

Vài nét về doanh nghiệp

FRT là một trong những công ty hàng đầu hoạt động trong ngành bán lẻ mặt hàng ICT. Công ty là một trong những đại lý ủy quyền chính thức của Apple tại Việt Nam. Hiện nay công ty lần sân sang bán lẻ được phẩm thông qua việc mở rộng chuỗi nhà thuốc Long Châu

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu	180.000
Tiềm năng tăng giá	24%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	0%
Tỷ suất sinh lời	24%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bán lẻ
Thị giá (18/01/2024)	145.00
Biến động 1 năm	53.5 – 158
KLGD bình quân 52T (tr. cp)	797.287
Vốn hóa (Tỷ đồng)	19.755
P/E	-52.38
P/B	11.17
%NN sở hữu	35.76%

Diễn biến giá



	3T	6T	12T
FRT	-0.2%	6.6%	12.7%
VNindex	40.9%	48.1%	147.2%

Tỷ lệ sở hữu

Chủ tịch và người liên quan	%
Quỹ ngoại	35.76%

Chuyên viên phân tích

Phạm Phương Thảo

ppthao@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

TRỢ LỰC MỚI TỪ TRUNG TÂM TIÊM CHỦNG

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với mã cổ phiếu FRT, mức giá mục tiêu **180.000 đồng/CP**, tiềm năng tăng giá **24%** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và so sánh, tỷ trọng 50/50

CẬP NHẬT KQKD:

Doanh thu của FRT đạt khoảng 9,1 nghìn tỷ đồng (+17% YoY) và LNTT đạt 80 tỷ đồng (+40 lần YoY). Theo đó FRT hoàn thành lần lượt 25% và 64% kế hoạch kinh doanh cả năm. Số liệu khả quan này, phần lớn được dẫn dắt bởi Long Châu (LNTT Q1.24 ~ 118 tỷ đồng) và FPT Shop có sự cải thiện tích cực về biên lợi nhuận.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi đánh giá tích cực về triển vọng phục hồi lợi nhuận của FRT trong 2024/25F dựa trên:

- FPT Shop** phục hồi doanh thu và tăng trưởng lợi nhuận gộp nhờ (1) Tập trung kênh bán hàng online (kì vọng tăng trưởng 30% trong 2024) (2) tăng tỷ trọng đóng góp doanh thu từ ngành hàng gia dụng (từ 5% hiện tại lên 10% DTT) và (3) tối ưu hóa hoạt động cửa hàng không hiệu quả, dự kiến đóng 50 cửa hàng.
- Long Châu** tiếp tục mở rộng 400 CH trong năm 2024, cùng với trợ lực mới từ trung tâm tiêm chủng sẽ là động lực tăng trưởng cho FRT. Theo khảo sát của chúng tôi, thị trường này có quy mô khoảng 2.2 tỷ USD, đối thủ cạnh tranh còn ít và tiềm năng tăng trưởng cao do xu hướng già hóa dân số và nhu cầu chăm sóc sức khỏe ngày càng tăng của người Việt. Kết quả tích cực ban đầu của chuỗi vacxin (DTTB 2.5 tỷ đồng/tháng) là cơ sở để FRT đẩy mạnh mở mới TTTC (100 TT trong 2024) và hướng tới điểm hòa vốn.

Chúng tôi dự phóng DTT và LNST của FRT trong năm 2024 lần lượt đạt **40.020 tỷ đồng** (+25.7% yoy) và LNTT đạt **251 tỷ đồng** (vs lỗ ròng 272 tỷ trong FY23)

THÔNG TIN KHÁC:

- FRT có kế hoạch phát hành riêng lẻ tối đa 10% vốn Long Châu cho đối tác chiến lược, dự kiến hoàn thành trong năm 2024.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Đòn bẩy tài chính cao gây rủi ro cho việc mở rộng
- FPT Shop phục hồi lợi nhuận chậm hơn dự kiến do sức mua yếu

Chỉ tiêu tài chính	2020	2021	2022	2023	2024F
DTT (tỷ đồng)	14,661	22,495	30,166	31,850	40,020
+/- yoy (%)		53.4%	34.1%	5.6%	25.7%
LNTT (tỷ đồng)	43	564	502	(272)	251
+/- yoy (%)		1198.0%	-10.9%	-154.2%	-192.3%
LNST (tỷ đồng)	25	444	390	(346)	101
+/- yoy (%)		1695.1%	-12.0%	-188.5%	-129.3%
TS LN ròng(%)	0.2%	2.0%	1.3%	-1.1%	0.3%
EPS (đồng)	266	5,618	3,295	(2,537)	742

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2023
Cập nhật KQKD 2023

KQKD 2023: Doanh thu thuần đạt 31,8 nghìn tỷ đồng (+5.6 % YoY) và lỗ ròng 346 tỷ đồng (-189% YoY), trong đó FPT Shop lỗ 475 tỷ đồng và Long Châu lãi ròng 130 tỷ đồng. Trong Q4.2023, FRT ghi nhận khoản lỗ lớn hơn dự kiến (101 tỷ đồng). Điều này chủ yếu do (1) chi phí một lần của FPT Shop từ việc đóng cửa các cửa hàng và (2) LC lỗ 12 tỷ đồng do (i) phát sinh chi phí thưởng cho nhân viên và (ii) giải quyết hàng hóa gần hết hạn sử dụng sau khi nâng cấp hệ thống đếm hàng tồn kho.

- **FPT Shop:** DTT cả năm 2023 đạt 14.890 tỷ đồng (-18% yoy) do bối cảnh ảm đạm chung của ngành tiêu dùng không thiết yếu. Trong bối cảnh tiêu dùng thấp 2023, FPT Shop đã thực hiện các biện pháp nâng cao hiệu quả hoạt động bằng cách (1) nâng số lượng shop có bày bán đồ gia dụng lên 100% (2) ưu tiên mặt hàng có biên cao (3) kích thích doanh số online và (3) đóng cửa các cửa hàng hoạt động kém hiệu quả (31 cửa hàng trong năm 2023, giảm số lượng cửa hàng còn 755). Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp của FPT Shop ổn định so với quý trước trong quý 3 và quý 4/2023 phù hợp với quan sát của chúng tôi rằng việc chiết khấu giá trong ngành CNTT đã hạ nhiệt trên diện rộng kể từ tháng 4/2023.
- **Long Châu:** DTT cả năm đạt 15.882 tỷ đồng (+65.5% yoy) nhờ việc mở rộng mạnh mẽ (560 nhà thuốc, nâng số lượng nhà thuốc lên 1.497 tại cuối năm). Doanh thu/cửa hàng trung bình hàng tháng của nhà thuốc LC duy trì ổn định ở mức ~1,1 tỷ đồng và biên LNTT đạt 2.5%.
- **Thông tin khác:** Ngoài ra, đến cuối năm 2023, tỷ lệ sở hữu của FRT tại LC đã giảm xuống 80,47% từ mức 89,83% vào cuối năm 2022 do cam kết góp vốn của nhân viên từ 2018 (tối đa 25% VCSH Long Châu).

	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1.23	Q2.23	Q3.23	Q4.23
Doanh thu thuần								
FPT Shop	5646	4402	5185	5456	4513	3605	4104	3963
Long Châu	2,159	1,849	2,554	3,034	3,284	3,605	4,132	4,861
LNST và lợi ích CĐTS								
FPT Shop	138	47	82	80	-66	-252	-69	-88
Long Châu	26	-1	3	15	61	33	48	-12
Số cửa hàng								
FPT Shop	676	728	745	786	807	800	791	755
Long Châu	546	678	800	937	1056	1243	1384	1497

Nguồn: FRT

Cập nhật sơ bộ KQKD Q1.2024

Doanh thu thuần của FRT đạt khoảng 9,1 nghìn tỷ đồng (+17% YoY) và LNTT đạt 80 tỷ đồng (+40 lần YoY). Theo đó FRT hoàn thành lần lượt 25% và 64% kế hoạch kinh doanh cả năm. Số liệu khả quan này, phần lớn được dẫn dắt bởi Long Châu (LNTT Q1.24 ~ 118 tỷ đồng) và FPT Shop có sự cải thiện tích cực về biên lợi nhuận (tăng 2% biên LNG so với Q4.2023)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ
Chuỗi FPT Shop sẽ cải thiện đáng kể về biên lợi nhuận

Đến hết Q1.2024, doanh số smartphone và laptop toàn cầu đã có sự phục hồi nhẹ theo Counterpoint Research, theo đó thị trường Việt Nam cũng ghi nhận một số diễn biến tích cực ở mặt bằng giá và biên lợi nhuận một số nhà bán lẻ ICT. Tuy chưa có số liệu chi tiết về sản lượng điện thoại và laptop bán ra trong Q1, qua trao

đối với BLĐ doanh nghiệp, chúng tôi duy trì quan điểm về sự cải thiện dần về biên lợi nhuận hàng các chuỗi bán lẻ như MWG, FRT dựa trên

- (1) Mặt bằng giá hàng ICT(Smartphone, Laptop) tăng nhẹ 2-3% vs Q4.23 và các nhà bán lẻ không còn cạnh tranh gay gắt về giá như thời gian đầu của cuộc chiến giá.
- (2) Xu hướng tái cơ cấu danh mục hàng hóa sang điện tử, gia dụng do mảng này có biên LNG tốt hơn, cũng như nhu cầu tiêu dùng ổn định hơn so với ICT (MWG đẩy mạnh sản phẩm ti vi, FRT mở bán ngành hàng máy lạnh,..)
- (3) Quá trình tối ưu hóa chi phí/cửa hàng tiếp tục diễn ra, điển hình là việc đóng bớt cửa hàng offline để tiết giảm chi phí cố định cho doanh nghiệp. Biên LNR từ đó kì vọng sẽ cải thiện tích cực hơn QoQ.

Theo Ban lãnh đạo FRT, Nhu cầu tiêu dùng đối với các sản phẩm FPT Shop đến hết Q1.24 không có nhiều thay đổi so với cuối 2023, tuy nhiên biên lợi nhuận đã tăng trưởng 2% lên mức 10% cho chuỗi toàn chuỗi. Điều này phù hợp với kì vọng của chúng tôi về xu hướng cải thiện lợi nhuận của FPT Shop. Trong dài hạn, BLĐ kì vọng có thể đưa biên lãi gộp về mức 12-13% như trước chiến tranh giá xảy ra.

Cho cả năm 2024, VCBS dự phóng doanh thu chuỗi FPT Shop đạt 16.567 tỷ đồng (+2.5% vs 2023) với động lực chủ yếu đến từ ngành hàng gia dụng (DTT kì vọng ~1.500 tỷ đồng). Tuy nhiên chuỗi vẫn ghi nhận lợi nhuận ròng âm trong năm nay do biên lãi gộp dù cải thiện nhưng vẫn ở mức thấp, chúng tôi cho rằng chuỗi FPT Shop sẽ cần thêm thời gian để có lợi nhuận dương trở lại trong 2025.

Long Châu tiếp tục mở rộng cửa hàng và gia tăng thị phần

Với dự địa dài hạn của ngành dược phẩm, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về khả năng mở rộng của Long Châu (+ 400 CH trong FY24), đưa tổng số CH lên khoảng 1900. Quá trình mở rộng này của Long Châu dự kiến sẽ còn tiếp tục đến năm 2028, khi tổng số CH Long Châu đạt đến 2700-3000 (~ 50% thị phần bán lẻ thuốc tại Việt Nam)

Trong năm 2023, DTT/CH/shop cho toàn chuỗi giảm từ 1.2 tỷ đồng trong FY22 về còn ~1.1 tỷ đồng trong FY23, một phần do tốc độ mở cửa hàng mới nhanh hơn dự kiến (529 CH vs 400 CH theo kế hoạch), một phần do người dân nhìn chung thắt chặt chi tiêu. Tuy nhiên, điểm tích cực là thời gian hòa vốn của Long Châu đã rút ngắn hơn, từ trung bình 6 tháng (chia sẻ tại AGM 2023) xuống còn 3 tháng (theo AGM 2024), doanh thu hòa vốn trung bình là 450 triệu đồng.

Trong năm 2024, với tốc độ mở rộng chậm hơn, chúng tôi kì vọng Long Châu sẽ đẩy mạnh hơn cho việc tăng trưởng doanh thu cửa hàng hiện hữu (SSSG cho cửa hàng trên 2 năm đã giảm 6-8% trong 2023 theo ước tính của chúng tôi). Để đạt được mục tiêu này, FRT dự kiến sẽ cho ra mắt các dịch vụ mới trên app Long Châu từ nửa sau 2024, ví dụ như chăm sóc sức khỏe từ xa, tập trung vào đối tượng khách hàng có bệnh mãn tính để tăng tỷ lệ doanh thu từ khách hàng trung thành. Trong tương lai, FRT hướng tới cung cấp một hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe toàn diện, kết hợp với các bệnh viện, phòng khám để hoàn thiện hơn các mắt xích trong chuỗi giá trị y tế - dược phẩm tại Việt Nam.

Về biên lợi nhuận, chúng tôi cho rằng việc Long Châu ghi nhận lợi nhuận âm trong Q4.2023 là chi phí một lần. Nếu không có khoản chi phí này, biên LNTT toàn chuỗi cả năm 2023 theo ước tính của chúng tôi đạt khoảng 1.8%, đây là một mức cải thiện tốt so với 0.6% của năm 2022. Trong năm 2024, chúng tôi kì vọng biên LNTT của Long Châu sẽ tiếp tục đà cải thiện, chúng tôi giả định thận trọng ở mức 2.1%

cho 2024F và 2.5% cho 2025F, chủ yếu nhờ kì vọng Long Châu sẽ tiếp tục cải thiện chi phí đầu vào trên lợi thế về quy mô lớn của nhà thuốc.

Trợ lực mới từ trung tâm tiêm chủng

Với định hướng khai phá hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe, năm 2023, công ty lần đầu tiên mở trung tâm tiêm chủng. Bắt đầu từ T7.2023, FRT mở thí điểm 2 TTTC tại TP HCM, sau đó nhanh chóng mở rộng lên 54 trung tâm vào T4.2024. Thông qua nghiên cứu, chúng tôi nhận thấy tiềm năng lớn của thị trường này và khả năng mở rộng mạnh mẽ thành một trung tâm tiêm chủng trong tương lai.

Quy mô thị trường

Thị trường vaccin Việt Nam được chia làm 2 phần lớn là tiêm chủng bắt buộc (trẻ em, phụ nữ mang thai) và tiêm chủng dịch vụ. Theo ước tính sơ bộ của chúng tôi, quy mô thị trường này đến cuối 2023 khoảng 55.000 tỷ đồng (~2.2 tỷ USD). Cụ thể:

- **Tiêm chủng bắt buộc.** Đối tượng của tiêm chủng bắt buộc chủ yếu là trẻ sơ sinh (0-2 tuổi) và phụ nữ mang thai. Đối với trẻ em, bộ y tế khuyến cáo trẻ nên được tiêm đủ 12 mũi trong vòng 02 năm đầu theo chương trình tiêm chủng mở rộng của WHO, hình thức tiêm miễn phí (đối với cơ sở y tế công) hoặc dịch vụ (cơ sở y tế tư nhân như VNVC, Long Châu,... với chi phí khoảng 20 triệu đồng). Đối với phụ nữ, thời gian tiêm được chia làm 2 giai đoạn: tiền mang thai và mang thai. Theo khảo sát sơ bộ của chúng tôi, gói tiêm cơ bản cho phụ nữ tiền mang thai (bao gồm các mũi tiêu chuẩn cần thiết như thủy đậu, bạch hầu, ho gà, cúm mùa, uốn ván,...) có chi phí khoảng 5.4 triệu đồng, và giai đoạn mang thai khoảng 500 nghìn – 1 triệu. Với tỷ lệ sinh hàng năm tại Việt nam ở mức 1.5 triệu trẻ em, chúng tôi ước tính quy mô của mảng tiêm này khoảng **15.000 tỷ đồng**.
- **Tiêm chủng dịch vụ:** Đây là các mũi tiêm không bắt buộc nhưng được khuyến cáo và có dung lượng thị trường trải rộng ở tất cả các độ tuổi. Tại Việt Nam, tỷ lệ tiêm chủng này mới đạt 5% trong khi trung bình là 20% tại các nước phát triển (50% tại Mỹ, 25% tại Singapore và Hàn Quốc,...). tùy từng độ tuổi, các mũi tiêm được khuyến nghị có thể khác nhau, nhưng chủ yếu bao gồm các loại phổ biến như viêm gan A, B, viêm não mô cầu, Rota virus, ung thư cổ tử cung HPV,... Với tổng chi phí tiêm dịch vụ dao động 8 - 9 triệu đồng/gói, chúng tôi ước tính quy mô mảng này đến cuối 2023 ~ **40.000 tỷ VND**.

Thực trạng thị trường tại Việt Nam

Tại Việt Nam, một số đơn vị tư nhân tham gia vào thị trường này gồm có Trung tâm tiêm chủng VNVC, Nhi đồng 315, Melatec, Vinmec,... nhưng nổi bật nhất là VNVC với ~ 70% thị phần

- **VNVC:** VNVC thành lập vào tháng 6/2017, đến nay đã có hơn 150 trung tâm tiêm chủng vắc-xin cho trẻ em và người lớn trên toàn quốc. Lợi thế của VNVC là có các đối tác chiến lược từ nhiều hãng vắc-xin lớn như Glaxosmithkline (Bỉ), Sanofi Pasteur (Pháp), Pfizer (Mỹ), Merck Sharp and Dohme (Mỹ),... Do đó, công ty được đàm phán trực tiếp, độc lập nhập khẩu chính hãng vắc-xin số lượng lớn, đặc biệt các vaccin thường xuyên khan hiếm. Doanh thu của VNVC đạt được cao nhất vào năm 2021 khoảng 8.000 tỷ đồng.
- **Nhi Đồng 315:** Ra mắt vào tháng 6/2019, chuỗi Nhi Đồng 315 ban đầu tập trung vào các hoạt động khám bệnh, xét nghiệm, tư vấn dinh dưỡng cho trẻ em, sau đó mở rộng sang mảng vaccin. Đến nay, doanh nghiệp đã có

hơn 50 trung tâm tiêm chủng tập trung chủ yếu ở TP. HCM và các khu vực lân cận.

- **Vinmec, Melatec** và một số phòng khám tư nhân khác có cung cấp dịch vụ tiêm chủng nhưng chưa có sự đầu tư mở rộng nhiều.
- **Long Châu:** Đến T4.2024, Long Châu đã mở 54 TTTC, chủ yếu sử dụng chung mặt bằng với nhà thuốc nên khả năng mở rộng rất nhanh. Theo khảo sát, chúng tôi nhận thấy Long Châu đã nhanh chóng cung ứng tương đối đủ các loại vacxin, với mặt bằng giá thấp hơn khoảng 5% so với VNVC. Trong năm 2024, FRT dự kiến sẽ mở thêm 100 TTTC để thâm nhập sâu hơn vào thị trường này.

Các gói tiêm cơ bản tại Long Châu:

Gói tiêm	Chi phí (đã bao gồm khuyến mại)
Gói trẻ em 0-2 tuổi	16.8 triệu VND
Gói tiền học đường	9.5 triệu VND
Gói thanh thiếu niên 9-18 tuổi	17.7 triệu VND
Gói phụ nữ tiền mang thai	5.4 triệu VND
Gói người trưởng thành	7.2 triệu VND
Gói dành cho người có bệnh mãn tính	4.4 triệu VND

Trung tâm tiêm chủng Long Châu

Tại cuộc họp ĐHCĐ FRT 2024, BLĐ chia sẻ doanh thu thực thu của một TTTC đến nay khoảng 2.5 tỷ đồng và doanh thu thực tiêm khoảng 1.5 tỷ đồng/tháng. Dù chỉ mở trong thời gian ngắn, mức doanh thu này cao hơn nhiều so với doanh thu trung bình của một cửa hàng Long Châu (1.1 tỷ đồng) và tương đương ~30-50% DT của một cửa hàng VNVC. Ban lãnh đạo tin rằng lợi thế cạnh tranh của Long Châu trong lĩnh vực kinh doanh này bao gồm (1) công nghệ, (2) độ phủ 1500 nhà thuốc trên toàn quốc và (3) tập 15 triệu khách hàng để nhanh chóng mở rộng thị trường. Do thời gian triển khai ngắn nên chúng tôi hiện chưa đánh giá được về khả năng sinh lời của mô hình này, tuy nhiên chúng tôi cho rằng sẽ tích cực hơn khả năng sinh lời của quầy thuốc Long Châu.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi dự phóng DTT của FRT năm 2024 đạt 40.020 tỷ đồng, tăng trưởng 25.7% so với năm 2023 với các giả định chính như sau:

- FPT Shop doanh thu đi ngang so với cùng kì, đạt **16.567 tỷ đồng** (+2.4% yoy)
- Long Châu mở mới 400 CH, tuy nhiên doanh thu các CH mới sẽ thấp hơn do vị trí nằm tại các khu vực Tier 2,3.
- Phần doanh thu mới từ trung tâm tiêm chủng, chúng tôi dự kiến đạt mức 2 tỷ đồng/CH/tháng (giả định FRT ghi nhận theo doanh thu thực thu)

Về lợi nhuận, chúng tôi dự phóng LNTT của FRT đạt **251 tỷ đồng**, so với mức lỗ ròng 272 tỷ năm 2023 và gấp 2 lần KHKD dựa trên KQKD tích cực của Quý 1. Trong đó:

- Chuỗi FPT Shop vẫn ghi nhận lỗ với biên LNTT ở mức -1.0%

- Long Châu có thể ghi nhận lợi nhuận khả quan hơn với biên LNTT cả năm khoảng 2%. Dự phóng này đã tính đến mức lỗ của Trung tâm tiêm chủng có thể làm giảm lợi nhuận của toàn chuỗi (ước tính có thể đạt 2.4% trong 2024).

Dự phóng doanh thu chi tiết

	2022	2023	2024F	% yoy	2025F	% yoy
Doanh thu thuần	30,166	31,850	40,020	26%	48,899	22%
FPT Shop	20,689	16,185	16,567	2%	17,255	4%
Long Châu	9,596	15,882	19,853	25%	25,644	29%
Trung tâm tiêm chủng	0	0	3600		6000	67%
Lợi nhuận gộp	4,703	5,162	7,065	37%	9,032	28%
Lợi nhuận trước thuế	502	(272)	251	<i>Đảo chiều</i>	814	224%
Lợi nhuận sau thuế và CĐTS	390	(346)	101	<i>Đảo chiều</i>	754	645%
Biên LNG	15.6%	16.2%	17.7%		18.5%	
Biên LNTT	1.7%	-0.9%	0.6%		1.7%	
Biên LNST	1.3%	-1.1%	0.3%		1.5%	

Số cửa hàng

	2022	2023	2024F	% yoy	2025F	% yoy
FPT Shop	786	755	755		755	
Long Châu	937	1497	1900	27%	2300	21%
Trung tâm tiêm chủng	0	0	150		200	33%

Nguồn: VCBS dự phóng

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **180.000 đồng/cp**, dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh tương đối, tỷ trọng 50/50.

Giả định tính toán hệ số chiết khấu:

Chi phí VCSH = 12.8% theo CAPM (Rf = 4%, Risk premium = 11%, beta = 0.8)

Chi phí vay = 7%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 10.83 %

Định giá bằng FCFF:

FCFF	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	639	1.247	1.609	2.167	2.519
Khấu hao	200	169	197	210	204
Capex	(523)	(372)	(370)	(210)	(130)
Thay đổi WC	(394)	(271)	(755)	(925)	(527)
FCFF	123	830	746	1159	1.641

NPV giai đoạn 2024-2028F **4.499**

NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g=2.5%) **27.676**

Tổng giá trị doanh nghiệp 32.175

Trừ: Vay nợ ròng **(5.953)**

Giá trị VCSH 26.221

Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.829)
Giá trị VCSH sau lợi ích CĐTS	24.392
Số lượng CPLH (tr.cp)	136.242
Định giá	179.038

Thông số tính toán: P/S, P/B
Định giá bằng phương pháp so sánh

Chúng tôi sử dụng định giá P/B cho FPT Shop do dự báo chuỗi này vẫn ghi nhận lỗ trong 2024, và định giá P/S cho chuỗi Long Châu cùng trung tâm tiêm chủng do hai chuỗi này vẫn đang trong giai đoạn mở rộng mạnh mẽ

- Đối với chuỗi FPT Shop, chúng tôi sử dụng Book value tại thời điểm cuối 2023 và mức P/B hợp lý ở 1.5 lần.
- Đối với chuỗi Long Châu (đã bao gồm cả TTTC), chúng tôi sử dụng doanh thu trung bình 2024-2025 và mức P/S hợp lý 1 lần trên cơ sở so sánh với các chuỗi được lớn và đã có lãi.
-

	Giá trị sổ sách/Doanh thu thuần	P/B	P/S	Giá trị sở hữu của FRT (tỷ VND)	Giá trị/CP
FPT Shop	12,013	1.5		1,637	18,020
Long Châu (bao gồm TTTC)	27,549		1	27,549	162,713
Giá mục tiêu					180,733

Giá trị hợp lý

Tổng hợp định giá theo 2 phương pháp, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu FRT là 180.000 đồng (upside 24%).

	Định giá	Đóng góp
Phương pháp so sánh	179.038	50%
FCFF	183.190	50%
Tổng hợp	180.000	100%

Thông tin khác

Trong ĐHCĐ thường niên năm 2024, FRT cho biết sẽ phát hành riêng lẻ tối đa 10% Long Châu cho đối tác chiến lược dự kiến trong năm 2024. Chúng tôi cho rằng đây là một tín hiệu tích cực do nguồn vốn từ việc phát hành sẽ giúp FRT

(1) bổ sung vốn lưu động cho việc mở rộng

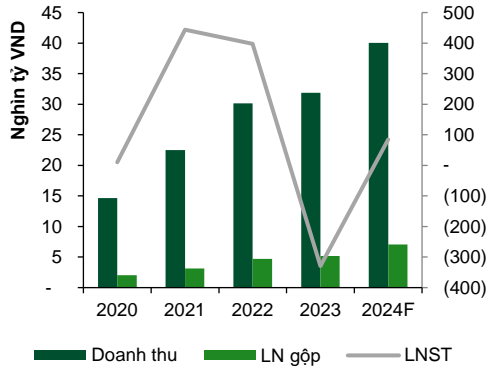
(2) đồng thời giảm gánh nặng cho bảng cân đối kế toán của FRT (cuối 2023, tỷ lệ đòn bẩy tài chính của FRT là 7.6 lần). Đến cuối Q1.2024, FRT đã giảm khoảng 1000 tỷ đồng nợ vay so với Q4.2023.

RỦI RO ĐẦU TƯ

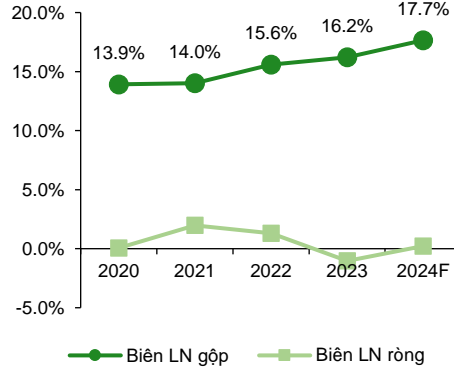
- Sức mua hồi phục chậm hơn dự kiến đối với mảng ICT, biên lãi ròng FPT Shop thấp hơn kì vọng
- Trung tâm tiêm chủng ghi nhận lỗ nhiều hơn dự kiến khiến biên lãi ròng Long Châu suy giảm

KẾT QUẢ KINH DOANH

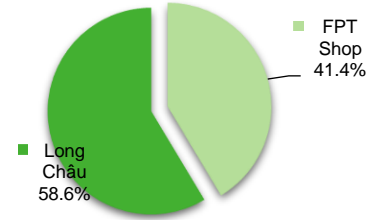
Doanh thu và lợi nhuận FRT



Biên lợi nhuận gộp và LNST

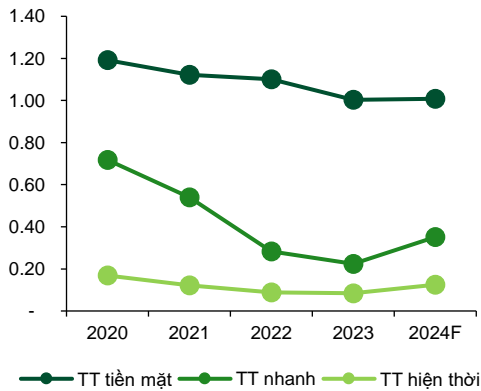


Cơ cấu doanh thu 2024E

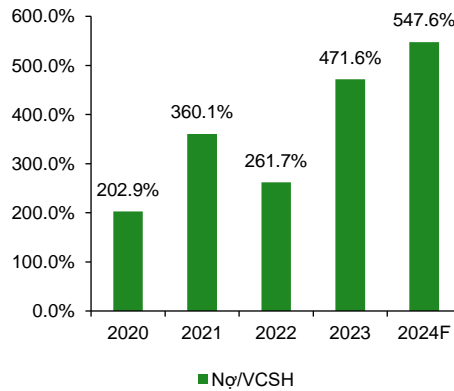


SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH

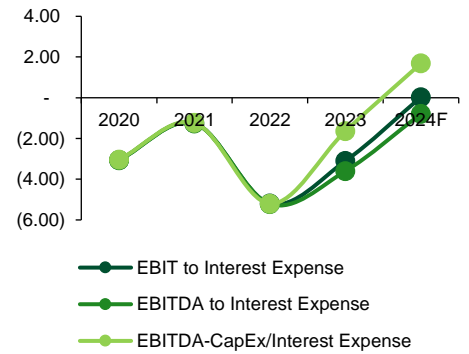
Khả năng thanh toán



Cơ cấu nguồn vốn



Khả năng thanh toán lãi vay



Cơ cấu này chưa phản ánh kế hoạch bán vốn của Long Châu

BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: triệu đồng

Kết quả kinh doanh	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	30,166	31,850	40,020	48,899	55,726
- Giá vốn hàng bán	-25,463	-26,688	-32,955	-39,867	-45,278
Lợi nhuận gộp	4,703	5,162	7,065	9,032	10,448
- Chi phí bán hàng	-3,259	-4,170	-4,416	-5,694	-6,644
- Chi phí quản lí DN	-887	-1,076	-1,191	-1,515	-1,756
Lợi nhuận HDKD	557	-85	145	672	912
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	31	8	9	12	13
- Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
EBIT	717	-9	639	1,219	1,582
- Chi phí lãi vay	-232	-285	-388	-406	-452
LNTT	502	-272	251	814	1,130
- Thuế TNDN	-88	-35	-83	-163	-226
LNST	398	-329	168	651	904
- Lợi ích CBTS	8	16	-67	-103	-137
LNST CB CT Mẹ	390	-346	101	754	1,041
EPS (đ)	3,295	-2,537	742	5,531	7,643
EBITDA	832	439	1,050	1,385	1,930
Tăng trưởng	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	34.1%	5.6%	25.7%	22.2%	14.0%
LN HDKD	12.5%	-115.2%	-272.1%	361.7%	35.7%
LN Hợp nhất	-10.3%	-182.7%	-151.0%	287.8%	38.9%
LNST	-12.0%	-188.5%	-129.3%	644.9%	38.2%
EBIT	4.5%	-101.3%	-7001.2%	90.7%	29.7%
EPS	-41.3%	-177.0%	-129.3%	644.9%	38.2%
Tổng tài sản	-2.4%	24.5%	14.3%	8.7%	24.2%
Nợ vay	-11.3%	51.2%	12.7%	-2.7%	25.7%
VCSH	22.0%	-16.1%	1.9%	39.1%	39.9%
Khả năng sinh lời	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tỷ suất LNG	15.6%	16.2%	17.7%	18.5%	18.7%
Tỷ suất LNST	1.3%	-1.0%	0.4%	1.3%	1.6%
ROE DuPont	21.4%	-17.5%	9.7%	31.1%	30.9%
ROA DuPont	3.7%	-2.8%	1.2%	4.2%	5.0%
Tỷ suất EBIT	2.4%	0.0%	1.6%	2.5%	2.8%
LNTT / LNST	79.3%	121.0%	66.8%	80.0%	80.0%
LNTT / EBIT	70.0%	2937.3%	39.3%	66.7%	71.5%
Vòng quay TTS	2.8	2.7	2.9	3.1	3.1
Đòn bẩy tài chính	5.7	6.3	8.1	7.5	6.2
ROIC	5.3%	-3.8%	1.6%	5.9%	7.0%
Hiệu quả hoạt động	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Số ngày tồn kho	15.3	5.3	9.9	12.8	11.1
Số ngày phải thu	-81.8	-102.0	-91.7	-79.7	-79.9
Số ngày phải trả	-33.3	-31.3	-28.3	-28.6	-29.5
Luân chuyển tiền	-33.3	-65.3	-53.5	-38.3	-39.4
COGS/Hàng tồn kho	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!	#REF!
An toàn tài chính	2022	2023	2024F	2025F	2026F
TT hiện hành	1.10	1.00	1.01	1.04	1.08
TT nhanh	0.28	0.22	0.36	0.32	0.40
TT tiền mặt	0.09	0.08	0.12	0.06	0.12
Nợ / Tài sản	0.51	0.62	0.61	0.55	0.55
Nợ / Vốn sử dụng	0.72	0.83	0.84	0.78	0.77
Nợ / Vốn CSH	2.62	4.72	5.22	3.65	3.28
Khả năng TT lãi vay	-3.10	0.03	-1.65	-3.01	-3.50

Cân đối kế toán	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tài sản					
+ Tiền	746	961	1,648	797	1,990
+ ĐTTT ngắn hạn	1,119	1,194	1,212	1,966	3,007
+ Phải thu	538	394	1,786	1,648	1,727
+ Hàng tồn kho	6,484	8,427	8,126	9,284	10,544
+ Khác	440	439	552	674	768
Tài sản ngắn hạn	9,327	11,415	13,325	14,369	18,036
+ Tài sản dài hạn	1,165	1,865	1,550	1,922	2,292
+ Khấu hao lũy kế	-316	-556	-526	-695	-891
+ Tài sản dài hạn	849	1,308	1,024	1,228	1,401
+ ĐTTT dài hạn	0	0	0	0	0
+ Khác	348	375	543	601	699
Tài sản dài hạn	1,197	1,683	1,567	1,829	2,100
Tổng Tài sản	10,524	13,098	14,892	16,198	20,136
Nợ & VCSH					
+ Phải trả (ngắn)	2,307	2,274	2,829	3,422	3,887
+ Vay ngắn hạn	5,363	8,108	9,141	8,890	11,178
+ Khác	804	996	1,252	1,529	1,743
Nợ ngắn hạn	8,474	11,379	13,221	13,842	16,807
+ Vay dài hạn	0	0	0	0	0
+ Phải trả dài hạn	0	1	1	1	1
Nợ dài hạn	0	1	1	1	1
Tổng nợ	8,474	11,379	13,222	13,843	16,808
+ Vốn điều lệ	790	1,362	1,362	1,362	1,362
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
+ Thặng dư	0	0	0	0	0
+ LN giữ lại	824	237	187	872	1,846
+ Lợi ích CBTS	41	120	120	120	120
Vốn chủ sở hữu	2,049	1,719	1,669	2,355	3,328
Tổng nguồn vốn	10,524	13,098	14,892	16,197	20,136
Lưu chuyển tiền	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	1,105	746	961	1,648	797
LNST	390	-346	18	754	1,041
+ Khấu hao lũy kế	115	233	200	169	197
+ Điều chỉnh	-152	-48	-168	-58	-98
+ Thay đổi VLĐ	-2,252	-2,033	-394	-271	-755
Tiền từ HDKD	-1,572	-1,857	-344	593	385
+ Thanh lý TSCĐ	-454	-705	0	0	0
+ Mua sắm TSCĐ	-454	-705	-523	-372	-370
+ Đầu tư ròng	0	0	-18	-754	-1,041
+ Khác	9,159	2,516	0	0	0
Tiền từ HĐĐT	159	69	-542	-1,126	-1,411
+ Cổ tức đã trả	0	0	-68	-68	-68
+ Tăng (giảm) vốn	-712	2,744	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	13,422	16,942	1,033	-251	2,287
+ Nợ dài hạn	-712	2,744	0	0	0
+ Khác	0	0	0	0	0
Tiền từ HĐTC	12,009	22,488	965	-319	2,219
Lưu chuyển tiền	-360	215	79	-851	1,193
Tiền cuối năm	746	961	1,648	797	1,990

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 06 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 06 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 06 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Phạm Phương Thảo

Chuyên viên phân tích

vtduyet@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>