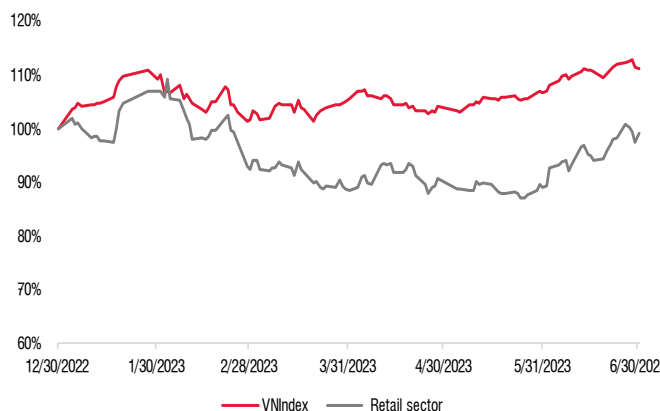


# Lợi nhuận của các doanh nghiệp bán lẻ có thể đã tạo đáy trong nửa đầu năm 2023

## Tóm tắt

- **Tính đến nửa đầu năm 2023, VN Index đã tăng 11,2%, trong khi các cổ phiếu bán lẻ giảm -1,3%.** Giá cổ phiếu trong ngành bán lẻ diễn biến kém tích cực hơn do lợi nhuận suy giảm trong nửa đầu năm 2023.
- **Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của hầu hết các doanh nghiệp bán lẻ có thể đã chạm đáy trong nửa đầu năm 2023 xét về giá trị tuyệt đối và các doanh nghiệp bán lẻ đang trên đà phục hồi.** Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp bán lẻ sẽ tích cực trở lại từ Q4/2023 đến năm 2024. Sự phục hồi lợi nhuận có thể được thúc đẩy nhờ (1) đẩy mạnh giải ngân các khoản vay tiêu dùng, (2) điều kiện kinh tế vĩ mô cải thiện, (3) các công ty có tình hình tài chính vững mạnh tăng thêm thị phần và (4) tỷ suất lợi nhuận cải thiện nhờ mức tồn kho thấp hơn sau đợt cạnh tranh gay gắt về giá trong Q2/2023.
- **Nâng khuyến nghị lên KHẢ QUAN:** Mặc dù lợi nhuận của các công ty vẫn có thể giảm so với cùng kỳ trong Q3/2023, nhưng nhà đầu tư có thể kỳ vọng vào sự phục hồi vào năm 2024 và xa hơn nữa. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh tăng hệ số mục tiêu cho các doanh nghiệp bán lẻ và doanh nghiệp phân phối trong phạm vi chúng tôi nghiên cứu. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với ngành bán lẻ lên KHẢ QUAN (từ TRUNG LẬP). Chúng tôi thấy rằng giá cổ phiếu DGW có thể đã phản ánh trước các triển vọng tích cực trước khi lợi nhuận phục hồi. Trong khi đó, giá cổ phiếu MWG, FRT và PNJ vẫn đang ở mức hấp dẫn.

- **Triển vọng dài hạn của các doanh nghiệp bán lẻ sẽ phụ thuộc vào quá trình chuyển đổi từ thương mại truyền thông sang thương mại hiện đại và kế hoạch huy động vốn của các công ty, đây có thể là chỉ báo dẫn trước cho triển vọng tăng trưởng lợi nhuận.** Tỷ lệ thâm nhập vào thương mại hiện đại của ngành ICT & CE hiện ở mức cao (theo ước tính của chúng tôi hiện chiếm khoảng 70-75% tổng thị trường). Trong khi đó, tỷ lệ thâm nhập vào thương mại hiện đại đối với mảng bách hóa và dược phẩm vẫn còn rất nhỏ (theo ước tính của chúng tôi tỷ lệ thâm nhập mới ở mức 14% và 5% tổng thị trường). Trang sức có thương hiệu (chúng tôi sử dụng làm đại diện cho thương mại hiện đại) chiếm 60% tổng nhu cầu. Do đó, đối với thời hạn đầu tư 2-3 năm, chúng tôi ưa thích 2 cổ phiếu MWG và FRT, các công ty này vận hành chuỗi cửa hàng bách hóa và dược phẩm. Về huy động vốn, chúng tôi cho rằng các công ty có thể tìm kiếm nguồn vốn bên ngoài để tài trợ cho việc mở rộng cửa hàng. Chuỗi Long Châu hiện đã có lãi nên chúng tôi cho rằng FRT có thể phải tăng vốn trong thời gian tới để mở rộng mạng lưới cửa hàng lên 3.000 cửa hàng (so với 1.234 cửa hàng tính đến tháng 5/2023). MWG cũng sẽ huy động vốn để mở rộng quy mô BHX khi chuỗi tiếp cận điểm hòa vốn. Khi đó, chúng tôi có thể sẽ xem xét việc định giá lại chuỗi Long Châu và BHX tùy thuộc vào tiến độ của hoạt động tăng vốn.



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Mã	Khuyến nghị	Giá cổ phiếu (ngày 10/7/2023)	Giá mục tiêu (1 năm)	% Tăng/Giảm	Tăng trưởng LN ròng năm 2023	Tăng trưởng LN ròng năm 2024	P/E 2023	P/E 2024
MWG	Mua	47.750	59.400	24%	-41%	107%	29	14
FRT	Mua	75.500	105.000	39%	-50%	123%	49,1	21,5
DGW	Kém khả quan	47.850	41.900	-12%	-33%	36%	17,5	12,9
PNJ	Khả quan	73.700	86.800	18%	-4%	13%	14,8	13,1

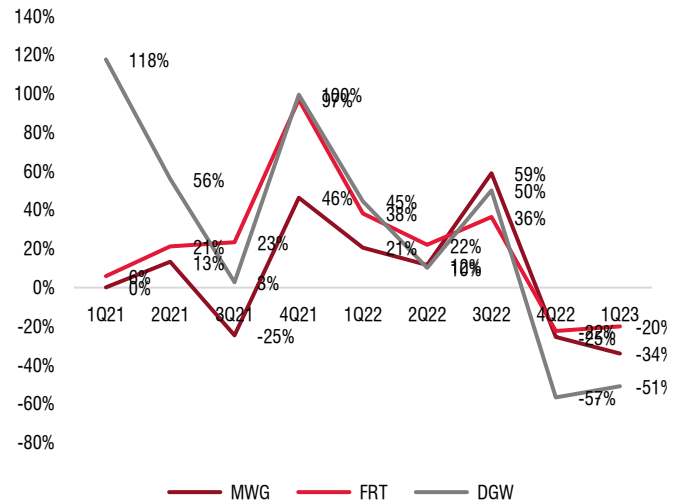
Nguồn: SSI Research

## Nhìn lại nửa đầu năm 2023

**Nhu cầu sụt giảm:** Kể từ Q4/2022, lợi nhuận của các doanh nghiệp bán lẻ đã giảm sút đáng kể do gặp nhiều khó khăn trong nền kinh tế vĩ mô. Xuất khẩu sụt giảm buộc doanh nghiệp phải sa thải công nhân. Lạm phát leo thang càng gây áp lực lên thu nhập khả dụng của người tiêu dùng, do đó người tiêu dùng phải cắt giảm chi tiêu không thiết yếu. Môi trường lãi suất cao và tín dụng thắt chặt bởi các công ty tài chính tiêu dùng càng đè nặng lên tiêu dùng không thiết yếu.

- Mảng ICT và CE bị ảnh hưởng nặng nề nhất.** Doanh thu mảng ICT và CE trong Q4/2022 và Q1/2023 của MWG giảm 25% svck và 34% svck. Đối với FRT, doanh thu mảng ICT giảm 22% svck và 20% svck trong Q4/2022 và Q1/2023. Doanh thu mảng ICT của DGW giảm 57% svck và 51% svck trong Q4/2022 và Q1/2023. Nhu cầu về máy tính xách tay đã trở lại mức bình thường sau khi ghi nhận mức doanh thu đột biến trong Q4/2021 và Q1/2022. *DGW có tỷ trọng bán laptop cao nhất* (38% vào năm 2021, so với mức 31% đối với FRT và khoảng 5% đối với MWG trong năm 2021), điều này giải thích cho sự sụt giảm mạnh hơn về doanh thu trong Q4/2022 và Q1/2023. Về doanh thu, *doanh thu ICT của FRT giảm nhẹ hơn so với các công ty cùng ngành do tỷ trọng sản phẩm Apple trong cơ cấu sản phẩm cao* (40-50% doanh thu FPT Shop). Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp của các sản phẩm Apple thấp hơn nhiều so với các thương hiệu khác và FRT phải chịu chi phí lãi vay cao hơn do đòn bẩy cao, do đó, lợi nhuận của FRT giảm mạnh trong bối cảnh doanh thu sụt giảm. Q1/2023, mảng ICT của FRT ghi nhận khoản lỗ 66 tỷ đồng, trong khi các công ty khác mảng ICT và CE vẫn có lãi

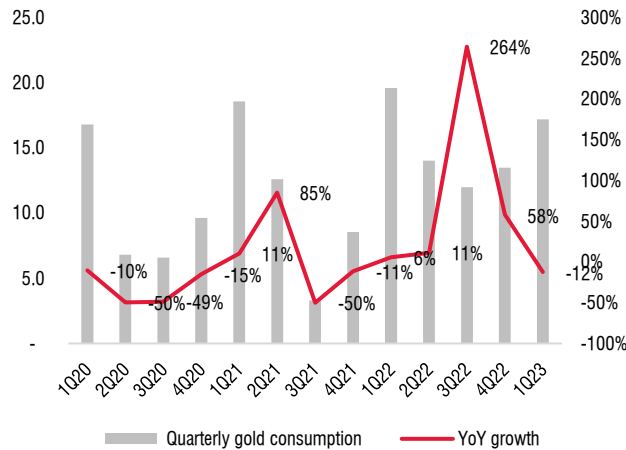
### Tăng trưởng doanh thu mảng ICT & CE



Nguồn: Công ty, SSI Research

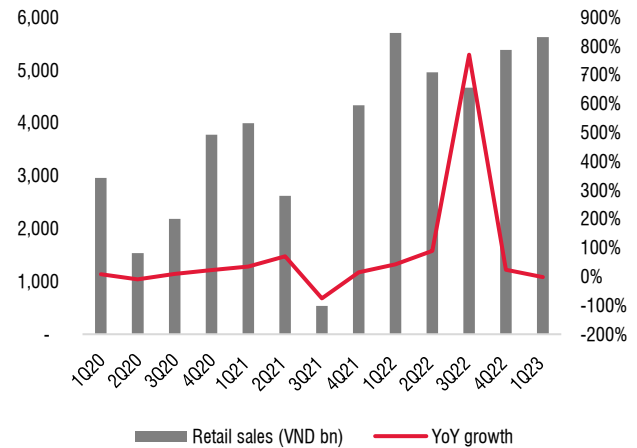
- Mức tiêu thụ trang sức** suy yếu, tuy không nhiều bằng mảng ICT và CE. Theo Hội đồng vàng thế giới, mức tiêu thụ vàng tại Việt Nam tăng 8%-37% trong giai đoạn 2021-2022, nhưng giảm 12% svck trong Q1/2023. Tăng trưởng doanh thu bán lẻ của PNJ giai đoạn 2021-2022 là 10,5%-80% svck, nhưng đi ngang trong Q1/2023. Doanh thu bán lẻ của PNJ không giảm nhiều như doanh thu của mảng ICT và CE trong thời kỳ suy thoái kinh tế do (1) vàng được coi là sản phẩm tích trữ giá trị, (2) PNJ tập trung vào phân khúc trang sức trung và cao cấp hơn là thị trường đại chúng, do đó, ảnh hưởng từ sự suy thoái nền kinh tế có thể có tác động chậm hơn so với thị trường đại chúng, (3) khách hàng của PNJ không phụ thuộc nhiều vào tín dụng để mua hàng và (4) PNJ đã tăng thêm được thị phần.

## Mức tiêu thụ vàng tại Việt Nam theo quý



Nguồn: Hội đồng Vàng Thế giới

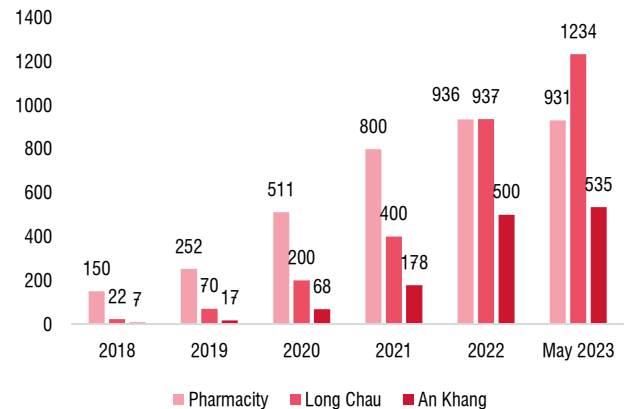
## Doanh thu bán lẻ của PNJ



Nguồn: PNJ

- Tiêu thụ thuốc** tương đối ổn định do tính thiết yếu. Theo IQVIA, trong năm 2022, mức chi tiêu cho chăm sóc sức khỏe tăng 29% svck đạt 8 tỷ USD. Mặc dù có mức tăng trưởng đáng khích lệ, hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp bán lẻ dược phẩm có sự phân hóa. Pharmacy và An Khang gần đây đã giảm tốc độ mở mới do các vấn đề nội bộ (Pharmacy có thay đổi quản lý cấp cao và bị thắt chặt dòng tiền) và vận hành không hiệu quả như kỳ vọng (cả Pharmacy và An Khang). Trong khi đó, chuỗi nhà thuốc Long Châu của FRT tiếp tục mở thêm nhiều cửa hàng mới do chuỗi này có danh mục sản phẩm phù hợp với nhu cầu của khách hàng. Long Châu là chuỗi nhà thuốc duy nhất có lãi ở thời điểm hiện tại. Trong Q1/2023, doanh thu của Long Châu tăng 52% svck, được hỗ trợ từ số lượng cửa hàng mới mở (119 cửa hàng mới) và SSSG từ 10-15%. An Khang chỉ mở mới 10 cửa hàng trong kỳ. Trong khi đó, Pharmacy đóng cửa 5 cửa hàng so với đầu năm. Chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận ròng của Long Châu được cải thiện lên 2,1% trong Q1/2023 (so với 0,6% trong Q4/2022), trong khi tỷ suất lợi nhuận ròng của Pharmacy và An Khang vẫn ở mức âm.

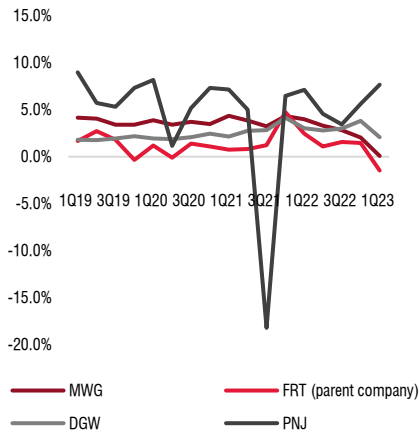
## Số lượng cửa hàng dược phẩm



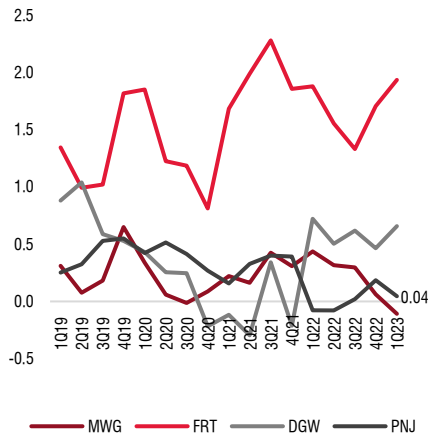
Nguồn: Dữ liệu SSI tổng hợp

**Lạm phát khiến tiêu dùng giảm đồng thời cũng gây áp lực lên chi phí cho các doanh nghiệp bán lẻ.** Chi phí logistics và chi phí lao động tăng, nhưng doanh nghiệp khó chuyển phần tăng này cho người tiêu dùng trong bối cảnh nhu cầu yếu. Thậm chí, các doanh nghiệp bán lẻ ICT và CE phải giảm giá bán nhiều hơn (chúng tôi sẽ đề cập chi tiết hơn về cuộc cạnh tranh về giá ở phần sau) để thúc đẩy doanh thu, qua đó giảm hàng tồn kho và bảo toàn dòng tiền. Do đó, tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp bán lẻ ICT và CE đều bị siết chặt.

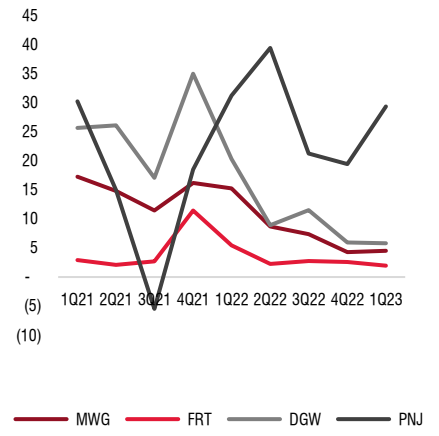
### Tỷ suất lợi nhuận ròng



### Hệ số nợ ròng/VCSH



### Hệ số bao phủ lãi vay



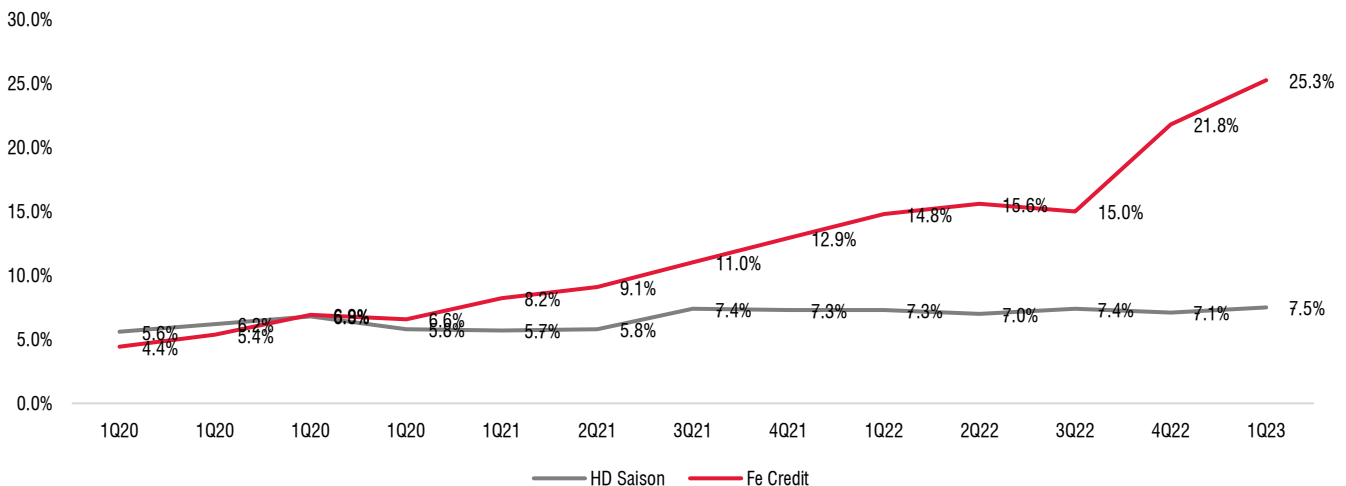
Nguồn: Công ty

## Triển vọng

Tiêu dùng không thiết yếu dự kiến sẽ vẫn yếu ít nhất là cho đến hết Q2/2023 và Q3/2023 do những khó khăn trong nền kinh tế vĩ mô. Mặc dù lạm phát có thể đã đạt đỉnh vào Q1/2023, nhưng điều này là do tiêu dùng kém hơn chứ không phải do sự cải thiện từ phía cung. Bất chấp chính sách tiền tệ ôn hòa của Chính phủ, chúng tôi cho rằng lạm phát có thể được kiểm soát trong phạm vi mục tiêu của chính phủ, do đó lãi suất có thể sẽ có dư địa giảm thêm. Lãi suất huy động có xu hướng giảm từ tháng 4 (200-300 điểm cơ bản so với đầu năm), trong khi lãi suất cho vay giảm với tốc độ nhẹ hơn tùy thuộc vào mức độ rủi ro của người đi vay (50-200 điểm cơ bản so với đầu năm). Chúng tôi kỳ vọng lãi suất suy động sẽ giảm thêm 50-100 điểm cơ bản vào cuối năm. Bên cạnh đó, lãi suất cho vay dự kiến sẽ phần nào bắt kịp tốc độ cắt giảm lãi suất huy động trong nửa cuối năm 2023, qua đó giúp giảm bớt áp lực trả lãi vay mua nhà đối với người tiêu dùng. Đồng thời với sự phục hồi trong xuất khẩu (dự kiến vào Q4/2023), sẽ giúp thúc đẩy tiêu dùng từ cuối năm 2023 đến năm 2024.

**Các công ty tài chính tiêu dùng đã bắt đầu giải ngân trở lại từ tháng 5.** Việc thắt chặt tín dụng của các công ty tài chính tiêu dùng trong Q1/2023 có thể đến từ (1) nguồn vốn hạn hẹp các công ty tài chính tiêu dùng, (2) tỷ lệ vỡ nợ gia tăng do tỷ lệ thất nghiệp gia tăng và (3) môi trường lãi suất cao khiến người tiêu dùng hạn chế vay mới. Chúng tôi hiểu rằng khó khăn về nguồn vốn tại FE Credit và HD Saison đã được giải quyết. Chúng tôi nhận thấy những dấu hiệu phục hồi sớm trong hoạt động giải ngân cho vay tiêu dùng tại các cửa hàng của MWG. Tuy nhiên, quá trình phục hồi diễn ra khá chậm do các ngân hàng vẫn ngại cho vay để giảm thiểu nợ xấu trong thời kỳ suy thoái kinh tế. FE Credit chủ yếu cung cấp khoản vay cho những người lao động có thu nhập thấp, và những người này đã bị sa thải trong thời kỳ suy thoái kinh tế và không thể trả nợ. MWG là công ty sẽ được hưởng lợi đáng kể từ sự hồi phục trong hoạt động giải ngân của các công ty tài chính tiêu dùng. Theo MWG, 30-40% doanh thu ICT và CE đến từ mua hàng trả góp. Trong khi đó, con số này của FRT và PNJ thấp hơn (20% doanh thu FPT Shop và dưới 5% doanh thu PNJ).

### Biểu đồ: Tỷ lệ nợ xấu



Nguồn: Công ty

**Áp lực chi phí lãi vay của các doanh nghiệp bán lẻ sẽ lắng xuống trong nửa cuối năm 2023,** cùng với đà giảm của lãi suất cho vay cũng như mức tồn kho thấp hơn.

**Tỷ suất lợi nhuận sẽ mở rộng trong nửa cuối năm 2023 nhờ cạnh tranh về giá cả bớt khốc liệt hơn và chi phí lãi vay thấp hơn.** Cạnh tranh về giá và áp lực lạm phát cao đã siết chặt tỷ suất lợi nhuận trong nửa đầu năm 2023. *Cạnh tranh về giá thể hiện rõ ràng nhất giữa sản phẩm iPhone*, vì các doanh nghiệp bán lẻ đang phải chịu áp lực giải phóng hàng tồn kho cũ trước khi mẫu mới ra mắt (dự kiến vào tháng 10/2023). Sản phẩm Apple chiếm 40-50% doanh thu FPT Shop, khoảng 13% doanh thu ĐMX & TGDĐ và 20% doanh thu DGW.

Do FPT Shop có tỷ trọng sản phẩm của Apple ở mức cao và sản phẩm này có tỷ suất lợi nhuận thấp, việc cạnh tranh về giá đã ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả hoạt động của FRT trong nửa đầu năm 2023. Tuy nhiên, một khi hàng tồn kho được giải phóng (vào tháng 9/2023 trước khi mẫu iPhone tiếp theo được ra mắt), chúng tôi kỳ vọng hiệu quả tài chính của FPT Shop có thể phục hồi với tốc độ nhanh hơn so với các công ty cùng ngành từ nền so sánh thấp.

## Cập nhật doanh nghiệp

### CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG: HOSE)

- Doanh thu mảng ICT & CE** của MWG đạt 35 nghìn tỷ đồng (-27% svck) trong 5 tháng đầu năm 2023. Doanh thu giảm sâu nhất trong Q1/2023, sau đó thu hẹp đà giảm trong tháng 4 (-20% svck) và tháng 5 (-16% svck). Chúng tôi cho rằng doanh thu của mảng ICT & CE vẫn có thể giảm trong Q2/2023 và Q3/2023, sau đó sẽ tăng dần từ Q4/2023 đến hết năm 2024. Tỷ suất lợi nhuận của mảng này dự kiến sẽ cải thiện từ Q3/2023 do cạnh tranh về giá bớt khốc liệt hơn và mức tồn kho thấp hơn.
- Mảng bách hóa** đang dần cải thiện bất chấp tâm lý thất vọng của người tiêu dùng. Tận dụng dữ liệu từ ứng dụng khách hàng, MWG sẽ tiếp tục điều chỉnh danh mục sản phẩm và nâng cao chất lượng thực phẩm tươi sống để thu hút khách hàng mới, từ đó cải thiện doanh thu và tỷ suất lợi nhuận. So với đối thủ Winmart, chuỗi BHX của MWG có tỷ suất lợi nhuận tương đương (cả hai chuỗi đều đạt tỷ suất EBITDA > 1% trong Q1/2023). Tuy nhiên, BHX có doanh thu từ thực phẩm tươi sống cao hơn nhiều (40-50% doanh thu BHX và 30% doanh thu Winmart), và đây sẽ là điểm thu hút khách hàng chính trong dài hạn. Công ty đặt mục tiêu mảng này sẽ có lãi vào năm 2023, nhưng chúng tôi cho rằng khó đạt được mục tiêu này trong bối cảnh người tiêu dùng có thể thích mua sắm ở chợ truyền thống hơn khi thu nhập bị giảm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mục tiêu tăng SKU hàng tươi sống là hướng đi đúng đắn cần theo đuổi để đạt điểm hòa vốn. Doanh thu/tháng/cửa hàng BHX đạt 1,4 tỷ đồng vào tháng 5/2023, nhanh hơn chúng tôi ước tính trước đây. Chúng tôi giả định doanh thu/tháng/cửa hàng tiếp tục cải thiện dần (2% mỗi tháng) trong 1-2 năm tới, qua đó giúp mảng bách hóa đạt điểm hòa vốn (tương ứng doanh thu/cửa hàng đạt 1,7 tỷ đồng/tháng) trong năm 2024 và có lợi nhuận ròng dương cho năm 2025. **Doanh thu/tháng/cửa hàng cải thiện nhanh hơn dự kiến sẽ là động lực tăng giá cho MWG.**

Biểu đồ: Doanh thu/tháng/cửa hàng BHX



Nguồn: MWG, SSI Research

- Lợi nhuận ròng năm 2023-2024** của MWG ước đạt lần lượt là 2,41 nghìn tỷ đồng (-41% svck, từ ước tính trước đây là 3 nghìn tỷ đồng) và 4,99 nghìn tỷ đồng (+107% svck, từ ước tính trước đây là 4,56 nghìn tỷ đồng). Do lợi nhuận của MWG có thể đã tạo đáy trong Q1/2023, chúng tôi nâng P/E mục tiêu cho mảng ICT & CE. Chúng tôi cũng tăng hệ số P/S mục tiêu cho mảng bách hóa vì doanh thu trên mỗi cửa hàng của mảng này tiếp tục cải thiện bất chấp việc thất vọng của người tiêu dùng. Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới là **59.400 đồng/cp** (từ 43.900 đồng/cp). Với tiềm năng tăng giá là 24% so với giá hiện tại, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với MWG lên **MUA** (từ TRUNG LẬP).

Mảng hoạt động	P/E mục tiêu (x)	P/S mục tiêu (x)	EPS năm 2024 (đồng)	Doanh thu/CP trong năm 2024 (đồng)	Giá mục tiêu (đồng)
ICT	9,0 (từ 7,0)		4.017 (không đổi)		36.151
Bách hóa		1,0 (từ 0,7)		22.630 (từ 21.765)	22.630
Dược		0,4		1.435 (không đổi)	574
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>					<b>59.355</b>

Nguồn: SSI Research

### CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (FRT: HOSE)

- Mảng ICT:** Doanh thu FPT Shop giảm 20% svck trong Q1/2023. Tỷ suất LNTT thu hẹp từ 3,1% trong Q1/2022 xuống -1,5% trong Q1/2023 do (1) cạnh tranh giá khốc liệt giữa các doanh nghiệp bán lẻ iPhone và (2) chi phí lãi vay cao. Chúng tôi dự kiến tỷ suất lợi nhuận âm sẽ kéo dài sang Q2/2023. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng hàng tồn kho iPhone cũ sẽ được bán hết trước tháng 9/2023 trước khi mẫu iPhone mới được ra mắt, nhờ đó cải thiện tỷ suất lợi nhuận từ Q3/2023. Do kết quả hoạt động của FPT shop bị ảnh hưởng nặng nề nhất từ cuộc cạnh tranh về giá trong bối cảnh nhu cầu yếu và tỷ suất lợi nhuận thấp nhất, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của FPT Shop sẽ phục hồi từ cơ sở thấp với tốc độ nhanh hơn so với các công ty cùng ngành.
- Mảng dược phẩm:** FRT sẽ tiếp tục đẩy mạnh mở mới cửa hàng Long Châu dù dòng tiền eo hẹp. Chúng tôi ước tính các nhà thuốc thương mại hiện đại hiện chiếm dưới 5% tổng số nhà thuốc trên cả nước. Như vậy, Long Châu còn nhiều tiềm năng để giành thị phần từ các nhà thuốc truyền thống. Số lượng cửa hàng Long Châu hiện đã vượt qua Pharmacity và trở thành chuỗi dược phẩm lớn nhất về số lượng cửa hàng. Các chỉ số khác của Long Châu cũng vượt các đối thủ như doanh thu trên mỗi cửa hàng, số lượng SKU, tỷ suất lợi nhuận và các dịch vụ giá trị gia tăng (mua trả góp, trung tâm tiêm chủng, giao hàng tận nhà). Trong 2-3 năm tới, lợi nhuận của Long Châu sẽ tăng lên cùng với số lượng cửa hàng mới mở và sự cải thiện về doanh thu và tỷ suất lợi nhuận của các cửa hàng hiện hữu.

	Doanh thu/tháng/cửa hàng trong Q1/2023 (triệu đồng)	Tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2022	Tỷ suất LNTT trong năm 2022
Pharmacity	500	25%	-22%
Long Châu	1.000 - 1.100	23%	+0.5%
An Khang	300-350	20-21%	-20%

Nguồn: Dữ liệu SSI tổng hợp

- LNST 2023-2024 của FRT ước đạt lần lượt là 200 tỷ đồng (-50% svck, từ ước tính trước đây là 278 tỷ đồng) và 446 tỷ đồng (+123% svck, từ ước tính trước đây là 462 tỷ đồng).** FRT có thể chạm đáy lợi nhuận trong Q2/2023. Chúng tôi nâng hệ số mục tiêu cho mảng ICT. Chúng tôi cũng nâng P/S mục tiêu cho mảng dược vì chúng tôi cho rằng FRT có thể sẽ tăng vốn để tài trợ cho việc mở rộng mạng lưới cửa hàng Long Châu. Kể từ báo cáo với khuyến nghị KHẢ QUAN gần đây ([link](#)), giá cổ phiếu FRT đã tăng 33% và vượt qua mức giá mục tiêu trước đó của chúng tôi. Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới cho FRT là **105.000 đồng** (tiềm năng tăng giá là 39%). Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với FRT lên **MUA** (từ KHẢ QUAN).

Mảng	Tỷ lệ sở hữu	P/E mục tiêu (x)	P/S mục tiêu (x)	EPS năm 2024 (từ mức bình quân 2023-2024)	Doanh thu/CP năm 2024 (từ mức bình quân 2023-2024)	Định giá
ICT	100%	9,0 (từ 7,0x)		1.323		11.906
Dược	90%		0,8 (từ 0,5x)		129.366	93.144
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>						<b>105.050</b>

Nguồn: SSI Research



## CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ: HOSE)

- Tiêu thụ trang sức** giảm cùng với mức giảm thu nhập khả dụng. Tuy nhiên, mức giảm tiêu dùng trang sức chậm hơn so với các sản phẩm không thiết yếu khác, do (1) vàng được coi là phương tiện tích trữ giá trị và phòng ngừa lạm phát và (2) khách hàng của PNJ không phụ thuộc nhiều vào tài chính tiêu dùng để mua trang sức, nên không bị ảnh hưởng nhiều khi tín dụng thắt chặt trong Q1/2023. Theo PNJ, sự suy giảm tiêu thụ trang sức thể hiện rõ hơn từ Q2/2023, với doanh thu bán lẻ và bán buôn giảm lần lượt 22% và 39% svck trong tháng 4-5/2023 (so với mức giảm 1% và 20% svck trong Q1/2023). Với tình hình tài chính mạnh và thị phần của các cửa hàng trang sức không thương hiệu vẫn còn ở mức cao (khoảng 40% trong năm 2021), PNJ vẫn có cơ hội giành thêm thị phần từ các cửa hàng trang sức không thương hiệu trong bối cảnh các cửa hàng này chịu tác động vĩ mô. Chúng tôi dự báo lợi nhuận của PNJ sẽ giảm hai con số trong Q2 và Q3/2023, sau đó sẽ quay lại tăng trưởng từ Q4/2023 đến năm 2024.
- Chúng tôi ước tính LNST năm 2023-2024 của PNJ là 1,74 nghìn tỷ đồng (-4% svck) và 1,96 nghìn tỷ đồng (+13% svck).** Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu giảm gần đây (-17% so với đầu năm, đây là mức giảm nhiều nhất trong ngành bán lẻ) đã phần nào phản ánh lợi nhuận kém trong Q2/2023. **Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng năm 2024 (1,96 nghìn tỷ đồng, +13% svck) sẽ cao hơn 9% so với mức cao kỷ lục trong năm 2022 nhờ mạng lưới cửa hàng rộng hơn tại các thành phố cấp 2 và 3, qua đó hỗ trợ giá cổ phiếu phục hồi trong năm tới.** Với việc lãi suất giảm, chúng tôi nâng P/E mục tiêu cho PNJ từ 15x lên 16x (thấp hơn P/E lịch sử là 18x) và đưa ra mức **giá mục tiêu mới là 86.800 đồng/cổ phiếu** (từ 81.000 đồng), tương ứng với mức tiềm năng tăng giá là 18%. Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với PNJ (từ TRUNG LẬP).

## CTCP Thê giới số (DGW: HOSE)

- Lợi nhuận của DGW giảm 61% svck trong Q1/2023, nhưng mức giảm đã thu hẹp lại trong Q2/2023 (-34% svck) dựa trên ước tính của chúng tôi. So sánh theo quý, chúng tôi nhận thấy lợi nhuận ròng tăng 10% so với quý trước. Do đó, lợi nhuận có thể đã chạm đáy về giá trị tuyệt đối trong Q1/2023. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận của DGW vẫn có thể giảm svck trong Q2 và Q3/2023, sau đó quay trở lại tăng trưởng từ Q4/2023 đến hết năm 2024.
- Chúng tôi dự báo DGW đạt LNST năm 2023-2024 lần lượt là 456 tỷ đồng (-33% svck, không đổi) và 621 tỷ đồng (+36% svck, từ 585 tỷ đồng).** Chúng tôi ước tính LNST năm 2024 đạt 621 tỷ đồng, thấp hơn 6-9% so với LNST năm 2021-2022 khi công ty bán được một lượng lớn máy tính xách tay nhờ nhu cầu làm việc tại nhà. Máy tính xách tay chiếm lần lượt 38% và 32% doanh thu 2021-2022 của DGW. Có thể mất một khoảng thời gian (vòng đời của máy tính xách tay thường là 3-5 năm) để doanh thu máy tính xách tay quay trở lại mức cao kỷ lục như năm 2021-2022. Trong khi đó, doanh thu từ các thương hiệu mới (Whirlpool, Joyoung và thiết bị gia dụng Westing Househome; TV Xiaomi; bia ABInbev; nước giải khát Lotte Chilsung) có thể không đủ bù đắp cho sự sụt giảm doanh thu máy tính xách tay.
- Do lợi nhuận của DGW đã vượt qua mức đáy trong Q1/2023, chúng tôi nâng P/E mục tiêu từ 9x lên 11x và đưa ra mức giá mục tiêu mới là **41.900 đồng/cổ phiếu**. Giá cổ phiếu DGW hiện giao dịch ở mức P/E 2024F là 12,2x, cao hơn mức trung bình lịch sử là 10,5x. Với mức giảm 12% so với giá hiện tại, chúng tôi hiện khuyến nghị **KÉM KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu.

	2021	2022	2023	2024	Tăng trưởng 2022 svck	Tăng trưởng 2023 svck	Tăng trưởng 2024 svck
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>20.972</b>	<b>22.059</b>	<b>19.603</b>	<b>22.892</b>	<b>5%</b>	<b>-11%</b>	<b>17%</b>
Máy tính xách tay và máy tính bảng	7.899	7.027	5.500	6.050	-11%	-22%	10%
Điện thoại di động	9.857	10.759	8.735	10.482	9%	-19%	20%
Thiết bị văn phòng	2.617	3.320	3.752	4.502	27%	13%	20%
Hàng tiêu dùng	376	397	817	898	6%	106%	10%
Hàng gia dụng	223	556	800	960	149%	44%	20%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>658</b>	<b>684</b>	<b>456</b>	<b>621</b>	<b>4%</b>	<b>-33%</b>	<b>36%</b>

Nguồn: DGW, SSI Research

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư  
phuonghv@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Ví mô

#### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng kiêm Trưởng Ban đào tạo  
hungpl@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên Cao cấp phân tích Ví mô  
trinhttv@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định Lượng

#### Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu  
chaunbm@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp  
thanhtk@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

### Phân tích Ngành Bán lẻ

#### Nguyễn Trần Phương Nga

Chuyên viên Phân tích cao cấp  
ngantp@ssi.com.vn  
SĐT: +84 – 28 3636 3688 ext. 3050

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ  
tanntk@ssi.com.vn  
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư  
nganlt@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư  
baonq1@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

### Hồ Hữu Tuấn Hiền, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư  
hieuhht1@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư  
chauttb@ssi.com.vn  
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043