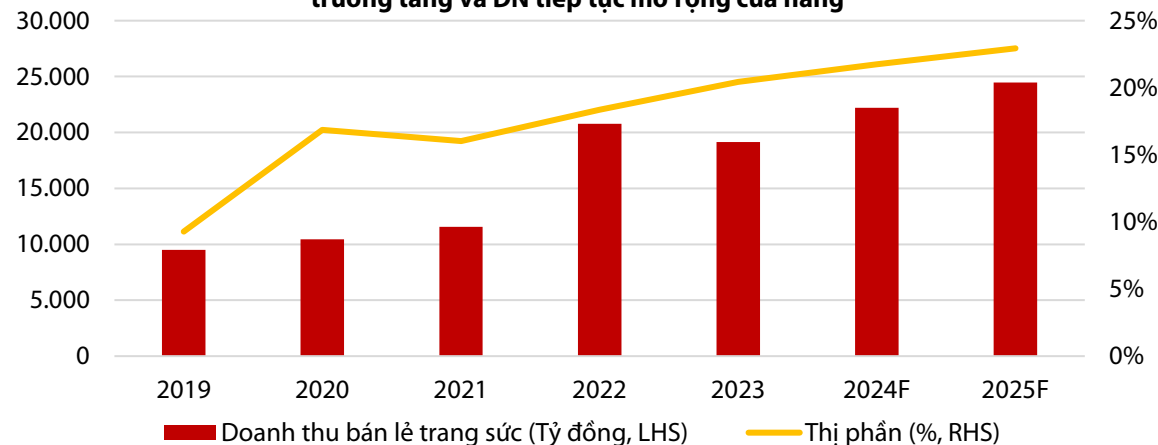
Doanh thu mảng bán lẻ trang sức của PNJ dự kiến tăng trưởng trung bình 10,5%/năm trong 2024-2028



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

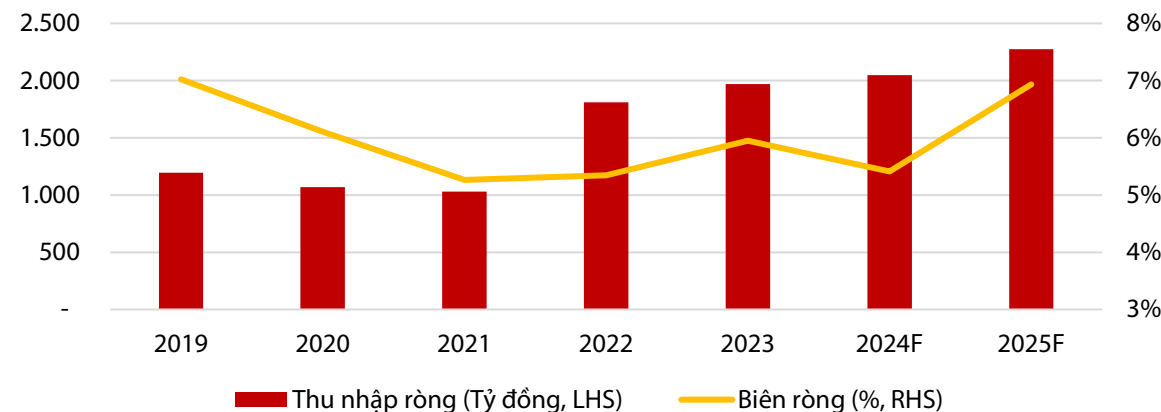
PNJ sẽ tiếp tục giữ vững vị trí doanh nghiệp nữ trang dẫn đầu, mảng bán lẻ trang sức tiếp tục là trụ cột tăng trưởng của PNJ trong tương lai

Doanh thu và thị phần mảng bán lẻ trang sức của PNJ tăng trưởng nhờ thị trường tăng và DN tiếp tục mở rộng cửa hàng



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

LN ròng và biên LN ròng tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ mảng bán lẻ trang sức vẫn tiếp tục tăng trưởng



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Chỉ số tài chính của PNJ qua các năm

Cuối năm-T12	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Tổng D.thu (tỷ đồng)	19.547	33.876	33.137	37.862	32.807	34.623
Bán lẻ trang sức	11.560	20.773	19.153	22.196	24.481	26.741
Bán sỉ	2.599	4.056	2.819	3.781	3.315	2.871
Kinh doanh vàng miếng	4.868	8.500	10.276	11.326	4.452	4.452
Khác	520	547	889	560	560	560
Tăng trưởng YoY (%)						
Doanh thu	11,6%	73,3%	-2,2%	14,3%	-13,4%	5,5%
LNST	-3,8%	76,0%	8,9%	3,4%	9,0%	10,9%
Khả năng sinh lời (%)						
Biên LN gộp	18,4%	17,5%	18,3%	17,3%	21,7%	22,3%
Biên LN ròng	5,3%	5,3%	5,9%	5,4%	6,8%	7,1%
ROE	17,1%	21,4%	20,1%	18,2%	17,5%	17,1%
Cấu trúc tài chính (%)						
Tổng vay/VCSH	45,3%	31,8%	24,3%	15,3%	11,3%	1,1%

Độ nhạy cho định giá dài hạn của PNJ bằng phương pháp DCF

WACC	Tăng trưởng bền vững dài hạn (g, %)					
		0,9%	1,9%	2,9%	3,9%	4,9%
	8,5%	99.352	112.235	129.739	154.890	194.106
	9,5%	87.958	97.657	110.306	127.491	152.186
	10,5%	78.948	86.483	96.008	108.429	125.304
	11,5%	71.645	77.647	85.047	94.402	106.601
	12,5%	65.607	70.484	76.379	83.649	92.838

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Định giá ngắn hạn của PNJ bằng phương pháp P/E

EPS (VND)	P/E					
			12,7	13,7	14,7	15,7 16,7
	2024	6.097	77.213	83.309	89.406	95.503 101.600
	2025	6.582	83.360	89.942	96.524	103.106 109.688

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Tổng hợp hai phương pháp DCF trong dài hạn và P/E trong ngắn hạn với tỷ trọng 50:50, giá cổ phiếu mục tiêu xác định cho một năm tới của PNJ ở mức 96.300 đồng/cổ phiếu.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

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



www.vdsc.com.vn

