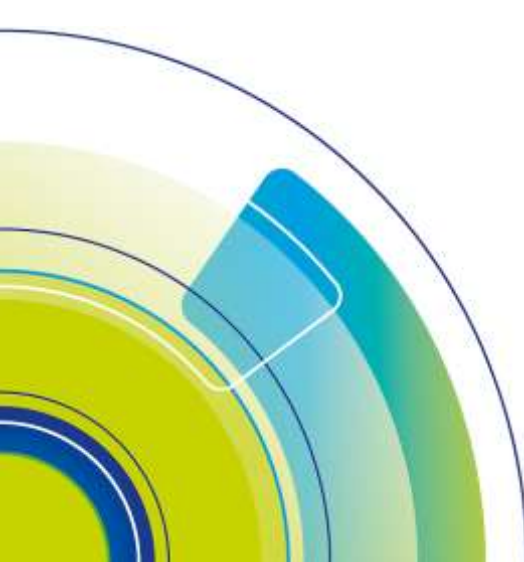




Cập nhật **FRT – KHẢ QUAN**

Ngày 15/05/2024



Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 7300 7000 – Ext: 1042

chiltk@acbs.com.vn

Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

HSX: FRT

Bán lẻ

Giá mục tiêu (VND) 179.400

Giá hiện tại (VND) 162.300

Tỷ lệ tăng giá 10,5%

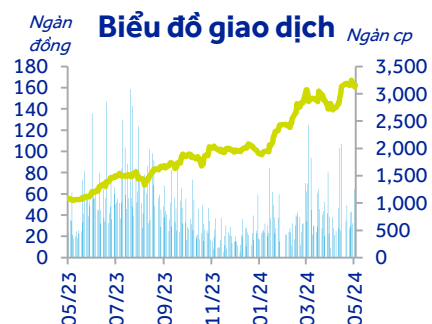
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 0,0%

Tổng tỷ suất lợi nhuận 10,5%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	51,7	11,0	28,6	190,7
Tương đối	41,3	13,8	25,0	172,5

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

FPT Corp.	46,5%
CTBC VN EQ Fund	4,9%
Truswell Securities Inv.	3,4%

Thông kê 14/05/2024

Mã Bloomberg FRT VN

Thấp/Cao 52 tuần (VND) 53.652-169.900

SL lưu hành (triệu cp) 136

Vốn hóa (tỷ đồng) 22.112

Vốn hóa (triệu USD) 868

Room khối ngoại còn lại (%) 13,8

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%) 48,2

KLGD TB 3 tháng (cp) 777.268

VND/USD 25.482

Index: VNIndex / HNX 1243,2/236,9

CTCP BÁN LẺ KỸ THUẬT SỐ FPT (FRT VN)

Công ty đã ghi nhận lợi nhuận trở lại trong Q1/2024 sau ba quý lỗ liên tiếp trong 2023. Trong khi Long Châu tiếp tục nâng cao hiệu quả hoạt động, chuỗi FPT Shop vẫn ghi nhận lỗ, theo đó chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng LNTT cho năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng doanh thu để phản ánh mảng kinh doanh mới là tiệm chủng và chuyển giá mục tiêu dựa trên phương pháp EV/Doanh thu sang giữa năm 2025. Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 179.400đ/cp.

FRT công bố doanh thu thuần đạt 9.042 tỷ đồng (+16,6% svck) và LNTT đạt 89 tỷ đồng (tăng 44 lần svck) trong Q1/2024, nhờ Long Châu tiếp tục nâng cao hiệu quả hoạt động.

Chuỗi FPT Shop, đóng góp 40% doanh thu của FRT trong Q1/2024, vẫn chưa có sự cải thiện về doanh thu khi giảm 20,6% svck trong bối cảnh sự phục hồi sức mua của người tiêu dùng chưa rõ ràng. Chuỗi này ghi nhận lỗ 51 tỷ đồng trong Q1/2024 nhưng con số này đã tốt hơn so với các quý trước.

Long Châu, hiện bao gồm chuỗi nhà thuốc và chuỗi trung tâm tiêm chủng, đã tăng tỷ trọng đóng góp lên 60% doanh thu của FRT. Chuỗi tiếp tục tăng trưởng doanh thu ấn tượng 68,5% svck và LNTT 106% svck trong Q1/2024, nhờ mở rộng mạng lưới mạnh mẽ. Hoạt động kinh doanh tiêm chủng bước vào giai đoạn mở rộng từ năm 2024 dù dự kiến chưa đóng góp đáng kể trong năm đầu tiên. CTCP Dược phẩm FPT Long Châu có kế hoạch phát hành riêng lẻ tối đa 10% cổ phần trong năm nay để tài trợ cho việc mở rộng các trung tâm tiêm chủng và dịch vụ chăm sóc sức khỏe. Thông tin chi tiết chưa được công bố.

Biên lợi nhuận gộp của công ty tăng lên 20,0% trong Q1/2024 (Q1/2023: 15,3%), nhờ FPT Shop và Long Châu đều cải thiện khả năng sinh lợi. Trong khi đó, tỷ lệ chi phí BH&QLDN trên doanh thu thuần tăng lên 18,6% (Q1/2023: 14,4%).

Hàng tồn kho giảm 10,6% so với cuối 2023, trong đó, hàng tồn kho của FPT Shop giảm 22%, chiếm 41% tổng lượng hàng tồn kho. Tỷ lệ nợ ròng trên vốn chủ sở hữu cải thiện mặc dù vẫn ở mức cao, đạt 285% vào cuối Q1/2024 so với 372% cuối 2023.

FRT đặt mục tiêu doanh thu thuần 37.000 tỷ đồng (+17% svck) và LNTT 125 tỷ đồng cho năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng công ty có thể ghi nhận doanh thu thuần 38.410 tỷ đồng (+20,6% svck) và LNTT 231 tỷ đồng trong 2024, tăng 3% về doanh thu nhưng giảm 45% về LNTT so với dự phóng trước. **Giá mục tiêu của chúng tôi cho FRT trong 12 tháng tới là 179.400 đồng/cp, tương đương tổng tỷ suất lợi nhuận 10,5%.**

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
DT thuần (tỷ đồng)	30.166	31.850	38.410	44.863	49.775
Tăng trưởng	34,1%	5,6%	20,6%	16,8%	10,9%
EBITDA (tỷ đồng)	673	159	745	1.108	1.285
Biên EBITDA	2,2%	0,5%	1,9%	2,5%	2,6%
LN ròng (tỷ đồng)	390	(346)	77	379	481
Tăng trưởng LN	-12,0%	-188,5%	-122,2%	394,1%	27,2%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2.865	(2.537)	563	2.779	3.534
Tăng trưởng	-12,0%	-188,5%	-122,2%	394,1%	27,2%
ROE	21,3%	-19,2%	4,7%	20,7%	22,0%
ROA	3,7%	-2,9%	0,6%	2,8%	3,4%
Nợ ròng / EBITDA (x)	5,1	37,6	7,7	5,7	5,1
EV/EBITDA (x)	41,7	177,0	37,7	25,3	21,8
EV/Doanh thu (x)	0,9	0,9	0,7	0,6	0,6
P/E (x)	56,6	(64,0)	288,5	58,4	45,9
Cổ tức (đồng)	500	-	-	500	500
Suất sinh lợi cổ tức	0,3%	0,0%	0,0%	0,3%	0,3%

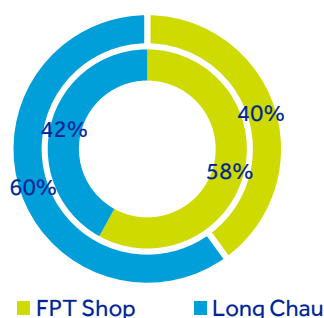
Kết quả Q1/2024 tốt hơn dự Long Châu và FPT Shop tăng trưởng trái chiều

Nhờ chuỗi Long Châu tiếp tục tăng trưởng mặc dù FPT Shop chưa phục hồi hoàn toàn, FRT công bố doanh thu thuần 9.042 tỷ đồng (+16,6% svck) và LNTT đạt 89 tỷ đồng (tăng 44 lần svck) trong Q1/2024 sau khi ghi nhận lỗ liên tiếp 3 quý trong 2023. LNTT trở lại nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện ở cả Long Châu và FPT Shop đồng thời chi phí tài chính ròng giảm, mặc dù tỷ lệ chi phí BH&QLDN trên doanh thu thuần tăng vì tốc độ tăng chi phí cao hơn tốc độ tăng doanh thu, chủ yếu do chi phí nhân viên tăng ở Long Châu và doanh thu FPT Shop giảm.

KQKD của FRT	Q1/2024	+/- svck	+/- q/q	Q1/2023	Q4/2023
DT thuần (tỷ đồng)	9.042	+16,6%	4,0%	7.753	8.690
LNTT (tỷ đồng)	89	+435%		2	-97
Biên LN gộp	20,0%			15,3%	17,5%
CPBH&QLDN/DT thuần	18,6%			14,4%	18,2%

Nguồn: FRT, ACBS

Doanh thu theo chuỗi trong Q1/2024 (vòng ngoài)-Q1/2023 (vòng trong)



Nguồn: FRT, ACBS

Chi phí tài chính ròng giảm từ 70 tỷ đồng trong Q1/2023 còn 35 tỷ đồng trong Q1/2024 nhờ chi phí lãi vay giảm, có thể do mặt bằng lãi suất thấp hơn và nợ ròng giảm. Chi phí lãi vay là một trong những yếu tố ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận của FRT do công ty có nợ ròng cao, chủ yếu là nợ ngắn hạn, để tài trợ vốn lưu động và mở rộng mạng lưới cửa hàng (chủ yếu là Long Châu), mặc dù tỷ lệ chi phí lãi vay ròng trên nợ ròng trung bình tương đối thấp (4,7% trong 2023, 3,3% năm 2022, 5,4% năm 2020, v.v).

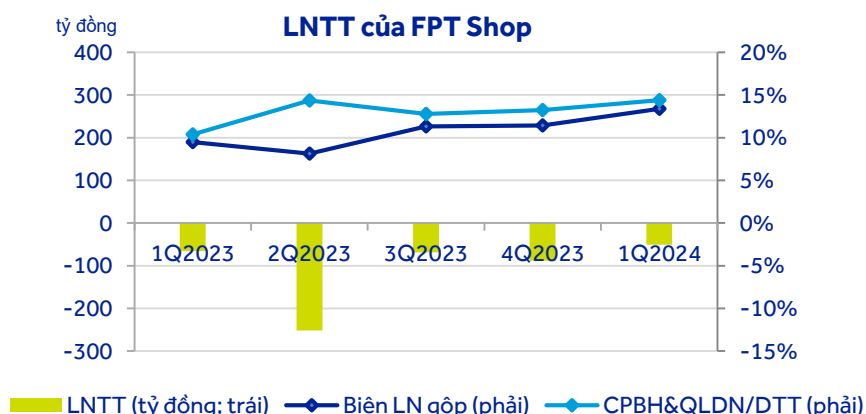
FPT Shop cải thiện khả năng sinh lợi dù doanh thu chưa phục hồi

Chuỗi FPT Shop ghi nhận doanh thu 3.583 tỷ đồng (-20,6% svck) và lỗ 51 tỷ đồng, với 743 cửa hàng đang hoạt động vào cuối Q1/2024, giảm 12 cửa hàng so với cuối 2023. Giống như một số nhà bán lẻ khác, chuỗi đã và có thể sẽ tiếp tục rà soát mạng lưới cửa hàng để loại bỏ các cửa hàng hoạt động kém hiệu quả (sau khi đóng cửa 31 cửa hàng trong 2023).

Doanh thu của chuỗi vẫn chưa phục hồi trong bối cảnh sức mua của người tiêu dùng chưa cho thấy tín hiệu cải thiện rõ ràng và số lượng cửa hàng giảm. Tuy vậy, khoản lỗ đã thu hẹp so với các quý trước, chủ yếu nhờ biên lợi nhuận gộp tăng từ 9,5% trong Q1/2023 lên 13,4% trong Q1/2024, cao hơn kỳ vọng của chúng tôi. Đây có thể là kết quả của việc giảm áp lực cạnh tranh về giá giữa các nhà bán lẻ sản phẩm CNTT và chuỗi cũng đặt mục tiêu cơ cấu lại danh mục sản phẩm hướng tới các sản phẩm có biên lợi nhuận cao.

KQKD của FPT Shop	Q1/2024	+/- svck	+/- q/q	Q1/2023	Q4/2023
Doanh thu (tỷ đồng)	3.583	-20,6%	-9,6%	4.513	3.964
LNTT (tỷ đồng)	-51			-66	-88
Biên LN gộp	13,4%			9,5%	11,4%
CPBH&QLDN/Doanh thu	14,4%			10,4%	13,2%
Số lượng cửa hàng (cuối Q1/2024)	743				
+/- số cửa hàng so với cuối 2023	-12				

Nguồn: FRT; ACBS



Nguồn: FRT; ACBS

Ngoài các sản phẩm CNTT, FPT Shop sẽ tiếp tục thúc đẩy tỷ trọng của các sản phẩm gia dụng và điện máy (hiện tại đóng góp dưới 5% doanh thu của chuỗi FPT Shop). Cuối năm 2023, các sản phẩm này đã có mặt tại 700 cửa hàng FPT Shop, tận dụng và giúp tăng lưu lượng khách hàng, tăng doanh thu cửa hàng và được kỳ vọng cải thiện biên lợi nhuận gộp cho FPT Shop.

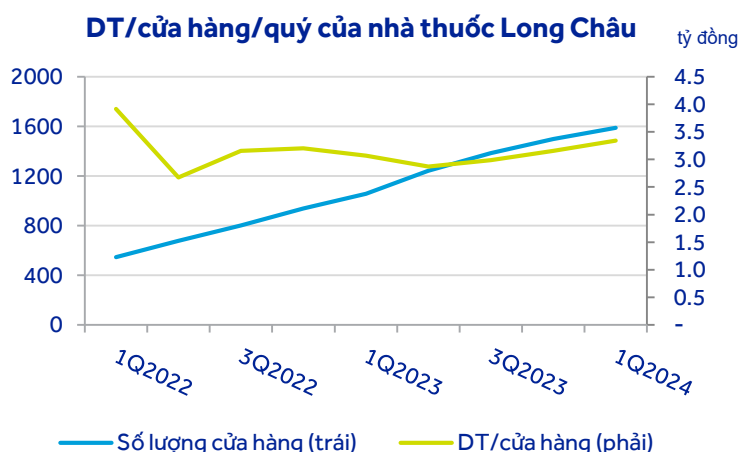
Chuỗi nhà thuốc giữ đà tăng trưởng

Long Châu, hiện bao gồm chuỗi nhà thuốc và chuỗi trung tâm tiêm chủng, đã tăng tỷ trọng đóng góp lên 60% doanh thu của FRT mặc dù đóng góp của các trung tâm tiêm chủng chưa đáng kể. Chuỗi tiếp tục tăng trưởng doanh thu ấn tượng 68,5% svck trong Q1/2024, nhờ mở rộng mạng lưới mạnh mẽ. Tính riêng chuỗi nhà thuốc Long Châu, chúng tôi ước tính doanh thu trung bình/cửa hàng/quý là 3,3 tỷ đồng (tương đương khoảng 1,1 tỷ đồng/tháng) trong Q1/2024, tăng khoảng 8% svck và 6% so với quý trước dù số lượng cửa hàng tăng lên. Chúng tôi ước tính LNTT của Long Châu là 140 tỷ đồng trong Q1/2024, tăng 106% svck, với biên lợi nhuận gộp là 24,3% (Q1/2023: 23,4%).

Tính đến cuối Q1/2024, chuỗi nhà thuốc Long Châu có 1.587 cửa hàng đang hoạt động (tăng 90 cửa hàng so với cuối 2023), so với khoảng 896 cửa hàng Pharmacy và 526 cửa hàng An Khang. Nhóm thuốc kê đơn, thuốc mãn tính với giá trị hóa đơn lớn là nguồn doanh thu đáng kể của Long Châu.

KQKD Long Châu	Q1/2024	Q1/2023
Tăng trưởng DT svck	68,5%	51,4%
Tăng trưởng LNTT svck	106%	n/a
Biên LN gộp	24,3%	23,4%
CPBH&QLDN/DTT	21,4%	20,1%

Nguồn: FRT; ACBS



Nguồn: FRT; ACBS

Chiến lược chính cho tương lai: mở rộng hệ sinh thái Long Châu

Ngoài mảng bán lẻ dược phẩm, trong cuộc họp cổ đông thường niên 2024, Long Châu công bố mục tiêu ra mắt thêm nhiều dịch vụ mới nằm trong các lĩnh vực khác nhau của hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe, tương tự như nhiều mô hình khởi nghiệp hoặc đã được phát triển bởi các tên tuổi nổi tiếng trên thế giới (vd: One Medical của Amazon, SignifyHealth của CVS, Walmart Health của Walmart, Ping An v.v.). Ban lãnh đạo công ty cho rằng công nghệ, mạng lưới cửa hàng rộng khắp và tập khách hàng lớn của chuỗi nhà thuốc Long Châu là những lợi thế tạo điều kiện cho sự phát triển các dịch vụ này, đặc biệt là giúp các trung tâm tiêm chủng Long Châu cạnh tranh với đối thủ. Chuỗi trung tâm tiêm chủng Long Châu sẽ bước vào giai đoạn mở rộng từ 2024.

Các dịch vụ khác dự kiến ra mắt trong năm nay bao gồm Long Châu 24/7 (nền tảng chăm sóc sức khỏe tại nhà, dự kiến đi vào hoạt động vào đầu Q4/2024) và bảo lãnh thuốc (khách hàng sở hữu thẻ bảo hiểm của các công ty bảo hiểm có thể mua thuốc tại cửa hàng Long Châu mà không cần thanh toán). Hai lĩnh vực của hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe mà FRT vẫn chưa có kế hoạch tham gia là điều trị và chẩn đoán.

Tiêm chủng - thị trường còn tiềm năng

Số vắc xin do Chương trình Tiêm chủng mở rộng cung cấp còn hạn chế. Hoạt động tiêm chủng được khuyến khích trên toàn thế giới nhằm gia tăng tỷ lệ bao phủ vắc xin giúp bảo vệ trẻ em và thanh thiếu niên khỏi những căn bệnh nghiêm trọng. Tại Việt Nam, hoạt động tiêm chủng được triển khai với 2 nhóm gồm vắc xin bắt buộc và vắc xin tùy chọn. Nhóm vắc xin bắt buộc thường được cung cấp trước hết bởi Chương trình Tiêm chủng mở rộng (TCMR) tại các cơ sở y tế công lập và miễn phí. Trong khi đó, các trung tâm tiêm chủng tư nhân có thể cung cấp dịch vụ tiêm có phí cho cả hai nhóm vắc xin. Mặc dù chúng tôi không tìm được số liệu thống kê chính thức về tổng số điểm tiêm chủng công và tư ở Việt Nam nhưng một vài số liệu từ một số tỉnh/thành như 677 điểm ở TP.HCM, 200 điểm ở Hà Nội, 179 điểm ở Bình Phước, 43 ở Gia Lai, v.v. cho thấy điểm tiêm chủng không hiếm, tuy nhiên, con số có thể khác biệt nhiều ở các tỉnh xa.

Chương trình TCMR của Việt Nam được thành lập năm 1981 và đang cung cấp vắc xin cho 12 bệnh gồm lao, viêm gan B, bạch hầu, ho gà, uốn ván, bại liệt, bệnh do Haemophilus influenzae tuýp b, sởi, rubella, viêm não Nhật Bản, dịch tả (ở những khu vực có nguy cơ cao) và thương hàn (ở những khu vực có nguy cơ cao). Tuy nhiên, đôi khi vẫn xảy ra tình trạng thiếu một số loại vắc xin (do quá trình đặt hàng trải qua nhiều bước và

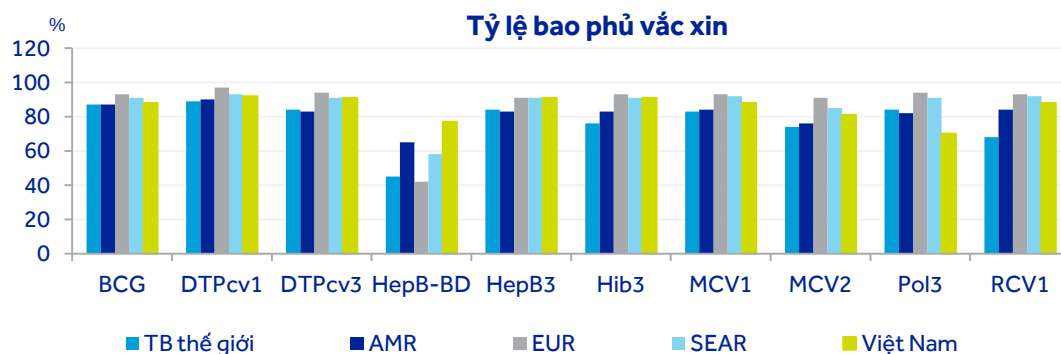
các tổ chức quốc tế bố trí lại nguồn viện trợ khi Việt Nam không còn nằm trong nhóm các nước thu nhập thấp).

12 vắc xin trong Chương trình Tiêm chủng mở rộng tại Việt Nam						
Bệnh/Nhóm mục tiêu tiêm chủng	Sơ sinh	< 1 tuổi	< 2 tuổi	Từ 1 đến 5 tuổi	Từ 3 đến 10 tuổi	Phụ nữ mang thai và trong độ tuổi sinh đẻ
1. Viêm gan B	X	X				
2. Lao	X					
3. Bạch hầu		X	X			
4. Ho gà		X	X			
5. Uốn ván		X	X			X*
6. Bại liệt		X				
7. Sởi		X	X			
8. Haemophilus influenza tuýp b		X				
9. Rubella			X			
10. Viêm não Nhật Bản				X		
11. Dịch tả (ở khu vực nguy cơ cao)				X		
12. Thương hàn (ở khu vực nguy cơ cao)					X	

Nguồn: Trung tâm Kiểm soát bệnh tật TP.HCM tính đến 9/1/2024 và <https://tiemchungmorong.vn/vi/content/lich-tiem-chung-thuong-xuyen.html-0>. (*) phụ nữ mang thai hoặc có độ tuổi từ 15-35 ở những khu vực nguy cơ cao

Tỷ lệ bao phủ vắc xin được kỳ vọng gia tăng. Việt Nam đã đạt được tỷ lệ bao phủ vắc xin tương đối cao so với mức trung bình toàn cầu đối với các loại vắc xin/bệnh chính mặc dù vẫn thấp hơn so với một số khu vực (vd: Châu Âu, Đông Nam Á). Dữ liệu năm 2022 của WHO và UNICEF cho thấy tỷ lệ bao phủ vắc xin đạt 91%-92% đối với DTP3 (mũi thứ 3 của vắc xin DTP), HepB3, Hib3 trong khi các loại vắc xin khác có trong chương trình TCMR đạt tỷ lệ bao phủ thấp hơn, khoảng 70%-88%. Theo Quyết định số 5924/QĐ-BYT 2021 về Kế hoạch thực hiện chương trình sức khỏe Việt Nam giai đoạn 2021-2025, Bộ Y tế đặt mục tiêu đạt tỷ lệ bao phủ vắc xin trên 95% đối với 12 vắc xin/bệnh trong chương trình TCMR.

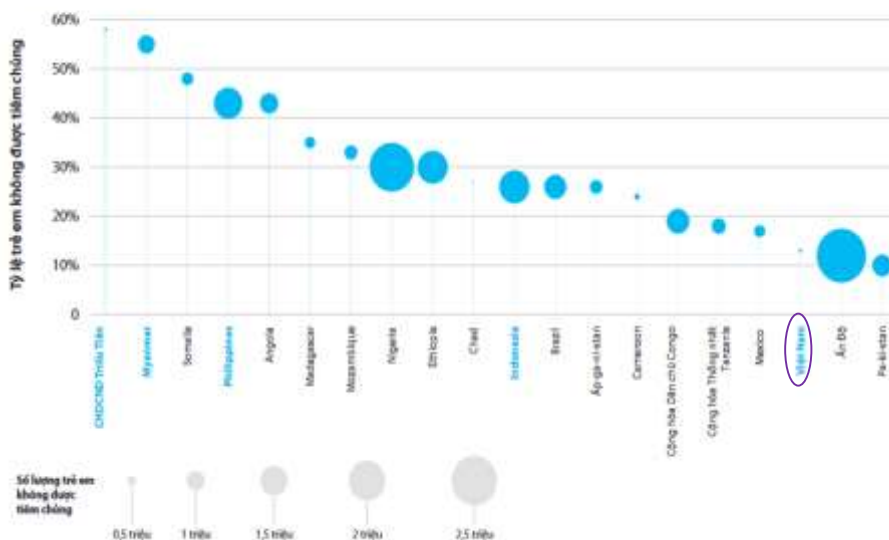
Ngoài danh sách của chương trình TCMR, việc khai thác thị trường các loại vắc xin quan trọng khác như cúm, thủy đậu, bệnh dại, rotavirus, v.v. có thể là một cơ hội tăng trưởng khác cho các trung tâm tiêm chủng tư nhân, do nhận thức về chăm sóc sức khỏe ngày càng tăng và dân số tăng với khoảng 1 triệu trẻ em sinh ra mỗi năm. Chúng tôi không tìm thấy nguồn thông tin đáng tin cậy về tổng quy mô thị trường tiêm chủng hay thị phần riêng biệt cho khu vực công và tư nhân, những thông tin mà việc ước tính một cách kỹ lưỡng có lẽ không dễ dàng do dữ liệu hạn chế (ví dụ: số liệu về sự tăng/giảm quy mô của từng nhóm tiêm chủng mục tiêu mỗi năm do thay đổi độ tuổi tiêm chủng hoặc các lý do khác). Tuy nhiên, nếu giả định sơ lược rằng một người trưởng thành có thể cần tiêm thêm ít nhất 3 loại vắc xin tùy chọn (giả định đã hoàn tất tiêm 10 loại vắc xin bắt buộc), với giá 250.000 đồng/vắc xin, và mục tiêu đạt tỷ lệ bao phủ 50% dân số cả nước (khoảng 50 triệu người). Theo đó quy mô thị trường trong giả định này là 37.500 tỷ đồng (~1,5 tỷ USD). Con số này có thể cao hơn bởi các trung tâm tiêm chủng tư nhân còn có thể chia sẻ thị trường vắc xin bắt buộc.



Nguồn: <https://www.cdc.gov>, WHO, UNICEF; AMR = khu vực châu Mỹ; EUR = khu vực châu Âu; SEAR = Đông Nam Á.

Hình 3. Các quốc gia có số trẻ em không được tiêm chủng (0 liều vắc-xin) cao nhất năm 2021

Trong top 20 quốc gia trên thế giới có tỷ lệ trẻ em không được tiêm chủng cao nhất, có 05 quốc gia thuộc khu vực Đông Á và Thái Bình Dương.



Nguồn: Tổ chức Y tế Thế giới và Ủy hội đồng liên hợp quốc, "Rắc: tình hình" bao phủ tiêm chủng quốc gia (WUENIC), số dữ liệu năm 2021, tháng 7 năm 2022.

Nguồn: *Tình hình trẻ em thế giới 2023 - UNICEF*

Thủ tục thành lập không quá phức tạp. Theo Nghị định số 104/2016/NĐ-CP (cùng với Nghị định số 155/2018/NĐ-CP, Thông tư số 34/2018/TT-BYT, Nghị định số 13/2024/NĐ-CP) các trung tâm tiêm chủng ngoài công lập chỉ cần gửi văn bản thông báo đủ điều kiện tiêm chủng cho Sở Y tế nơi cơ sở tiêm chủng đặt trụ sở và chờ cơ quan này đăng tải thông tin lên trang thông tin điện tử của Sở Y tế. Chúng tôi nhận thấy các quy định về cơ sở vật chất, trang thiết bị, nhân lực không quá phức tạp. Người đứng đầu cơ sở tự công bố đủ điều kiện tiêm chủng chịu trách nhiệm trước pháp luật về việc tự công bố của mình.

Những cái tên đáng chú ý: mặc dù không tìm được thông tin về thị phần của những đơn vị tiêm chủng tư nhân lớn trên thị trường hiện tại, tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, CTCP Vắc xin Việt Nam (VNVC) và Nhi đồng 315 hiện là những cái tên nổi bật với những lợi thế như uy tín, mạng lưới rộng, cơ sở vật chất/trang thiết bị được đầu tư khang trang, bài bản, cung cấp nhiều loại vắc xin, v.v.

	VNVC	Nhi đồng 315	Long Châu
Năm thành lập	2017	N/A	2023
Số lượng trung tâm	117	69 (tính đến 6/5/2024)	63 (tính đến 6/5/2024)
Thị phần (trong nhóm cơ sở tiêm chủng tư nhân)	70% *	N/A	N/A

Nguồn: ACBS tổng hợp. (*) ước tính của VNVC

Dự phóng 2024_2025

Chúng tôi dự phóng FRT có thể có lãi trở lại trong 2024 nhờ Long Châu tiếp tục tăng trưởng và FPT Shop giảm lỗ.

Đối với **FPT Shop**, chúng tôi dự báo chuỗi có thể ghi nhận doanh thu lần lượt là 15.116 tỷ đồng (-6,6% svck) và 16.655 tỷ đồng (+10,2% svck) trong năm 2024-2025, thấp hơn 17%-18% so với dự phóng trước đây, do kết quả kém tích cực trong Q1/2024 và triển vọng kinh tế còn nhiều thách thức. Sức mua của người tiêu dùng được kỳ vọng sẽ cải thiện vào cuối năm 2024, mặc dù với tốc độ chậm, khi khó khăn kinh tế giảm bớt.

Chúng tôi không giả định biên lợi nhuận gộp của chuỗi trong Q1/2024 có thể duy trì trong các quý tiếp theo vì mùa mua sắm trong Q1 có thể đã hỗ trợ phần nào. Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của FPT Shop có thể tăng thêm 2,1% trong năm 2024 từ mức 10,1% năm 2023. Để hỗ trợ biên lợi nhuận gộp, FPT Shop đặt mục tiêu cơ cấu lại danh mục sản phẩm hướng tới các sản phẩm có biên lợi nhuận cao (ví dụ: tăng tỷ lệ đóng góp các sản phẩm gia dụng-điện máy). Chúng tôi dự phóng chuỗi có thể giảm lỗ xuống còn 203 tỷ đồng trong 2024 và có lãi trở lại trong 2025.

Chuỗi nhà thuốc Long Châu sẽ tiếp tục củng cố thế mạnh về thuốc kê đơn, nâng cao năng lực của dược sĩ và mở rộng mạng lưới cửa hàng. Chúng tôi giả định số lượng cửa hàng mở mới trong 2024 là 400 và kỳ vọng chuỗi này có thể đạt mức tăng trưởng doanh thu lần lượt là 39,2% và 21,1% svck trong giai đoạn 2024-2025, cao hơn 13%-12% so với cập nhật trước nhờ tăng số lượng cửa hàng mở mới.

Sau khi hoàn thành giai đoạn thử nghiệm cho **trung tâm tiêm chủng Long Châu** (với 10 trung tâm được mở trong năm 2023), FRT lên kế hoạch mở 100 trung tâm tiêm chủng trong năm 2024. Đến hết Q1/2024, công ty đã thực hiện được khoảng 50% mục tiêu này, do đó số trung tâm mở mới cả năm có khả năng sẽ cao hơn kế hoạch đề ra. Phần lớn khách hàng của trung tâm tiêm chủng Long Châu cho tới nay được giới thiệu từ chuỗi nhà thuốc Long Châu. Theo ban lãnh đạo công ty, hiện một trung tâm tiêm chủng có doanh thu khoảng 1,5 tỷ đồng/tháng. Chúng tôi dự phóng hoạt động kinh doanh này có thể đóng góp doanh thu 1.479 tỷ đồng trong 2024 và 3.393 tỷ đồng trong 2025, giả định có khoảng 120 và 100 trung tâm mở mới tương ứng cho năm 2024-2025.

Biên lợi nhuận gộp ổn định của trung tâm tiêm chủng Long Châu được công ty kỳ vọng là tương đương với chuỗi nhà thuốc Long Châu, tuy nhiên, theo ban lãnh đạo FRT, thông tin chi tiết hơn về điểm hòa vốn chưa rõ ràng vì còn tùy thuộc vào biên lợi nhuận gộp, quy mô mạng lưới và khả năng thương lượng.

Chúng tôi không giả định biên lợi nhuận gộp chung của Long Châu trong Q1/2024 có thể duy trì trong các quý tiếp theo do hoạt động tiêm chủng gia tăng đóng góp (biên lợi nhuận có thể chưa cao trong giai đoạn đầu) và mùa mua sắm trong Q1 (có thể giúp cơ cấu doanh thu thiên về các sản phẩm biên lợi nhuận cao) đã qua. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp năm 2024 vẫn được dự phóng tăng thêm 0,6% so với năm 2023. Mặc dù biên lợi nhuận này có khả năng mở rộng hơn nữa nhưng chúng tôi không giả định mức tăng sẽ đột biến và nhanh chóng bởi công ty theo đuổi chiến lược giá bán phải chăng/thấp để

mở rộng số lượng khách hàng. Hơn nữa, cạnh tranh có thể sẽ gia tăng khi một số chuỗi bán lẻ dược phẩm khác có xu hướng theo đuổi hoặc chuyển sang mô hình kinh doanh tương tự như Long Châu. Chẳng hạn, chúng tôi nhận thấy Pharmacity dường như đã tập trung hơn cho danh mục dược phẩm như một nhà thuốc thay vì chỉ bán một số loại thuốc thông thường bên cạnh rất nhiều mặt hàng hàng tiêu dùng như một cửa hàng tiện lợi như trước đây.

Chúng tôi kỳ vọng Long Châu có thể ghi nhận 434 tỷ đồng LNTT (+140% svck) trong năm 2024.

Định giá

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNTT của FRT lần lượt là 38.410 tỷ đồng (+20,6% svck)/44.863 tỷ đồng (+16,8% svck) và 231 tỷ đồng/556 tỷ đồng (+140,4% svck) trong 2024-2025. **Giá mục tiêu của chúng tôi cho FRT trong 12 tháng tới theo phương pháp EV/Doanh thu là 179.400 đồng/cổ phiếu.** Trong đó, chúng tôi sử dụng tỷ lệ EV/Doanh thu mục tiêu là 0,3 lần cho mảng kinh doanh sản phẩm CNTT và tỷ lệ EV/Doanh thu mục tiêu là 1,0 lần cho mảng dược phẩm & tiêu dùng, tăng từ mức 0,85 lần trong bản cập nhật trước nhằm phản ánh chiến lược của công ty là mở rộng sang hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe và tham chiếu các công ty cùng ngành.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ FRT	Giá hiện tại (đồng):	162.300	Giá mục tiêu (đồng):	179.400	Vốn hóa (tỷ đồng):	22.112
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
Doanh thu thuần	30.166	31.850	38.410	44.863	49.775	
<i>Tăng trưởng</i>	<i>34,1%</i>	<i>5,6%</i>	<i>20,6%</i>	<i>16,8%</i>	<i>10,9%</i>	
GVHB	25.463	26.688	31.167	36.314	40.115	
Chi phí bán hàng trừ khấu hao	3.152	3.966	5.257	6.041	6.837	
Chi phí quản lý doanh nghiệp trừ khấu hao	879	1.047	1.251	1.410	1.548	
Doanh thu tài chính	26	18	17	17	17	
Chi phí tài chính	25	7	7	7	7	
EBITDA	673	159	745	1.108	1.285	
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>2,2%</i>	<i>0,5%</i>	<i>1,9%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,6%</i>	
Khấu hao	115	233	314	347	372	
Lợi nhuận từ HĐKD	558	-74	431	761	912	
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>1,8%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,8%</i>	
Lợi nhuận/Lỗ khác	12	2	2	2	2	
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	-	-	-	-	-	
Chi phí lãi vay ròng	84	222	202	207	218	
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,7%</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,4%</i>	
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>6,7</i>	<i>-0,3</i>	<i>2,1</i>	<i>3,7</i>	<i>4,2</i>	
Thuế	88	35	87	99	121	
<i>Thuế suất thực tế</i>	<i>18,5%</i>	<i>-11,8%</i>	<i>37,9%</i>	<i>18,0%</i>	<i>17,4%</i>	
Lợi ích CĐTS	8	16	68	78	95	
Lợi nhuận ròng	390	-346	77	379	481	
Tiền mặt từ hoạt động kinh doanh	506	-113	391	725	854	
Tổng số lượng cổ phiếu	118.472.535	136.242.389	136.242.389	136.242.389	136.242.389	
EPS (VND)	3.295	-2.537	563	2.779	3.534	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,87	1,00	1,00	1,00	1,00	
EPS hiệu chỉnh (VND)	2.865	-2.537	563	2.779	3.534	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>	<i>-12,0%</i>	<i>-188,5%</i>	<i>-122,2%</i>	<i>394,1%</i>	<i>27,2%</i>	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Thay đổi vốn lưu động	1.646	1.680	-541	832	614
Capex	518	705	689	420	420
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	-	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	-211	4	4	4	4
Dòng tiền tự do	-1.869	-2.494	247	-523	-177
Phát hành cp	11	58	-	-	-
Cổ tức đã trả	39	59	0	68	68
Thay đổi nợ ròng	1.897	2.495	-247	591	245
Nợ ròng cuối năm	3.459	5.953	5.706	6.297	6.542
Vốn CSH	2.008	1.599	1.676	1.986	2.400
Giá trị sổ sách/cp (VND)	16.951	11.738	12.301	14.580	17.614
Nợ ròng / VCSH	172,2%	372,3%	340,5%	317,0%	272,6%
Nợ ròng / EBITDA (x)	5,1	37,6	7,7	5,7	5,1
Tổng tài sản	10.524	13.098	12.928	13.829	14.488

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2022	2023	2024F	2025F	2026F
ROE	21,3%	-19,2%	4,7%	20,7%	22,0%
ROA	3,7%	-2,9%	0,6%	2,8%	3,4%
ROIC	10,5%	-2,6%	3,2%	7,0%	7,6%
WACC	7,5%	6,3%	5,7%	5,9%	6,2%
EVA	3,1%	-8,9%	-2,5%	1,1%	1,4%
P/E (x)	56,6	-64,0	288,5	58,4	45,9
EV/EBITDA (x)	41,7	177,0	37,7	25,3	21,8
EV/FCF (x)	-15,0	-11,3	113,5	-53,7	-158,8
P/B (x)	9,6	13,8	13,2	11,1	9,2
P/S (x)	0,7	0,7	0,6	0,5	0,4
EV/sales (x)	0,9	0,9	0,7	0,6	0,6
PEG	-0,5	-2,3	2,9	0,4	2,4
Suất sinh lợi cổ tức	0,3%	0,0%	0,0%	0,3%	0,3%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

Leman, 117 Nguyễn Đình Chiểu, Q.3, TPHCM
Tel: (+84 28) 7300 7000

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Giám Đốc Phòng Phân Tích

Đỗ Minh Trang

(+84 28) 7300 7000 (x1041)

trangdm@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 7300 7000 (x1043)

trucptt@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Tài chính

Cao Việt Hùng

(+84 28) 7300 7000 (x1049)

hungcv@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Bán lẻ, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 7300 7000 (x1042)

chiltk@acbs.com.vn

CVPT- Dầu khí

Phan Việt Hưng

(+84 28) 7300 7000 (x1044)

hungpv@acbs.com.vn

CVPT – Vật liệu Xây dựng, Hóa chất

Trần Nhật Trung

(+84 28) 7300 7000 (x1045)

trungtn@acbs.com.vn

CVPT – Ngành Điện, nước

Phạm Đức Toàn

(+84 28) 7300 7000 (x1051)

toanpd@acbs.com.vn

CVPT – Vĩ mô & TT Tiền tệ

Trịnh Viết Hoàng Minh

(+84 28) 7300 7000 (x1046)

minhtvh@acbs.com.vn

CVPT - Logistic

Nguyễn Thế Hùng

(+84 28) 7300 7000 (x1047)

hungnt@acbs.com.vn

NVPT – PTKT

Võ Phú Hữu

(+84 28) 7300 7000 (x1052)

huvvp@acbs.com.vn

NVPT – Dữ liệu thị trường

Mai Duy Anh

(+84 28) 7300 7000 (x1110)

anhmd@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Trưởng phòng khối khách hàng định chế

Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 7300 7000 (x1083)

huongctk@acbs.com.vn

groupis@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh

(+84 28) 7300 6879 (x1120)

thanhtt@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC

Nguyễn Trần Như Huỳnh

(+84 28) 7300 6879 (x1088)

huynhntn@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 20% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

KHẢ QUAN: nếu giá mục tiêu cao hơn 10% đến 20% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu chênh lệch trong khoảng -10% và 10% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

KÉM KHẢ QUAN: nếu giá mục tiêu thấp hơn 10% đến 20% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu giá mục tiêu thấp hơn 20% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giả chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này. **Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2024). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.