

CTCP BÁN LẺ KỸ THUẬT SỐ FPT (HSX: FRT)

Hướng đến tương lai với mảng chăm sóc sức khỏe

Chúng tôi đã tiến hành phân tích sâu về hoạt động kinh doanh và tiềm năng tăng trưởng của FRT. Qua đó, chúng tôi nhận thấy các cơ hội và rủi ro như sau:

- **Mảng bán lẻ sản phẩm công nghệ thông tin – truyền thông (CNTT-TT) – FPT Shop:** từng là mảng kinh doanh chủ lực của FRT, nay tỷ trọng đã giảm xuống 36,1% vào Q2/2024 do tình hình kinh tế vĩ mô chưa khả quan cùng với sự tăng trưởng vượt bậc của chuỗi nhà thuốc Long Châu. Chúng tôi dự phóng chuỗi FPT Shop sẽ ghi nhận biên lợi nhuận rất mỏng (dưới 1,0%) cho kỳ dự phóng 2024-2028, chủ yếu do thị trường đã bão hòa đồng nghĩa doanh thu tăng trưởng ở mức thấp (trung bình 1,2%/năm, lên mức 17.202 tỷ năm 2028) và chi phí vận hành của hàng công kênh hơn các chuỗi bán lẻ non trẻ khác.
- **Mảng bán lẻ dược phẩm – Long Châu:** là động lực tăng trưởng chính cho FRT trong tương lai. Long Châu sở hữu những lợi thế cạnh tranh cốt lõi khó sao chép: am hiểu thị trường địa phương (đủ thuốc, giá cạnh tranh), áp dụng công nghệ tiên tiến, kinh nghiệm bán lẻ, và lợi thế quy mô. Do đó, Long Châu là chuỗi bán lẻ dược phẩm quy mô lớn đầu tiên có lãi. Chúng tôi cho rằng Long Châu sẽ tiếp tục phát huy lợi thế và giữ vững vị trí số một trong tương lai. Tăng trưởng doanh thu của chuỗi ở vào mức trung bình 25,3%/năm trong giai đoạn 2024-2028 lên mức 48.461 tỷ năm 2028.
- **Mảng trung tâm tiêm chủng (TTTC) – Long Châu:** tuy ra đời sau (tháng 7/2023) nhưng hiện đã nắm vị trí số hai về số lượng TTTC. Do đang trong giai đoạn đầu với chi phí đầu tư ban đầu cao và doanh thu chưa nhiều, chuỗi vẫn đang ghi nhận lỗ ròng. Tuy nhiên, TTTC Long Châu có lợi thế khai thác chéo hơn 1.700 cửa hàng bán lẻ dược phẩm hiện hữu cùng tên ở các khía cạnh: kinh nghiệm bán lẻ, độ nhận diện thương hiệu phổ biến, tệp khách hàng 20 triệu khách, chia sẻ cơ sở vật chất có sẵn, áp dụng công nghệ tiên tiến, và chiến lược giá cạnh tranh. Chúng tôi đánh giá Long Châu đang và sẽ trở thành đối thủ cạnh tranh chính với doanh nghiệp dẫn đầu là VNVC.

Rủi ro

- Khi các cơ quan quản lý Nhà nước siết chặt hơn hoạt động kiểm tra, giám sát tuân thủ pháp lý, các nhà bán lẻ dược phẩm không tuân thủ sẽ chịu ảnh hưởng đáng kể. (tham khảo chi tiết [Rủi ro pháp lý trọng yếu](#))
- Nhu cầu tiêu dùng sản phẩm CNTT-TT/điện máy thấp hơn dự kiến

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	22.495	30.166	31.850	40.403	50.481	57.805
Tăng trưởng (%)	53,4%	34,1%	5,6%	26,9%	24,9%	14,5%
EBITDA	485	647	141	960	1.691	1.984
LNST	444	390	(346)	193	658	838
Tăng trưởng (%)	1695,1%	-12,0%	n/a	n/a	241,8%	27,4%
Biên ròng (%)	2,0%	1,3%	-1,1%	0,5%	1,3%	1,5%
ROA (%)	4,1%	3,7%	-2,6%	1,3%	3,7%	4,2%
ROE (%)	26,4%	19,0%	-20,1%	10,1%	25,6%	24,6%
EPS cơ bản (VND)	3.257	2.865	(2.537)	1.414	4.832	6.154
GTSS (VND)	12.326	15.042	12.618	14.032	18.864	25.018
Cổ tức tiền mặt (VND)	500	500	-	-	-	-
P/E (x)	53,4	60,7	(68,5)	122,9	36,0	28,2
P/BV (x)	14,2	11,8	14,8	13,2	9,7	7,2

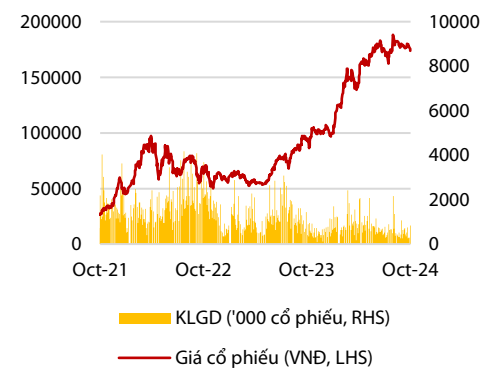
Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 31/10/2024.

QUAN SÁT

Giá thị trường (VND) 173.800

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	23.678,9
SLCPDLH (triệu cp)	136,24
Beta	1,00
Free Float (%)	39,5
Giá cao nhất 52 tuần	188.000
Giá thấp nhất 52 tuần	86.400
KLGD bình quân 20 phiên	394.968



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
FRT	0,6	99,8	146,2
VN30 Index	3,0	28,8	30,4
VN-Index	1,0	-100,0	23,0

Cổ đông lớn (%)

CTCP FPT	46,5
Dragon Capital	13,0
Chủ tịch HĐQT, BLĐ & người liên quan	1,0
Khác	39,5
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	11,5

Quyên Nguyễn

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 1526

quyen.nt@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ THAM KHẢO

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giá định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2024	10,89%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,0%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	30.796
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,60%	+ Tiền mặt & tương đương tại ngày định giá	-
Lãi suất phi rủi ro	4,60%	- Nợ	8.962
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	9,0%	Giá trị vốn chủ sở hữu	21.834
Beta	1,0	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	136,24
Exit EV/EBITDA	10,5x		

Bảng 1: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của FRT trên mỗi Cổ phiếu (VNĐ)

	WACC	Exit EV/EBITDA				
		8,5	9,5	10,5	11,5	12,5
	8,9%	134.866	153.494	172.121	190.749	209.377
	9,9%	129.836	147.960	166.084	184.208	202.332
	10,9%	124.983	142.621	160.259	177.897	195.535
	11,9%	120.299	137.468	154.637	171.806	188.976
	12,9%	115.776	132.493	149.210	165.927	182.644

Nguồn: CTCK Rồng Việt

ĐỊNH GIÁ NGẮN HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP P/E

Chúng tôi cũng thực hiện định giá bằng phương pháp so sánh sử dụng chỉ số P/E cho FRT thông qua định giá từng chuỗi cửa hàng (do vào năm 2025 – thời điểm dòng tiền được chiết khấu về, toàn bộ ba chuỗi bán lẻ của FRT đều ghi nhận lợi nhuận dương).

Cụ thể ở từng chuỗi, dữ liệu tham khảo chi tiết phương pháp định giá so sánh như sau:

Chuỗi bán lẻ CNTT-TT - FPT Shop

Bảng 2: Bảng chỉ số của các nhà bán lẻ CNTT-TT & điện máy tương đồng

Công ty	Vốn hóa	Doanh thu thuần 2023	EBITDA 2023	Biên gộp	Biên ròng	P/E 2023	EV/EBITDA 2023
Erajaya Swasembada Tbk (Indonesia)	10.468	94.620	4.313	10,7%	1,4%	7,8x	4,5x
Jaymart Group Holdings PCL (Thailand)	17.576	9.470	1.857	33,5%	-3,3%	13,7x	27,4x
E-LIFE MALL Corp (Taiwan)	6.606	15.702	1.199	19,8%	2,5%	15,7x	6,2x
Com7 PCL (Thailand)	39.811	47.930	3.161	13,2%	4,1%	19,3x	13,8x
Trung vị 5 năm của nhà bán lẻ CNTT-TT & điện máy (2018-23)						15,4x	12,5x

Nguồn: Bloomberg

Bảng 3: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của FPT Shop trên mỗi Cổ phiếu (VNĐ)

Giá trị VCSH (VNĐ)	Năm	EPS	P/E					
			11,4	13,4	15,4	17,4	19,4	21,4
			2024	156	1.784	2.097	2.410	2.723
2025	710	8.098	9.518	10.938	12.359	13.779	15.199	

Nguồn: CTCK Rông Việt

Chuỗi bán lẻ dược phẩm và chuỗi tiêm chủng – Long Châu

Bảng 4: Bảng chỉ số của các nhà bán lẻ dược phẩm & TTTC tương đồng

Công ty	Vốn hóa	Doanh thu thuần 2023	EBITDA 2023	Biên gộp	Biên ròng	P/E 2023	EV/EBIT DA 2023
Welcia Holdings (Japan)	109.975	205.124	12.344	30,4%	2,2%	18,8x	9,9x
Yakuodo Holdings (Japan)	8.401	23.087	1.338	21,9%	2,5%	16,4x	7,8x
Yixintang Pharma A Equity (China)	46.579	58.814	6.755	33,0%	3,2%	24,7x	7,8x
CVS Health Corporation (USA)	2.437.024	8.573.300	493.106	15,2%	2,3%	10,1x	7,6x
Walgreens Boots Alliance, Inc. (USA)	1.052.390	3.175.281	205.816	19,5%	-2,2%	14,0x	8,8x
Trung vị 5 năm của nhà bán lẻ dược phẩm & TTTC (2018-23)						15,9x	9,3x

Nguồn: Bloomberg

Bảng 5: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của chuỗi nhà thuốc Long Châu trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)

Giá trị VCSH (VNĐ)	Năm	EPS	P/E						
			13,9	15,9	17,9	19,9	21,9	23,9	25,9
			2024	3.366	46.825	53.557	60.289	67.021	73.753
2025	5.309	73.850	84.467	95.085	105.702	116.319	126.937	137.554	

Nguồn: CTCK Rông Việt

Bảng 6: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của chuỗi TTTC Long Châu trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)

Giá trị VCSH (VNĐ)	P/E	EPS	P/E						
			13,9	15,9	17,9	19,9	21,9	23,9	25,9
			2024	(1.383)	(19.237)	(22.003)	(24.768)	(27.534)	(30.300)
2025	176	2.455	2.808	3.161	3.514	3.867	4.220	4.573	

Nguồn: CTCK Rông Việt

Chúng tôi cũng lưu ý nhà đầu tư về việc dự phóng kết quả kinh doanh và định giá tham khảo của chúng tôi chưa phản ánh hoạt động kinh doanh mới của FRT là mặt hàng điện máy (từ tháng 8/2024) do hoạt động kinh doanh của mảng này còn mới nên số liệu tài chính và trường dữ liệu chưa đầy đủ để đảm bảo độ tin cậy trong dự phóng và định giá. Chúng tôi sẽ cập nhật hoạt động kinh doanh này và xem xét đưa vào mô hình định giá khi thích hợp.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro pháp lý và quản lý Nhà nước: do hoạt động kinh doanh dược phẩm và tiêm chủng có ảnh hưởng trực tiếp đến sức khỏe và tính mạng người dân, các hoạt động này chịu sự quản lý sát sao của nhiều quy định về pháp luật. Trong tương lai, khi các cơ quan quản lý Nhà nước siết chặt hơn nữa hoạt động kiểm

tra, giám sát tuân thủ pháp lý, các nhà bán lẻ dược phẩm và trung tâm tiêm chủng không tuân thủ nghiêm túc quy định sẽ chịu ảnh hưởng. Tuy nhiên, đây cũng là cơ hội cho các doanh nghiệp tuân thủ chặt chẽ quy định cũng như linh hoạt trong ứng phó với thay đổi của môi trường kinh doanh mở rộng thị phần.

Nhu cầu tiêu dùng sản phẩm không thiết yếu như sản phẩm CNTT-TT/điện máy thấp hơn dự kiến do ảnh hưởng của kinh tế và nhu cầu, thói quen tiêu dùng.

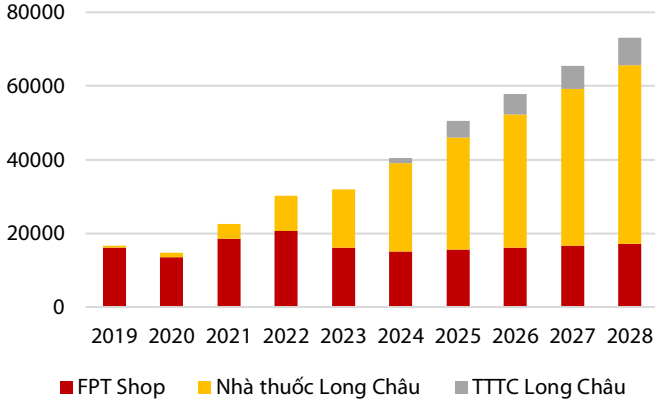
Chúng tôi trình bày các khía cạnh của cổ phiếu FRT, hỗ trợ cho phần định giá bên trên của chúng tôi theo các phần sau:

MỤC LỤC	
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-2028	Tham khảo trang 5
PHỤ LỤC 1 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-2028	Tham khảo trang 12
PHỤ LỤC 2 - RỦI RO CHÍNH SÁCH ĐỐI VỚI HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA CÁC NHÀ THUỐC BÁN LẺ	Tham khảo trang 13
PHỤ LỤC 3 - PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP	Tham khảo trang 14
1. Tổng quan doanh nghiệp	Tham khảo trang 14
2. Vai trò của FRT trong chuỗi giá trị ngành tiêu dùng	Tham khảo trang 15
3. Hoạt động kinh doanh cốt lõi	Tham khảo trang 15
a. Mạng bán lẻ CNTT-TT/điện máy – FPT Shop	Tham khảo trang 16
b. Mạng chăm sóc sức khỏe – Long Châu	Tham khảo trang 17
PHỤ LỤC 4 – THỊ TRƯỜNG BÁN LẺ SẢN PHẨM CNTT-TT/ĐIỆN MÁY	Tham khảo trang 19
PHỤ LỤC 5 - THỊ TRƯỜNG BÁN LẺ DƯỢC PHẨM	Tham khảo trang 23
PHỤ LỤC 6 – THỊ TRƯỜNG VẮC XIN VIỆT NAM	Tham khảo trang 30
PHỤ LỤC 7 – CÁC DOANH NGHIỆP TƯƠNG ĐỒNG	Tham khảo trang 36

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-2028

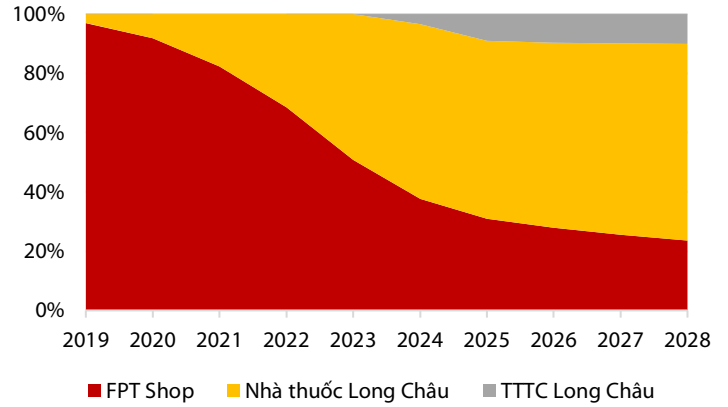
Doanh thu: Chuỗi nhà thuốc Long Châu sẽ là động lực tăng trưởng chính cho FRT trong tương lai khi thị trường sản phẩm CNTT-TT/điện máy đã bước vào giai đoạn bão hòa và doanh thu ngành bán lẻ dược phẩm không ngừng gia tăng, đặc biệt là về số lượng, được thúc đẩy bởi sự mở rộng của các chuỗi bán lẻ dược phẩm, các công nghệ kỹ thuật số trong lĩnh vực sức khỏe và chẩn đoán từ xa và sự gia tăng nhận thức về sức khỏe sau đại dịch.

Hình 1: Doanh thu thuần của FRT (Tỷ đồng)



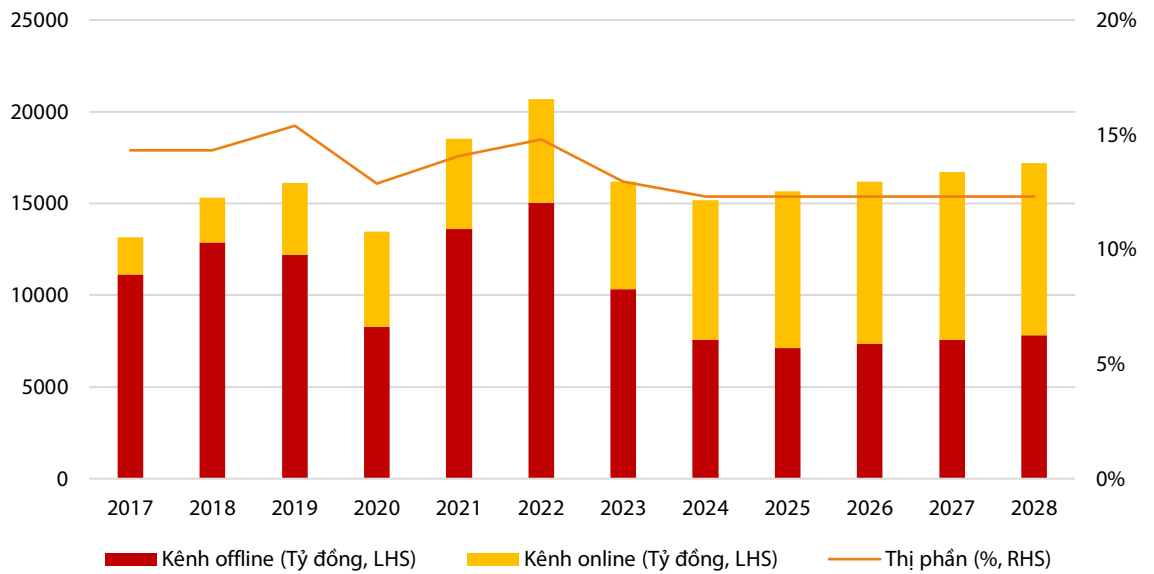
Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Đóng góp doanh thu theo mảng kinh doanh



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Doanh thu và thị phần mảng bán lẻ CNTT-TT



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

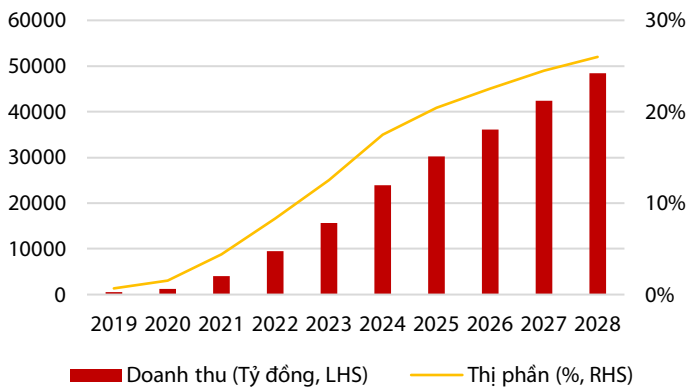
Mảng bán lẻ sản phẩm CNTT-TT – FPT Shop: doanh thu FPT Shop sẽ tăng trưởng cùng với thị trường, ở mức 3,2%/năm từ năm 2025-2028. Cho tới cuối năm 2023, đây vẫn là mảng đóng góp đa số trong tổng doanh thu của FRT. Tuy nhiên, đến Q2/2024, tỷ trọng mảng này đã giảm chỉ còn 36,1%, không chỉ vì nhu cầu các mặt hàng CNTT-TT (hàng không thiết yếu) giảm do khó khăn về kinh tế vĩ mô mà còn vì tỷ lệ thâm nhập của các mặt hàng này đã ở mức cao và thị trường CNTT-TT đã bước vào giai đoạn bão hòa (xem [Phụ lục 4](#)).

Trong giai đoạn 2017-2023, doanh thu FPT Shop tăng trung bình 5,9%/năm, đạt 16.185 tỷ vào năm 2023, lên xuống theo ảnh hưởng của dịch Covid-19 và điều kiện kinh tế vĩ mô. Thị phần của FPT Shop trong giai

đoạn này được giữ ổn định quanh mức trung bình 14,3% (xem phần [Phân tích chuỗi giá trị doanh nghiệp](#)). Cho 5 năm tới, chúng tôi dự phóng thị trường sản phẩm CNTT-TT tiếp tục bão hòa. FPT Shop sẽ đạt thị phần ở mức 12,3% năm 2024, thấp hơn mức 13,0% năm 2023, dựa trên giả định FPT Shop duy trì mức thị phần hiện tại trong H1/2024; sau đó tiếp tục giữ vững thị phần ở mức này cho các năm sau sau khi cuộc chiến giá đã nguội giống như chuỗi đã làm được trong quá khứ.

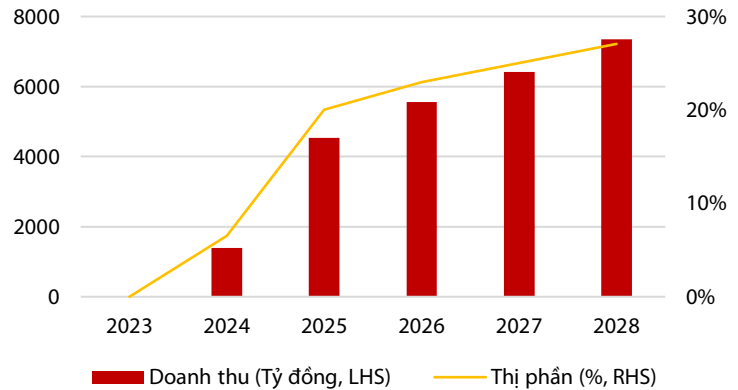
FRT có chiến lược mở rộng sang mảng hàng điện máy. Tuy nhiên, chúng tôi chưa dự phóng hoạt động của mảng này vào định giá của FRT cho báo cáo này như đã đề cập ở trên (xem phần [Phân tích chuỗi giá trị doanh nghiệp](#)). Chúng tôi sẽ có cập nhật các diễn biến tiếp theo và sẽ điều chỉnh mô hình định giá khi phù hợp.

Hình 4: Doanh thu và thị phần mảng bán lẻ dược phẩm



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt.

Hình 5: Doanh thu và thị phần mảng tiêm chủng



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt.

Mảng bán lẻ dược phẩm – chuỗi nhà thuốc Long Châu: đây là động lực tăng trưởng chính của FRT trong tương lai. Doanh thu sẽ tăng trưởng trung bình 25,3%/năm cho đến năm 2028, lên mức 48.461 tỷ, chiếm 66,4% tổng doanh thu năm 2028. Thị phần tăng từ mức 12,5% năm 2023 lên 26,0% năm 2028. Trong quá khứ, tỷ trọng đóng góp doanh thu của mảng này tăng nhanh từ 3,1% năm 2019 lên thể đa số ở mức 63,9% trong Q2/2024. Nằm trong một thị trường tiềm năng và sở hữu những lợi thế cạnh tranh vượt trội và khó có thể sao chép (xem [Phụ lục 5](#)), chúng tôi đánh giá Long Châu sẽ tiếp tục giữ vững vị trí số một trong thị trường bán lẻ dược phẩm trong các năm tới.

Mảng tiêm chủng – chuỗi TTTC Long Châu: mảng này là mảng tương đối mới, được triển khai từ tháng 7/2023. Chúng tôi dự phóng doanh thu của chuỗi TTTC Long Châu vào khoảng 1.400 tỷ năm 2024, tiếp tục tăng trưởng ở mức trung bình 51,7%/năm giai đoạn 2025-2028 từ mức nền thấp. Thị phần của chuỗi sẽ đạt 27,1% vào năm 2028. Trong khi VNVC sẽ tiếp tục dẫn đầu thị trường tiêm chủng với khoảng 46% thị phần, Long Châu sẽ chia sẻ phân nửa thị trường còn lại với các chuỗi khác (chủ yếu Nhi Đồng 315) và với các cơ sở y tế khác (tuy số lượng cơ sở y tế này là rất lớn, đa phần là các cơ sở y tế công lập cung cấp chương trình tiêm chủng mở rộng miễn phí). Sở dĩ Long Châu có thể chiếm thị phần nhiều và đứng ở vị trí thứ 2 do chuỗi sở hữu những lợi thế nhất định (xem phần [Phân tích chuỗi giá trị doanh nghiệp](#)).

Cơ cấu lợi nhuận: lợi nhuận (gộp và ròng) của FRT trong tương lai chủ yếu đến từ chuỗi nhà thuốc và TTTC, cụ thể như sau:

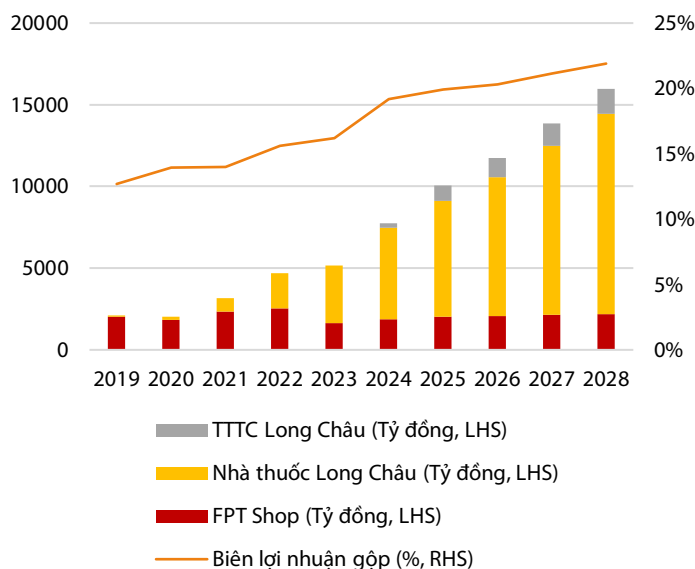
Biên lợi nhuận gộp:

- **Mảng bán lẻ sản phẩm CNTT-TT:** biên lợi nhuận gộp của chuỗi FPT Shop có xu hướng giảm dần trong giai đoạn 2019-2023 do cạnh tranh ngày càng gia tăng trong ngành, đặc biệt thấp (10,1%) trong năm 2023 do ảnh hưởng của cuộc chiến giá. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp sẽ lần lượt tăng lên 12,5% và 12,9% vào năm 2024 và 2025 khi cuộc chiến giá đã nguội, sau đó sẽ tiếp tục xu hướng giảm trước đó cho tới 2028, về mức 12,8%.

- **Mảng bán lẻ dược phẩm:** biên lợi nhuận gộp của chuỗi nhà thuốc Long Châu không ngừng gia tăng trong quá khứ, từ 17,5% năm 2019 lên 22,5% năm 2023, nhờ vào quy mô ngày càng lớn cho phép nhận được nhiều chính sách hỗ trợ từ nhà cung cấp. Tuy nhiên, định hướng của FRT trong 3 năm tới sẽ giữ chính sách giá thuốc cạnh tranh để gia tăng thị phần, do đó sẽ trung hòa một phần lợi thế từ chính sách hỗ trợ từ nhà cung cấp này. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của chuỗi sẽ tăng qua các năm từ mức 23,3% năm 2024 lên 23,5% năm 2026 và lên 25,3% vào năm 2028 khi Long Châu đã đạt đến quy mô lớn để nhận được nhiều hơn nữa chính sách hỗ trợ, tương đương với bình quân ngành trên thế giới vào khoảng 26%.
- **Mảng tiêu dùng:** biên lợi nhuận gộp của chuỗi TTTC Long Châu được dự phóng ở mức 21,0% cho kỳ dự phóng 2024-2028, thấp hơn mức khoảng 25% của VNVC do quy mô nhỏ hơn. Tuy quy mô ngày càng mở rộng, chúng tôi cho rằng cạnh tranh ngày càng gia tăng trong ngành này cùng chiến lược giá cạnh tranh của chuỗi tiêu dùng Long Châu sẽ khiến cho biên lợi nhuận gộp của chuỗi chưa thể tăng trưởng. Vị thế dẫn đầu của VNVC cũng là thách thức không nhỏ cho Long Châu trong tương lai.

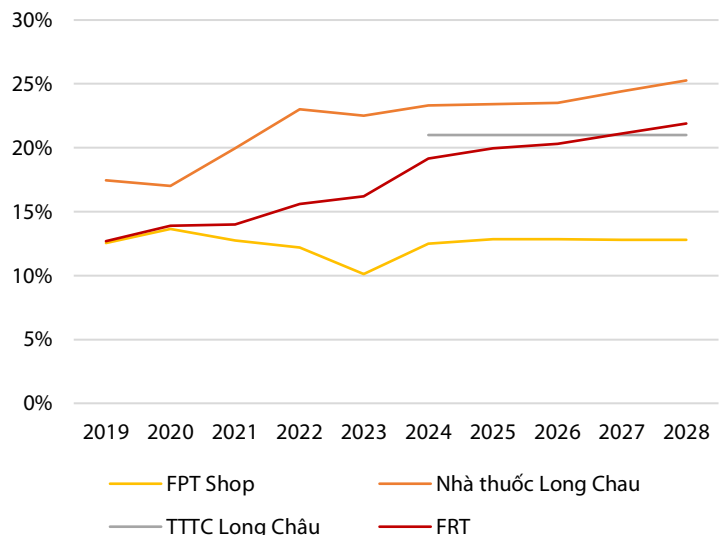
Do tỷ trọng đóng góp doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng kinh doanh bán lẻ dược phẩm cao hơn, biên lợi nhuận gộp của toàn công ty chịu ảnh hưởng lớn bởi biên lợi nhuận gộp của chuỗi nhà thuốc Long Châu và tăng trưởng từ mức 12,7% năm 2019 lên 16,2% năm 2023 và được dự phóng tiếp tục tăng lên 21,9% năm 2028.

Hình 6: Lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp của FRT



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt.

Hình 7: Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh của FRT



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

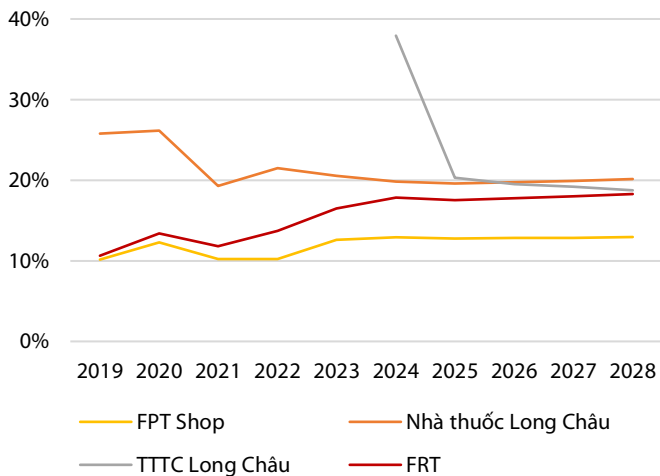
Chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp (BH&QLDN):

- **Mảng bán lẻ sản phẩm CNTT-TT:** tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu thuần nhìn chung đi ngang từ 2019-2023, cho thấy FPT Shop kiểm soát khá tốt chi phí BH&QLDN. Chúng tôi tiếp tục dự phóng tỷ lệ này sẽ đi ngang cho tới 2028.
- **Mảng bán lẻ dược phẩm:** tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu thuần có sự giảm mạnh YoY vào năm 2021 do ảnh hưởng của dịch Covid giúp doanh số tăng nhanh trong khi chi phí BH&QLDN không tăng với cùng tốc độ. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy đà tăng đã chững lại vào giai đoạn 2022-2023. Chúng tôi cho rằng đây mới là chuyển động bình thường của chỉ số này khi ở giai đoạn trước đó, chuỗi nhà thuốc Long Châu chỉ mới ở giai đoạn hoạt động ban đầu. Do đó, cho các năm 2024-2028, chúng tôi dự phóng tỷ lệ này sẽ chỉ giảm nhẹ vào năm 2024 và hầu như đi ngang cho các năm sau đó (chi phí bán hàng chiếm đến khoảng 85% chi phí BH&QLDN mà chi phí này lại diễn biến khá sát với doanh thu).

Do tỷ trọng đóng góp doanh thu ngày càng gia tăng của mảng bán lẻ dược phẩm và bản thân chi phí BH&QLDN của mảng này khá cao, tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu thuần tăng trong quá khứ và trong tương lai cho tới 2028.

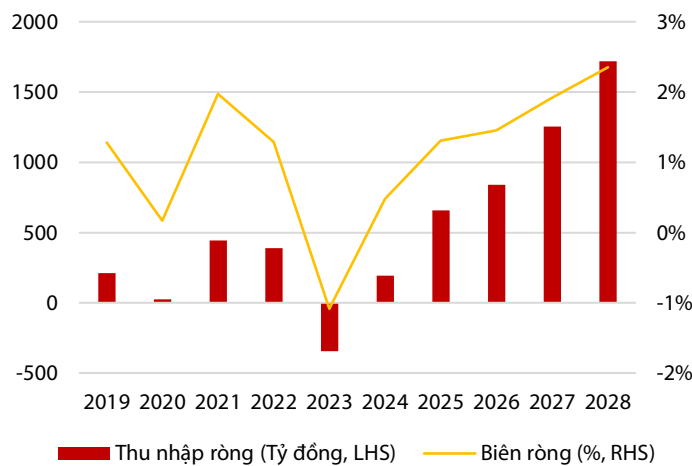
Lợi nhuận ròng: chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận ròng tăng từ mức 0,5% năm 2024 lên 2,4% năm 2028. Trong quá khứ, vào năm 2020, lợi nhuận ròng sụt giảm mạnh do ảnh hưởng của dịch Covid-19 và FRT tăng cường đầu tư cho chuỗi nhà thuốc Long Châu. Năm 2023, FRT ghi nhận lỗ ròng phần lớn do những chi phí phát sinh đột biến, bao gồm: chi phí thưởng hiệu quả kinh doanh khi chuỗi Long Châu vượt xa kế hoạch năm 2023, chi phí hủy hàng của Long Châu, chi phí đóng 36 cửa hàng FPT Shop không hiệu quả, đầu tư TTTC, và đầu tư chuyển đổi số. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng triển vọng tương lai cho lợi nhuận ròng của FRT là xu hướng tăng khá triển vọng nhờ sự tăng trưởng của chuỗi nhà thuốc và chuỗi TTTC Long Châu.

Hình 8: Chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần của FRT (%)



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Thu nhập ròng & biên ròng của FRT



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về tài sản: chúng tôi lưu ý tỷ lệ nợ vay/VCSH của FRT ở mức khá cao, trung bình trên 3,0x, và hệ số khả năng thanh toán nợ vay thường xuyên ở mức dưới 2,0x trong giai đoạn 2019-2023. Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, điều kiện kinh tế vĩ mô sẽ cải thiện và quay trở lại nhịp điệu tăng trưởng trước đây sẽ giúp cho FRT giảm số nợ vay và tiết kiệm chi phí lãi vay từ năm 2026 trở về sau. Nhờ đó, tỷ lệ nợ vay/VCSH và hệ số khả năng thanh toán nợ vay sẽ dần cải thiện và không còn là mối lo ngại cho nhà đầu tư.

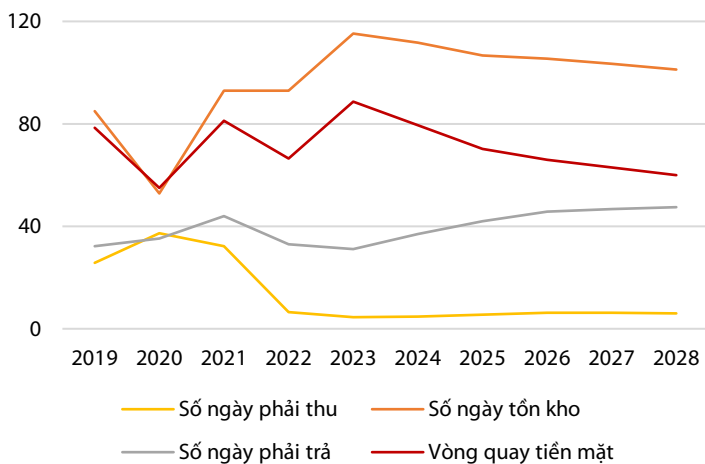
Vốn lưu động: tương tự như các công ty bán lẻ khác khi hàng tồn kho luôn chiếm phần lớn tổng tài sản của công ty, hàng tồn kho của FRT chiếm khoảng 65% tổng tài sản. Trong đó, sự gia tăng tỷ trọng đóng góp doanh thu của mảng bán lẻ dược phẩm trong khi mảng này có số ngày tồn kho cao hơn khiến cho vòng quay tiền mặt chịu ảnh hưởng lớn bởi biến động của vòng quay hàng tồn kho của mảng này. Chúng tôi cho rằng chỉ số này sẽ giảm qua từng năm trong kỳ dự phóng do lượng khách hàng ngày càng tăng và quá trình chuyển đổi số giúp Long Châu ngày càng tối ưu hàng tồn kho. Theo đó, vòng quay tiền mặt sẽ giảm từ 89 ngày năm 2023 xuống 60 ngày năm 2028.

Đầu tư TSCĐ: do đặc thù của mô hình bán lẻ, chi tiêu cho đầu tư TSCĐ (cả cho nhu cầu mở mới và nâng cấp thay thế mua mới máy móc thiết bị) là không đáng kể so với giá trị tổng tài sản công ty (khoảng 5% cho năm chi tiêu nhiều nhất là 2023) và biến động chủ yếu theo số lượng cửa hàng. Trong hai năm 2022 và 2023, FRT tăng cường mở mới cửa hàng cho chuỗi nhà thuốc Long Châu khiến cho mức chi tiêu này tăng vọt. Với số lượng cửa hàng mở mới ít hơn do quy mô đã khá lớn, chúng tôi dự phóng mức chi tiêu cho TSCĐ sẽ giảm qua từng năm cho kỳ dự phóng 2024-2028.

Nợ vay: FRT không có nợ vay dài hạn. Công ty có các khoản nợ vay ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động. Chúng tôi lưu ý tỷ lệ nợ vay/VCSH của FRT ở mức khá cao trung bình trên 3,0x (so với mức dưới 0,5x của MWG) và hệ số khả năng thanh toán nợ vay thường xuyên ở mức dưới 2,0x (so với mức khoảng 8,0x của

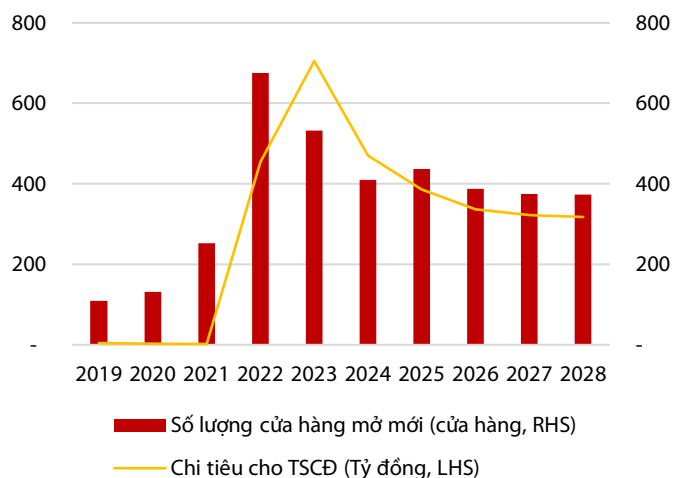
MWG) trong giai đoạn 2019-2023. Các chỉ số này cho thấy công ty đang sử dụng nhiều đòn bẩy để mở rộng hoạt động kinh doanh. Chúng tôi cũng lưu ý thêm rằng các khoản nợ vay này 100% là các khoản nợ vay ngắn hạn, do vậy, trong điều kiện môi trường kinh doanh không thuận lợi, có thể gây áp lực trả nợ lên Công ty. Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, điều kiện kinh tế vĩ mô sẽ cải thiện và quay trở lại nhịp điệu tăng trưởng trước đây sẽ giúp cho FRT giảm số nợ vay và tiết kiệm chi phí lãi vay từ năm 2026 trở về sau. Nhờ đó, tỷ lệ nợ vay/VCSH và hệ số khả năng thanh toán nợ vay sẽ dần cải thiện và không còn là mối lo ngại cho nhà đầu tư.

Hình 10: Dự phóng các tỷ lệ hiệu quả



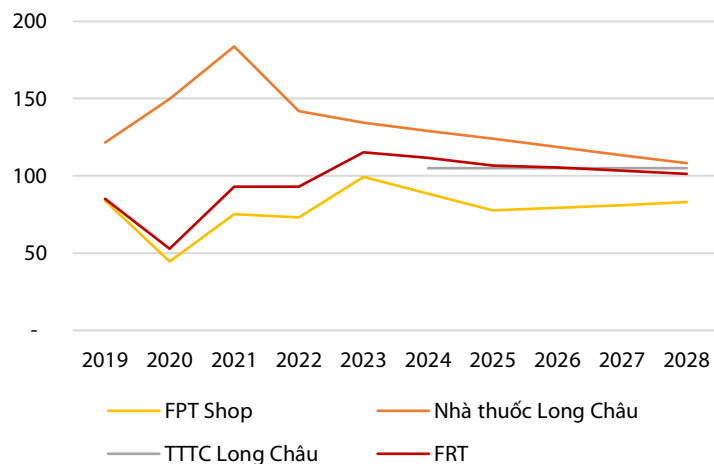
Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Tiền chi cho đầu tư, mua sắm TSCĐ



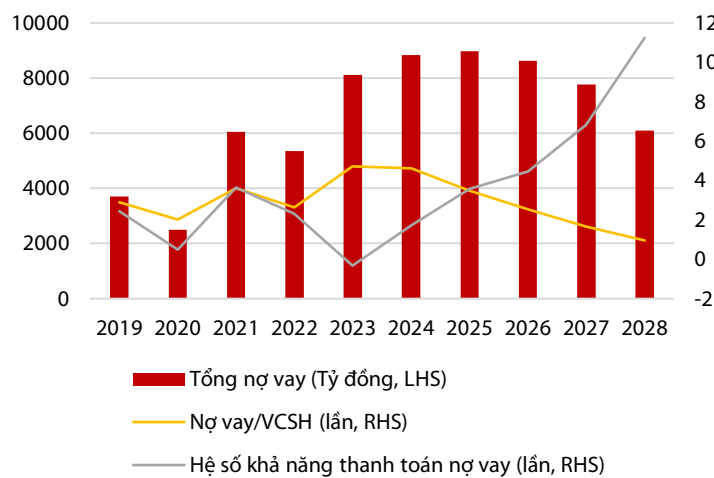
Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Vòng quay tồn kho theo mảng kinh doanh



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

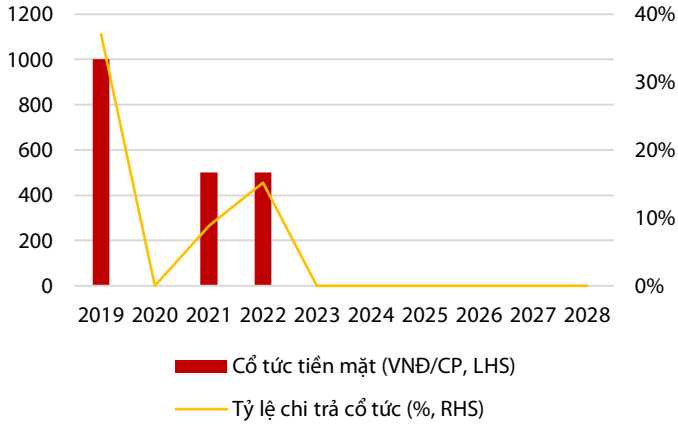
Hình 13: Tình hình sử dụng đòn bẩy tài chính



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

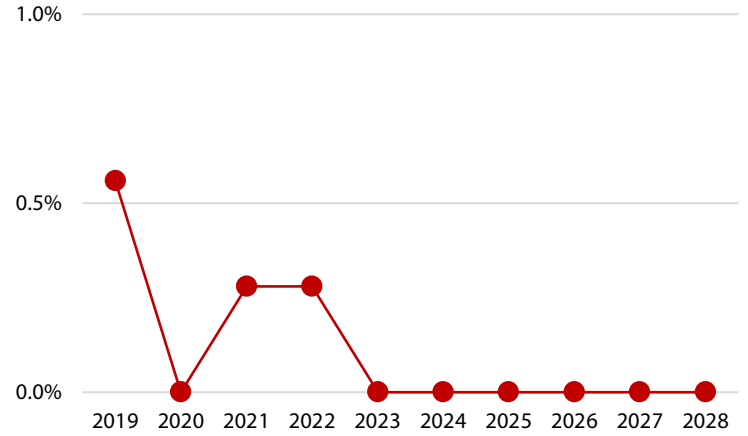
Chính sách cổ tức tiền mặt: FRT thực hiện chính sách cổ tức tiền mặt khá linh hoạt (và chi trả cổ tức tiền mặt từ năm 2018), tùy thuộc vào tình hình kinh doanh hàng năm của công ty. Tuy nhiên, tỷ suất cổ tức luôn ở mức dưới 1,0%, thấp hơn lãi suất tiền gửi ngân hàng trung bình (3-5%/năm). Do vậy, FRT không phù hợp cho chiến lược đầu tư cổ tức. Tuy nhu cầu mở rộng đã ít hơn nhưng vẫn khá lớn, nhu cầu vốn của FRT vẫn khá cao; vì vậy, chúng tôi dự phóng công ty sẽ không thực hiện chính sách chi trả cổ tức tiền mặt cho giai đoạn 2024-2028.

Hình 14: Cổ tức tiền mặt của FRT (VND)



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Tỷ suất cổ tức của FRT



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

Bảng 7: Báo cáo thu nhập hàng năm của FRT

BÁO CÁO THU NHẬP	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Doanh thu thuần	14.661	22.495	30.166	31.850	40.403	50.481	57.805	65.537	73.012
Giá vốn hàng bán	12.620	19.343	25.463	26.688	32.655	40.416	46.071	51.697	57.022
Lãi gộp	2.041	3.152	4.703	5.162	7.749	10.065	11.734	13.840	15.990
Chi phí bán hàng và QLDN	1.964	2.657	4.147	5.246	7.133	8.768	10.187	11.703	13.229
Chi phí hoạt động khác	20	14	25	7	9	12	13	15	17
EBITDA	59	485	647	141	960	1.691	1.984	2.614	3.277
Chi phí không thuộc HĐKD	1	1	5	20	40	7	7	7	7
Thu nhập không thuộc HĐKD	15	9	16	22	31	16	16	16	16
Doanh thu tài chính	71	198	174	80	102	116	129	141	152
Chi phí tài chính	114	132	232	285	353	358	345	310	244
Lợi nhuận trước thuế	28	554	486	(294)	346	1.053	1.327	1.961	2.661
Chi phí thuế TNDN	18	110	88	35	62	211	265	392	532
Quý khen thưởng phúc lợi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	(15)	0	8	16	92	184	223	313	412
Lợi nhuận ròng	25	444	390	(346)	193	658	838	1.256	1.717
Biên lợi nhuận ròng	0,2%	2,0%	1,3%	-1,1%	0,5%	1,3%	1,5%	1,9%	2,4%
LN trên mỗi CP (VND/CP)	313	5.618	3.295	(2.537)	1.414	4.832	6.154	9.216	12.606

Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

Bảng 8: Bảng cân đối kế toán hàng năm của FRT

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
TÀI SẢN									
Tiền mặt hoạt động	702	1.105	746	961	1.219	1.523	1.744	1.977	2.203
Đầu tư ngắn hạn	788	1.821	1.119	1.194	1.194	1.194	1.194	1.194	1.194
Khoản phải thu	1.498	1.985	538	394	520	752	998	1.114	1.225
Hàng tồn kho	1.827	4.930	6.484	8.427	10.001	11.804	13.297	14.664	15.817
Tài sản ngắn hạn khác	145	380	440	439	557	696	797	904	1.007
Tài sản ngắn hạn	4.960	10.222	9.327	11.415	13.491	15.968	18.031	19.852	21.446
TSCĐ hữu hình	9	16	677	1.080	1.209	1.236	1.167	1.042	873
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	42	156	172	228	229	229	230	230	230
TS dài hạn khác	377	392	348	375	475	594	680	771	859
Tài sản dài hạn	428	564	1.197	1.683	1.913	2.059	2.076	2.043	1.963
Tổng tài sản	5.388	10.786	10.524	13.098	15.405	18.027	20.107	21.895	23.408
NỢ PHẢI TRẢ									
Vay nợ ngắn hạn	2.486	6.047	5.363	8.108	-	-	-	-	-
Phải trả người bán	1.215	2.336	2.307	2.274	3.311	4.639	5.770	6.608	7.416
Các khoản phải trả khác	462	724	804	996	1.264	1.579	1.808	2.050	2.284
Phải trả ngắn hạn	4.162	9.107	8.474	11.379	13.400	15.180	16.199	16.418	15.802
Vay nợ dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	-	0	0	1	1	1	1	1	1
Phải trả dài hạn	-	0	0	1	1	1	1	1	1
Tổng nợ phải trả	4.162	9.107	8.474	11.379	13.401	15.181	16.200	16.419	15.803
LỢI ÍCH THIỂU SỐ									
Lợi ích thiểu số	11	17	41	120	212	396	619	932	1.343
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Cổ phần ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cổ phần phổ thông	790	790	1.185	1.362	1.362	1.362	1.362	1.362	1.362
LNST chưa phân phối	424	872	824	237	429	1.088	1.926	3.182	4.899
Các nguồn quỹ khác	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	1.214	1.662	2.008	1.599	1.792	2.450	3.289	4.544	6.262
Tổng Nguồn vốn	5.388	10.786	10.524	13.098	15.405	18.027	20.107	21.895	23.408

Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 1 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-2028

Bảng 9: Doanh thu dự phóng theo từng mảng (Tỷ đồng)

DOANH THU THUẦN	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tổng doanh thu	14.661	22.495	30.166	31.850	40.403	50.481	57.805	65.537	73.012
FPT Shop	13.471	18.518	20.689	16.185	15.164	15.663	16.178	16.700	17.202
Long Châu - Nhà thuốc	1.191	3.977	9.477	15.665	23.854	30.286	36.073	42.426	48.461
Long Châu - TTTC	-	-	-	-	1.386	4.531	5.554	6.411	7.349
% tăng trưởng cùng kỳ	-11,9%	53,4%	34,1%	5,6%	26,9%	24,9%	14,5%	13,4%	11,4%
FPT Shop	-16,5%	37,5%	11,7%	-21,8%	-6,3%	3,3%	3,3%	3,2%	3,0%
Long Châu - Nhà thuốc	133,1%	234,0%	138,3%	65,3%	52,3%	27,0%	19,1%	17,6%	14,2%
Long Châu - TTTC	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	226,9%	22,6%	15,4%	14,6%
% tổng doanh thu	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
FPT Shop	91,9%	82,3%	68,6%	50,8%	37,5%	31,0%	28,0%	25,5%	23,6%
Long Châu - Nhà thuốc	8,1%	17,7%	31,4%	49,2%	59,0%	60,0%	62,4%	64,7%	66,4%
Long Châu - TTTC	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,4%	9,0%	9,6%	9,8%	10,1%

Nguồn: FRT, CTCK Rông Việt

Bảng 10: Lợi nhuận gộp dự phóng theo mảng (Tỷ đồng)

LỢI NHUẬN GỘP	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tổng	2.041	3.152	4.703	5.162	7.749	10.065	11.734	13.840	15.990
FPT Shop	1.838	2.358	2.523	1.637	1.891	2.016	2.078	2.140	2.200
Long Châu - Nhà thuốc	203	793	2.180	3.524	5.566	7.098	8.490	10.353	12.247
Long Châu - TTTC	-	-	-	-	291	952	1.166	1.346	1.543
BIẾN LỢI NHUẬN GỘP									
Tổng	13,9%	14,0%	15,6%	16,2%	19,2%	19,9%	20,3%	21,1%	21,9%
FPT Shop	13,6%	12,7%	12,2%	10,1%	12,5%	12,9%	12,8%	12,8%	12,8%
Long Châu - Nhà thuốc	17,0%	19,9%	23,0%	22,5%	23,3%	23,4%	23,5%	24,4%	25,3%
Long Châu - TTTC	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%

Nguồn: FRT, CTCK Rông Việt

Bảng 11: Chi phí BH&QLDN theo mảng (Tỷ đồng)

CHI PHÍ BH&QLDN	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tổng	1.964	2.657	4.147	5.246	7.133	8.768	10.187	11.703	13.229
FPT Shop	1.652	1.890	2.112	2.034	1.864	1.895	1.958	2.007	2.073
Long Châu - Nhà thuốc	311	767	2.035	3.212	4.742	5.951	7.141	8.463	9.773
Long Châu - TTTC	-	-	-	-	527	922	1.089	1.233	1.382
CHI PHÍ BH&QLDN/DT THUẦN									
Tổng	13,4%	11,8%	13,7%	16,5%	17,7%	17,4%	17,6%	17,9%	18,1%
FPT Shop	12,3%	10,2%	10,2%	12,6%	12,3%	12,1%	12,1%	12,0%	12,1%
Long Châu - Nhà thuốc	26,2%	19,3%	21,5%	20,5%	19,9%	19,7%	19,8%	19,9%	20,2%
Long Châu - TTTC	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	38,0%	20,3%	19,6%	19,2%	18,8%

Nguồn: FRT, CTCK Rông Việt

Bảng 12: Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh (Tỷ đồng)

LỢI NHUẬN THUẦN HĐKD	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tổng	77	495	557	(85)	615	1.297	1.546	2.136	2.761
FPT Shop	186	468	411	(397)	27	121	120	133	127
Long Châu - Nhà thuốc	(109)	26	145	312	824	1.146	1.349	1.890	2.473
Long Châu - TTTC	-	-	-	-	(236)	30	78	113	161
BIẾN LỢI NHUẬN THUẦN HĐKD									
Tổng	0,5%	2,2%	1,8%	-0,3%	1,5%	2,6%	2,7%	3,3%	3,8%
FPT Shop	1,4%	2,5%	2,0%	-2,5%	0,2%	0,8%	0,7%	0,8%	0,7%
Long Châu - Nhà thuốc	-9,1%	0,7%	1,5%	2,0%	3,5%	3,8%	3,7%	4,5%	5,1%
Long Châu - TTTC	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-17,0%	0,7%	1,4%	1,8%	2,2%

Nguồn: FRT, CTCK Rông Việt

PHỤ LỤC 2 - RỦI RO CHÍNH SÁCH ĐỐI VỚI HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA CÁC NHÀ THUỐC BÁN LẺ

Trong trung và dài hạn, chúng tôi muốn lưu ý một rủi ro trọng yếu có ảnh hưởng lớn đến thị trường bán lẻ dược phẩm là thói quen mua thuốc kê toa không theo đơn bác sĩ phổ biến tại các nhà thuốc tại Việt Nam.

Tại Điều 6, Khoản 5, mục h của Luật Dược 2016 (có hiệu lực từ 1/1/2017) có quy định rõ các hành vi bị nghiêm cấm trong kinh doanh dược, trong đó có **hành vi bán lẻ thuốc kê đơn mà không có đơn thuốc**. Theo thông tư 02/2018/TT-BYT về thực hành tốt cơ sở bán lẻ thuốc, phần Phụ lục I - 1a, Phần II, Điều 4, mục b (có hiệu lực từ 8/3/2018) quy định về Hồ sơ, sổ sách và tài liệu chuyên môn của cơ sở bán lẻ thuốc, trong đó có nội dung đáng lưu ý sau:

- Đối với thuốc kê đơn phải thêm số hiệu đơn thuốc, người kê đơn và cơ sở hành nghề.

Điều này đồng nghĩa với việc tất cả **mỗi liều thuốc kê đơn** (kháng sinh, tim mạch, tiểu đường, hướng thần...) mà nhà thuốc bán ra **đều phải có đơn thuốc đối chứng đi kèm** thông tin về số hiệu đơn thuốc, người kê đơn và cơ sở hành nghề khám chữa bệnh kê đơn thuốc.

Cũng theo Thông tư 02/2018/TT-BYT về thực hành tốt cơ sở bán lẻ thuốc (Phụ lục I - 1a, Phần III, Điều 2, mục c) có quy định cụ thể về việc bán thuốc theo đơn, thuốc độc, thuốc gây nghiện, thuốc hướng thần, tiền chất dùng làm thuốc như sau:

- Khi bán các thuốc theo đơn phải có sự tham gia trực tiếp người bán lẻ có trình độ chuyên môn phù hợp và tuân thủ theo các quy định, quy chế hiện hành của Bộ Y tế về bán thuốc kê đơn.
- **Người bán lẻ phải bán theo đúng đơn thuốc. Trường hợp phát hiện đơn thuốc không rõ ràng về tên thuốc, nồng độ, hàm lượng, số lượng, hoặc có sai phạm về pháp lý, chuyên môn hoặc ảnh hưởng đến sức khỏe người bệnh, người bán lẻ phải thông báo lại cho người kê đơn biết.**
- **Người bán lẻ giải thích rõ cho người mua và có quyền từ chối bán thuốc theo đơn trong các trường hợp đơn thuốc không hợp lệ, đơn thuốc có sai sót hoặc nghi vấn, đơn thuốc kê không nhằm mục đích chữa bệnh.**
- Người có Bằng dược sỹ được thay thế thuốc đã kê trong đơn thuốc bằng một thuốc khác có cùng hoạt chất, đường dùng, liều lượng khi có sự đồng ý của người mua và phải chịu trách nhiệm về việc thay đổi thuốc.
- Người bán lẻ hướng dẫn người mua về cách sử dụng thuốc, nhắc nhở người mua thực hiện đúng đơn thuốc.
- Sau khi bán thuốc gây nghiện, thuốc hướng thần, thuốc tiền chất người bán lẻ phải vào sổ, lưu đơn thuốc bản chính.

Theo quy định này, người bán thuốc tại nhà thuốc **có nghĩa vụ phải từ chối bán thuốc kê đơn cho khách hàng nếu không có toa bác sĩ đi kèm, hoặc nghi ngờ về tính hợp lý hợp lệ của toa thuốc**.

Một ví dụ dễ nhận thấy nhất về hậu quả của hành vi bán thuốc kê đơn không có đơn thuốc là tình trạng kháng kháng sinh nghiêm trọng tại Việt Nam. Tại nhiều nước, việc sử dụng kháng sinh thế hệ 1 vẫn điều trị hiệu quả nhưng ở Việt Nam phải dùng kháng sinh thế hệ 3 và 4 (thế hệ mới) mà nhiều bệnh nhân vẫn kháng toàn bộ kháng sinh. Tổ chức Y tế Thế giới (WHO) đã đưa Việt Nam vào nhóm các nước có tỉ lệ kháng kháng sinh cao nhất thế giới. Giáo sư Rogier van Doorn, giám đốc Đơn vị nghiên cứu lâm sàng Đại học Oxford (OUCRU) tại Hà Nội, cho hay theo một báo cáo về tình trạng kháng kháng sinh và các nguyên nhân gây tử vong tại Việt Nam năm 2019 cho thấy kháng kháng sinh là nguyên nhân dẫn đến tử vong chỉ đứng sau bệnh tim mạch và ung thư. Trong cộng đồng có tới 60-90% kháng sinh tiêu thụ không được kê đơn.

Hậu quả nghiêm trọng là tương tự cho các bệnh khác nếu không được dùng theo đúng chỉ định của bác sĩ như các loại thuốc về huyết áp, tiểu đường, hướng thần...

Chúng tôi đánh giá rằng khi quy định này sẽ từng bước được thực hiện chặt chẽ trong thời gian tới, khi hạ tầng khám chữa bệnh của Việt Nam được cải thiện dần theo chất lượng chung của các quốc gia phát triển. Khi đó, hoạt động kinh doanh của các nhà bán lẻ thuốc với mô hình hiện tại sẽ bị ảnh hưởng đáng kể.

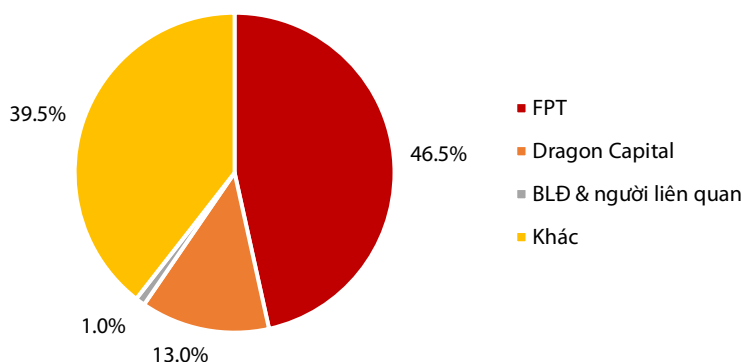
PHỤ LỤC 3 - PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

1. Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số (mã cổ phiếu: FRT) được thành lập vào năm 2012 (sau MWG – đối thủ lớn nhất của FRT – được thành lập vào năm 2004). Thời điểm mới thành lập, FRT nhận được sự hỗ trợ về vốn, công nghệ cũng như đội ngũ nhân sự từ CTCP FPT – một trong những doanh nghiệp công nghệ hàng đầu Việt Nam. Công ty có trụ sở chính tại TP.HCM, chính thức niêm yết trên sàn Giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh năm 2018.

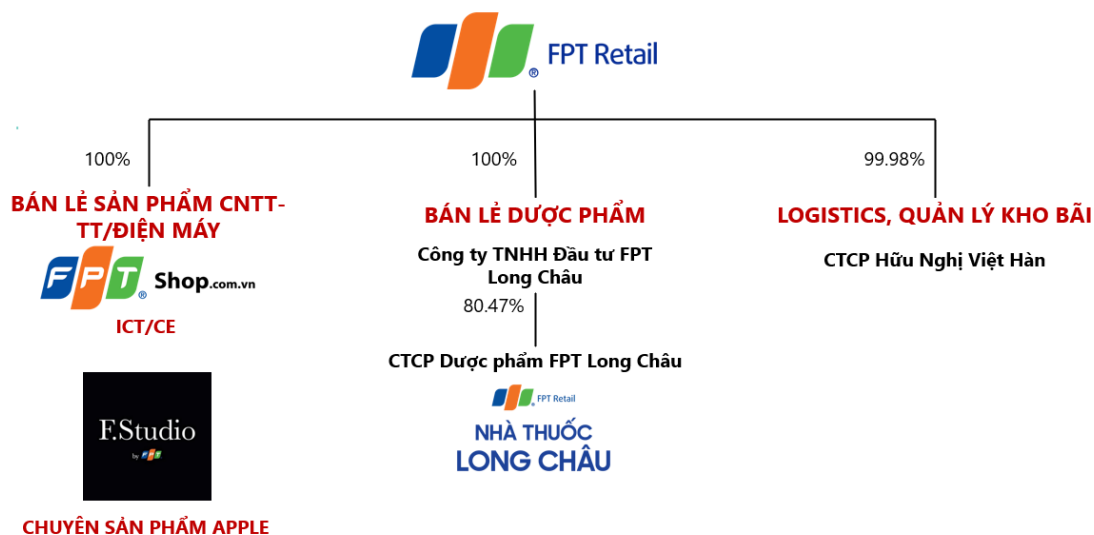
Công ty hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ, với mặt hàng chủ lực ban đầu là sản phẩm CNTT-TT. Cuối năm 2018, FRT chính thức mở rộng kinh doanh mảng bán lẻ dược phẩm bằng việc mua lại và tiếp quản Long Châu – một thương hiệu lâu đời và có tiếng trong lĩnh vực bán lẻ dược phẩm tại TP.HCM. Doanh thu công ty tăng trưởng với tốc độ trung bình 15,8% trong giai đoạn 2019-2023. Năm 2023, FRT ghi nhận lỗ ròng ở mức 346 tỷ, chủ yếu do phát sinh chi phí cao đột biến (xem Phần Cơ cấu chi phí – [Phân tích tài chính và dự phóng trong giai đoạn 2024-2028](#)) trong khi doanh thu không tăng trưởng tương xứng do tình hình kinh tế vĩ mô kém khả quan.

Hình 16: Cơ cấu cổ đông FRT (tại ngày 7/10/2024)



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

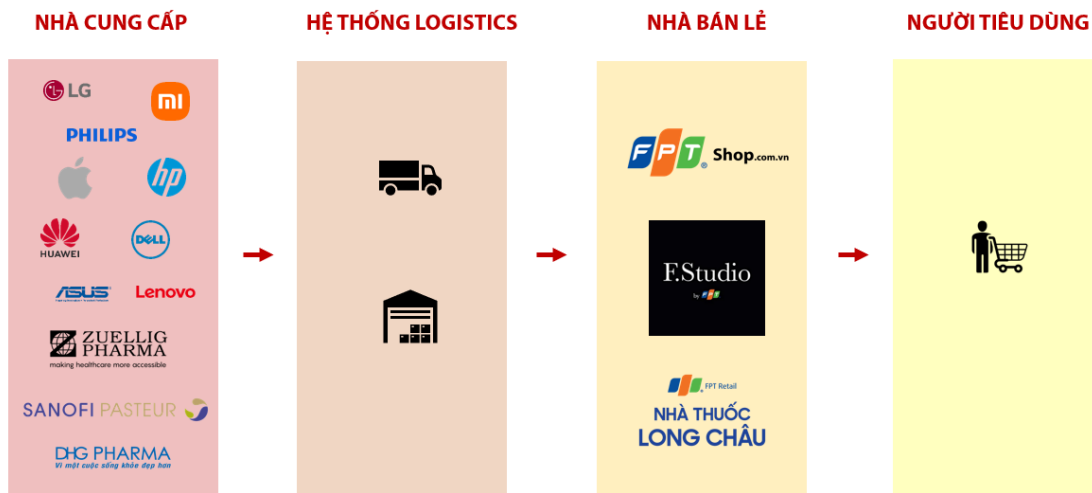
Hình 17: Hệ sinh thái FRT



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

2. Vai trò của FRT trong chuỗi giá trị ngành tiêu dùng

Hình 18: Chuỗi giá trị của FRT

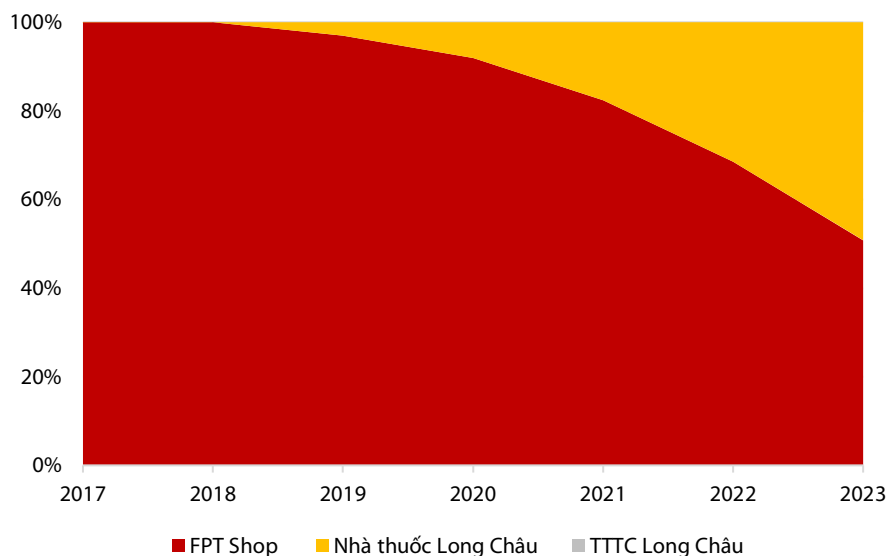


Nguồn: CTCK Rồng Việt

FRT, với hoạt động kinh doanh bao trùm là bán lẻ, đóng vai trò là cửa ngõ giúp các nhà cung cấp và sản xuất tiếp xúc, đưa sản phẩm của mình tới tay người dùng cuối. Vai trò của các nhà bán lẻ trong thị trường tiêu dùng là không thể thay thế. Trong khi một số nhà cung cấp và sản xuất có khả năng cung ứng sản phẩm tới tận tay người tiêu dùng cuối, việc hợp tác với các nhà bán lẻ vẫn cần thiết, giúp họ tiết kiệm chi phí (do lợi thế về quy mô), và tận dụng được chuyên môn, kinh nghiệm cũng như khả năng am hiểu thị trường bản địa của các nhà bán lẻ, không chỉ trong việc phân phối mà còn trong các giai đoạn trước (tiếp thị, quảng bá) và sau bán hàng (bảo hành, sửa chữa...). Đơn cử như Samsung: tuy Samsung có bộ máy hỗ trợ đẳng cấp sau lớn tại Việt Nam, họ vẫn cần phân phối sản phẩm thông qua các nhà bán lẻ như MWG hay FRT.

3. Hoạt động kinh doanh cốt lõi

Hình 19: Doanh thu theo mảng kinh doanh của FRT



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

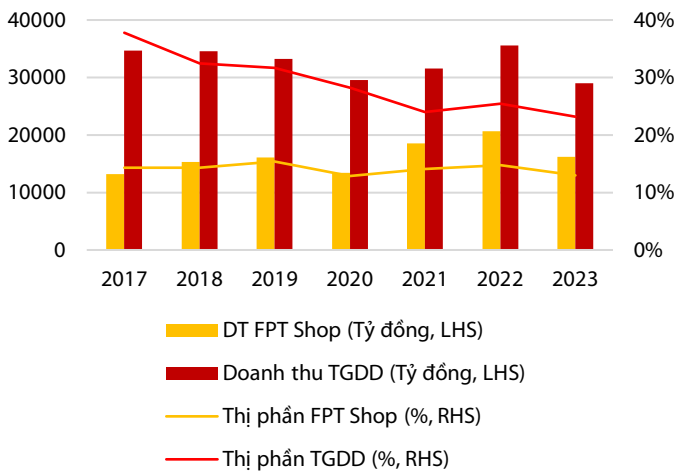
FRT hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ CNTT-TT/điện máy và dược phẩm, với mô hình đa kênh (omni-channel)

Bảng 13: Hiệu quả kinh doanh của FPT Shop và TGDD

2023	Diện tích cửa hàng (m2)	Doanh thu (Tỷ đồng)	Số lượng cửa hàng	Doanh thu/điện tích cửa hàng (Triệu đồng/m2)
FPT Shop	70-100	16.185	755	21,0
Thegioididong	100-200	28.959	1.078	14,9

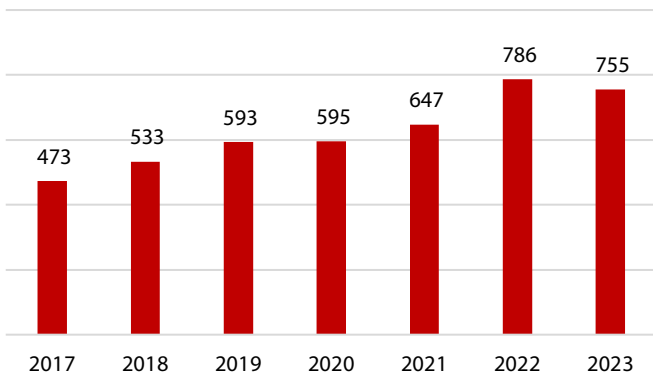
Nguồn: FRT, MWG, CTCK Rộng Việt

Hình 20: Doanh thu và thị phần FPT Shop



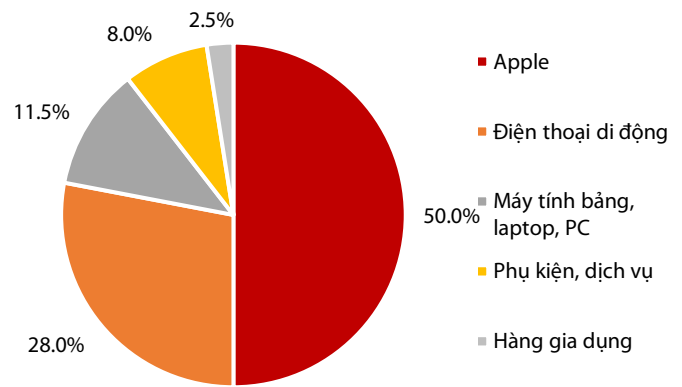
Nguồn: FRT, GfK, CTCK Rộng Việt

Hình 22: Số lượng cửa hàng FPT Shop



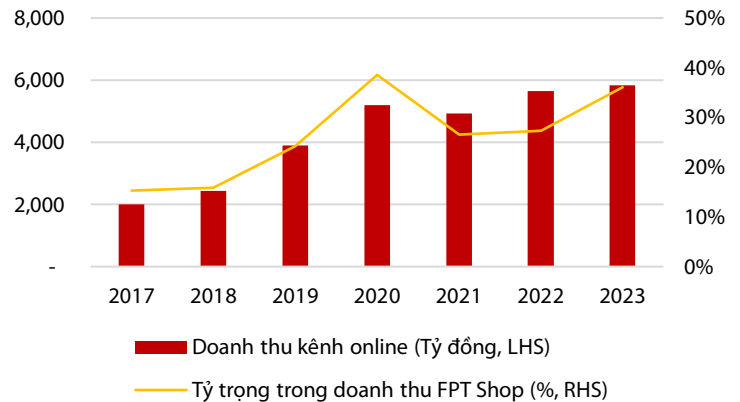
Nguồn: FRT, CTCK Rộng Việt

Hình 21: Cơ cấu doanh thu mảng bán lẻ CNTT-TT theo sản phẩm - 2022



Nguồn: FRT, CTCK Rộng Việt tổng hợp

Hình 23: Doanh thu kênh online của FRT



Nguồn: FRT, CTCK Rộng Việt tổng hợp

a. Mảng bán lẻ CNTT-TT/điện máy – FPT Shop: mảng bán lẻ CNTT-TT đã là mảng kinh doanh duy nhất và cốt lõi trong một thời gian dài. Cho đến năm 2023, tỷ trọng của FPT Shop vẫn trên 50% doanh thu của toàn công ty. Tuy nhiên, tỷ trọng của chuỗi bán lẻ này giảm đi rất nhanh, từ mức 96,9% năm 2019 đến cuối Q2/2024 đã chiếm thiếu số ở mức 36,1%. Điều này đến từ điều kiện thị trường CNTT-TT đã bước vào giai đoạn bão hòa và tình hình cạnh tranh ngày càng gia tăng (xem [Phụ lục 4](#)).

Trước cuộc chiến giá bắt đầu vào đầu Q2/2023, FPT Shop giữ một mặt bằng giá thấp hơn MWG nhưng lại cho hiệu quả doanh thu trên mỗi m2 diện tích mặt sàn tốt hơn (Bảng 13). So với các chuỗi bán lẻ CNTT-TT non trẻ hơn, FPT Shop có lợi thế về mặt thương hiệu và chuỗi cửa hàng rộng lớn. Do đó, FPT Shop vẫn có tệp khách hàng riêng của mình. Trong giai đoạn 2017-2023, FPT Shop giữ vững vị thế số

2 về thị phần trên thị trường bán lẻ CNTT-TT với thị phần tuy có lên xuống tùy từng năm nhưng vẫn dao động quanh mức trung bình 14,3% (trừ năm 2023 khi MWG khởi xướng cuộc chiến về giá). Trong khi đó, Thegioididong không ngừng bị suy giảm thị phần trong cùng giai đoạn (Hình 20). Doanh thu FPT Shop tăng trưởng với tốc độ trung bình 5,9%/năm trong giai đoạn 2017-2023, đạt 16.185 tỷ vào năm 2023. Trong cùng thời gian, doanh thu Thegioididong sụt giảm với tốc độ trung bình 1,3%/năm, đạt 28.959 tỷ vào năm 2023.

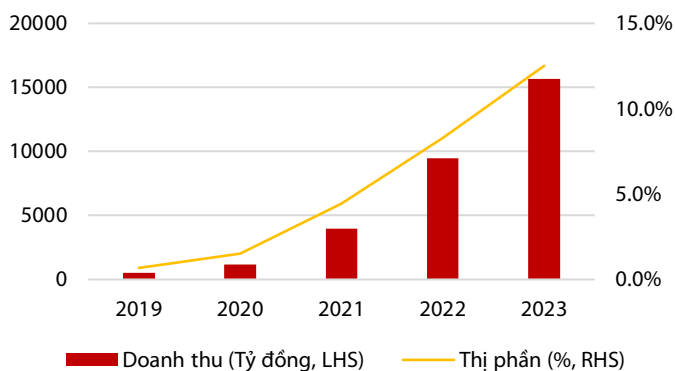
Hai mặt hàng nổi trội của FRT là các sản phẩm Apple (chiếm 50% doanh thu – 2022) và máy tính xách tay (FRT chiếm thị phần số một đối với mặt hàng này – khoảng 35%).

FRT xác định hai định hướng chính cho chuỗi FPT Shop trong các năm tới: 1) gia tăng doanh thu bằng cách mở rộng mảng kinh doanh sản phẩm điện máy; và 2) phát triển kênh bán hàng online. Cụ thể:

- **Mở rộng mảng kinh doanh sản phẩm điện máy:** FRT đã đưa mặt hàng điện máy vào các chuỗi FPT Shop từ tháng 6/2021, và nhận thấy sự gia tăng doanh thu cũng như khả năng cho biên lợi nhuận gộp cao hơn mặt hàng CNTT-TT (ở mức khoảng 20%-25%, theo công bố của FRT so với mức dưới 20% của mặt hàng CNTT-TT). Do vậy, FRT đã chính thức lấn sân vào mảng này bằng cách mở 10 cửa hàng kinh doanh mặt hàng điện máy độc lập từ ngày 3/8/2024. Do các cửa hàng kinh doanh này mới chỉ được hoạt động hơn một tháng, thông tin chưa được tiết lộ nhiều và trường số liệu ít gây ra tính thiếu chính xác, hiện chúng tôi chưa ghi nhận và dự phóng doanh thu của mảng này cho FRT. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá động thái này có thể giúp FPT Shop gia tăng doanh thu trong tương lai, nhất là khi tốc độ tăng trưởng trung bình của thị trường điện máy ở mức 6,6%/năm cao hơn thị trường bán lẻ CNTT-TT ở mức 2,3%/năm do tỷ lệ thâm nhập của ngành hàng điện máy hiện vẫn thấp hơn ngành hàng CNTT-TT (xem [Phụ lục 4](#)), theo Gfk.
- **Phát triển kênh bán hàng online:** thời điểm ra mắt iPhone 15 vào cuối năm 2023, FRT thông báo doanh thu từ các phiên livestream trên Tiktok Shop đạt 1 triệu USD (mặc dù FRT đã có website riêng cho chuỗi FPT Shop). Công ty cũng định hướng sẽ tập trung phát triển kênh online trong tương lai. Chúng tôi cho rằng đây là bước đi hợp lý trong điều kiện nhu cầu mua hàng qua kênh này đang ngày càng gia tăng (xem [Phụ lục 4](#)).

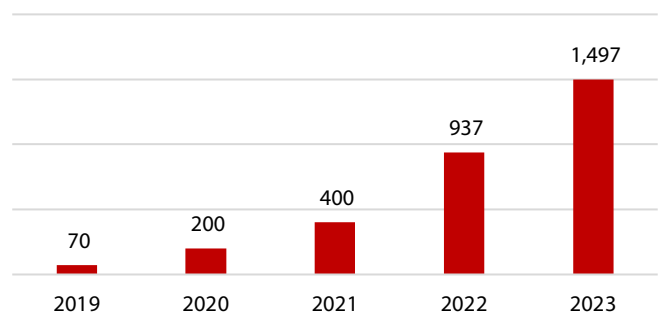
**b. Mảng chăm sóc sức khỏe – Long Châu:
Chuỗi nhà thuốc Long Châu**

Hình 24: Doanh thu và thị phần nhà thuốc Long Châu



Nguồn: FRT, IQVIA, CTCK Rồng Việt

Hình 25: Số lượng nhà thuốc Long Châu



Nguồn: FRT

Tỷ trọng đóng góp vào doanh thu của chuỗi nhà thuốc Long Châu ngày càng tăng, từ mức 3,1% vào năm 2019 khi mới còn là mảng kinh doanh mới lên mức 49,2% vào năm 2023. Thị phần cũng gia tăng từ mức gần bằng 0% năm 2019 lên 12,5% năm 2023, theo ước tính của chúng tôi dựa trên số liệu của IQVIA. Trong giai đoạn 2019-2023, doanh thu chuỗi nhà thuốc Long Châu cũng tăng trưởng với tốc độ trung bình 135,3%/năm từ mức rất thấp của năm 2019. Như có đề cập ở [Phụ lục 5](#) bên dưới, chúng tôi đánh giá Long Châu đang là chuỗi bán lẻ dược phẩm số một của Việt Nam và nhiều tiềm năng sẽ giữ vững vị trí này trong tương lai. Long Châu sở hữu những lợi thế không thể chối cãi và khó sao

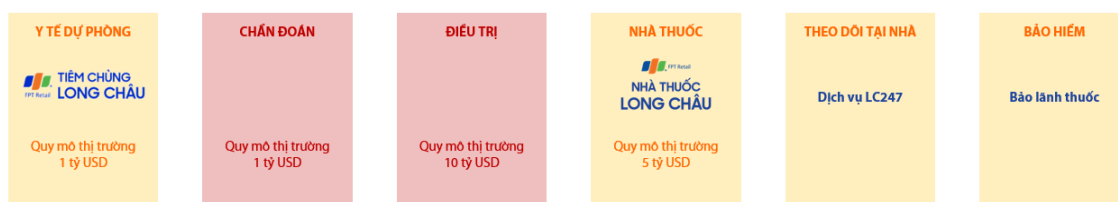
chép, bao gồm: am hiểu thị trường địa phương (đủ thuốc, giá cạnh tranh), áp dụng công nghệ tiên tiến, kinh nghiệm bán lẻ, và lợi thế quy mô.

TTTC Long Châu

Được triển khai từ tháng 7/2023. Hiện tại, doanh thu thực thu và doanh thu thực tiêu lần lượt vào khoảng 2,5 tỷ/tháng và 1,5 tỷ/tháng. Vào ngày 17/9/2024 đã có 110 TTTC Long Châu. Chúng tôi ước tính doanh thu của chuỗi tiêm chủng này năm 2024 vào khoảng 1.400 tỷ, tương ứng với thị phần khoảng 6%. Tuy VNVC vẫn sẽ là chuỗi TTTC dẫn đầu về thị phần, Long Châu sẽ ngày càng mở rộng, trở thành đối thủ cạnh tranh đáng gờm của VNVC, nhờ vào các lợi thế dựa trên hệ thống hơn 1.700 cửa hàng và 20 triệu khách hàng của chuỗi bán lẻ dược phẩm, áp dụng công nghệ tiên tiến với nền tảng từ công ty liên quan là CTCP FPT, và thực hiện chiến lược giá cạnh tranh (xem [Phụ lục 6](#)).

Hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe – chiến lược của tương lai

Hình 26: Sơ đồ các bước trong chiến lược hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe toàn diện của FRT



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt

* Quy mô thị trường chẩn đoán và điều trị theo công bố của FRT tại ĐHCĐTN 2024

* Ô màu đỏ là những mảng kinh doanh FRT đang hướng đến, ô màu vàng là những mảng kinh doanh FRT đã triển khai

Không chỉ dừng lại ở chuỗi bán lẻ dược phẩm và chuỗi TTTC, Long Châu còn có kế hoạch tham vọng hoàn thiện hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe toàn diện, khép kín (Hình 26).

Hiện nay, Long Châu đã triển khai các bước y tế dự phòng (TTTC Long Châu), nhà thuốc (nhà thuốc Long Châu), sắp triển khai dịch vụ theo dõi tại nhà (dịch vụ LC247 – dự kiến ra mắt vào cuối Q3/2024 đầu Q4/2024), và bảo hiểm (dịch vụ bảo lãnh thuốc tại các nhà thuốc Long Châu):

- LC247 là dịch vụ theo dõi tại nhà, nhằm đến tệp khách hàng chiếm 60%-70% tổng lượng khách hàng của Long Châu – những người mắc các bệnh mãn tính như tim mạch, tiểu đường, xương khớp, dạ dày... và cả người thân của họ. Cụ thể, với dịch vụ LC247, các khách hàng sau khi đo chỉ số bằng máy đo huyết áp, máy đo đường huyết... chụp hình và gửi lên ứng dụng, dữ liệu sẽ đọc từ hình, chuyển sang dạng kỹ thuật số (digital), lưu trữ và đưa vào biểu đồ. Từ biểu đồ này, Long Châu sẽ xác định các chỉ số của khách hàng có đang ổn hay không, và hướng dẫn họ cách xử lý hoặc báo cho người thân của họ biết tình trạng bệnh của bệnh nhân.
- Bảo hiểm/bảo lãnh thuốc: không có nhiều thông tin về mảng dịch vụ tương lai này. Tuy nhiên, hiện tại FRT đang triển khai dịch vụ bảo lãnh thuốc cho nhân viên FRT và người thân của họ. Chương trình này có các ưu điểm là: thời gian duyệt hồ sơ nhanh chóng (khoảng 30 phút) và được Long Châu giao thuốc đến tận nhà.

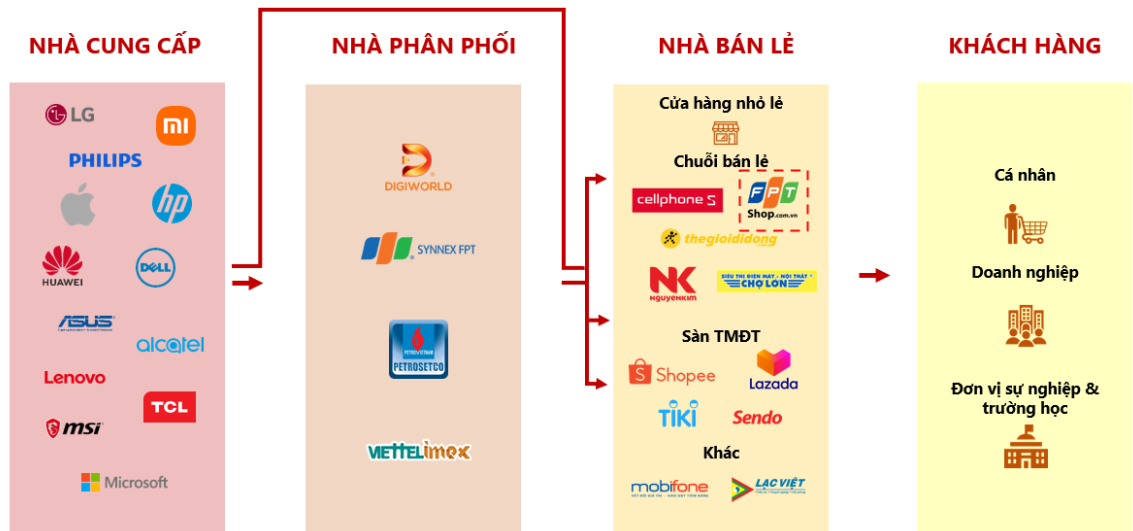
Hai mảng còn thiếu mà FRT đang nhắm đến để hoàn thiện hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe là mảng chẩn đoán và điều trị, tương ứng với trung tâm xét nghiệm và phòng khám. Theo công bố của Long Châu, thị trường chẩn đoán và điều trị lần lượt đạt 1 tỷ USD và 10 tỷ USD. Theo đánh giá của chúng tôi, tuy có quy mô lớn, hai thị trường này yêu cầu khả năng chuyên môn cao, nhân sự chất lượng cao, nguồn vốn lớn, và những quy định pháp lý nghiêm ngặt kèm theo. Tuy nhiên, nếu FRT có khả năng thực thi, sẽ mang đến tiềm năng tăng trưởng rất lớn, đến từ không chỉ việc khai thác quy mô của thị trường mà còn từ khả năng bán chéo các dịch vụ, tận dụng tệp khách hàng và hệ thống dữ liệu sẵn có.

PHỤ LỤC 4 – THỊ TRƯỜNG BÁN LẺ SẢN PHẨM CNTT-TT/ĐIỆN MÁY

- Vai trò của các nhà bán lẻ như FPT Shop (FRT) hay Thegioididong/Dienmayxanh (MWG) là không thể thay thế.
- Thị trường bán lẻ hàng CNTT-TT đã bão hòa, tăng trưởng trung bình 2,3%/năm cho tới 2028
- Chúng tôi cũng nhận thấy sự chuyển đổi nhanh chóng trong thói quen tiêu dùng hàng CNTT-TT/điện máy sang kênh online. Ngay trên kênh bán hàng offline truyền thống của mình, các nhà bán lẻ khổng lồ - MWG, FRT – cũng gặp khó khăn do cạnh tranh đến từ các nhà bán lẻ non trẻ hơn

Chuỗi cung ứng ngành hàng CNTT-TT/điện máy: vai trò tối quan trọng của các nhà bán lẻ

Hình 27: Chuỗi cung ứng ngành bán lẻ hàng CNTT-TT/hàng điện máy



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Nhà cung cấp hàng CNTT-TT/điện máy có hai lựa chọn bán hàng tại Việt Nam: 1) hợp tác trực tiếp với các nhà bán lẻ (bao gồm các chuỗi bán lẻ, các cửa hàng nhỏ lẻ và các nền tảng TMĐT), và/hoặc 2) phân phối hàng hóa của mình qua các nhà phân phối (nhà bán sỉ) và sau đó các nhà phân phối này sẽ phân phối hàng hóa đến các nhà bán lẻ.

Dù là bằng bất cứ con đường nào, các mặt hàng CNTT-TT/điện máy đều phải được chuyển đến các nhà bán lẻ trước khi đến tay người tiêu dùng. Các nhà bán lẻ đóng vai trò là cửa ngõ mua sắm duy nhất của người tiêu dùng cuối đối với mặt hàng này. Do đó, vai trò của các nhà bán lẻ như FPT Shop (FRT) hay Thegioididong/Dienmayxanh (MWG) là không thể thay thế.

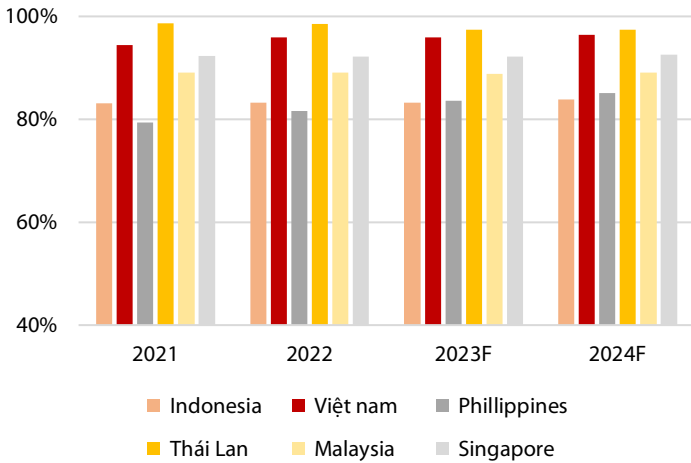
Thị trường bán lẻ hàng CNTT-TT đã bão hòa, tăng trưởng trung bình 2,3%/năm cho tới 2028

Theo số liệu của Gfk, thị trường hàng CNTT-TT hiện đã ở trong giai đoạn bão hòa hậu Covid-19, chỉ tăng trưởng trung bình 3,2%/năm trong giai đoạn 2019-2023. Tỷ lệ thâm nhập hàng CNTT-TT/điện máy gần đạt mức trần hoặc tương đối cao so với các nước Đông Nam Á (Hình 28,29).

Lĩnh vực này được dự báo chỉ đạt mức tăng trưởng thấp hơn giai đoạn trước là 2,3%/năm trong giai đoạn 2024-2028, được hỗ trợ bởi xu hướng cao cấp hóa (do sự gia tăng tầng lớp trung lưu tại Việt Nam) cùng với chu kỳ thay thế trong trung hạn sau pha tăng trưởng mạnh đặc biệt là giai đoạn 2021-2022 (do nhu cầu được kích thích bởi hạn chế đi lại, nhu cầu học tập/làm việc từ xa do ảnh hưởng của Covid-19).

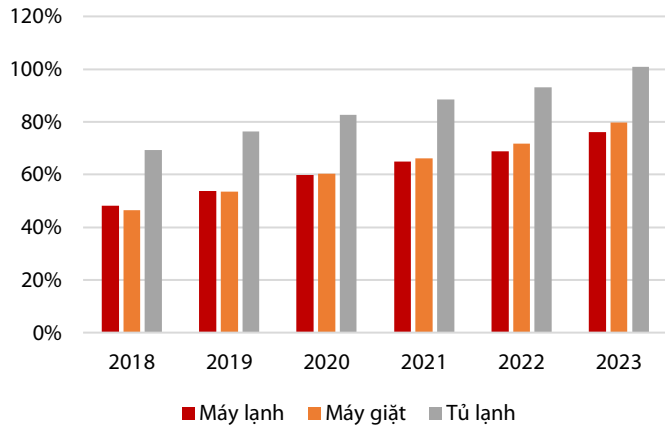
Các nhà bán lẻ sản phẩm CNTT-TT/điện máy non trẻ trên thị trường cạnh tranh trực tiếp với MWG hay FRT với chiến lược giá bán rẻ hơn cho cùng một mức độ dịch vụ như nhau và sản phẩm là đồng nhất. Các nhà bán lẻ non trẻ này không ngừng gia tăng/giữ nguyên số lượng cửa hàng trong 9T2024 trong khi các ông lớn phải đóng bớt số lượng cửa hàng.

Hình 28: Tỷ lệ thâm nhập ngành CNTT-TT của các nước Đông Nam Á (% trên tổng dân số)



Nguồn: 2023 Insider Intelligence, CTCK Rồng Việt

Hình 29: Tỷ lệ thâm nhập ngành điện máy qua các năm tại Việt Nam (% trên tổng hộ gia đình)

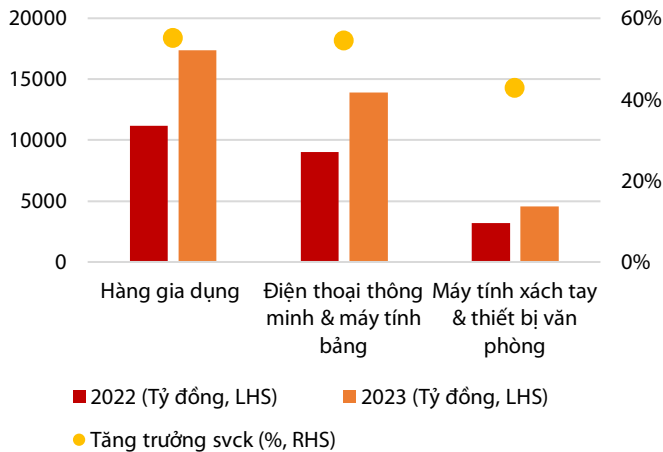


Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

Sự chuyển đổi nhanh chóng trong thói quen tiêu dùng hàng CNTT-TT/điện máy sang kênh online

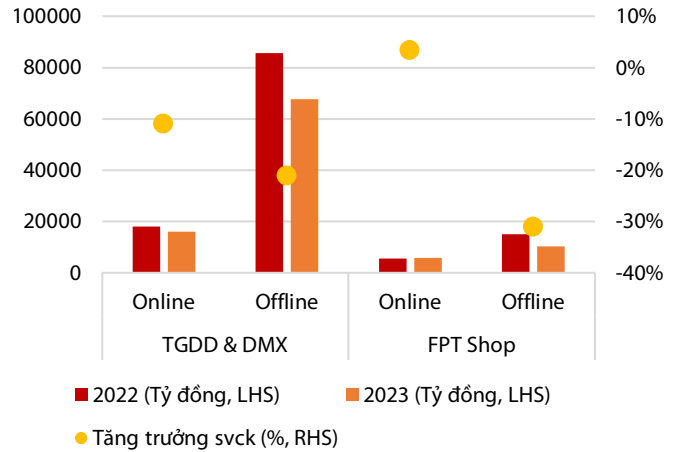
Tuy tổng doanh thu thị trường CNTT-TT/điện máy giảm YoY trong năm 2023, doanh thu các mặt hàng này trên 5 nền tảng TMĐT đại diện lại gia tăng nhanh chóng với doanh số tăng hơn 40% YoY. Điều này đến từ các nguyên nhân sau: thay đổi thói quen tiêu dùng sau dịch Covid-19, thế hệ trẻ (millennial, gen Z) vốn quen thuộc với kỹ thuật số và tiến bộ CNTT ngày càng chiếm tỷ lệ cao hơn, và nhịp sống ngày càng bận rộn trong khi thông tin sản phẩm là rất phong phú trên internet.

Hình 30: Doanh thu nền tảng TMĐT theo mặt hàng CNTT-TT



Nguồn: 2023 Metric, CTCK Rồng Việt

Hình 31: Doanh thu FPT Shop và TGDD&DMX theo kênh bán hàng



Nguồn: Euromonitor, CTCK Rồng Việt

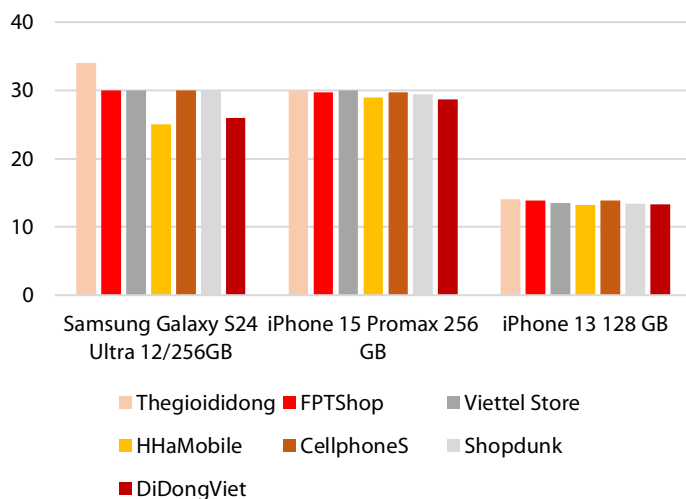
Hai nhà bán lẻ CNTT-TT/điện máy lớn nhất là MWG và FRT đã nhìn thấy xu hướng này từ trước và đã gia tăng tỷ trọng doanh thu bán hàng qua kênh online trên tổng doanh thu của mình trong các năm qua (Hình 31). Chúng tôi đánh giá khách hàng vẫn có nhu cầu mua hàng qua kênh online của các nhà bán lẻ lớn này. Tuy nhiên, có một thách thức lớn mà MWG và FRT hay bất cứ nhà bán lẻ đi theo mô hình truyền thống nào (tập trung vào các cửa hàng vật lý) gặp phải là tối ưu chi phí logistics. Điểm cốt lõi trong việc tối ưu chi phí logistics là tối ưu quãng đường vận chuyển. Theo đó, nhà bán lẻ cần giao được nhiều sản phẩm tới nhiều khách hàng nhất có thể cho cùng một quãng đường. Các nền tảng TMĐT với số lượng SKU đa dạng, phong phú và tệp khách hàng lớn dễ dàng hơn các nhà bán lẻ chuyên về mặt hàng CNTT-TT/điện máy trong vấn đề này.

Có một điểm đáng lưu ý là khả năng hợp tác của các nhà bán lẻ lớn này với các nền tảng TMĐT. FPT Shop đã tạo lập kênh Tiktok Shop đầu tiên của mình, đánh dấu bước hợp tác với các nền tảng TMĐT thay vì chỉ tập trung phát triển kênh online của mình. Bằng cách này, FPT Shop tận dụng được lợi thế về logistics và tệp khách hàng rộng lớn của Tiktok Shop. Ngược lại, họ cũng phải trả thêm chi phí vận hành cũng như tuân thủ các chương trình marketing của các nền tảng này.

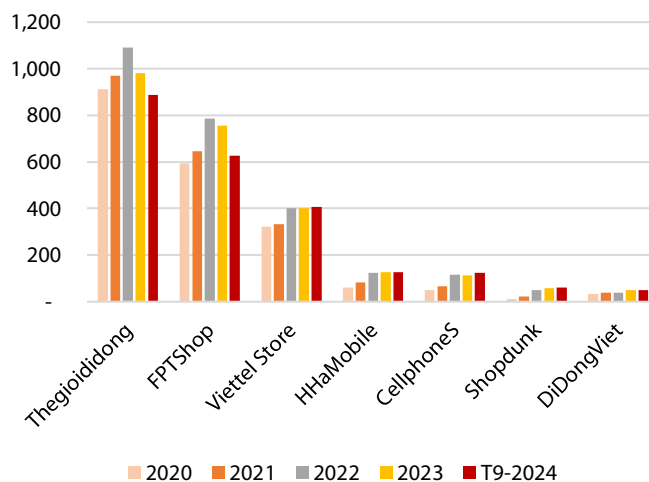
Tuy nhiên, các chuỗi bán lẻ truyền thống không phải là không có những thế mạnh nhất định: 1) các gói bảo hiểm sản phẩm giúp khách hàng an tâm hơn khi mua và sử dụng sản phẩm; và 2) đáp ứng nhu cầu cần dùng ngay sản phẩm và cầm nắm sản phẩm trong tay thay vì phải chờ thời gian vận chuyển như khi mua trên kênh online.

Các nhà bán lẻ khổng lồ - MWG, FRT – cũng gặp khó khăn ngay trên kênh bán hàng offline chính của mình đến từ các nhà bán lẻ non trẻ hơn

Hình 32: So sánh giá bán của các mẫu điện thoại thông minh tại các chuỗi bán lẻ hàng đầu



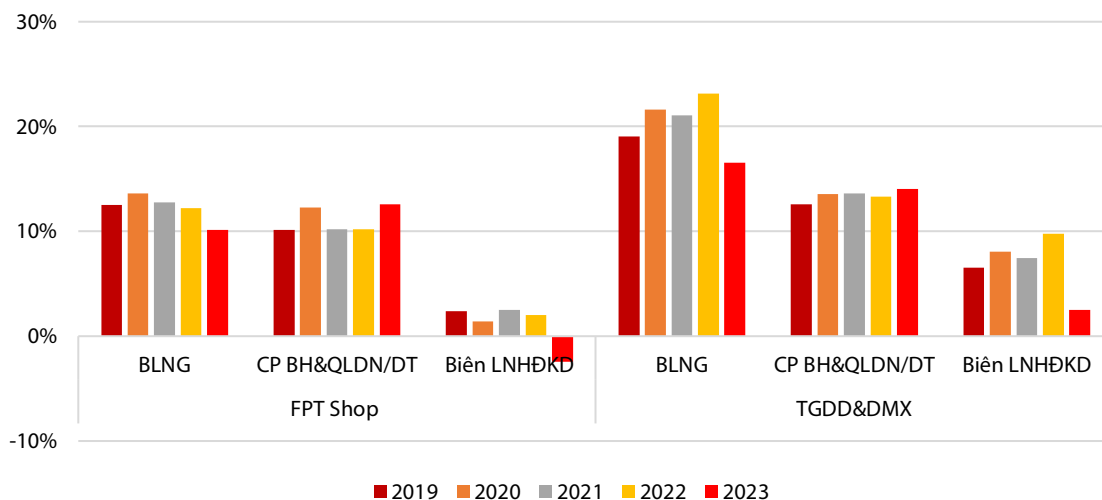
Hình 33: Số lượng cửa hàng các chuỗi bán lẻ ngành hàng CNTT-TT



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 34: Hiệu quả hoạt động kinh doanh của FPT Shop và TGDD&DMX



Nguồn: MWG, FRT, CTCK Rồng Việt

Các nhà bán lẻ sản phẩm CNTT-TT/điện máy non trẻ trên thị trường cạnh tranh trực tiếp với MWG hay FRT với chiến lược giá bán rẻ hơn cho cùng một mức độ dịch vụ như nhau và sản phẩm là đồng nhất. Các nhà bán lẻ non trẻ này không ngừng gia tăng/giữ nguyên số lượng cửa hàng trong 9T2024 trong khi các ông lớn phải đóng bớt số lượng cửa hàng (Hình 33).

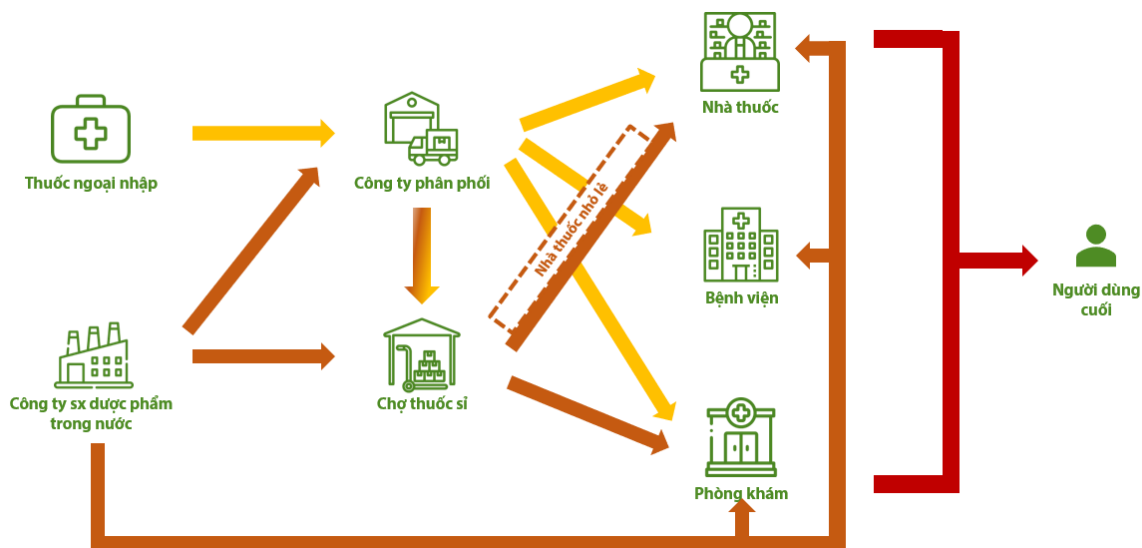
Cũng phải nói thêm, mô hình kinh doanh của MWG và FRT tỏ ra khá cồng kềnh khi so sánh với các chuỗi bán lẻ nhỏ hơn như Cellphone S hay HoangHa Mobile với diện tích cửa hàng nhỏ hơn và số lượng nhân viên ít hơn giúp tiết giảm chi phí bán hàng.

PHỤ LỤC 5 - THỊ TRƯỜNG BÁN LẺ DƯỢC PHẨM – CÒN DƯ ĐỊA TĂNG TRƯỞNG TRONG TRUNG HẠN NHƯNG CẦN LƯU Ý RỦI RO

- Các nhà thuốc đóng vai trò là một kênh quan trọng không thể thay thế trong phân phối không chỉ thuốc mà còn các sản phẩm khác (thực phẩm chức năng, các mặt hàng mỹ phẩm, FMCG...) đến tay người tiêu dùng cuối.
- Theo IQVIA, doanh thu dược phẩm kênh bán lẻ đạt 125.203 tỷ vào năm 2023, tăng trưởng với tốc độ trung bình 13,0%/năm trong giai đoạn 2018-2023. Theo dự phóng của IQVIA và của chúng tôi, doanh thu kênh bán lẻ sẽ đạt 186.390 tỷ, tăng trưởng trung bình ở mức 8,3%/năm cho tới 2028. Kênh bán lẻ dược dự phóng sẽ giảm thị phần trong tổng thị trường dược phẩm do tỷ lệ bao phủ của bảo hiểm y tế (BHYT) tiếp tục gia tăng theo định hướng của Chính phủ và sự cải thiện về cơ sở vật chất của cả bệnh viện công và bệnh viện tư.
- Long Châu hiện là chuỗi bán lẻ dược phẩm duy nhất trên thị trường đã có lợi nhuận dương từ năm 2021, đồng thời đang dẫn đầu về số lượng nhà thuốc.
- Chúng tôi lưu ý một rủi ro trọng yếu có thể ảnh hưởng lớn đến thị trường bán lẻ dược phẩm theo mô hình hiện tại là thói quen mua thuốc kê toa không theo đơn bác sĩ phổ biến tại các nhà thuốc tại Việt Nam. Quy định đã có là khá rõ ràng về việc nghiêm cấm hành vi bán lẻ thuốc kê đơn mà không có đơn thuốc. Khi quy định này được thực hiện chặt chẽ (mà theo chúng tôi sẽ xảy ra trong tương lai như hầu hết các nước đã phát triển đều làm), sẽ ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động kinh doanh hiện tại của các nhà bán lẻ thuốc.

Chuỗi cung ứng ngành dược phẩm: vai trò quan trọng của các nhà bán lẻ dược phẩm

Hình 35: Chuỗi cung ứng ngành dược phẩm Việt Nam



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Có hai nguồn cung cấp dược phẩm tại Việt Nam: 1) thuốc được sản xuất bởi các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm trong nước; và 2) thuốc ngoại nhập. Có ba kênh chính để thuốc đến tay người dùng cuối: nhà thuốc, bệnh viện và phòng khám (Hình 35).

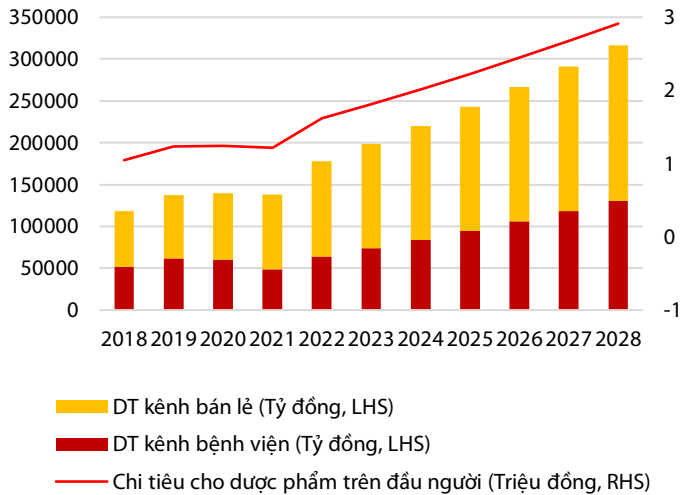
- Thuốc được sản xuất bởi các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm trong nước (**luồng màu cam** trên Hình 35) có thể đi qua các công ty phân phối, chợ thuốc sĩ (phần nhỏ) hoặc được đưa trực tiếp đến ba kênh bán hàng (như đã nêu ở trên) trước khi đến tay người tiêu dùng.
- Thuốc ngoại nhập, theo quy định của Thông tư 34/2013/TT-BCT, (**luồng màu vàng** trên Hình 35) phải được phân phối qua công ty phân phối (ngoại trừ doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài),

sau đó các công ty phân phối này đưa thuốc đến chợ sỉ hoặc trực tiếp đến ba kênh bán hàng (như đã nêu ở trên).

Theo đó, **các nhà thuốc đóng vai trò là một kênh quan trọng trong phân phối không chỉ thuốc mà còn các sản phẩm khác** (như thực phẩm chức năng, các mặt hàng mỹ phẩm, FMCG...) đến tay người tiêu dùng cuối. Thêm vào đó, biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất dược đối với các sản phẩm được phân phối trực tiếp đến người tiêu dùng thông qua nhà thuốc (thay vì đi qua trung gian phân phối) là cao hơn, khiến cho **vai trò của kênh này là không thể thay thế**.

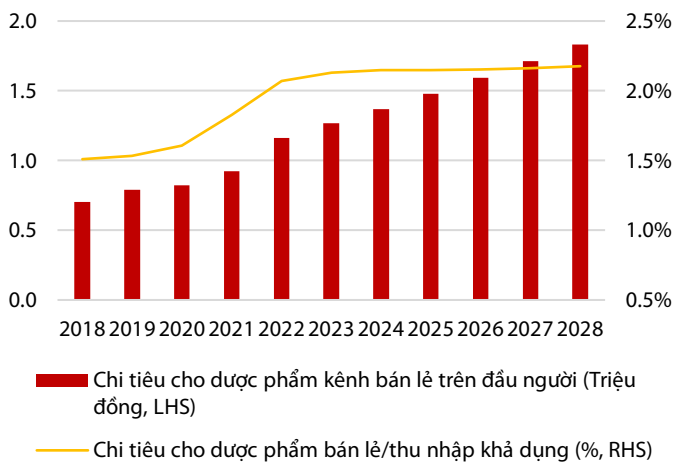
Thị trường bán lẻ dược phẩm tăng trưởng trung bình 8,3%/năm tới 2028

Hình 36: Doanh thu thị trường dược phẩm



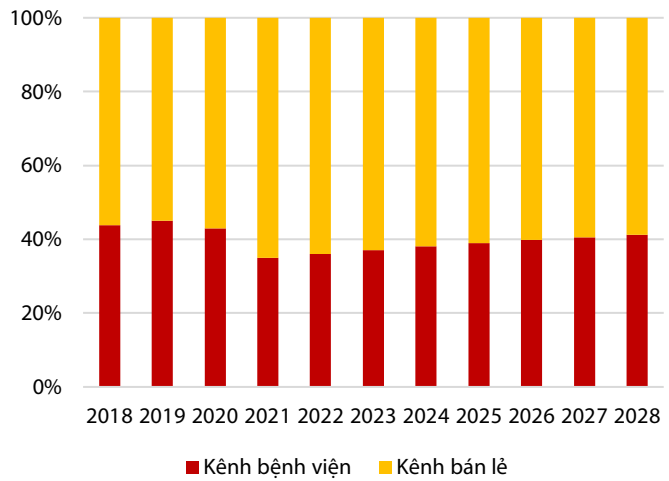
Nguồn: IQVIA

Hình 38. Tình hình chi tiêu cho dược phẩm kênh bán lẻ



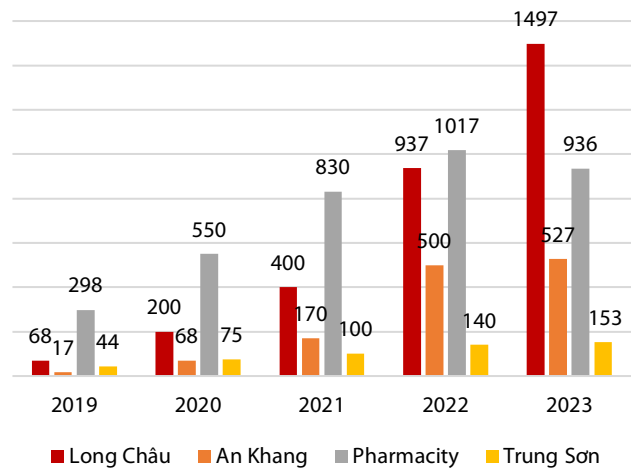
Nguồn: IQVIA, CTCK Rồng Việt

Hình 37: Thị phần của kênh bệnh viện và bán lẻ



Nguồn: IQVIA, CTCK Rồng Việt

Hình 39: Số lượng nhà thuốc của top 4 chuỗi nhà thuốc hiện đại trong giai đoạn 2019-2023



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Theo IQVIA, doanh thu tổng thị trường dược phẩm đạt 198.930 tỷ năm 2023, tăng trưởng với tốc độ trung bình 10,5%/năm trong giai đoạn 2018-2023 (Hình 36). Trong khi đó, doanh thu dược phẩm kênh bán lẻ đạt 125.203 tỷ vào năm 2023, tăng trưởng nhanh hơn với tốc độ trung bình 13,0%/năm trong cùng kỳ. Như vậy, **thị phần của kênh bán lẻ đã gia tăng, từ mức 55,0% năm 2017 lên 62,9% năm 2023**.

Chi tiêu cho dược phẩm kênh bán lẻ/thu nhập khả dụng có sự tăng trưởng đột phá trong hai năm 2021 và 2022 do ảnh hưởng của dịch Covid-19 với quy định hạn chế việc đi lại và người dân lo ngại nguy cơ lây nhiễm nên giới hạn việc khám bệnh tại bệnh viện (Hình 37). Sau khi những hạn chế đi lại được dỡ bỏ và tình hình dịch Covid-19 đã được khống chế, người dân tiếp tục duy trì thói quen mua dược phẩm tại các

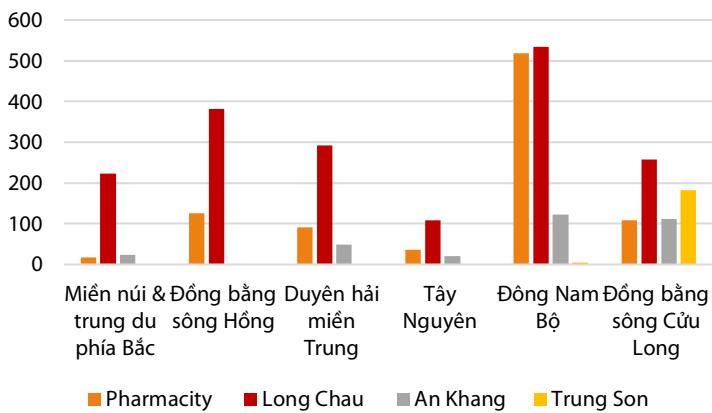
nhà thuốc với ý thức về phòng bệnh và chữa bệnh được nâng cao. Trong năm 2023, chỉ tiêu cho dược phẩm kênh bán lẻ/thu nhập khả dụng tiếp tục được giữ ở mức cao.

Theo dự phóng của IQVIA và của chúng tôi, doanh thu thị trường dược phẩm nói chung và kênh bán lẻ nói riêng sẽ lần lượt đạt 316.747 tỷ và 186.390 tỷ, tăng trưởng trung bình ở mức 9,7%/năm và 8,3%/năm cho tới 2028 (Hình 36). Kênh bán lẻ được dự phóng sẽ giảm thị phần trong tổng thị trường dược phẩm trong giai đoạn 2024-2028 do sự trỗi dậy của kênh bệnh viện được hỗ trợ bởi tỷ lệ bao phủ của BHYT tiếp tục gia tăng theo định hướng của Chính phủ và sự cải thiện về cơ sở vật chất của cả bệnh viện công và bệnh viện tư. Tuy giảm thị phần, kênh bán lẻ vẫn tiếp tục tăng trưởng, đặc biệt là về số lượng, được thúc đẩy bởi sự mở rộng của các chuỗi bán lẻ dược phẩm, các công nghệ kỹ thuật số trong lĩnh vực sức khỏe và chẩn đoán từ xa và sự gia tăng nhận thức về sức khỏe sau đại dịch.

Có khoảng 50.000 nhà thuốc trên toàn quốc – chuỗi nhà thuốc hiện đại không ngừng mở rộng quy mô

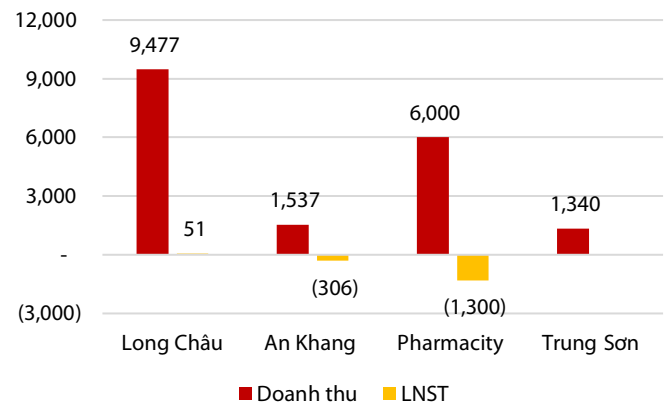
Hiện có khoảng 50.000 nhà thuốc. Trong đó, nhà thuốc nhỏ lẻ vẫn chiếm đa số thị trường, với khoảng 85% thị phần. Tuy nhiên, các chuỗi nhà thuốc hiện đại đang không ngừng mở rộng quy mô, dẫn đầu là Long Châu (Hình 39).

Hình 40: Phân bố nhà thuốc của top 4 chuỗi bán lẻ dược phẩm (ngày 17/9/2024)



Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

Hình 41: Tình hình kinh doanh của top 4 chuỗi bán lẻ dược phẩm năm 2022



Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

* LNST của Trung Sơn năm 2022 không được công bố

Bảng 14: So sánh một vài thông số quan trọng của các chuỗi bán lẻ dược phẩm

	Long Châu	Pharmacy	An Khang	Trung Sơn
Số lượng nhà thuốc (tại ngày 17/9/2024)	1,796	898	326	187
Diện tích nhà thuốc (m2)	40-80	40-80	30-40	40-80
Doanh thu trung bình/nhà thuốc/tháng (2023)	0.9	0.5	0.4	0.8
Số lượng SKU (tại ngày 3/10/2024)	7,319	4,004	4,438	3,892
Tỷ trọng thuốc trong danh mục sản phẩm	70%	hơn 50%	65%-70%	n/a
Hiệu quả kinh doanh	có lãi từ năm 2021	lợi nhuận âm	lợi nhuận âm	n/a
Cập nhật	FRT công bố đã xác định được công thức thành công, tiếp tục mở rộng mạng lưới	đang trong giai đoạn tái cấu trúc: tăng tỷ trọng thuốc trong danh mục sản phẩm, chiến lược giá cạnh tranh, đóng các cửa hàng không hiệu quả, mở mới cửa hàng ở những vị trí chiến lược hơn	đang trong giai đoạn tái cấu trúc: đóng cửa hàng không hiệu quả, cắt giảm số lượng SKU	thực hiện chiến lược mở rộng mạng lưới: đặt mục tiêu 460 nhà thuốc vào năm 2026

Nguồn: CTCK Rông Việt

* Doanh thu trung bình/cửa hàng/tháng của Trung Sơn và Pharmacy được thống kê vào năm 2022 dựa trên nguồn thông tin thu thập được

Bảng 15: So sánh giá một số loại thuốc đại diện tại top 4 chuỗi bán lẻ dược phẩm

	Long Châu	Pharmacy	An Khang	Trung Sơn
Panadol Extra (VNĐ/hộp)	234,000	234,000	234,000	252,000
Efferalgant (viên sủi 500mg) (VNĐ/hộp)	47,990	47,990	48,000	48,000
Becberin (100mg) (VNĐ/hộp)	82,000	82,000	n/a	110,000
Augmentin	165,200	n/a	165,200	175,000

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

1. Long Châu

Hình 42: Hình ảnh nhà thuốc Long Châu



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Chuỗi nhà thuốc Long Châu, thuộc sở hữu của CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (mã cổ phiếu: FRT). Long Châu là chuỗi bán lẻ dược phẩm quy mô lớn đầu tiên có lãi (từ năm 2021), và hiện đang dẫn đầu về số lượng nhà thuốc, cán mốc 1.796 nhà thuốc (ngày 17/9/2024).

Như đã đề cập ở [NKCV ngày 1/10/2024](#), Long Châu sở hữu những lợi thế nhất định giúp cho chuỗi nhanh chóng bứt phá, đặc biệt từ năm 2023. Cụ thể, các lợi thế này bao gồm: am hiểu thị trường địa phương, áp dụng công nghệ tiên tiến, kinh nghiệm bán lẻ, và lợi thế quy mô.

- Chúng tôi nhận thấy hành vi tiêu dùng của người Việt Nam hỗ trợ cho sự phát triển của Long Châu, bao gồm:
 - o Nhu cầu thuốc chữa bệnh vẫn cao hơn phòng bệnh, mặc dù nhu cầu cho phòng bệnh đã gia tăng.
 - o Người tiêu dùng đến nhà thuốc chủ yếu để mua thuốc hơn là các sản phẩm khác. Đối với các sản phẩm FMCG, mỹ phẩm, người tiêu dùng ưu tiên lựa chọn các chuỗi tiện lợi như Guardian, Watsons, Medicare...
 - o Thói quen đi đến các nhà thuốc thay vì đến bệnh viện hoặc các cơ sở khám chữa bệnh khi bị những triệu chứng nhẹ vẫn chiếm ưu thế, bởi sự tiện lợi và nhanh chóng.
- Điểm mạnh của Long Châu là khả năng áp dụng công nghệ tiên tiến vào hoạt động nhờ lợi thế công ty liên quan là CTCP FPT – công ty công nghệ hàng đầu Việt Nam. 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 (hiểu rõ và dự báo nhu cầu thuốc của khách hàng với nguồn dữ liệu khách hàng lớn khoảng 20 triệu khách hàng, giám sát và đảm bảo khách hàng tuân thủ phác đồ điều trị, hỗ trợ nhận dạng thông tin từ đơn thuốc, giúp giảm thiểu sai sót trong quá trình mua thuốc), quản lý hàng tồn kho (đảm bảo luôn có sẵn thuốc theo nhu cầu của khách hàng), tối ưu hóa quy trình vận hành, đào tạo dược sĩ qua các khóa học trực tuyến.

- Long Châu còn được hỗ trợ bởi kinh nghiệm bán lẻ từ FRT – công ty mẹ, một nhà bán lẻ có kinh nghiệm lâu năm trên thị trường.
- Long Châu, với lợi thế về quy mô, có thể có được nguồn cung cấp đa dạng với giá chiết khấu hoặc được hưởng mức hoa hồng cao hơn từ các nhà cung cấp.

2. Pharmacy

Hình 43: Hình ảnh nhà thuốc Pharmacy



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Pharmacy được thành lập khá sớm, từ năm 2011. Trong giai đoạn 2018-2022, khi thị trường Việt Nam mới bùng nổ mô hình chuỗi nhà thuốc hiện đại, Pharmacy là cái tên dẫn đầu, luôn duy trì khoảng cách với các đối thủ bám sau. Vị thế của Pharmacy vẫn được duy trì cho đến tháng 8/2022 với hệ thống 1.100 nhà thuốc.

Tuy nhiên, Pharmacy mở rộng nhanh nhưng lại có chiến lược tiếp cận chưa phù hợp tại Việt Nam. Pharmacy, từ 2022 trở về trước, đi theo hướng một nhà thuốc hiện đại học tập các nước phát triển – nhà thuốc tiện lợi nơi khách hàng đến không chỉ để mua thuốc mà còn mua các sản phẩm mỹ phẩm và FMCG khác (tỷ lệ sản phẩm không phải thuốc chiếm khoảng 70% danh mục sản phẩm) cũng như việc nhấn mạnh đến mô hình self-service (tự phục vụ). Mô hình này theo chúng tôi đánh giá là chưa phù hợp với nhu cầu hiện tại của khách hàng Việt Nam khi tìm đến một nhà thuốc với mục đích chủ yếu là mua thuốc chữa bệnh. Ngoài ra, chiến lược giá bán cao hơn so với các nhà thuốc khác cũng làm giảm khả năng cạnh tranh về giá của Pharmacy.

Hệ quả là Pharmacy liên tục ghi nhận lỗ ròng trong các năm gần đây. Theo số liệu chúng tôi có được cho đến năm 2022, Pharmacy ghi nhận lỗ lũy kế 2.350 tỷ (số liệu năm 2023 chưa được công bố).

Pharmacy cũng phải trải qua sự thay đổi nhân sự thượng tầng hai lần trong vòng 18 tháng (trong năm 2022, nhà sáng lập Chris Blank rời vị trí tổng giám đốc và đại diện pháp luật. Tháng 9/2022, bà Trần Tuệ Tri, đảm nhiệm vị trí Tổng giám đốc. Một năm sau, vị trí Tổng giám đốc thay thế bà Trần Tuệ Tri bằng ông Deepanshu Madan). Cùng thời gian đó, Pharmacy thực hiện việc tái cấu trúc bằng cách đóng bớt các cửa hàng hoạt động không hiệu quả, mở mới cửa hàng ở những vị trí chiến lược hơn, nhưng quan trọng nhất là thay đổi cơ cấu sản phẩm theo hướng tăng tỷ trọng thuốc trong danh mục sản phẩm và thực hiện mức giá cạnh tranh đi kèm dịch vụ tốt (mức giá hiện tại của Pharmacy đã ở mức cạnh tranh với Long Châu - Bảng 2). Chúng tôi đánh giá đây là bước đi phù hợp với nhu cầu thị trường ở thời điểm hiện tại; tuy nhiên, cần thêm thời gian và dữ liệu để có thể đánh giá mức độ thành công của chiến lược tái cấu trúc của Pharmacy.

Pharmacy nhận được sự hậu thuẫn từ một số cổ đông lớn, bao gồm quỹ đầu tư SK Group và Mekong Capital.

3. An Khang

Hình 44: Hình ảnh nhà thuốc An Khang



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Chuỗi nhà thuốc An Khang, tiền thân là Phúc An Khang, được thành lập năm 2002, hiện thuộc sở hữu của CTCP Đầu tư Thế giới di động (mã cổ phiếu: MWG) từ cuối năm 2021 (trước đó MWG đầu tư thiểu số vào An Khang từ năm 2017).

Tuy có cùng mô hình kinh doanh tương tự như Long Châu, An Khang lại không tập trung vào thuốc kê đơn cho các bệnh mãn tính, cũng như không nhận được nhiều sự chú ý từ MWG (khi công ty này đang dồn lực cho chuỗi bách hóa tiện lợi Bách Hóa Xanh). Chúng tôi cho rằng đây là yếu tố cốt lõi khiến An Khang hụt hơi trong việc cạnh tranh với Long Châu.

Trong năm 2022, An Khang tăng nhanh số lượng nhà thuốc, từ 170 nhà thuốc vào cuối năm 2021 lên 500 nhà thuốc vào cuối năm 2022, sau đó chậm lại quá trình mở rộng chuỗi nhà thuốc, đạt 527 nhà thuốc vào cuối năm 2023. Cho đến ngày 17/9/2024, MWG đã đóng tổng cộng 201 nhà thuốc An Khang, và thông báo chuỗi nhà thuốc đang trong quá trình tái cấu trúc: đóng bớt các nhà thuốc không mang lại hiệu quả kinh doanh, cắt giảm số lượng SKU. Theo kế hoạch của MWG, An Khang đặt mục tiêu 300 cửa hàng vào cuối năm 2024, tăng trưởng doanh thu hai chữ số, và đạt điểm hòa vốn trước 31/12/2024. Sau khi đóng cửa hàng, doanh thu trung bình/cửa hàng/tháng của An Khang đã đạt 500 triệu, cao hơn mức 450 triệu hồi cuối năm 2023, tuy nhiên còn cách mức hòa vốn theo công bố là 550 triệu. Chúng tôi cho rằng cần theo dõi thêm về hoạt động tái cấu trúc này của doanh nghiệp để xác định mức độ thành công của việc tái cấu trúc.

4. Trung Sơn

Trung Sơn là chuỗi nhà thuốc lâu đời lớn nhất miền Tây (thành lập năm 1997). Theo thống kê của chúng tôi vào ngày 17/9/2024, Trung Sơn hiện diện tại TP. HCM (3 chi nhánh) và một số tỉnh Đồng bằng sông Cửu Long, chủ yếu là Cần Thơ, An Giang, Đồng Tháp, Vĩnh Long... Tháng 8/2023, Tập đoàn Dongwha Pharm (Hàn Quốc) đã mua 51% cổ phần của Trung Sơn Pharma, theo Business Korea, với mức giá gần 30 triệu USD, tương đương mức định giá 60 triệu USD (hơn 1.412 tỷ). Theo số liệu mới nhất chúng tôi có được, Trung Sơn Pharma đạt doanh thu 1.340 tỷ vào năm 2022 (thông tin về LNST không được công bố). Với mức doanh thu này, mỗi cửa hàng của Trung Sơn Pharma đạt 0,80 tỷ doanh thu/tháng, thấp hơn mức 0,84 tỷ/tháng của Long Châu, nhưng cao hơn mức 0,49 tỷ/tháng của Pharmacity, hay 0,26 tỷ/tháng của An Khang trong cùng năm. Ngoài chuỗi nhà thuốc, Trung Sơn Pharma còn sở hữu một thẩm mỹ viện Trung Sơn Cosmetic.

Sau hợp tác với Dongwha Pharm, Trung Sơn Pharma đặt mục tiêu tăng hệ thống nhà thuốc lên 460 nhà thuốc vào năm 2026, tức gấp 2,5 lần số nhà thuốc hiện tại và tiến vào các thành phố lớn – nơi sự cạnh tranh sẽ lớn hơn nhiều do sự hiện diện dày đặc các nhà thuốc của Long Châu, An Khang, và Pharmacy.

Hình 45: Hình ảnh nhà thuốc Trung Sơn



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Cạnh tranh trong thị trường bán lẻ dược phẩm sẽ ngày càng tăng

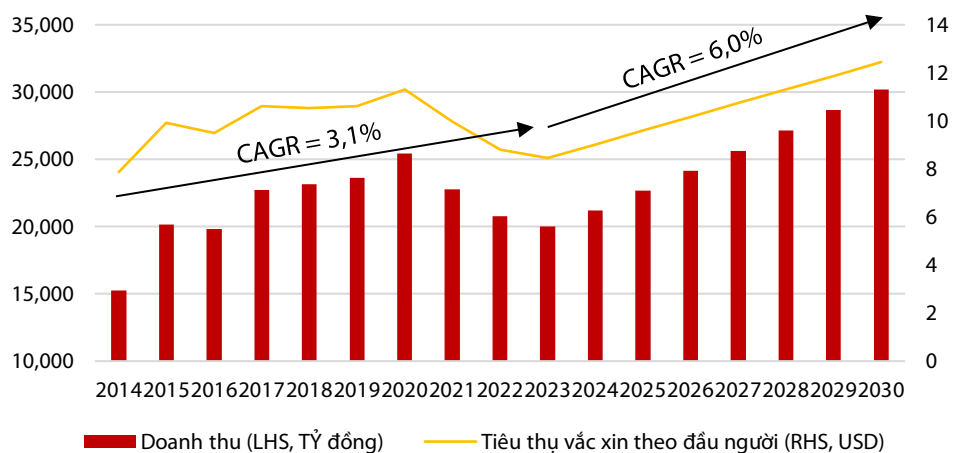
Chúng tôi cho rằng trong thời gian tới, cạnh tranh trong thị trường bán lẻ dược phẩm sẽ ngày càng gia tăng. Phân tích mô hình kinh doanh và những lợi thế cạnh tranh của Long Châu, bao gồm: am hiểu thị trường địa phương, áp dụng công nghệ tiên tiến, kinh nghiệm bán lẻ, và lợi thế quy mô. Có thể thấy, các chuỗi nhà thuốc đối thủ của Long Châu (An Khang, Pharmacy) đều đang đi theo mô hình đủ thuốc và giá cạnh tranh của Long Châu. Tuy nhiên, có một số lợi thế cạnh tranh cốt lõi nhất của Long Châu mà trước mắt các chuỗi nhà thuốc đối thủ này khó có thể sao chép là việc áp dụng công nghệ vào hoạt động cùng cơ sở dữ liệu khách hàng lớn bao phủ nhiều tỉnh thành và lợi thế quy mô giúp có giá mua hàng hoá đầu vào tốt hơn, danh mục hàng hoá đa dạng hơn, chính sách thanh toán và chiết khấu linh hoạt hơn. Do đó, chúng tôi cho rằng Long Châu vẫn sẽ là chuỗi nhà thuốc hiện đại dẫn đầu trong 5 năm sắp tới.

PHỤ LỤC 6 – THỊ TRƯỜNG VẮC XIN VIỆT NAM TĂNG TRƯỞNG – AI SẼ ĐƯỢC HƯỞNG LỢI ?

- Chúng tôi ước tính doanh thu thị trường vắc xin tăng trưởng với tốc độ trung bình 3,1%/năm trong giai đoạn 2014-2023, đạt 20.010 tỷ vào năm 2023. Dung lượng thị trường vắc xin được hỗ trợ bởi tăng trưởng thu nhập khả dụng và tăng trưởng dân số.
- Trong giai đoạn 2024-2030, chúng tôi dự phóng thị trường vắc xin tiếp tục tăng trưởng với tốc độ trung bình 6,0%/năm, đạt 30.174 tỷ vào năm 2030, được thúc đẩy chủ yếu bởi thu nhập khả dụng tiếp tục tăng trưởng và người dân tiếp tục duy trì mức độ quan tâm tới sức khỏe và phòng bệnh.
- Thị trường tiêm chủng Việt Nam chứng kiến sự tham gia mạnh mẽ của các đơn vị tư nhân trong vòng 5-7 năm qua, trong đó có ba chuỗi tư nhân lớn cung cấp dịch vụ tiêm chủng, bao gồm: VNVC, Long Châu, và Nhidong 315. Các đơn vị tư nhân này khắc phục được những hạn chế của các cơ sở y tế công lập như tình trạng quá tải, xếp hàng mất nhiều thời gian, dịch vụ kém và thiếu vaccine. Ngoài ra, các đơn vị tư nhân còn đáp ứng được nhu cầu tiêm bổ sung phòng ngừa các loại bệnh khác ngoài danh sách được chi trả trong chương trình tiêm chủng mở rộng (TCMR) và các loại vaccine phòng bệnh dành cho người lớn.

Thị trường vắc xin dự phóng tăng trưởng với tốc độ trung bình 6,0%/năm trong giai đoạn 2024-2030

Hình 46: Doanh thu và tình hình tiêu thụ vắc xin của Việt Nam



Nguồn: UNICEF, WHO, WorldBank, CTCK Rông Việt

Bảng 16: Ước tính của chúng tôi về quy mô thị trường vắc xin của Việt Nam

STT	Mô tả	Đơn vị	Ghi chú	Ví dụ năm 2023
1	Số trẻ em sinh ra mỗi năm	người	Dữ liệu của WorldBank	1.411.505
2	Chiết khấu cho tỷ lệ trẻ không được tiêm (bắt cứ) mũi vắc xin nào	%	Dữ liệu của UNICEF	20,0%
3	Tỷ lệ chi tiêu cho dịch vụ tiêm chủng tư nhân	%	Dữ liệu của WorldBank và CTCK Rông Việt tổng hợp	49,5%
4	Tổng chi phí vắc xin - gói dịch vụ - cho một chu kỳ tiêm của trẻ (0-2 tuổi)	Triệu đồng	Tham khảo giá gói vắc xin cho toàn bộ chu kỳ của trẻ từ VNVC, Long Châu, Nhi Đồng 315	25
5	Chi tiêu của chính phủ (khu vực công) cho chương trình TCMR	Tỷ đồng	Dữ liệu của UNICEF	554
6	Quy mô thị trường vắc xin nhi khoa Việt Nam = (1) x (1-(2)) x (3) x (4) + (5)	Tỷ đồng		14.528
7	Quy mô thị trường vắc xin dành cho người trưởng thành VN = 38% x (6)	Tỷ đồng	Dựa trên dữ liệu thị trường vắc xin toàn cầu	5.482
8	Tổng quy mô thị trường vắc xin VN = (6) + (7)	Tỷ đồng		20.010

Nguồn: UNICEF, WHO, WorldBank, VNVC, Long Châu, Nhi Đồng 315, CTCK Rông Việt

Bảng 17: Chi tiêu cho vắc xin trên đầu người

USD/người	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Trung Quốc	n/a	3,4	2,9	3,3	5,0	5,5
Nhật Bản	12,5	11,9	12,8	12,2	13,0	12,6
Việt Nam	7,9	9,9	9,5	10,6	10,5	10,6

Nguồn: China's National Institutes for Food and Drug Control (NIFDC), Frost & Sullivan, IQVIA, CTCK Rông Việt

Chúng tôi ước tính quy mô thị trường vắc xin Việt Nam đạt 20.010 tỷ vào năm 2023 (Bảng 16). Trong giai đoạn 2014-2023, doanh thu thị trường vắc xin tăng với tốc độ trung bình 3,1%/năm (Hình 46), được hỗ trợ bởi tăng trưởng thu nhập khả dụng và tăng trưởng dân số. Trong đó, ba năm gần đây, doanh thu giảm do tác động của dịch Covid-19 (2021, 2022) khiến cho người dân hạn chế đi lại và tiêm chủng; và giảm do thiếu nguồn cung (năm 2023). Năm 2023, thực hiện Luật ngân sách, các địa phương chủ động thực hiện thủ tục mua sắm vắc xin từ ngân sách địa phương. Tuy nhiên, do mới triển khai, nhiều địa phương gặp khó khăn trong quá trình thực hiện. Cũng trong giai đoạn 2014-2020 (loại trừ năm 2021-2023 do các yếu tố ảnh hưởng ngắn hạn như vừa nêu), tỷ lệ trẻ không được tiêm (bất cứ) mũi vắc xin nào giảm từ 45% năm 2014 xuống 20% năm 2023. Ngược lại, chi tiêu cho vắc xin theo đầu người xu hướng tăng qua các năm, được hỗ trợ chủ yếu bởi sự gia tăng thu nhập của người dân. Mức chi tiêu này tăng từ khoảng 8 USD/người vào năm 2014 lên hơn 11 USD/người vào năm 2020.

Trong giai đoạn 2024-2030, chúng tôi dự phóng thị trường vắc xin tiếp tục tăng trưởng với tốc độ trung bình 6,0%/năm, đạt 30.174 tỷ vào năm 2030 (Hình 46). Chi tiêu cho vắc xin theo đầu người tiếp tục xu hướng tăng trước đó, lên mức gần 12,5 USD/người vào năm 2030, tiệm cận mức trần trong quá khứ của các quốc gia trong khu vực như Trung Quốc hay Nhật Bản (Hình 46 – chúng tôi chỉ theo dõi mức tiêu thụ vắc xin theo đầu người trong giai đoạn 2014-2019 nhằm loại trừ ảnh hưởng của mức tiêu thụ vắc xin Covid-19 trong giai đoạn 2020-2023). Mức tiêu thụ vắc xin theo đầu người trong thời gian tới sẽ được thúc đẩy chủ yếu bởi thu nhập khả dụng tiếp tục tăng trưởng và người dân tiếp tục duy trì mức độ quan tâm tới sức khỏe và phòng bệnh.

Top 3 TTTC tư nhân – VNVC, Long Châu, và Nhi Đồng 315

Chính phủ Việt Nam thực hiện chương trình TCMR miễn phí cho trẻ em, bao gồm 12 loại vắc xin và phòng ngừa 13 loại bệnh cơ bản (Bảng 18).

Bảng 18: Danh sách 12 loại vắc xin của chương trình TCMR

STT	Loại vắc xin	Loại bệnh phòng
1	Vắc xin phòng bệnh lao cho trẻ sơ sinh (BCG)	Lao
2	Vắc xin viêm gan B liều sơ sinh	Viêm gan B
3	Vắc xin SII (vắc xin 5 trong 1)	Bạch hầu – ho gà – uốn ván – viêm gan B – Hib
4	Vắc xin phòng bại liệt (OPV)	Bại liệt
5	Vắc xin phòng bại liệt (IPV)	Bại liệt
6	Vắc xin phòng bệnh sởi (MVVac)	Sởi
7	Vắc xin phòng bệnh sởi – rubella (MRVac)	Sởi & rubella
8	Vắc xin tiêm nhắc bệnh bạch hầu, uốn ván và ho gà (DPT)	Bạch hầu – ho gà – uốn ván
9	Vắc xin viêm não Nhật Bản (Jevax)	Viêm não Nhật Bản
10	Vắc xin phòng tả	Tả
11	Vắc xin thương hàn	Thương hàn
12	Vắc xin uốn ván	Uốn ván

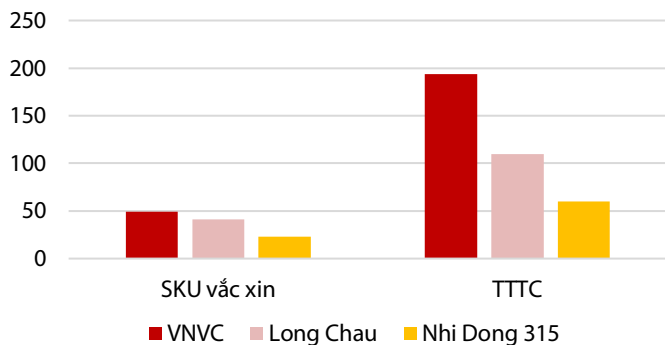
Nguồn: Bệnh viện đa khoa Tâm Anh, CTCK Rông Việt

Thị trường tiêm chủng Việt Nam chứng kiến sự tham gia mạnh mẽ của các đơn vị tư nhân trong vòng 5-7 năm qua. Các đơn vị tư nhân này khắc phục được những hạn chế của các cơ sở y tế công lập có chức năng tiêm chủng (trạm y tế phường/xã, bệnh viện, trung tâm tiêm chủng công...) như tình trạng

quá tải, xếp hàng mất nhiều thời gian, dịch vụ kém và thỉnh thoảng thiếu vaccine (do cơ chế mua sắm, đấu thầu vắc xin với nhiều thủ tục hành chính). Ngoài ra, các đơn vị tư nhân còn đáp ứng được nhu cầu tiêm bổ sung phòng ngừa các loại bệnh khác ngoài danh sách được chi trả trong chương trình TCMR và các loại vaccine phòng bệnh dành cho người lớn (như HPV, cúm mùa...)

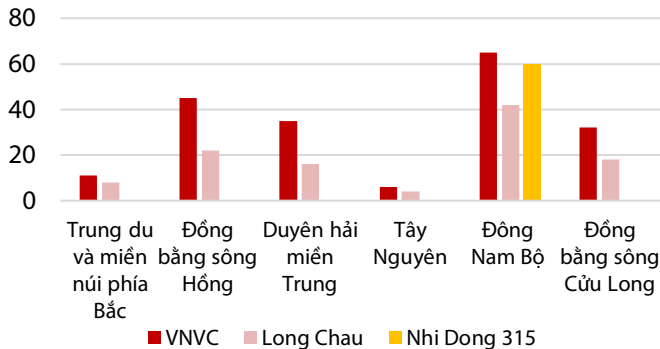
Hiện, trên thị trường, có ba chuỗi tư nhân lớn cung cấp dịch vụ tiêm chủng, bao gồm: VNVC, Long Châu, và Nhi Đồng 315. Ngoài ra, trên thị trường còn có các một số bệnh viện tư cung cấp dịch vụ tiêm chủng như Vinmec, Medlatec,... Trong khuôn khổ báo cáo này, chúng tôi chỉ đề cập đến ba chuỗi tiêm chủng tư nhân đã đề cập ở trên.

Hình 47: Số lượng SKU và TTTC của 3 chuỗi lớn



Nguồn: VNVC, Long Châu, Nhi Đồng 315, CTCK Rồng Việt

Hình 48: Phân bố TTTC của 3 chuỗi lớn



Nguồn: VNVC, Long Châu, Nhi Đồng 315, CTCK Rồng Việt

1. CTCP Vaccin Việt Nam - VNVC

Hình 49: Hình ảnh một số TTTC của VNVC



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hệ thống tiêm chủng VNVC chính thức đi vào hoạt động từ tháng 6/2017.

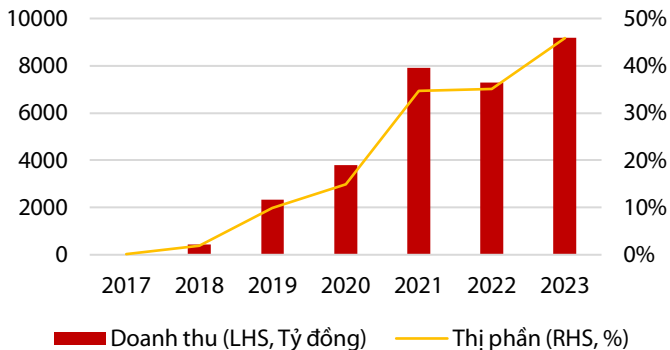
Tính đến thời điểm chúng tôi thực hiện báo cáo này (ngày 17/9/2024), VNVC là chuỗi tiêm chủng có nhiều cơ sở nhất tại Việt Nam với 194 TTTC tại 55/63 tỉnh thành trải dài khắp ba miền. Các TTTC của VNVC thường đặt tại các trung tâm thương mại, chung cư, nơi có diện tích sàn lớn và đông đúc cư dân hoặc người lui tới. Doanh thu VNVC năm 2023 đạt 9.177 tỷ, chiếm khoảng 46% thị phần tiêm chủng Việt Nam, theo ước tính của chúng tôi.

Việc xuất hiện sớm và định vị dịch vụ “tiêm chủng 5 sao” đã giúp VNVC tạo nên tên tuổi. Lợi thế của VNVC là mối quan hệ với các đối tác chiến lược là các hãng vaccine lớn trên thế giới như GlaxoSmithKline (Bi),

Sanofi Pasteur (Pháp), Pfizer (Mỹ), Merck Sharp and Dohme (Mỹ),...Nhờ vậy, VNVC có thể đàm phán trực tiếp, độc lập nhập khẩu chính hãng vaccine số lượng lớn, hoặc các loại vaccine khan hiếm. VNVC có số lượng vắc xin đa dạng, phong phú.

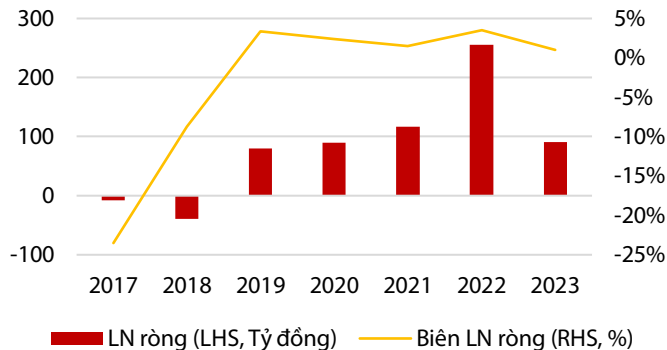
Một lợi thế khác của VNVC là nằm trong hệ sinh thái bao gồm bệnh viện đa khoa Tâm Anh và Eco Pharma (chuỗi nhà thuốc đầu tiên tại Việt Nam đạt ba chuẩn WHO-GSP, GDP và GPP). Các đơn vị thành viên trong hệ sinh thái có thể cung cấp dịch vụ chéo, mang lại tiện ích cho khách hàng.

Hình 50: Doanh thu và thị phần của VNVC



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 51: LN ròng và biên LN ròng của VNVC



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

2. Chuỗi tiệm chủng Long Châu

Hình 52: Hình ảnh một số TTTC của Long Châu



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Chuỗi tiệm chủng Long Châu thuộc CTCP Dược phẩm FPT Long Châu (công ty con của FPT Retail – mã CP: FRT). Long Châu hiện là chuỗi tiệm chủng có tốc độ mở TTTC nhanh nhất hiện nay. Long Châu bắt đầu mở TTTC đầu tiên vào tháng 7/2023 với 2 TTTC đầu tiên. Đến ngày 17/9/2024, Long Châu đã có 110 TTTC. Trung bình, Long Châu mở khoảng 8 TTTC mới mỗi tháng; trong khi VNVC mất 87 tháng để đạt đến con số 194 TTTC, tương đương tốc độ mở mới khoảng 2 TTTC mỗi tháng.

Long Châu khai thác lợi thế của hơn 1.700 cửa hàng bán lẻ dược phẩm hiện hữu cùng tên ở các khía cạnh: độ nhận diện thương hiệu phổ biến, tệp khách hàng 20 triệu khách, cũng như chia sẻ cơ sở vật chất có sẵn. Được biết, khoảng 80% TTTC Long Châu theo mô hình shop-in-shop (TTTC đặt bên trong chuỗi bán lẻ dược phẩm), và 12% theo mô hình side-by-side (TTTC đặt kế bên chuỗi bán lẻ dược phẩm). Chỉ có khoảng 8% TTTC được đặt tại các vị trí độc lập. Cách này giúp Long Châu tăng độ nhận diện thương hiệu

cũng như tiết kiệm chi phí vận hành cho TTTC Long Châu. Long Châu cũng nhận được sự hợp tác hỗ trợ trực tiếp từ các nhà cung cấp vắc xin trong và ngoài nước. Ngoài ra, Long Châu còn có lợi thế áp dụng công nghệ trong hoạt động bán lẻ với nền tảng từ công ty liên quan là CTCP FPT – một trong những doanh nghiệp công nghệ hàng đầu của Việt Nam. Ngoài ra, Long Châu thực hiện chiến lược giá cạnh tranh để gia tăng tệp khách hàng. Theo khảo sát của chúng tôi, giá vắc xin tại Long Châu hiện thấp hơn 2%-7% so với VNVC và Nhi Đồng 315.

Được xây dựng trên nền tảng năng lực bán lẻ lâu năm, Long Châu đặt mục tiêu 100 TTTC vào cuối 2024, sau đó mở rộng lên 150 vào giai đoạn 2025-2026. Vậy là chuỗi đã vượt kế hoạch của mình cho năm 2024. Hiện tại, FRT cho biết doanh thu thực thu của một TTTC vào khoảng 2,5 tỷ/tháng và doanh thu thực tiêu khoảng 1,5 tỷ/tháng. Chúng tôi ước tính doanh thu của chuỗi tiêm chủng này năm 2024 vào khoảng 1.400 tỷ, tương ứng với thị phần khoảng 6%.

FRT có kế hoạch huy động vốn, cụ thể chào bán tối đa 10% vốn cổ phần của Long Châu thông qua hình thức phát hành riêng lẻ nhằm mở rộng hoạt động, đầu tư cơ sở mới, phát triển thêm các mảng kinh doanh tiềm năng như phòng khám, kho dược phẩm, đẩy mạnh chuỗi TTTC. Mặt khác, FRT cũng được hưởng mức lãi suất vay ưu đãi, chỉ vào khoảng 4%-5% cho các khoản vay ngắn hạn (công ty không có vay dài hạn), cũng là một lợi thế cho kế hoạch nhanh chóng mở rộng hệ thống cơ sở tiêm chủng.

3. Chuỗi tiêm chủng Nhi Đồng 315

Hình 53: Hình ảnh một số TTTC của Nhi Đồng 315



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Nhi Đồng 315 ra đời vào tháng 6/2019, thuộc CTCP Y Tế Chấn Văn, chủ yếu hướng đến đối tượng trẻ em. CTCP Y Tế Chấn Văn được thành lập vào tháng 3/2019, với hoạt động kinh doanh chính là phòng khám đa khoa, phòng khám chuyên khoa nhi, phòng khám chuyên khoa sản, phòng khám chuyên khoa da liễu, và phòng khám nội khoa (trừ lưu trú bệnh nhân).

Tuy ra đời trước Long Châu, số lượng TTTC của Nhi Đồng 315 hiện đã thua Long Châu; cũng như Nhi Đồng 315 chỉ hiện hữu đa phần ở HCM (57 TTTC) và Bình Dương (3 TTTC). Nhi Đồng 315 cũng có lợi thế tương tự như VNVC hoặc Long Châu khi tận dụng được hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe của công ty chủ quản. Tuy nhiên, Nhi Đồng 315 đang tỏ ra chậm hơn Long Châu trong việc mở rộng cơ sở do thiếu lợi thế về kinh nghiệm bán lẻ cũng như không có được độ nhận diện thương hiệu của VNVC. Chúng tôi cho rằng Nhi Đồng 315 hiện chưa là đối thủ gây ra thách thức cho VNVC hoặc Long Châu.

Nhi Đồng 315 đã được nhiều đơn vị rót vốn: BDA Capital Partners, TVS, Nisaetus, Samsara Holdings, Tremont Capital Ventures International, Quỹ đầu tư chính phủ Singapore (GIC), một tập đoàn chăm sóc sức khỏe giấu tên của Nhật Bản và các nhà đầu tư cá nhân.

Chúng tôi cho rằng VNVC có những lợi thế nhất định, sẽ tiếp tục duy trì được những lợi thế của mình và giữ vững vị trí số 1 trong các chuỗi tiêm chủng trong khi Long Châu đang dần trở thành đối thủ đáng gờm của VNVC.

Tuy nhiên, cũng có những rủi ro đối với sự phát triển của hệ thống tiêm chủng tư nhân

Hoạt động tiêm chủng đòi hỏi những tiêu chuẩn an toàn khắt khe từ cơ quan quản lý. Đơn cử như việc xử lý sốc phản vệ sau tiêm: các bệnh viện với trang thiết bị tiên tiến hơn có thể xử lý sốc phản vệ tốt hơn. Điều đó có thể làm một số khách hàng tiêm năng e ngại. Đã có một số bệnh viện thuộc hệ thống công lập mở các TTTC với dịch vụ không thua kém tư nhân, giá cả cạnh tranh, lại có cơ sở vật chất đầy đủ vốn có của các bệnh viện tuyến đầu (như Bệnh viện Hùng Vương, Bệnh viện Thống Nhất, Bệnh viện Nhi Đồng 1). Bên cạnh đó, Bộ Y Tế đặt mục tiêu tăng cường tỷ lệ tiêm chủng trong dài hạn. Chương trình TCMR hiện đã, đang mở rộng phạm vi tiêm chủng với nhiều loại vắc xin hơn, và có thể trong tương lai sẽ tiếp tục (tuy điều đó còn phụ thuộc vào ngân sách Nhà nước và khả năng sản xuất vắc xin của Việt Nam). Thị phần của các cơ sở tiêm chủng tư nhân trong trường hợp này sẽ bị ảnh hưởng.

PHỤ LỤC 7 – CÁC DOANH NGHIỆP TƯƠNG ĐỒNG

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng bốn chuỗi bán lẻ CNTT-TT/điện máy và năm chuỗi bán lẻ dược phẩm và tiêm chủng có mô hình kinh doanh và quy mô tương tự FRT làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.

Chuỗi bán lẻ CNTT-TT/điện máy tương đồng

PT Erajaya Swasembada Tbk. (Erajaya) được thành lập năm 1996, là một công ty Indonesia chuyên phân phối và bán lẻ các thiết bị viễn thông di động, thẻ SIM, thiết bị IoT và phiếu mua hàng Google Play Card. Công ty cũng cung cấp các Dịch vụ giá trị gia tăng như bảo vệ điện thoại di động và cho thuê điện thoại di động. Công ty đang dẫn đầu thị trường bán lẻ điện tử với hai chuỗi Erafone và iBox.

Jaymart Group Holdings PCL (Jaymart): được thành lập năm 1988. Jaymart là một công ty cổ phần đầu tư công nghệ có trụ sở tại Thái Lan. Jaymart chủ yếu đầu tư vào các doanh nghiệp bán lẻ và phân phối bán buôn điện thoại di động, thu nợ và quản lý, phát triển bất động sản, kinh doanh cho vay cá nhân và các doanh nghiệp tiềm năng. Các hoạt động kinh doanh của Jaymart bao gồm Bán lẻ, Tài chính và Công nghệ. Công ty có khoảng 200 cửa hàng bán lẻ. Ngoài ra, Jaymart còn điều hành một chuỗi cửa hàng cà phê dưới thương hiệu Casa Lapin, hoạt động trong mảng tài chính bán lẻ cho người tiêu dùng, cung cấp các dịch vụ bảo hiểm phi nhân thọ. Các công ty con của Jaymart bao gồm JMT Network Services Public Company Limited, JAS Asset Public Company Limited, Jaymart Mobile Co., Ltd., J Ventures Co., Ltd., Beans and Brown Co., Ltd., J ELITE Co., Ltd. và Jay Dee Group Co., Ltd., cùng các công ty khác.

E-LIFE MALL Corp (E-LIFE): có trụ sở tại Đài Loan, chủ yếu tham gia vào việc bán sản phẩm gia dụng và hàng điện tử khác. Các sản phẩm chính của Công ty bao gồm tivi, máy điều hòa, các thiết bị gia dụng nhỏ khác, phim và sản phẩm video và nghe nhìn, sản phẩm thông tin kỹ thuật số, sản phẩm ngoại vi kỹ thuật số và sản phẩm truyền thông. E-LIFE cũng cung cấp dịch vụ lắp đặt và bảo trì. E-LIFE phân phối sản phẩm của mình tại thị trường trong nước.

Com7 Public Company Limited (Com7) có trụ sở tại Bangkok (Thái Lan). Com7 chủ yếu tham gia vào hoạt động bán lẻ các sản phẩm CNTT-TT. Các sản phẩm chính của họ bao gồm máy tính để bàn, máy tính xách tay, điện thoại di động, máy tính bảng và nhiều thiết bị khác. Com7 có chi nhánh tại khoảng 75 tỉnh trong số 77 tỉnh của Thái Lan. Họ hoạt động dưới nhiều thương hiệu khác nhau như BaNANA, Studio7, BaNANA Mobile, BaNANA Equip, BaNANA Outlet BKK, KingKong Phone và Brand Shop. Các cửa hàng của công ty được phân loại thành bốn loại, bao gồm bán lẻ sản phẩm CNTT, cửa hàng thương hiệu Apple, cửa hàng chuyên bán điện thoại di động và các cửa hàng thương hiệu khác. Com7 cung cấp dịch vụ sau bán hàng thông qua trung tâm sửa chữa và bảo hành sản phẩm Apple tại Thái Lan có tên là iCare, cũng như TRUE Shop thuộc TRUE by Com7.

Chuỗi bán lẻ dược phẩm và tiêm chủng tương đồng

Welcia Holdings Co., Ltd (Welcia): được thành lập năm 2008 từ việc sáp nhập Welcia Kanto và Takada Pharmacy. Welcia vận hành chuỗi nhà thuốc bán lẻ. Các sản phẩm bao gồm thuốc, thực phẩm chức năng, mỹ phẩm, sản phẩm cho em bé và các sản phẩm thiết yếu hàng ngày. Welcia hiện có khoảng 2.000 nhà thuốc, đa phần ở Nhật Bản. Là một trong hai thương hiệu chuỗi bán lẻ dược phẩm lớn nhất Nhật Bản.

Yakuodo Holdings (Yakuodo): được thành lập năm 2019. Yakuodo hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ dược phẩm. Các sản phẩm kinh doanh bao gồm dược phẩm, mỹ phẩm, sản phẩm thiết yếu dùng hàng ngày, và các sản phẩm khác. Hiện, Yakuodo có khoảng 400 nhà thuốc trong phạm vi Nhật Bản.

Yixintang Pharmaceutical Group Co., Ltd (Yixintang): hoạt động kinh doanh chuỗi bán lẻ và cả bán sỉ dược phẩm tại Trung Quốc. Sản phẩm chính là thuốc đông y Trung Hoa, thuốc tây, thiết bị y tế, sản phẩm tránh thai, và các sản phẩm khác. Yixintang chỉ hoạt động tại thị trường nội địa, với thị trường chính ở phía Tây Nam Trung Quốc.

CVS Health Corporation (CVS): CVS là một công ty cung cấp giải pháp chăm sóc sức khỏe. Công ty hoạt động trong ba phân khúc chính:

- Quyền lợi chăm sóc sức khỏe: cung cấp một loạt các sản phẩm bảo hiểm sức khỏe truyền thống, tự nguyện và các dịch vụ liên quan, bao gồm các chương trình y tế, dược phẩm, nha khoa và sức khỏe hành vi, các chương trình Medicare Advantage và Medicare bổ sung, và các dịch vụ quản lý chăm sóc sức khỏe Medicaid
- Dịch vụ chăm sóc sức khỏe: cung cấp đầy đủ các giải pháp quản lý quyền lợi dược phẩm, cung cấp các dịch vụ chăm sóc sức khỏe tại các phòng khám y tế, trực tuyến và tại nhà, đồng thời cung cấp các giải pháp hỗ trợ nhà cung cấp
- Dược phẩm & Sức khỏe người tiêu dùng và Doanh nghiệp: phân phối thuốc tại các hiệu thuốc bán lẻ và thông qua các hoạt động truyền dịch, cung cấp các dịch vụ dược phẩm phụ trợ, bao gồm các chương trình chăm sóc bệnh nhân tại hiệu thuốc, xét nghiệm chẩn đoán và quản lý tiêm chủng.

CVS hoạt động tại Hoa Kỳ và Puerto Rico.

Walgreens Boots Alliance, Inc. (WBA): được thành lập năm 2014, sau khi Walgreen mua 55% cổ phần của Alliance Boots. WBA cung cấp nhiều loại thuốc kê toa và không kê toa, cũng như các dịch vụ chăm sóc ban đầu và cấp tính, chăm sóc sức khỏe, dược phẩm và quản lý bệnh tật, sức khỏe và thể dục. Khoảng 80% doanh thu của WBA đến từ thị trường Hoa Kỳ. WBA có khoảng 12.500 cửa hàng bán lẻ dược phẩm, trong đó khoảng 8.700 nhà thuốc tại thị trường Mỹ và Puerto Rico.

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam

Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Manager

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Công nghệ

Đỗ Thạch Lam

Senior Analyst

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- BDS dân dụng
- Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thủy Quyên

Senior Analyst

quyen.nt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

- Bán lẻ
- Tiêu dùng

Lê Tự Quốc Hưng

Senior Analyst

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Thị trường
- BDS Khu công nghiệp

Trần Thị Hà My

Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Hoàng Minh Thắng

Senior Analyst

thang.hm@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Tiện ích công cộng

Cao Ngọc Quân

Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược
- Dệt may

Lê Ngọc Hiền

Analyst

hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Thủy sản

Lê Kim Ngân

Analyst

ngan.lk@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Phân bón
- Dầu khí

Phạm Hữu Luân

Analyst

luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Bảo Hưng

Analyst

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ
- Ô tô & Phụ tùng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Analyst

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

- BDS dân dụng

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo

Assistant

thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn

MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2, Tòa nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

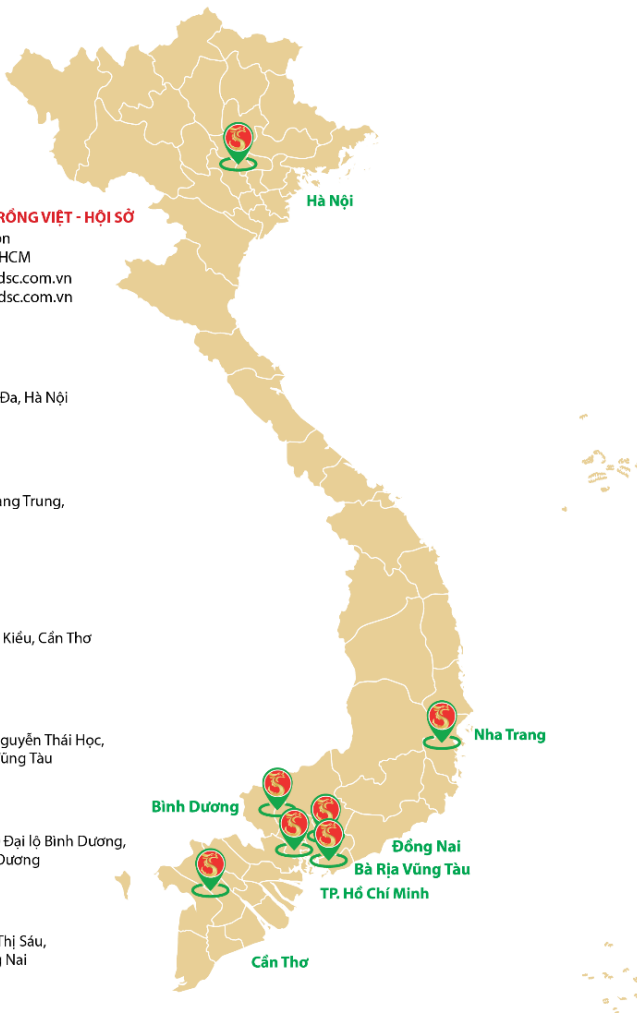
Tầng 3, Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8, Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2024.**