

04 tháng 12 năm 2023

## KHUYẾN NGHỊ

**MUA**

Giá hợp lý	117,700 VND
Giá hiện tại	103,000 VND
Tiềm năng tăng/giảm	14.0%

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	136.2
Free float (triệu)	74.9
Vốn hóa (tỷ VND)	13,896.72
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	750,196
Sở hữu nước ngoài (%)	36.4%
Ngày niêm yết đầu tiên	17/04/2018

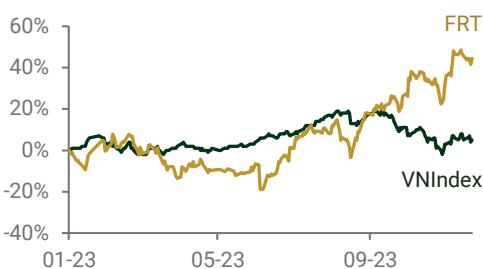
## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Công ty Cổ phần FPT	46.53%
CTBC Vietnam Equity Fund	5.12%
Vof Investment Limited	4.78%
DC Developing Markets Strategies Public Limited Co.	1.87%
Amersham Industries Limited	2.88%

## CHỈ SỐ QUAN TRỌNG

TTM EPS (VND)	(1.103)
BVPS (VND)	12,499
Nợ/VCSH (%)	553%
ROA (%)	(1.47%)
ROE (%)	(8.08%)
P/E	(92.51)
P/B	8.16
Tỷ suất cổ tức (%)	5%

## BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



## SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Được thành lập vào năm 2007, Công ty hoạt động trong lĩnh vực phân phối bán lẻ sản phẩm điện thoại, laptop, máy tính bảng, phụ kiện và các sản phẩm điện tử khác và phân phối dược.

## CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

**Nguyễn Minh Trí**  
tringuyenminh@phs.vn

## Long Châu: Ròng ngậm ngọc

- Quy mô của Long Châu đang mở rộng đáng kể, có thể mang lại lợi thế về quy mô.
- Không chỉ dừng lại tại mảng phân phối dược, công ty còn thể hiện ý định muốn thâm nhập vào mảng chăm sóc sức khỏe.
- Những thành công trong việc mở rộng chuỗi chưa phản ánh vào hiệu suất hoạt động, cơ cấu vốn của công ty vẫn còn nhiều nợ, không loại trừ sẽ có đợt tăng vốn trong tương lai.
- Khuyến nghị của chúng tôi là MUA với tiềm năng tăng giá 14.0%

**Dự phóng:** Chúng tôi ước tính Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế của công ty vào năm 2024 sẽ lần lượt đạt 43,985 tỷ đồng (+30.4% YoY) và 305 tỷ đồng (từ lỗ thành lãi) nhờ vào sự phục hồi của thị trường ICT và Long Châu tiếp tục mở rộng hoạt động kinh doanh. Chúng tôi dự phóng Long Châu sẽ mở mới 400 cửa hàng trong năm 2024 với mức tăng trưởng doanh thu trên 1 cửa hàng (SSSG) đạt 1.0%.

**Điểm nhấn đầu tư:** (1) Lợi thế về quy mô: hiện tại ngành phân phối dược tại Việt Nam đang rất phân mảnh, việc mở rộng quy mô để chiếm thị phần và tăng doanh thu sẽ mang lại lợi thế về quy mô, mang lại những lợi thế về giá bán cạnh tranh, tăng thời gian chiếm dụng vốn của nhà cung cấp. Long Châu hiện đang dẫn đầu trong cuộc chiến mở rộng cửa hàng.

(2) Nhiều lợi thế từ hệ sinh thái hiện có: với những bước đi gần đây của Long Châu với việc mở mới chuỗi vắc xin đã cho thấy ý định muốn thâm nhập vào mảng kinh doanh tiềm năng này thông qua các dịch vụ nằm ngoài cả phân phối thuốc thông thường. Nếu quy mô chuỗi bán lẻ Long Châu ngày càng gia tăng cộng với các kinh nghiệm liên quan của tập đoàn FPT, công ty có thể trở thành một tay chơi tiềm năng trong ngành này.

**Định giá & khuyến nghị:** Sử dụng phương pháp DCF và SOTP, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 117,700 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị là MUA với mức tăng giá tiềm năng là 14.0%. Định giá của chúng tôi chưa tính đến tiềm năng từ thị trường chăm sóc sức khỏe.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro cạnh tranh; (2) Rủi ro sức mua suy giảm; (3) Rủi ro trách nhiệm.

Chỉ số tài chính	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	14,661	22,495	30,166	33,725	43,985
LNST (tỷ VND)	10	444	398	(132)	305
Biên EBIT (%)	0.5%	2.2%	1.8%	-0.1%	1.2%
Biên LN ròng (%)	0.2%	2.0%	1.3%	-0.4%	0.7%
Giá trị sổ sách (VND/cp)	15,512	21,262	17,298	13,669	10,934
Cổ tức tiền mặt (%)	0%	5%	5%	5%	5%
Số lượng FPT Shop	595	647	745	791	831
SSSG (%)	-38.5%	59.5%	-0.5%	-30.0%	20.0%
Số lượng Long Châu	200	400	937	1,384	1,784
SSSG (%)	-20.0%	43.4%	8.3%	0.0%	1.0%

# NỘI DUNG

<b>Tổng quan về công ty</b>	<b>3</b>
<i>Lịch sử hình thành và phát triển</i>	3
<i>Cơ cấu cổ đông</i>	4
<b>Sơ đồ tổ chức FRT</b>	<b>4</b>
<i>Các mảng kinh doanh chính</i>	4
<b>Tổng quan ngành</b>	<b>8</b>
<i>Thị trường phân phối dược còn rất phân mảnh</i>	8
<i>Tiềm năng từ thị trường chăm sóc sức khỏe</i>	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
<b>Điểm nhấn tài chính</b>	<b>11</b>
<i>Doanh thu</i>	12
<i>Biên lợi nhuận hoạt động (EBIT)</i>	13
<i>Cơ cấu nguồn vốn và hiệu quả hoạt động</i>	14
<b>Luận điểm đầu tư</b>	<b>15</b>
<i>Lợi thế về quy mô</i>	15
<i>Nhiều lợi thế để tiến vào mảng chăm sóc sức khỏe</i>	16
<b>Định giá</b>	<b>17</b>
<b>Rủi ro</b>	<b>19</b>
<i>Rủi ro cạnh tranh với các kênh phân phối dược khác</i>	19
<i>Rủi ro trách nhiệm</i>	19
<b>Báo cáo tài chính</b>	<b>20</b>

## Tổng quan về công ty

Công ty Cổ phần Bán lẻ Kỹ Thuật Số FPT (FRT) có tiền thân là Công ty TNHH bán lẻ FPT, được thành lập vào năm 2007. Tính đến thời điểm hiện tại FPT Shop là chuỗi bán lẻ thứ hai trên thị trường bán lẻ hàng công nghệ với 791 cửa hàng vào cuối quý 3.2023. Cũng trong thời kỳ này, chuỗi Long Châu đã tiếp tục mở rộng mạnh mẽ với tổng cộng 1,384 cửa hàng và đóng góp đến 50.5% doanh thu của toàn công ty.

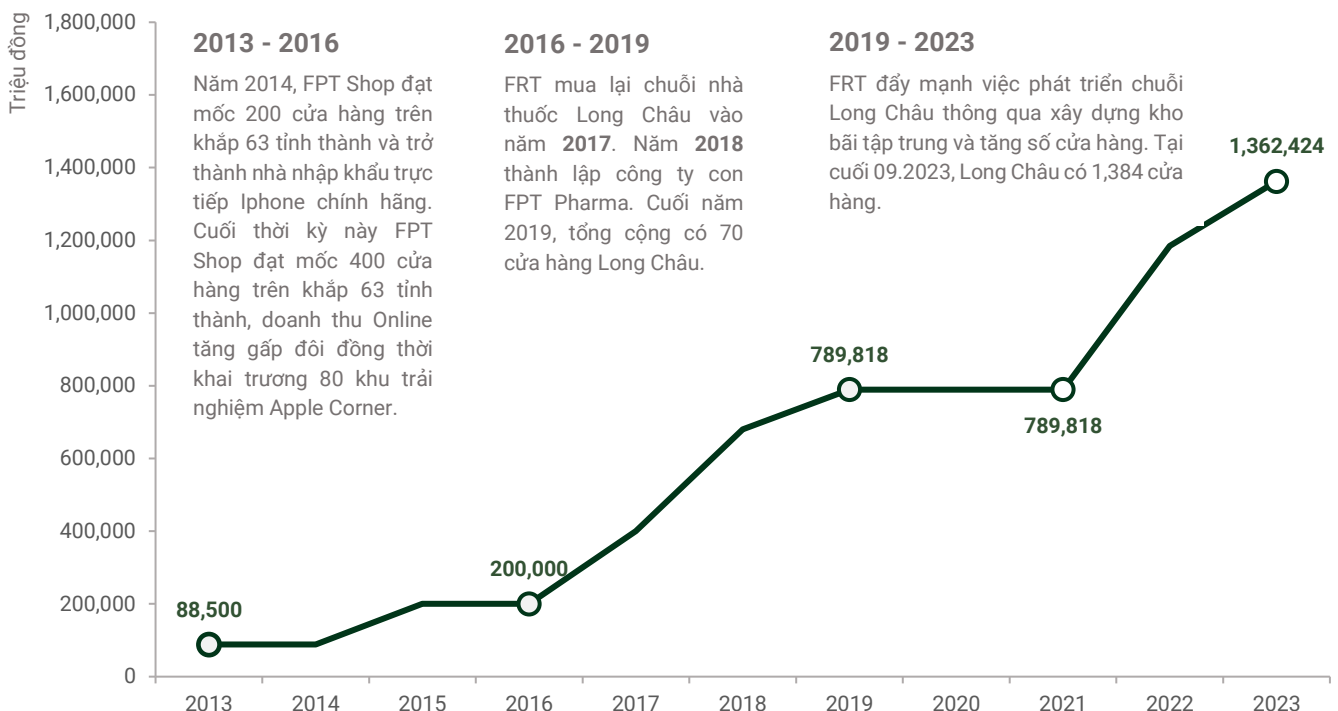
### Lịch sử hình thành và phát triển

Công ty được thành lập vào tháng 03/2012, là một trong 07 công ty trực thuộc Công ty Cổ phần FPT. Ban đầu công ty bắt đầu hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ các sản phẩm ICT với chuỗi bán lẻ FPT Shop chuyên về điện thoại di động, máy tính bảng, laptop, phụ kiện và dịch vụ công nghệ. Hiện nay, FPT Shop đang là chuỗi bán lẻ lớn thứ 2 trên thị trường bán lẻ hàng công nghệ sau chuỗi cửa hàng của Thế giới di động.

Vào năm 2017, Tập đoàn FPT đã thoái vốn khỏi FPT retail, vào ngày 18/12/2017, tỷ lệ sở hữu của FPT tại FPT retail chỉ còn khoảng 47%, khiến đây trở thành công ty liên kết. 1 năm sau vào ngày 26/4/2018, 40 triệu cổ phiếu FRT của FPT Retail, đã chính thức được giao dịch trên HOSE.

Năm 2017, Công ty đánh dấu chiến lược dịch chuyển sang mảng kinh doanh mới thông qua việc thu tóm lại chuỗi nhà thuốc lâu đời Long Châu. Đến quý 3/2018, FRT thành lập công ty con là Công ty cổ phần dược phẩm FPT Long Châu (FPT Pharma) chuyên bán lẻ thuốc, dụng cụ y tế, mỹ phẩm và vật phẩm vệ sinh trong các cửa hàng chuyên doanh với số vốn điều lệ là 100 tỷ đồng, trong đó công ty góp 75% vốn điều lệ.

### Quá trình tăng vốn điều lệ: các cột mốc quan trọng



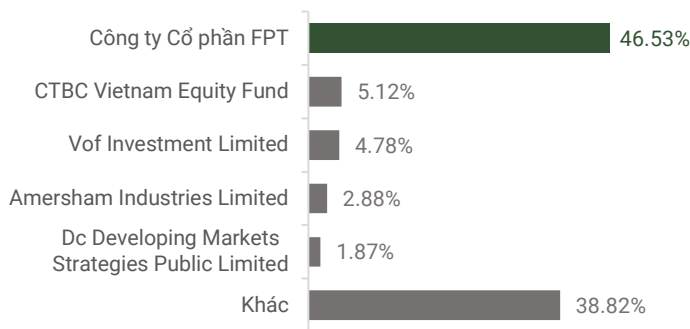
Hình 1: FRT, PHS tổng hợp

### Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu của FRT tương đối cô đặc với các cổ đông lớn chiếm đến 65.8% cơ cấu sở hữu. Công ty cổ phần FPT nắm đến 46.53% cổ phần tính đến ngày 31/12/2022. Điều này đã cho thấy dấu ấn rất lớn của tập đoàn FPT lên trên hoạt động kinh doanh của FRT thông qua việc tận dụng các thế mạnh về công nghệ thông tin sẵn có, củng cố nền tảng ERP và các khoản cho vay nội bộ từng có trong quá khứ.

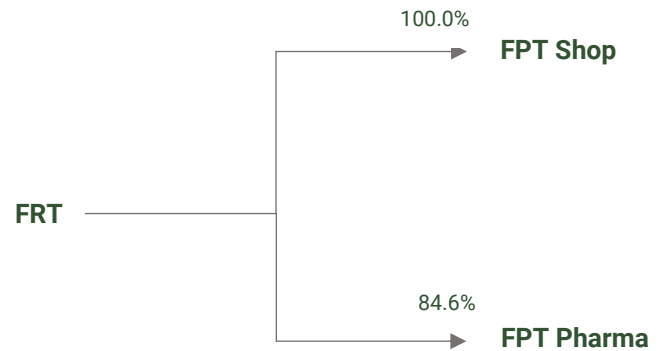
#### Cơ cấu sở hữu FRT tương đối cô đặc

Tổng cộng bằng 100%



Hình 2: Fiinpro, PHS tổng hợp

#### Sơ đồ tổ chức FRT



Hình 3: FRT, PHS tổng hợp

### Các mảng kinh doanh chính

Tính đến cuối quý 3 năm 2023, doanh thu của Long Châu đã đóng góp một nửa doanh thu của cả công ty và đã mang lại EBIT đạt 185 tỷ đồng vào nửa đầu năm 2023, trong khi Mảng ICT ghi nhận EBIT lỗ 219 tỷ đồng.

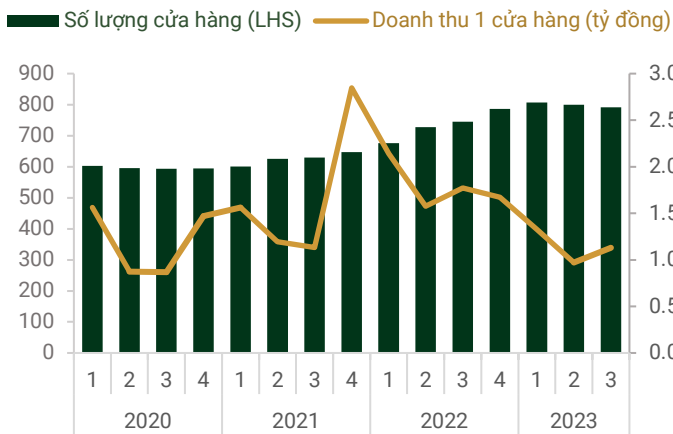
#### FPT Shop:

FPT Shop là chuỗi bán lẻ điện tử thuộc hàng đầu tại Việt Nam, chuỗi chuyên phân phối các sản phẩm như Điện thoại, Laptop, Máy tính bảng,... Tính đến cuối Quý 3 năm 2023, FRT đã sở hữu 791 cửa hàng FPT shop và chiếm 49.5% cơ cấu doanh thu toàn công ty. Thế mạnh của công ty nằm ở các dòng sản phẩm laptop, đặc biệt là mảng laptop chơi game với thị phần khoảng hơn 30%, dẫn đầu toàn ngành – theo tuyên bố của chính công ty.

Ngoài ra FRT còn có chuỗi F.Studio là các chuỗi cửa hàng chuyên cung cấp các sản phẩm, dịch vụ chính hãng của Apple. Chuỗi cửa hàng F.Studio được Apple ủy quyền cấp độ Apple Authorized Resellers (AAR). Khách hàng mua hàng tại đây có thể được đảm bảo yên tâm về chất lượng và có thể tận hưởng các chính sách bảo hành 1 năm và 1 đổi 1 trong 30 ngày đầu, dịch vụ 6 sao theo quy định của Apple.

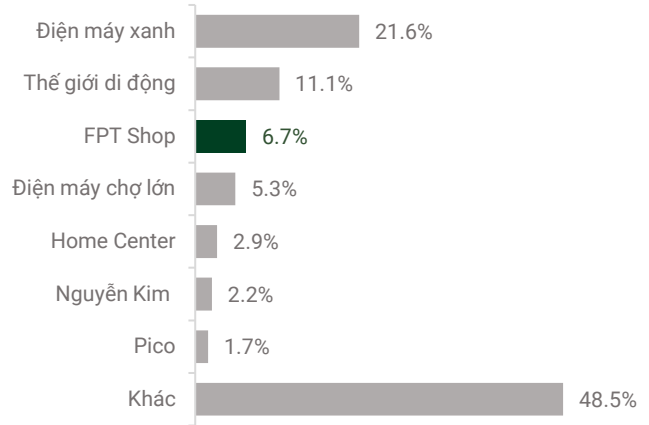
Hiện nay, công ty cũng đã có những nỗ lực dịch chuyển sang ngành hàng gia dụng nhằm tìm kiếm động lực mới trong bối cảnh ngành hàng ICT đang ngày càng bão hòa và chịu cạnh tranh ngày càng gay gắt, đặc biệt về giá. Tới cuối năm 2022, mảng hàng gia dụng đang đóng góp 2.5% tổng doanh thu FPT Shop với mức biên lãi gộp cao 20-25%. Một số ngành hàng điện máy gia dụng vẫn cho thấy tiềm năng thị trường đủ lớn với tỷ lệ thâm nhập (penetration rate) vẫn chưa hoàn toàn đạt mức 100%.

Số lượng cửa hàng | Doanh thu 1 cửa hàng  
Theo quý



Hình 4: FRT, PHS tổng hợp

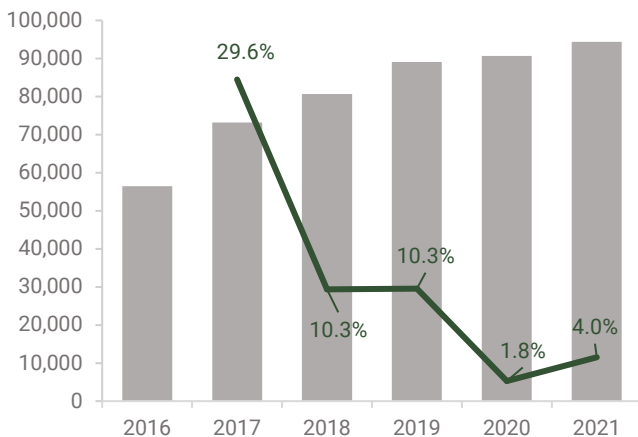
Thị phần bán lẻ điện máy năm 2022  
Tổng cộng bằng 100%



Hình 5: Euromonitor, PHS tổng hợp

Thị trường điện thoại đã bão hòa

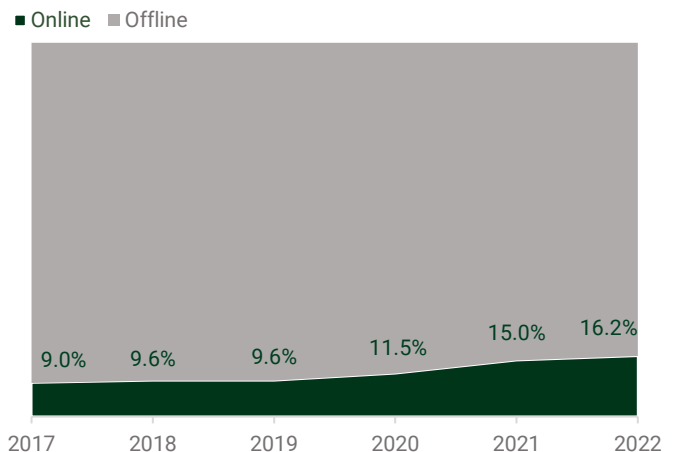
Doanh số smartphone (tỷ đồng) | Tăng trưởng YoY (%)



Hình 6: Euromonitor, PHS tổng hợp

Vai trò kênh online ngày càng quan trọng

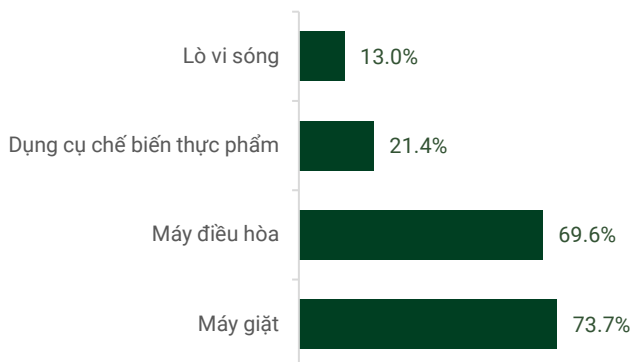
Tỷ trọng phân phối hàng điện máy lớn theo kênh



Hình 7: Euromonitor, PHS tổng hợp

Ngành điện gia dụng vẫn còn tiềm năng

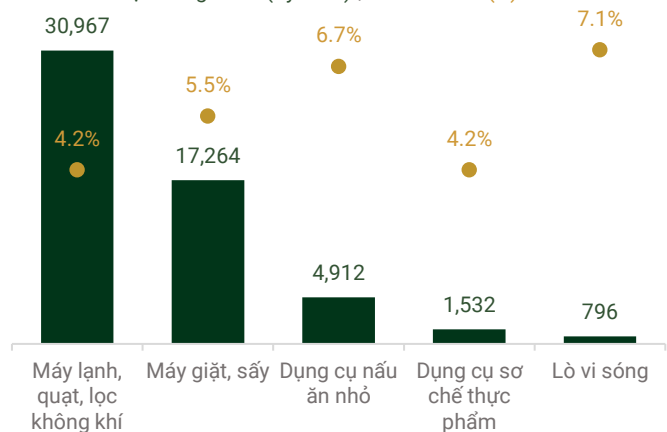
Penetration rate của các ngành hàng điện gia dụng



Hình 8: Euromonitor, PHS tổng hợp

Ngành điện gia dụng vẫn còn tiềm năng

Doanh số thị trường 2022 (Tỷ VND) | CAGR 23-27 (%)



Hình 9: Euromonitor, PHS tổng hợp

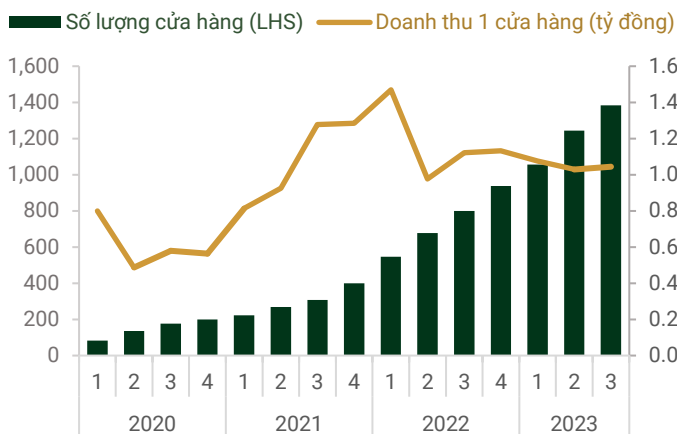
Vai trò của kênh online trong phân phối điện máy đang ngày càng gia tăng, tỷ lệ này đã tăng từ 9.0% năm 2017 lên đến 16.2% vào năm 2022. Điều này cũng tương đối hợp lý với xu hướng bán hàng đa kênh (Omnichannel) hiện tại khi khách hàng sẽ có xu hướng đến các cửa hàng để xem hàng trưng bày, nhận được sự tư vấn sau đó sẽ mua trên các nền tảng trực tuyến hoặc ngược lại. Đây cũng là một trong các lợi thế của FPT Shop khi có thể tận dụng được cơ sở vật chất hiện có, so với các đối thủ trên các nền tảng thương mại trực tuyến như Shopee, Lazada, Tiki, TikTok.

Theo ước tính của chúng tôi, FPT Shop hiện đang có mức tỷ suất lợi nhuận hoạt động (EBIT/doanh thu) đạt 2.0% vào cuối năm 2022 và vẫn đang là trụ cột về lợi nhuận chính của FRT (mặc dù đang giảm dần), chiếm lần lượt 96% và 89% tổng EBIT trong 2 năm 2021 và 2022.

### Long Châu:

Cho đến thời điểm hiện tại, Long Châu đã khẳng định vị thế hàng đầu trong mảng bán lẻ dược phẩm. Tính đến cuối quý 3 năm 2023, Long Châu đã mở tổng cộng 1,384 cửa hàng trở thành hệ thống bán lẻ thuốc có số cửa hàng lớn nhất tại Việt Nam. Doanh thu trung bình tháng trên 1 cửa hàng (SSS) Long Châu dao động khoảng từ 1 tỷ đến 1.1 tỷ đồng trong giai đoạn từ cuối tháng 6.2022 đến cuối quý 3 năm 2023. Chúng tôi cho rằng đây là một kết quả ấn tượng khi số lượng cửa hàng đã tăng gấp đôi trong giai đoạn này.

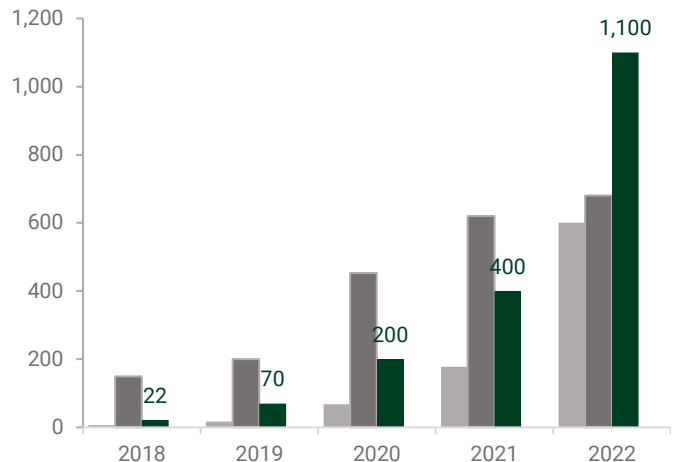
Số lượng cửa hàng | SSS tháng  
Theo quý



Hình 10: FRT, PHS ước tính

Long Châu đang dẫn đầu về số lượng

Số lượng cửa hàng An Khang, Pharmacy, Long Châu



Hình 11: Euromonitor, PHS tổng hợp

Tính đến cuối quý 3 năm 2023, doanh thu từ Long Châu đã chiếm 50.5% doanh thu của FRT. Theo ước tính của chúng tôi, Long Châu hiện đang có mức tỷ suất lợi nhuận hoạt động (EBIT/doanh thu) đạt 0.5% vào cuối năm 2022 và vẫn đang trong quá trình mở rộng, tối ưu hóa nên chưa đóng góp nhiều vào lợi nhuận của công ty FRT chiếm lần lượt 0.6% và 0.5% tổng EBIT trong 2 năm 2021 và 2022. Chi phí để mở mới 1 cửa hàng Long Châu dao động từ 600 triệu - 1 tỷ đồng cho 1 cửa hàng, trong đó chi phí mặt bằng chiếm 1/3, nhân công 1/3 và còn lại là chi phí khác. Tùy vào diện tích và chi phí thuê nhà ở từng khu vực, mà mức doanh thu đạt điểm hòa vốn ở cấp độ mỗi cửa hàng sẽ dao động khá lớn từ 500 - 2 tỷ đồng. Mỗi cửa hàng của Long Châu ước tính cần phải mất 6 tháng để bắt đầu có lãi.

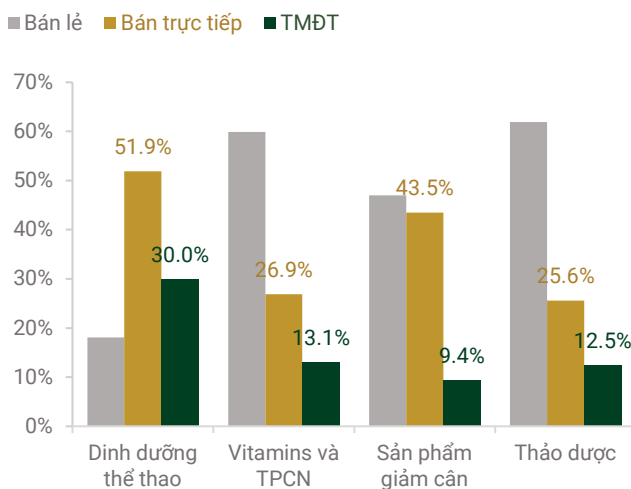
Theo quan sát của chúng tôi, Long Châu kể từ ngày đầu đã luôn theo đuổi mô hình của một nhà thuốc truyền thống. Đầu tiên về cách bài trí, diện tích mặt tiền của Long Châu từ khoảng 8m - 10m và thường có 2 mặt tiền trở lên, khá lớn so với các đối thủ của mình như An Khang hay Pharmacy. Chúng tôi thấy điều này khá hợp lý tại Việt Nam khi một nhà thuốc bề thế với mặt bằng rộng sẽ tạo vẻ uy tín và an tâm hơn bởi suy cho cùng thuốc là mặt hàng cần nhiều niềm tin. Hơn nữa việc theo đuổi mô hình cửa hàng với diện tích lớn cũng giúp Long Châu có danh mục thuốc đa dạng hơn, đủ để đáp ứng nhu cầu của khách hàng. Theo chúng tôi quan sát, Long Châu hiện đang có số lượng SKUs lớn nhất trong số các chuỗi nhà thuốc hiện đại và vượt trội so với các chuỗi nhà thuốc nhỏ (chỉ tầm 1,000 - 2,000 SKUs). Quầy thuốc của Long Châu cũng thường được thiết kế đóng và gần như chỉ có một lối đi để khách hàng có thể trực tiếp nhận tư vấn từ dược sĩ, trái ngược lại với các đối thủ thiết kế quầy mở với nhiều hàng lối đi dọc nhau để khách hàng có thể rảo quanh và chọn sản phẩm theo ý mình.

Sự khác biệt trong mô hình cũng được thể hiện trong cơ cấu sản phẩm của Long Châu. Chuỗi này dường như giống với mô hình nhà thuốc thông thường nhất khi họ tập trung nhiều vào các đơn thuốc kê toa và tỷ trọng thuốc chiếm khoảng 60% danh mục ngoài ra còn có các dụng cụ y tế, công cụ theo dõi huyết áp, đường huyết,....

FRT cũng đã tăng cường sự hiện diện của mình trên không gian trực tuyến với trang web và app bán hàng. Chúng tôi cho rằng việc phát triển kênh online sẽ là tương đối quan trọng bởi một trong các đối thủ cạnh tranh trực tiếp với FRT trong việc bán các sản phẩm có biên lợi nhuận gộp cao như thực phẩm chức năng, vitamins là các sàn thương mại điện tử (TMĐT) như Lazada, Shopee – những đối thủ đang cung cấp mức giá rất cạnh tranh và đã có những bước tiến trong việc củng cố niềm tin của khách hàng về xuất xứ hàng hóa thông qua các format như Lazada Mall hay Shopee Mall.

### Bán hàng trực tiếp, TMĐT có vai trò quan trọng khi bán thực phẩm chức năng

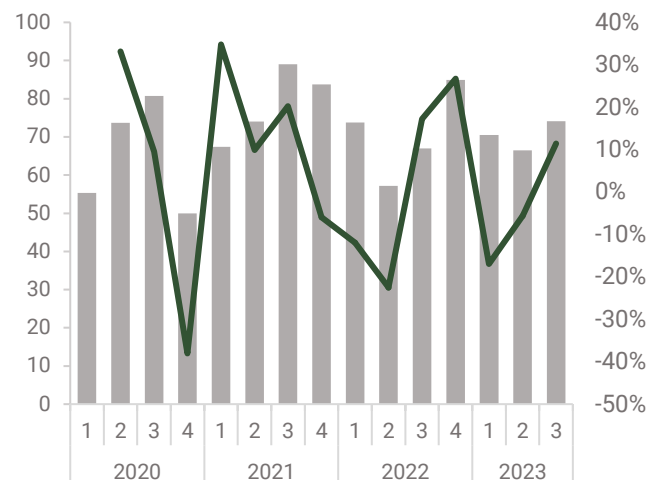
Tỷ trọng các kênh phân phối sản phẩm sức khỏe 2022



Hình 12: Euromonitor, PHS tổng hợp

### Kênh online của LC chưa ấn tượng

Doanh số online quý (tỷ đồng) | Tăng trưởng YoY (%)



Giá định doanh thu online của LC chiếm 5% tổng doanh thu online

Hình 13: FRT, PHS ước tính

Tính đến quý 3.2023, doanh thu online của công ty vẫn chưa có mức tăng trưởng thật sự ấn tượng. Công ty cũng đang hướng đến việc có thể tự sản xuất các nhãn hàng riêng để có thể cải thiện biên lợi nhuận gộp, một điểm khá đáng mong chờ.

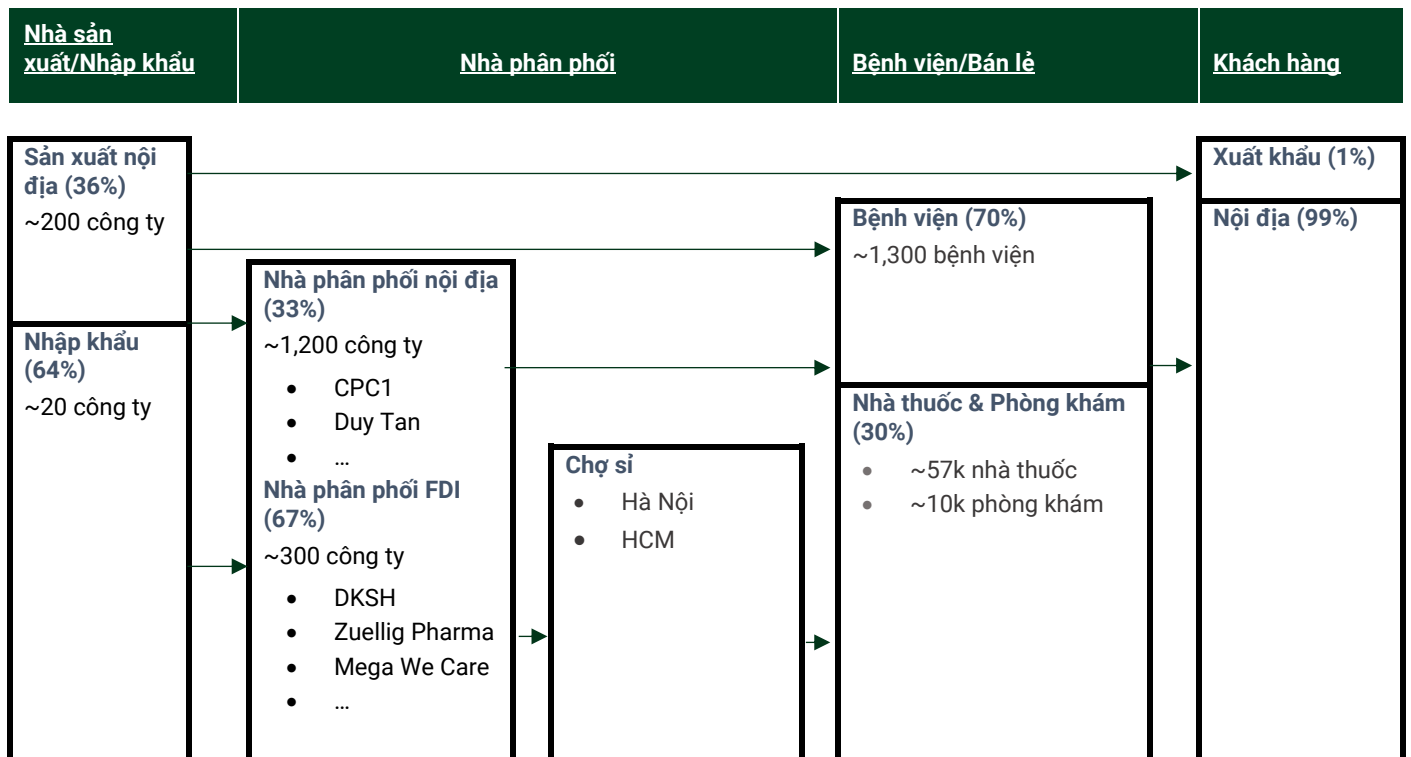
Bất ngờ nhất có lẽ là việc ra mắt 9 cơ sở tiêm chủng tại Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Theo Long Châu, tỷ lệ bao phủ Vaccine ở Việt Nam vào khoảng 4% dân số, trong khi nhiều nước khác trong khu vực là 15%-30%, vì vậy tiềm năng mảng trung tâm tiêm chủng này còn nhiều. Thị trường vắc xin giờ đây sẽ là chiếc kiềng ba chân với ba đối thủ lớn là VNVC, Nhi Đồng 315, Long Châu. Các trung tâm Vắc xin có thể là khởi đầu cho một tầm nhìn dài hạn hơn và lớn hơn về một hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe.

### Tổng quan ngành

- Thị trường phân phối dược phẩm hiện còn đang rất phân mảnh.
- Sự đi lên của nền kinh tế chung và thay đổi nhân khẩu học sẽ đem lại tiềm năng lớn cho mảng bán lẻ dược phẩm.
- Bán lẻ dược phẩm mới là một phần trong một thị trường lớn hơn – chăm sóc sức khỏe.

### Thị trường phân phối dược còn rất phân mảnh

Cũng giống như tại các nước đang phát triển, thị trường phân phối dược phẩm của Việt Nam vẫn còn rất phân mảnh. Có ít nhất 3 lớp phân phối với rất nhiều công ty tại từng phân đoạn. Điều này đã gây ra nhiều bất cập trong việc phân phối thuốc cả về chất lượng thuốc và kiểm soát giá cả.



Hình 14: Dream Incubator 05/2021, PHS tổng hợp

Hiện tại Việt Nam đang nhập khẩu 60% sản phẩm dược và 90% nguyên liệu sản xuất từ nước ngoài. Các công ty dược nước ngoài được phép mở chi nhánh và nhập khẩu trực tiếp sản phẩm của họ vào Việt Nam. Tuy nhiên, các công ty này bị cấm vận chuyển, làm dịch vụ lưu trữ thuốc và phân phối



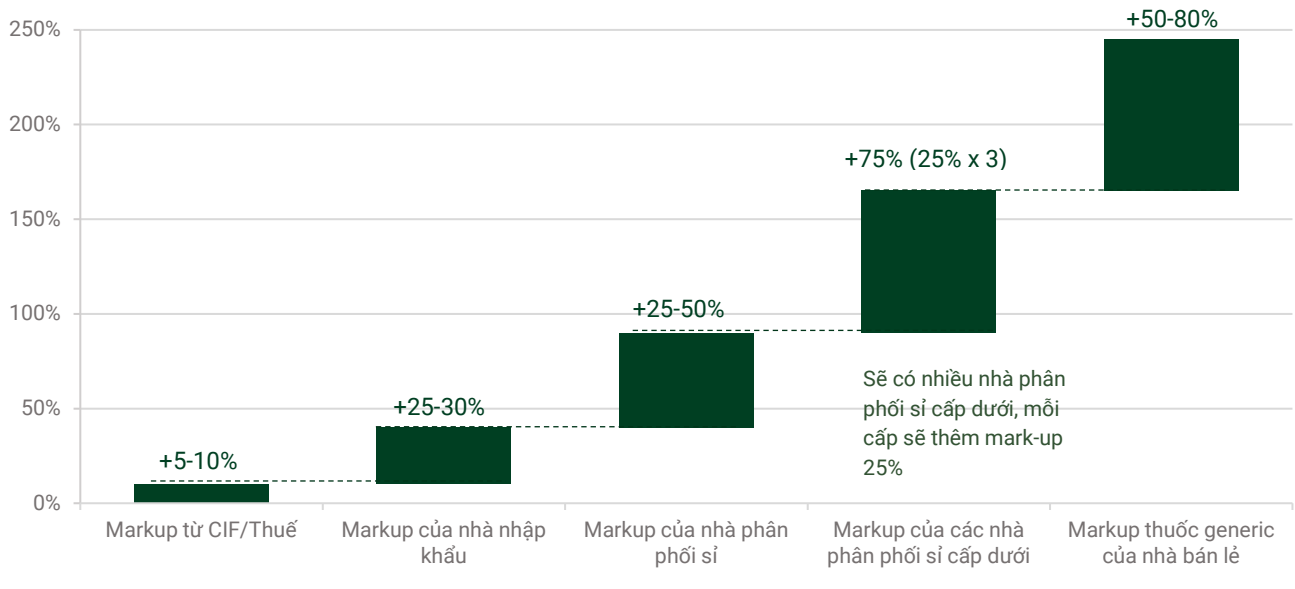
trực tiếp mà phải hợp tác phân phối thông qua một công ty phân phối trong nước (bao gồm cả công ty nội địa và nước ngoài) được cấp phép bởi Bộ Y tế. Tính đến năm 2021, thị trường bán lẻ của Việt Nam đã có đến 44,600 nhà thuốc nhưng chỉ có 1,600 trong số đó thuộc về các chuỗi nhà thuốc hiện đại, càng cho thấy rõ tính phân mảnh của thị trường.

Cục Quản lý Dược (DAV) trực thuộc Bộ Y tế sẽ chịu trách nhiệm điều tiết các sản phẩm dược. Theo hệ thống hiện tại, nhà nhập khẩu sẽ tính toán chi phí, phí bảo hiểm và giá cước vận chuyển và gửi bảng đề xuất giá bán sỉ và bán lẻ cho DAV. DAV sau đó sẽ quyết định xem giá có phù hợp trước khi cho phép phân phối. Tuy nhiên, quy trình này đã bị đánh giá là khá lỏng lẻo.

Hậu quả trực tiếp của một hệ thống phân phối phân mảnh là giá thuốc khi đến tay người tiêu dùng sẽ rất cao. Giá đến tay người tiêu dùng là kết hợp của giá nhà sản xuất và phần lợi nhuận cộng thêm (markup) của nhà nhập khẩu, nhà phân phối sỉ, nhà bán lẻ và các thuế phí có liên quan. Theo một cuộc khảo sát và phân tích của tổ chức phi lợi nhuận Health Action International, markups thuốc tại các nước không kiểm soát markups có thể chiếm đến 90% giá bán lẻ trong các trường hợp cực đoan, nhưng thông thường sẽ nằm ở mức 30-50%. Trong khi đó ở các thị trường có mức độ hợp nhất cao như Mỹ thì top 3 công ty phân phối chiếm 85-90% thị trường dược, markup trung bình chỉ có 3%. Tại Việt Nam, chi phí thuốc đến tay bệnh nhân sẽ bằng 47x lần giá tham chiếu quốc tế của các thương hiệu gốc và bằng 11 lần giá thuốc generic trong khu vực công.

## Thị trường phân mảnh đã khiến giá thuốc bị đội lên

Mark-ups trung bình của thuốc tại các thị trường mới nổi  
Ở mỗi khâu phân phối sau sản xuất dao động khoảng 10%-75%



Hình 15: IFC, PHS tổng hợp

Tính phân mảnh của thị trường cũng khiến chi phí logistics trở nên đắt đỏ và gây ra những khó khăn đối với các nhà thuốc nhỏ tại các vùng nông thôn, vùng hẻo lánh. Theo Dream Incubator, mặc dù có đến khoảng 1,500 nhà phân phối dược phẩm tại Việt Nam, không ai trong số đó có đủ danh mục thuốc cho một nhà thuốc. Trung bình, một nhà thuốc phải làm việc với ít nhất 5 nhà cung cấp để có đủ thuốc, điều này cũng làm chi phí giao hàng,

duy trì mối quan hệ tăng cao. Chưa kể, các nhà phân phối dược lớn cũng thường có quy định về đơn hàng tối thiểu, gây cản trở đến việc tiếp cận thuốc của các nhà thuốc nhỏ. Không còn lựa chọn nào khác, các nhà thuốc và phòng khám sẽ phải tìm đến các chợ sỉ để đặt mua.

Thuốc tại các chợ sỉ này thông thường có nguồn gốc không rõ ràng và có rủi ro thuốc giả khá cao. Theo một số dược sĩ ở chợ sỉ tại thành phố Hồ Chí Minh, không ai biết được chính xác nguồn thuốc mà chủ thuốc có được.

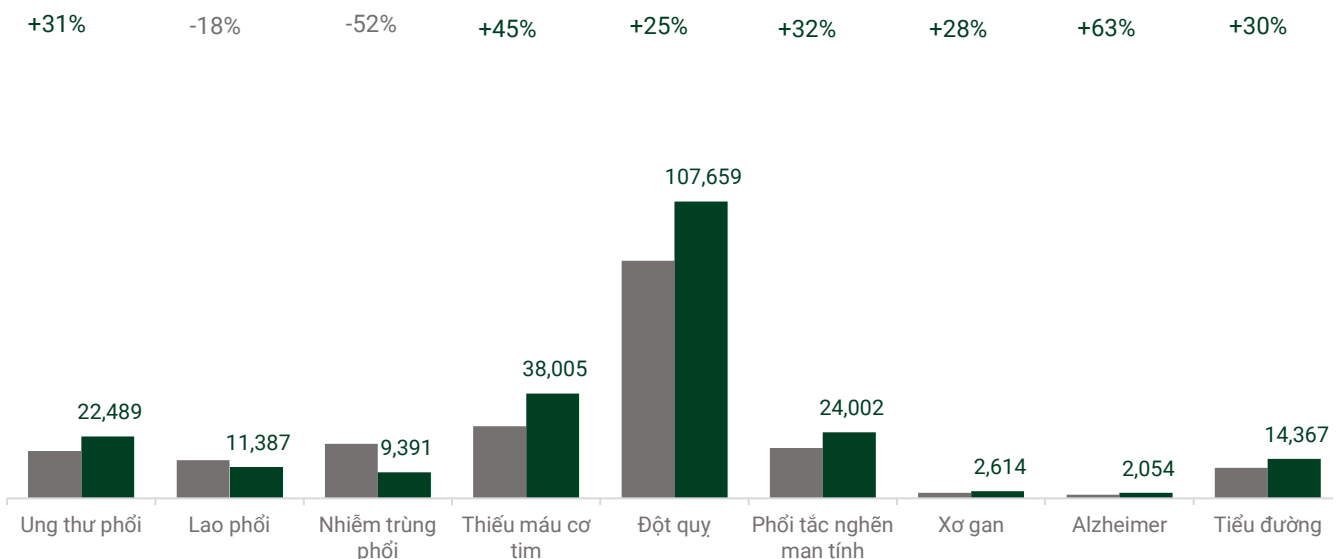
Tình trạng thuốc giả tràn lan cũng được thừa nhận bởi Bộ y tế là do quản lý lỏng lẻo. Việt Nam cũng có đường biên giới dài với các nước Lào, Campuchia và Trung Quốc – nơi thường xuyên diễn ra các hoạt động buôn bán, nhập lậu thuốc giả, không rõ nguồn gốc.

Tổ chức UQVIA Institute mới đây đã xếp hạng Việt Nam vào nhóm Pharmerging Market - Nhóm 17 nước có mức tăng trưởng ngành dược cao nhất thế giới. Doanh thu từ dược phẩm dự kiến đạt 7.51 tỷ USD vào năm 2025, chiếm 1.78% GDP và 32.2% chi tiêu cho chăm sóc sức khỏe, với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm CAGR trong giai đoạn 2020-2025 là 8%.

Theo một báo cáo của World Bank vào năm 2016, số lượng người từ 65 tuổi trở lên sẽ đạt 18.4 triệu người vào năm 2040, khiến Việt Nam trở thành một trong những quốc gia có tốc độ già hóa dân số nhanh nhất thế giới. Tại Việt Nam, bình quân một người từ 65 tuổi trở lên mắc ít nhất 3 bệnh, những người trên 80 tuổi mắc 6.9 bệnh. Chi phí khám chữa bệnh của người cao tuổi gấp 7-10 lần người trẻ. Dự báo chi phí cho y tế của Việt Nam sẽ đạt 23.3 tỷ USD vào năm 2025 và 33.8 tỷ USD vào năm 2030. Tổ chức Y tế thế giới (WHO) cũng ước tính rằng bệnh mãn tính chiếm đến **77%** nguyên nhân tử vong và tàn tật tại Việt Nam. Đây sẽ là các nguồn khách hàng tiềm năng và trung thành cho các dịch vụ chăm sóc sức khỏe thường xuyên, định kỳ.

## Các bệnh mãn tính đang trở thành nguyên nhân tử vong hàng đầu

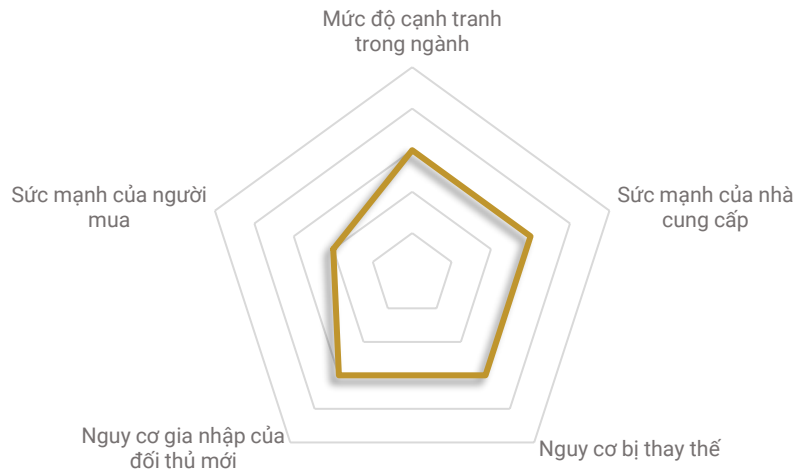
Các nguyên nhân tử vong hàng đầu trong năm 2019  
Số ca tử vong | % thay đổi từ năm 2009 - 2019



Hình 16: WHO, PHS tổng hợp

## Vị thế cạnh tranh ngành phân phối dược phẩm

### Mô hình 5 yếu tố cạnh tranh của Porter



**Mức độ cạnh tranh trong ngành – TRUNG BÌNH:** Hiện nay các đối thủ chính có khả năng cạnh tranh trực tiếp với Long Châu là các chuỗi nhà thuốc hiện đại khác như An Khang, Pharmacy, Trung Sơn,... và nhà thuốc tại Bệnh viện và phòng khám có liên kết với chương trình Bảo hiểm xã hội. Đối với các nhà thuốc nhỏ, đặc biệt các nhà thuốc ở nông thôn, việc hạn chế về danh mục thuốc cũng như chất lượng phục vụ, cạnh tranh giá thành như chúng tôi đã phân tích phía trên sẽ không phải là một đối thủ nặng ký nếu so với Long Châu.

Hiện tại kênh phân phối dược tại bệnh viện đang chiếm 42% vào năm 2021 (theo IQVIA), thuốc mua tại đây sẽ được Bảo hiểm y tế chi trả - một lợi thế rất lớn của kênh này. Tuy nhiên, Bảo hiểm y tế sẽ không chi trả toàn bộ mà chỉ chi trả cho các thuốc nằm trong danh mục được bảo hiểm (khoảng 650 loại thuốc). Tại Việt Nam, việc hoàn tiền thuốc ETC sẽ được dựa vào danh mục thuốc theo Bộ Y tế ban hành năm 2008. Về vấn đề thiếu thuốc và trang thiết bị y tế tại Việt Nam từ năm 2022, vào tháng 3 năm 2023, Bộ y tế Việt Nam đã ban hành quy định mới cho phép bệnh viện được thương lượng giá thuốc và thiết bị khi đấu thầu thay vì phải theo giá trần lập ra bởi chính phủ. Những động thái này sẽ giúp kênh bệnh viện tiếp cận thuốc và thiết bị chất lượng với giá tốt, và giảm giá thành khi mua số lượng lớn. Từ đó bệnh nhân có thể trông đợi vào giá điều trị thấp hơn và không còn phải lo tình trạng thiếu hụt trang thiết bị.

Trong khi đó, đối với các nhóm thực phẩm chức năng, thiết bị y tế có biên lợi nhuận cao, Long Châu còn gặp phải sự cạnh tranh trực tiếp từ các kênh bán hàng trực tuyến và nền tảng thương mại điện tử khi các nhóm này có nền tảng rất tốt và đang cố gắng tạo niềm tin nơi khách hàng đối với mặt hàng này.

**Sức mạnh của nhà cung cấp – TRUNG BÌNH:** Như chúng tôi đã phân tích, việc thị trường phân phối bán lẻ dược phẩm còn đang rất phân mảnh nên đã không tạo ra được sức mạnh thương lượng trước nhà cung cấp. Tuy nhiên đối với các chuỗi như Long Châu có thể tận dụng lợi thế quy mô của mình để gia tăng vị thế thương lượng đối với nhà cung cấp về danh mục sản phẩm, giá cả và thời gian thanh toán.

**Sức mạnh của người mua –THẤP:** Người tiêu dùng tại Việt Nam hiện tại vẫn chưa có những kiến thức cơ bản về các loại thuốc và thường sẽ tuân thủ theo lời tư vấn của dược sĩ, bác sĩ và chấp nhận mức giá đưa ra. Hiện nay, nhờ vào việc niêm yết giá thuốc rõ ràng và có nhiều lựa chọn hơn, người tiêu dùng tuy không thể đánh giá nhiều về chất lượng thuốc nhưng có thể có so sánh về giá cả tốt hơn trước khiến các chuỗi nhà thuốc phải lưu tâm hơn. Đặc biệt với việc danh mục thuốc đầy đủ sẽ đặc biệt hướng người bệnh đến với các địa điểm bán hàng của Long Châu tại các vùng ven, nông thôn.

**Nguy cơ gia nhập ngành của đối thủ mới – CAO:** Hiện tại phần lớn các nhà thuốc trên toàn quốc là các đơn vị nhỏ lẻ, tuy Long Châu đã có những bước tiến vượt bậc trong việc mở rộng số lượng cửa hàng, thị phần của ngành bán lẻ dược vẫn còn rất xa để đạt đến điểm bão hòa và khả năng một đối thủ tiềm năng với nguồn lực lớn nhảy vào để tranh giành miếng bánh là không hề nhỏ.

**Nguy cơ bị thay thế – TRUNG BÌNH:** Với những sự phát triển vũ bão gần đây của các kênh bán hàng trực tuyến và sự quen thuộc của người tiêu dùng với các nền tảng này chúng tôi cho rằng đây có thể sẽ là một kênh phân phối quan trọng. Hiện tại chúng tôi chưa thấy các quy định và luật cho phép, gợi mở khả năng về việc bán thuốc kê đơn tại Việt Nam tuy nhiên Trung Quốc vào ngày 1 tháng 12 năm 2022 cũng đã cho phép bán trực tuyến cả thuốc OTC và ETC nên không thể loại trừ khả năng này trong tương lai. Các chuỗi nhà thuốc lớn tại Mỹ trong thời gian vừa qua cũng đã phải đóng cửa các cửa hàng vật lý của mình trước sức ép từ các kênh bán hàng trực tuyến.

### Điểm nhấn tài chính

- Doanh thu trên 1 cửa hàng , 1 m<sup>2</sup> của Long Châu đang vượt trội so với các đối thủ.
- Công ty đã có những cải thiện về mặt quản lý hàng tồn kho và tối ưu hóa danh mục sản phẩm.
- Các chỉ số lợi nhuận của Long Châu hiện vẫn chưa cải thiện khi công ty vẫn đang trong giai đoạn mở rộng, chiếm thị phần.

### Doanh thu

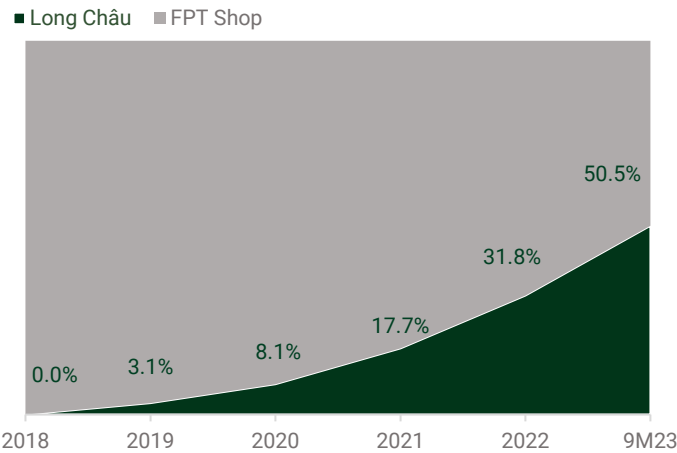
Doanh thu của FRT liên tục tăng trưởng trong giai đoạn từ 2018 đến 2022 với CAGR đạt 18.5% mỗi năm. Tăng trưởng chủ yếu đến từ sự mở rộng nhanh chóng của chuỗi Long Châu, cho đến nay chuỗi Long Châu đã chiếm đến 50.5% tổng doanh thu của công ty.

Doanh thu trên 1 cửa hàng của Long Châu theo ước tính của chúng tôi hiện đang đạt khoảng 1 tỷ đồng/cửa hàng (16.1 triệu đồng/m<sup>2</sup>) vào thời điểm cuối quý 3 năm 2023, trong khi đó con số này cho An Khang và Pharmacy lần lượt là 420 triệu đồng (10.5 triệu đồng/m<sup>2</sup>) và 400-500 triệu đồng (11.3 triệu đồng/m<sup>2</sup>). Doanh thu trên mỗi cửa hàng của Long Châu vẫn được duy trì tương đối ổn định mặc dù số lượng cửa hàng tăng trưởng vượt kế hoạch, điều này cho thấy mức tăng trưởng doanh thu của các cửa hàng cũ đã quân bình cho doanh số còn thấp của các cửa hàng mới.

Chúng tôi dự phóng FPT Shop sẽ mở mới 40 cửa hàng trong năm 2024 với mức tăng trưởng doanh thu cửa hàng (SSSG) đạt 20.0% do mức nền thấp của năm 2023. Trong khi đó Long Châu sẽ tiếp tục mở rộng với 400 cửa hàng trong năm sau với mức SSSG đạt 1.0%.

### Doanh thu LC chiếm % ngày càng lớn

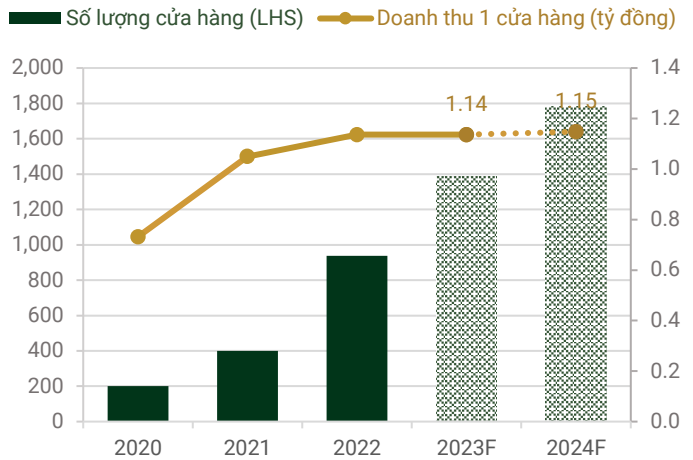
Tỷ trọng doanh thu theo các mảng kinh doanh



Hình 17: FRT, PHS tổng hợp

### Số lượng cửa hàng LC | SSS tháng

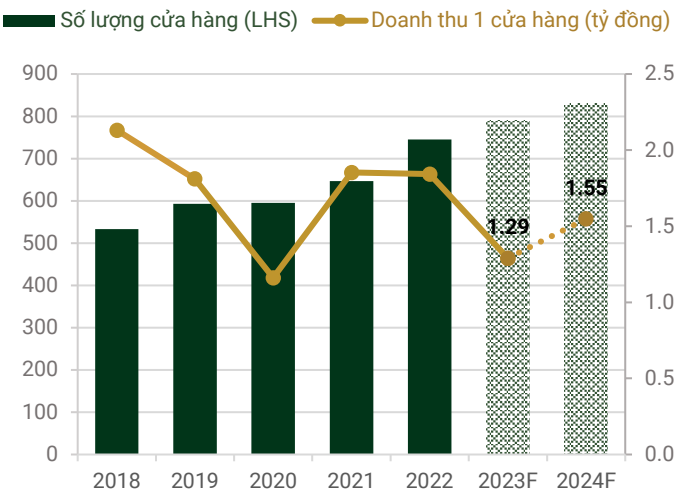
Số liệu tổng hợp và dự phóng



Hình 18: FRT, PHS dự phóng và tổng hợp

### Số lượng cửa hàng FPT Shop | SSS tháng

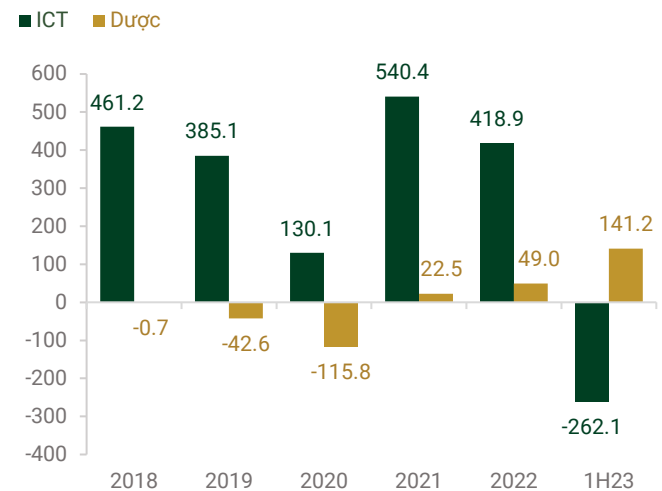
Số liệu tổng hợp và dự phóng



Hình 19: FRT, PHS tổng hợp

### FPT Shop vẫn đóng góp phần lớn lợi nhuận

EBIT (tỷ đồng)



Hình 20: FRT, PHS tổng hợp

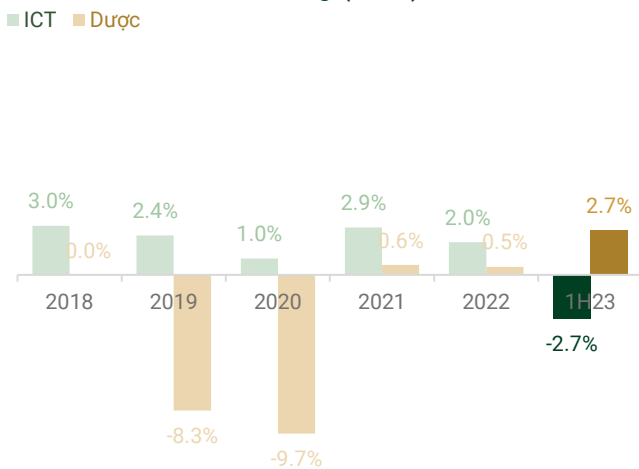
### Biên lợi nhuận hoạt động (EBIT)

Cho đến thời điểm hiện tại, biên EBIT của FRT vẫn chưa cho thấy sự cải thiện khi đạt 1.8% vào cuối năm 2022 so với 3.0% vào cuối năm 2018. Điều này có thể giải thích bằng việc Long Châu đang trong quá trình mở rộng nhằm chiếm lĩnh thị phần, tiếp cận người tiêu dùng và vẫn chưa đạt đến đủ mức độ trưởng thành để tiến đến việc tối ưu hóa chi phí. Hiện tại phần lớn lợi nhuận hoạt động của FRT vẫn đang đến từ mảng bán lẻ ICT khi chuỗi FPT shop vẫn đang chiếm đến 88.9% EBIT trong năm 2022 (giảm từ mức 95.8% của năm 2021).

Long Châu đã đạt mức tỷ suất EBIT dương vào cuối năm 2021 (0.6%) và duy trì còn 0.5% vào năm 2022, thời điểm khá ấn tượng khi chúng ta cân

nhắc đến tốc độ mở mới cửa hàng của chuỗi. Tính đến 1H2023, tỷ suất EBIT của mảng ICT đạt -2.7% do các chính sách kích cầu bảo vệ thị phần tuy nhiên tỷ suất EBIT của Long Châu lại tăng vọt đến 2.7%. Chúng tôi cho rằng mức tỷ suất sinh lợi này nhiều khả năng sẽ là “ngoại lệ” và sẽ khó duy trì trong các quý sắp tới bởi Long Châu vẫn sẽ cố gắng định vị là một thương hiệu cung cấp các sản phẩm có giá cả phải chăng nhằm củng cố lòng trung thành của khách hàng trước khi có những cân nhắc về mặt lợi nhuận. Hơn nữa chúng tôi thấy đây vẫn chưa phải là giai đoạn tối ưu hóa chi phí của Long Châu khi tính đến tỷ trọng các chuỗi nhà thuốc hiện đại trong tổng số nhà thuốc tại Việt Nam vẫn nhỏ hơn 10%. Tỷ trọng chi phí SG&A/doanh thu trong năm 2024 theo dự phóng của chúng tôi có thể đạt 14.6%.

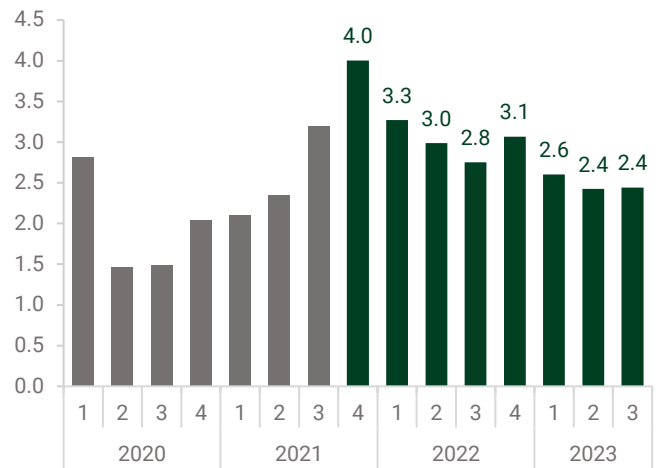
### Biên lợi nhuận hoạt động (EBIT)



Hình 21: FRT, PHS ước tính và tổng hợp

### Hàng tồn kho trên cửa hàng giảm dần

Hàng tồn kho trên 1 cửa hàng Long Châu (tỷ đồng)



Hình 22: FRT, PHS ước tính và tổng hợp

### Cơ cấu nguồn vốn và hiệu quả hoạt động

Hiện tại cấu trúc nguồn vốn của FRT sử dụng tương đối nhiều nợ vay khi tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu đang đạt 3.14 lần vào cuối quý 3 năm 2023, cao hơn so với mức trung bình 5 năm (2018-2023) là 2.7 lần, trong đó tất cả là nợ vay ngắn hạn dùng để tài trợ vốn lưu động. Dễ dàng nhìn thấy các thời điểm tăng vốn của công ty trùng với các thời điểm tăng mạnh số lượng cửa hàng, nên không loại trừ khả năng công ty sẽ tăng vốn trong thời gian tới.

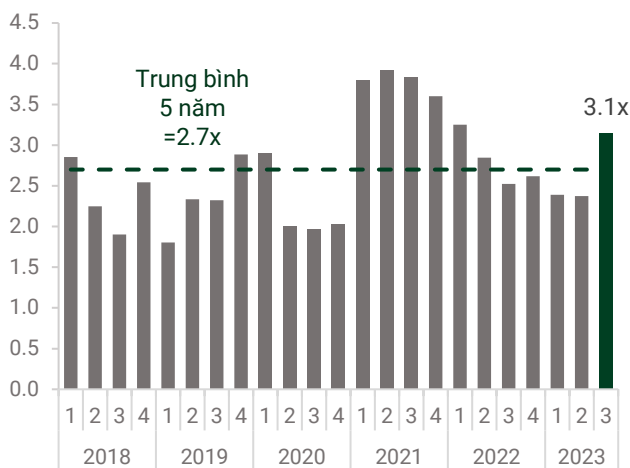
Các tỷ lệ thanh khoản hiện tại không cho thấy dấu hiệu tích cực khi tỷ số thanh khoản hiện thời giảm từ mức 1.2 lần (2018) xuống còn 1.12 lần (2022) và đặc biệt tỷ số thanh toán nhanh chỉ đạt 0.28 lần vào cuối quý 3 năm 2023.

Dòng tiền hoạt động của công ty hiện tại vẫn đang âm do phải đầu tư nhiều vào hàng tồn kho trong giai đoạn mở rộng. Tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản đã tăng từ mức 46.8% vào cuối năm 2018 lên đến 62.2% vào cuối 3Q23, số ngày tồn kho trung bình cũng đã tăng mạnh lên mức 87.5 ngày, tương đương với mức cao nhất trong vòng 5 năm. Tuy nhiên mức tồn kho trên 1 cửa hàng lại liên tục giảm kể từ mức đỉnh của cuối năm 2021 (4 tỷ đồng/cửa hàng) về còn 2.44 tỷ đồng/cửa hàng vào cuối quý 3 năm 2023, điều này cho thấy những tiến bộ nhất định trong việc quản lý hàng tồn kho và tối ưu hóa danh mục sản phẩm trong thời gian qua của chuỗi.

Những sự tích cực về hoạt động mở rộng kinh doanh trong thời gian qua vẫn chưa phản ánh về mặt lợi nhuận khi nhìn vào các chỉ số sinh lợi. ROE của FRT vào năm 2022 đạt 21.4%, một mức tương đối cao so với ngành, tuy nhiên chủ yếu đến từ mức đòn bẩy cao của FRT hơn là từ tỷ suất sinh lợi ròng – số nhân vốn chủ sở hữu đạt 5.21 vào năm 2022. ROIC theo ước tính của chúng tôi hiện chỉ đạt 3.7% vào cuối năm 2022, thấp hơn rất nhiều so với chi phí WACC ước tính, cho thấy hiệu quả sử dụng vốn chưa cao.

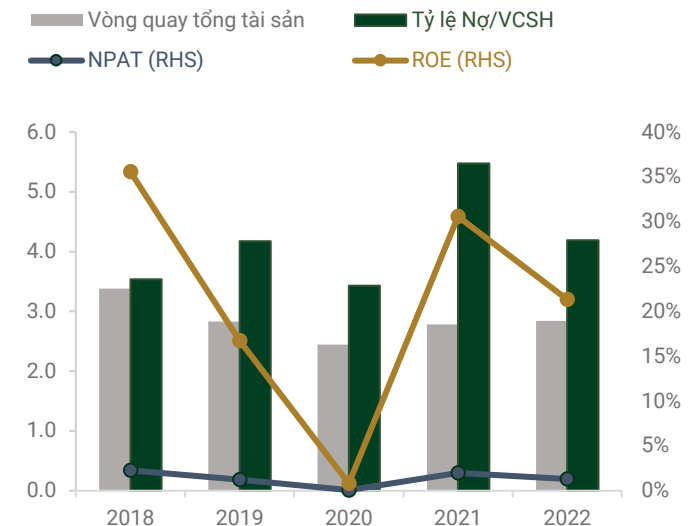
### Tỷ lệ nợ của FRT vẫn còn cao

Tỷ số D/E (x)



Hình 23: FRT, PHS ước tính và tổng hợp

### Phân tích dupont



Hình 24: FRT, PHS ước tính và tổng hợp

## Luận điểm đầu tư

- Thành công trong việc mở rộng cửa hàng sẽ tạo ra lợi thế về quy mô trong mảng bán lẻ dược phẩm.
- Công ty sở hữu nhiều lợi thế để tiến vào mảng chăm sóc sức khỏe.

### Lợi thế về quy mô

Như chúng tôi đã phân tích, thị trường phân phối dược nói chung và khâu bán lẻ nói riêng tại Việt Nam hiện đang rất phân mảnh khi số lượng cửa hàng nhà thuốc hiện đại chỉ mới chiếm chưa đến 10%. Điều này đồng nghĩa các nhà thuốc nhỏ lẻ hiện tại đang gặp khó khăn rất nhiều trong việc thương lượng giá và có được một danh mục thuốc đầy đủ. Việc “bành trướng” về số lượng cũng như thị phần của các chuỗi bán lẻ dược phẩm hiện đại sẽ đem lại lợi thế về quy mô, từ đó sẽ mang lại vị thế đàm phán cao hơn về mặt giá cả, tăng thời gian chiếm dụng vốn của nhà cung cấp và có một danh mục thuốc hoàn chỉnh, đáp ứng được nhu cầu của khách hàng. Cộng với việc ra mắt các nhãn hàng riêng sẽ dẫn đến kết quả cuối cùng sẽ là những sự cải thiện trong hiệu suất kinh doanh. Và trong cuộc đua này, không khó để thấy Long Châu đang là người dẫn đầu.

Công ty cũng đã nhận ra điều này và đã có những dự án đầu tư tài sản cố định nhằm tăng thêm lợi thế về quy mô. Quyết định mua công ty con là Công ty Cổ phần Hữu nghị Việt Hàn nhằm phục vụ cho việc đầu tư xây dựng, hoàn thiện và mở rộng hệ thống phân phối hàng hóa cho các chuỗi cửa hàng của FRT góp phần cải thiện hoạt động logistics. Công ty hiện đang có một kho tổng hiện đặt tại thị trấn Quang Minh, huyện Mê Linh, Hà Nội, với quy mô

4,000 m<sup>2</sup>; tổng diện tích xây dựng đạt 8,000 m<sup>2</sup>. Tại miền Nam, công ty đang đầu tư vào kho tại Long An, với lô đất khoảng 35,000 m<sup>2</sup>, trong giai đoạn đầu sẽ xây dựng khoảng hơn 10,000 m<sup>2</sup> đất với 28,000 m<sup>2</sup> sàn xây dựng. Nguồn vốn cho dự án khoảng 10 triệu USD, dự kiến sẽ hoàn thành xây dựng vào tháng 7/2023, đưa vào hoạt động và triển khai các thủ tục cấp phép hoạt động đối với kho dược. Khi doanh thu và lưu lượng hàng hóa chảy qua các tổng kho này càng nhiều sẽ khiến các chi phí quản lý chung được phân bổ một cách dần trải trên 1 cửa hàng, góp phần giảm tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu, cải thiện biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

### **Nhiều lợi thế trong hệ sinh thái hiện có**

Khi nhìn vào lịch sử của các chuỗi cung cấp dược phẩm ở các nước trên thế giới như CVS Health Corporation (Mỹ), Walgreens (Mỹ), Apollo Pharmacy (Ấn Độ), chúng tôi nhận thấy qua thời gian các chuỗi này sẽ mở rộng sang các hệ thống chăm sóc sức khỏe, cung cấp các dịch vụ như tiêm chủng, cai nghiện thuốc lá, theo dõi đường huyết, cholesterol, chăm sóc bệnh mãn tính, sàng lọc và xét nghiệm. Long Châu cũng đã bước đầu cho thấy những ý định muốn thâm nhập vào một thị trường lớn hơn nhiều so với mảng phân phối dược khi chính thức bước chân vào mảng tiêm chủng dịch vụ. Các dịch vụ như: “Thu cũ đổi mới bút tiêm tiểu đường”, “Thu cũ đổi mới xịt hen suyễn” là một cách để Long Châu tiếp cận đến gần hơn với nhóm bệnh nhân mắc bệnh mãn tính – tệp khách hàng tiềm năng và trung thành cho dịch vụ chăm sóc sức khỏe. Tuy nhiên, chúng tôi hiện tại vẫn chưa đưa các kết quả của mảng vắc xin vào trong dự phóng của mình do chưa đủ thông tin và thời điểm hiện tại là quá sớm để đánh giá.

Để nói về lợi thế, Long Châu với hệ thống phân phối dược phẩm của mình và cơ sở thông tin về khách hàng hiện có sẽ mang lại một tệp khách hàng tiềm năng và thuận tiện hơn trong việc chuyển đổi sang sử dụng các dịch vụ khác. Hơn nữa những hỗ trợ về mặt công nghệ và kinh nghiệm liên quan đến hệ thống chăm sóc sức khỏe của tập đoàn FPT cũng mang lại những thế mạnh không nhỏ nếu công ty muốn tiến sâu hơn vào mảng này. FPT đã tham gia vào việc xây dựng hệ thống hồ sơ sức khỏe điện tử e.Hospitals nhằm thực hiện mục tiêu số hóa dữ liệu y tế của chính phủ trong đó nhắm đến năm 2025 95% dân số sẽ có hồ sơ sức khỏe điện tử. Thông qua ứng dụng này bác sĩ có thể theo dõi sức khỏe của bệnh nhân từ xa và nhận được sự hỗ trợ từ các trợ lý ảo chatbots. Ứng dụng cũng giúp giảm thời gian đăng ký của bệnh nhân. Tại Bệnh viện Bạch Mai Hà Nội, nhờ vào ứng dụng FPT. eHospital đã giúp lượng thăm khám hàng ngày trung bình lên đến 9,000 bệnh nhân, tăng khoảng 20% so với năm trước đó. Ví dụ trên đã cho thấy những tiềm lực về công nghệ, kinh nghiệm trong việc xây dựng hệ thống của trung tâm chăm sóc sức khỏe và thậm chí là cơ sở dữ liệu bệnh nhân liên quan sẽ giúp ích rất nhiều cho tham vọng của Long Châu.



## Định giá

Sử dụng phương pháp DCF và SOTP, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 117,700 VND/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị là MUA với mức tăng giá tiềm năng là 14.0%. Định giá của chúng tôi chưa tính đến tiềm năng từ thị trường chăm sóc sức khỏe. Định giá của chúng tôi đã phản ánh con số ước tính dựa trên kịch bản cơ sở trong giai đoạn 5 năm tiếp theo.

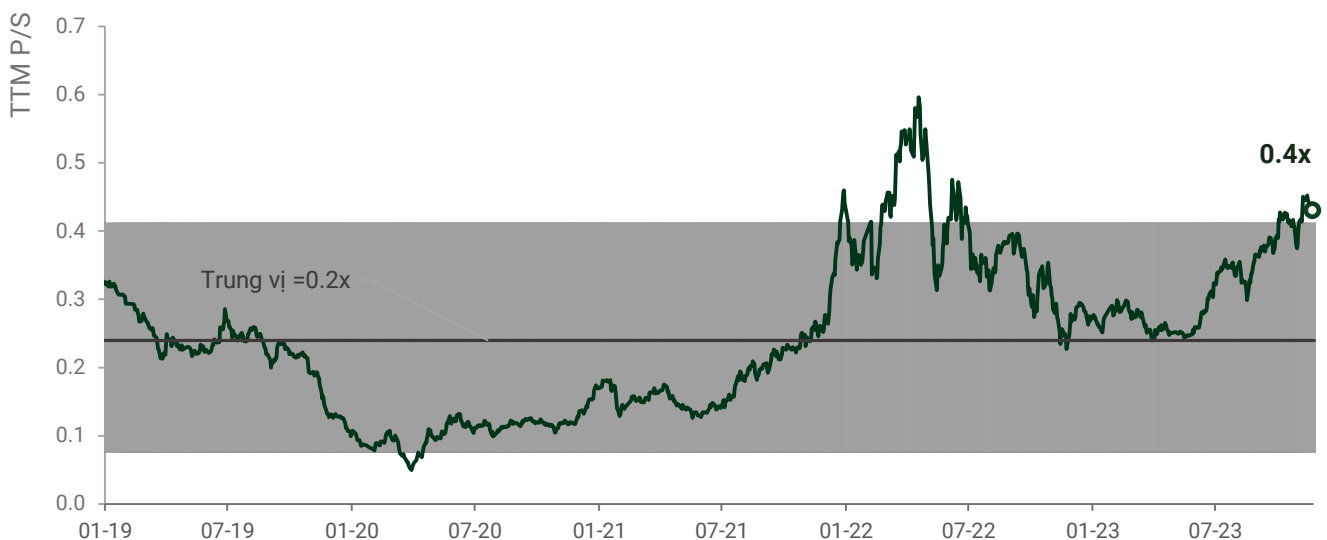
Phương pháp	Tỷ số lựa chọn	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
DCF	NA	127,403	50%
SOTP	NA	107,933	50%
<b>Giá trị hợp lý</b>			<b>117,700</b>

### Bảng: Định giá bằng SOTP

Đơn vị: tỷ VND (ngoại trừ Giá trị hợp lý)

Mảng	P/S mục tiêu (x)	Doanh thu dự phóng 2024	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị doanh nghiệp (EV)
ICT	0.40	21,020	100.0%	8,408
Dược phẩm	0.60	22,965	84.6%	11,657
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp (TEV)</b>				<b>20,065</b>
Cộng: Tiền				1,012
Trừ: Nợ vay ngắn & dài hạn				(6,372)
<b>Tổng giá trị cổ phần (triệu đồng)</b>				<b>14,705</b>
Số cổ phiếu đang lưu hành				136,243,454
<b>Giá trị hợp lý (VND)</b>				<b>107,933</b>

### LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ FRT



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

**Bảng: Dự phóng dòng tiền (FCFF) từ năm 2023 đến năm 2027**

Năm tài chính	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận ròng	(132)	305	1,138	1,649	2,529
Cộng: Chi phí không bằng tiền	47	23	49	55	64
Trừ: Tăng/giảm Vốn lưu động ròng	(490)	(539)	(623)	(360)	(56)
Trừ: Mua sắm TSCĐ	(103)	(205)	(115)	(143)	(147)
Cộng: Chi phí lãi vay sau thuế	254	318	399	466	501
<b>FCFF</b>	<b>(424)</b>	<b>(99)</b>	<b>847</b>	<b>1,668</b>	<b>2,891</b>

Nguồn: PHS

**Bảng: Định giá bằng DCF**

Tỷ VND (ngoại trừ Giá trị hợp lý)

Beta điều chỉnh	1.2
Risk-Free Rate (Rf) (Lãi suất phi rủi ro)	3.0%
Equity Risk Premium (Phần bù rủi ro cổ phần)	9.8%
<b>Chi phí sử dụng vốn cổ phần</b>	<b>14.3%</b>
Chi phí sử dụng vốn vay (trước thuế)	4.1%
Thuế suất	20.0%
<b>Chi phí sử dụng vốn vay (sau thuế)</b>	<b>3.2%</b>
E/V	68.8%
D/V	31.2%
<b>WACC</b>	<b>10.8%</b>
Giá trị hiện tại của giá trị đầu cuối (terminal value) (g=1.5%)	19,536
Giá trị hiện tại của dòng tiền (FCFF)	3,223
Cộng: Tiền	1,012
Trừ: Nợ vay ngắn & dài hạn	(6,372)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(41)
<b>Tổng giá trị cổ phần (triệu đồng)</b>	<b>17,358</b>
Số cổ phiếu đang lưu hành	136,243,454
<b>Giá trị hợp lý</b>	<b>127,403</b>

## Rủ ro

### Rủ ro cạnh tranh

Như chúng tôi đã phân tích, hiện tại các chuỗi bán lẻ dược vẫn chịu áp lực cạnh tranh từ kênh bệnh viện, phòng khám và kênh online. Với những hướng dẫn để tháo gỡ khó khăn trong tình trạng đấu thầu thuốc và trang thiết bị gần đây tại bệnh viện, chúng tôi cho rằng cạnh tranh giữa các kênh sẽ lớn hơn trong thời gian tới. Trong khi đó, đối với các nhóm thực phẩm chức năng, thiết bị y tế có biên lợi nhuận cao, Long Châu còn gặp phải sự cạnh tranh trực tiếp từ các kênh bán hàng trực tuyến và nền tảng thương mại điện tử khi các nhóm này có nền tảng rất tốt và đang cố gắng tạo niềm tin nơi khách hàng đối với mặt hàng này.

### Rủ ro trách nhiệm

Thói quen của người Việt Nam hiện nay là sẽ không thông qua thăm khám với bác sĩ có chuyên môn mà sẽ đến trực tiếp các nhà thuốc và nhờ nhân viên bán hàng tư vấn. Chính vì đặc thù này mà tuyển dụng nhân sự bán hàng cho các cửa hàng Long Châu sẽ không đơn giản như chuỗi FPT Shop. Theo thống kê và đánh giá mới nhất từ Bộ Y tế, từ năm 2017 đến nay, nước ta vẫn luôn xảy ra tình trạng khan hiếm nhân lực Ngành Y Dược. Vô hình trung, điều này đã tạo ra thêm một cuộc cạnh tranh về nguồn nhân lực được đào tạo bài bản giữa các chuỗi bán lẻ dược phẩm. Theo chúng tôi quan sát, đã và đang có sự cạnh tranh về mặt nhân sự giữa các bên. Việc mở rộng chuỗi cửa hàng với tốc độ nhanh như hiện tại sẽ mang đến những rủi ro tiềm tàng về chất lượng dịch vụ và không loại trừ xảy ra những sai sót trong việc tư vấn thuốc.

## Báo cáo tài chính

### Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần	16,634	14,661	22,495	30,166	33,725	43,985
Giá vốn hàng bán	(14,523)	(12,620)	(19,343)	(25,463)	(28,688)	(37,015)
Lợi nhuận gộp	2,111	2,041	3,152	4,703	5,036	6,970
Chi phí bán hàng	(1,419)	(1,566)	(2,071)	(3,259)	(4,066)	(5,308)
Chi phí QLDN	(349)	(398)	(586)	(887)	(992)	(1,145)
Lợi nhuận từ HĐKD	343	77	495	557	(22)	517
Lợi nhuận tài chính	78	71	198	174	194	298
Chi phí lãi vay	(148)	(134)	(146)	(256)	(337)	(433)
Lợi nhuận trước thuế	278	28	554	486	(165)	381
Lợi nhuận sau thuế	204	10	444	398	(132)	305
LNST của cổ đông Công ty mẹ	213	25	444	390	(132)	305
Cân đối kế toán	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>6,173</b>	<b>4,960</b>	<b>10,222</b>	<b>9,422</b>	<b>10,379</b>	<b>15,174</b>
Tiền và tương đương tiền	870	702	1,105	746	1,148	2,956
Đầu tư tài chính ngắn hạn	495	788	1,821	1,119	1,012	1,539
Phải thu ngắn hạn	260	115	73	82	92	120
Hàng tồn kho	3,384	1,827	4,930	6,521	7,104	9,195
Tài sản ngắn hạn khác	1,165	1,529	2,293	954	1,024	1,364
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>421</b>	<b>428</b>	<b>564</b>	<b>1,042</b>	<b>1,100</b>	<b>1,521</b>
Phải thu dài hạn	105	116	137	170	219	288
Tài sản cố định	49	51	172	256	339	514
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	-	-	0	2	2	2
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	267	261	255	615	540	717
Lợi thế thương mại	0	0	0	0	0	0
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>6,594</b>	<b>5,388</b>	<b>10,786</b>	<b>10,464</b>	<b>11,480</b>	<b>16,695</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>5,314</b>	<b>4,162</b>	<b>9,107</b>	<b>8,415</b>	<b>9,617</b>	<b>14,673</b>
Nợ ngắn hạn	5,308	4,162	9,107	8,415	9,617	14,673
Nợ dài hạn	6	-	0	0	-	-
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1,279</b>	<b>1,225</b>	<b>1,679</b>	<b>2,049</b>	<b>1,862</b>	<b>2,022</b>
Vốn góp	790	790	790	1,185	1,362	1,849
Lợi ích cổ đông thiểu số	6	11	17	41	41	41
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>6,594</b>	<b>5,388</b>	<b>10,786</b>	<b>10,464</b>	<b>11,480</b>	<b>16,695</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	(108)	1,518	(1,474)	(1,933)	(769)	(509)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(647)	(396)	(1,686)	2,285	224	(681)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	676	(1,273)	3,564	(712)	947	2,998
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(79)	(151)	404	(360)	402	1,808
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	948	852	702	1,105	746	1,148
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	870	701	1,105	746	1,148	2,956
Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Tăng trưởng						
Doanh thu	8.7%	-11.9%	53.4%	34.1%	11.8%	30.4%
Lợi nhuận sau thuế	-41.4%	-95.0%	4244.8%	-10.3%	-133.1%	-331.5%
Tổng tài sản	27.6%	-18.3%	100.2%	-3.0%	9.7%	45.4%
Tổng vốn chủ sở hữu	10.4%	-4.2%	37.1%	22.0%	-9.1%	8.6%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	12.7%	13.9%	14.0%	15.6%	14.9%	15.8%
Tỷ suất EBIT	2.1%	0.5%	2.2%	1.8%	-0.1%	1.2%
Tỷ suất lãi ròng	1.2%	0.1%	2.0%	1.3%	-0.4%	0.7%
ROA	3.1%	0.2%	4.1%	3.8%	-1.1%	1.8%
ROE	16.7%	0.8%	30.6%	21.4%	-6.7%	15.7%
Hiệu quả hoạt động						
Số ngày phải thu	6.4	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2
Số ngày tồn kho	84.3	52.9	92.6	92.8	90.0	90.0
Số ngày phải trả	30.1	40.7	28.4	30.4	28.8	25.2
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.5	0.8	0.6	0.3	0.3	0.4
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	4.2	3.4	5.4	4.1	5.2	7.3
Vay ngắn hạn/VCSH	2.9	2.0	3.6	2.6	3.4	4.7
Vay dài hạn/VCSH	-	-	-	-	-	-

Nguồn: PHS tổng hợp

## Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Minh Trí, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trừ trách nhiệm

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,  
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

### PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,  
107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7,  
Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

### Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby  
81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

### Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,  
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận  
3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

### Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,  
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân  
Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

### Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,  
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,  
Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

### Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,  
Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận  
Hai Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,  
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải  
Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801