

## Bán lẻ

### Cầu tiêu dùng yếu nhưng tác động là khác nhau

#### Cầu tiêu dùng sẽ dần phục hồi

Chỉ số niềm tin người tiêu dùng của Việt Nam đã giảm xuống mức thấp nhất trong 4Q23 do ảnh hưởng của làn sóng sa thải và kỳ vọng thủng cuối năm thấp. Do đó, chi tiêu cho mua sắm tiêu dùng không mạnh trong dịp Tết Nguyên Đán, qua đó ảnh hưởng đến tốc độ hồi phục của những nhà bán lẻ niêm yết. Nhìn về khía cạnh tích cực, chỉ số niềm tin tiêu dùng trong 1Q24 đã tăng lên mức cao nhất trong 5 quý trở lại. Trong 2Q24, cùng với sự ấm lên của thị trường lao động, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ người có việc làm sẽ gia tăng. Từ đó, chi tiêu cho các mặt hàng tiêu dùng sẽ tăng trưởng trở lại nhờ sự phục hồi của sức mua.

#### MWG: DMX hồi phục, BHX gần chạm ngưỡng sinh lời

Trong 1Q24, MWG ghi nhận mức doanh thu thuần đạt 31.4 tỷ đồng (+16.2% n/n, +0.2% q/q), trong đó máy lạnh (DMX) và bách hóa (BHX) là các sản phẩm chủ đạo. LNST tăng lên 903 tỷ đồng (khoảng 42 lần n/n) nhờ biên lợi nhuận gộp đạt 21.3% (+2.1% n/n, +1.6% q/q). Cùng với sự tăng trưởng của doanh thu thuần, chúng tôi tin rằng LNST của MWG sẽ duy trì đà hồi phục trong những quý sắp tới nhờ (1) sự hồi phục của cầu tiêu dùng, (2) giảm cạnh tranh về giá và (3) giảm chi phí hoạt động do các hoạt động tái cấu trúc. Thêm vào đó, BHX có thể tạo ra lợi nhuận ròng ổn định sớm nhất là trong nửa sau năm 2024.

#### FRT: Long Châu mở rộng, FPT Shop vẫn chưa khởi sắc

FRT công bố mức doanh thu thuần đạt 9,042 tỷ đồng (+16.6% n/n, +4.1% q/q). Trong khi Long Châu duy trì đà tăng trưởng thì FPT Shop vẫn chưa có dấu hiệu khởi sắc. Trong 1Q24, LNST chạm mức 60.3 tỷ đồng sau 3 quý liên tục ghi nhận thua lỗ nhờ (1) lỗ ít hơn của FPT Shop và (2) đóng góp nhiều hơn từ Long Châu. Đối với Long Châu, chúng tôi cho rằng doanh thu và LNST sẽ tiếp tục tăng trưởng ấn tượng nhờ vào sự mở rộng của chuỗi nhà thuốc và trung tâm tiêm chủng vắc-xin.

#### PNJ: Doanh thu tăng vọt nhưng LNST vẫn giảm nhẹ

Doanh thu thuần của PNJ tăng lên mức 12,594 tỷ đồng (+28.6% n/n; +29.0% q/q), kết quả này phần lớn được dẫn dắt bởi vàng 24K (+66.3% n/n). Doanh thu Trang sức bán lẻ chỉ tăng 12.1% n/n do nhu cầu cho các mặt hàng xa xỉ vẫn còn yếu. Do nền kinh tế thế giới vẫn đang đối mặt với những bất ổn địa chính trị, chúng tôi kỳ vọng vàng 24K sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính trong 2Q24. Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi tin rằng Trang sức bán lẻ sẽ đóng vai trò tăng trưởng chính, phản ánh sự hồi phục của cầu tiêu dùng. Qua đó, biên lợi nhuận gộp sẽ mở rộng và LNST sẽ tăng trưởng mạnh hơn so với 6 tháng đầu năm.

### Không xếp hạng

Công ty	Khuyến nghị	GMT (đồng)
MWG	Nắm giữ	N/A
FRT	Không xếp hạng	N/A
PNJ	Không xếp hạng	N/A

### Phòng Phân Tích

Researchdept@kisvn.vn

Bảng 1. Danh mục cổ phiếu

Khuyến nghị & GMT			Lợi nhuận & Định giá										
Công ty				DT	LNHD	LNST	EPS	BPS	ROE	ROA	PE	PB	EV/EBITDA
				(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(đồng)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)
Thế Giới Di Động (MWG)	GMT (đồng)	N/A	2019A	102,174	4,977	3,834	8,657	27,360	36.3	11.0	15.2	4.8	10.3
	Thị giá (đồng)	60,100	2020A	108,546	5,216	3,918	8,650	34,139	28.4	8.9	15.2	3.8	8.2
	Vốn hóa.	87,881	2021A	122,958	5,888	4,899	6,861	28,561	27.3	9.0	19.2	4.6	11.3
	(Tỷ đồng)		2022A	133,405	6,644	4,100	2,802	16,338	18.5	6.9	15.3	2.6	6.3
			2023A	118,279	1,017	167	114	15,953	0.7	0.3	428.5	2.8	40.3
Bán lẻ FPT (FRT)	GMT (đồng)	N/A	2019A	16,634	273	204	2,612	16,126	17.7	3.6	7.4	1.2	2.1
	Thị giá (đồng)	162,300	2020A	14,661	14	10	266	15,367	2.0	0.4	101.1	2.1	0.5
	Vốn hóa.	22,112	2021A	22,495	546	444	5,618	21,045	30.9	5.5	17.6	4.7	2.2
	(Tỷ đồng)		2022A	30,166	474	398	3,295	16,951	21.3	3.7	24.2	8.6	2.2
			2023A	31,850	(297)	(329)	(2,537)	11,738	(18.3)	-2.9	-64.6	13.9	0.5
Phu Nhuận Jewelry (PNJ)	GMT (đồng)	N/A	2019A	17,001	1,623	1,194	5,034	20,316	28.7	15.9	15.7	3.9	12.1
	Thị giá (đồng)	96,400	2020A	17,511	1,508	1,069	4,463	23,029	21.8	12.5	17.7	3.4	12.3
	Vốn hóa.	32,252	2021A	19,547	1,409	1,029	4,295	26,416	18.3	10.7	18.4	3.0	13.7
	(Tỷ đồng)		2022A	33,876	2,337	1,810	6,988	34,302	25.1	15.1	11.3	2.3	8.5
			2023A	33,137	2,484	1,971	6,009	29,882	21.6	14.2	14.3	3.3	12.9

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

Bảng 2: Kết quả kinh doanh 1Q24

(tỷ đồng, %)

	Doanh thu			LNST		
	1Q24	n/n	q/q	1Q24	n/n	q/q
<b>MWG</b>	31,441	16.5	0.1	903	4,143.0	899.8
<b>FRT</b>	9,042	16.9	4.1	61	N/A	N/A
<b>PNJ</b>	12,594	28.6	29.0	738	(1.5)	17.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

## NỘI DUNG

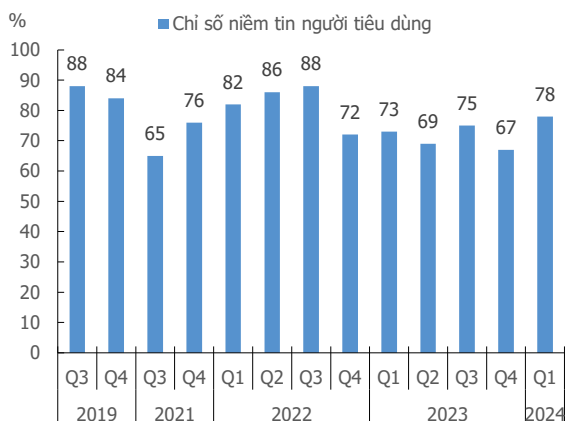
<b>I.</b>	<b>Bán lẻ: Cầu tiêu dùng yếu nhưng tác động là khác nhau</b>	<b>4</b>
	Cầu tiêu dùng sẽ dần hồi phục	4
	Tác động của nhu cầu yếu lên các mảng bán lẻ là khác nhau	4
<b>II.</b>	<b>Kết quả kinh doanh trong 1Q24 của các doanh nghiệp</b>	<b>8</b>
	MWG – DMX hồi phục, BHX gần chạm ngưỡng sinh lời	8
	FRT – Long Châu mở rộng, FPT Shop chưa khởi sắc	12
	PNJ – Doanh thu tăng mạnh nhưng LNST vẫn chưa phục hồi	14

# I. Lực cầu yếu nhưng tác động là khác nhau

## Cầu tiêu dùng sẽ dần hồi phục

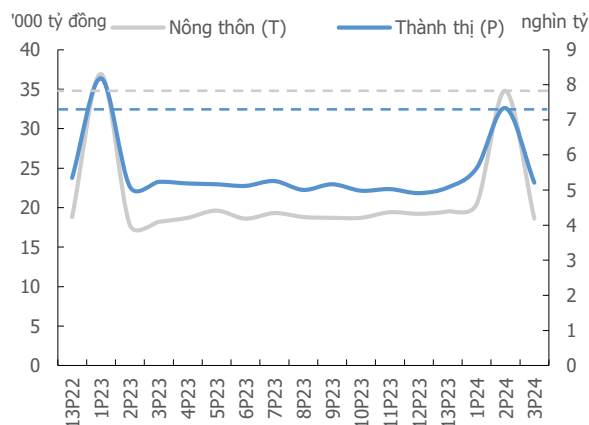
Theo Kantar Worldpanel, chỉ số niềm tin tiêu người dùng của Việt Nam đã giảm xuống còn 67% trong 4Q23, sau khi phục hồi nhẹ trong 3Q23 lên 75%. Đây cũng là mức thấp nhất kể từ khi nền kinh tế mở cửa trở lại vào 4Q21, chủ yếu bị ảnh hưởng bởi làn sóng sa thải và kỳ vọng thường cuối năm thấp. Do đó, chi tiêu của người tiêu dùng không mạnh trong dịp Tết Nguyên Đán, qua đó ảnh hưởng đến tốc độ phục hồi của các nhà bán lẻ niêm yết. Nhìn về khía cạnh tích cực, chỉ số niềm tin người tiêu dùng trong 1Q24 đã tăng lên mức cao nhất trong 5 quý gần đây lên mức 78% nhờ vào những triển vọng kinh tế tích cực sau Tết. Trong 2Q24, cùng với sự ấm lên của thị trường lao động, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ người có việc làm sẽ tăng lên. Từ đó, chi tiêu cho các mặt hàng tiêu dùng sẽ tăng trưởng trở lại nhờ sự phục hồi của sức mua.

**Biểu đồ 1. Chỉ số niềm tin người tiêu dùng đạt mức cao nhất trong 5 quý do triển vọng kinh tế tích cực.**



Tình hình kinh tế sẽ tốt hơn hoặc tương đương hiện tại trong 12 tháng tới.  
Nguồn: Kantar Worldpanel Division

**Biểu đồ 2. Chi tiêu đối với các sản phẩm FMCG trong dịp Tết 2024 giảm so với cùng kỳ.**



Nguồn: Kantar Worldpanel Division

## Tác động của nhu cầu yếu lên các mảng bán lẻ là khác nhau

Mặc dù cùng đối mặt với nhu cầu tiêu dùng yếu, chúng tôi nhận thấy tác động lên KQKD trong 1Q24 của các nhà bán lẻ niêm yết là khác nhau.

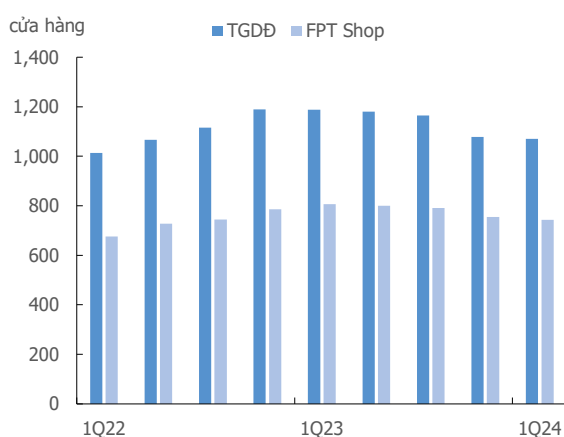
- **Điện thoại di động – Số lượng cửa hàng thu nhỏ trong 1Q24 và chúng tôi kỳ vọng nhu cầu về điện thoại di động sẽ phục hồi trễ hơn.**

Trong 1Q24, doanh số bán điện thoại di động vẫn thấp do sản phẩm này không được coi là mặt hàng thiết yếu – người tiêu dùng chỉ mua sắm điện thoại mới khi thu nhập dư dả và mọi nhu cầu cơ bản đã được đáp ứng. So với 3Q23, số lượng cửa hàng của cả TGDD & FPT Shop đều giảm lần lượt 94 và 48 cửa hàng; và cả 2 chuỗi đều không có kế hoạch mở rộng trong năm 2024. Cùng với sự phục hồi của thu nhập người tiêu dùng, chúng tôi cho rằng nhu cầu về điện thoại di động sẽ dần phục hồi, nhưng sẽ mạnh hơn trong nửa sau năm 2024. Tuy nhiên, về lâu dài, chúng tôi cho rằng thị trường điện thoại di động đã bão hòa với tốc độ tăng trưởng kép chỉ 4%, theo Euromonitor.

- **Điện máy - Nhu cầu cho các sản phẩm điện máy trên đà phục hồi trong 1Q24 và sẽ giữ nguyên xu hướng trong 2Q24.**

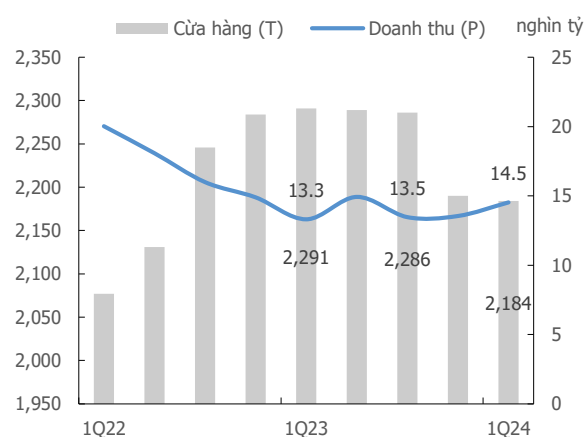
Trong 1Q24, do mùa nắng nóng gay gắt đến sớm, nhu cầu mua sắm điều hòa không khí được đẩy mạnh. Trong số các chuỗi bán lẻ niêm yết, DMX được hưởng lợi chính do thị phần áp đảo trong mảng bán lẻ điện máy. Trong 2Q24, chúng tôi cho rằng nhu cầu đối với sản phẩm này sẽ giảm so với 1Q24 do (1) người tiêu dùng đã mua hàng trong 1Q24 và (2) các cơn mưa đầu mùa giúp hạ nhiệt nhưng nhu cầu chung vẫn cao hơn năm ngoái do hiệu ứng El Nino. Trong tháng 6 – tháng 7, doanh số bán TV sẽ là động lực tăng trưởng chính do nhu cầu tăng cao mùa Euro Cup 2024. Tương tự như điện thoại di động, chúng tôi cho rằng thị trường cho sản phẩm điện máy đã bão hòa với tốc độ tăng trưởng kép chỉ 7%, theo Euromonitor.

**Biểu đồ 3. TGDD và FPT Shop đóng cửa lần lượt 94 và 48 cửa hàng so với 3Q23**



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

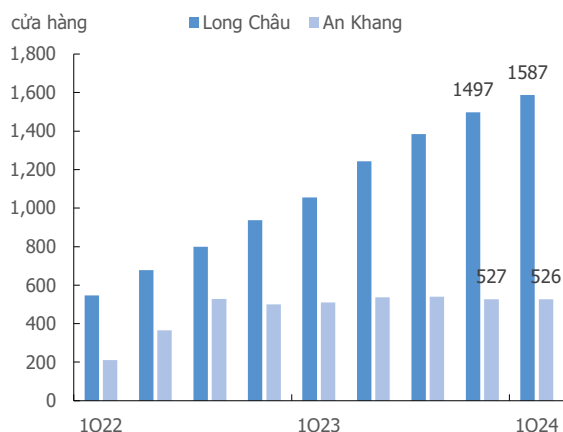
**Biểu đồ 4. Doanh thu của DMX được dẫn dắt bởi điều hòa không khí trong 1Q24**



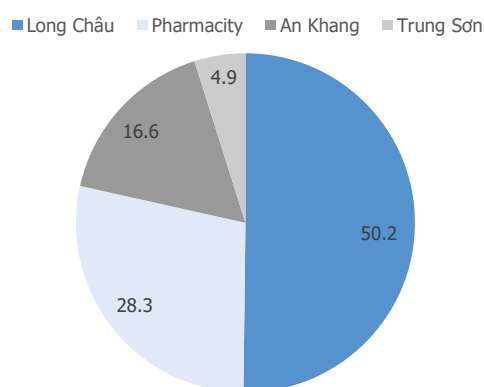
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

- **Dược phẩm – Cấu trúc thị trường cho kênh bán lẻ hiện đại dần hình thành.**

Tiếp nối đà mở rộng nhanh chóng trong các quý trước, Long Châu tiếp tục mở 90 nhà thuốc trong 1Q24. Trong khi đó, các chuỗi khác gần như không gia tăng số lượng nhà thuốc và vẫn đang tìm kiếm điểm hòa vốn. Trong 2Q24, tương tự, chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục do nhu cầu về dược phẩm hầu như không bị ảnh hưởng bởi chu kỳ kinh tế. Dựa trên số lượng cửa hàng, chúng tôi ước tính Long Châu hiện sở hữu ít nhất 50% thị phần bán lẻ dược phẩm hiện đại (~70% dựa trên doanh thu, vì Long Châu có doanh thu trên mỗi cửa hàng cao nhất trong tất cả các chuỗi). Do đó, chúng tôi tin rằng vị trí chuỗi bán lẻ dược dẫn đầu thị trường trong dài hạn đã được xác định. Vị trí kế tiếp sẽ là sự cạnh tranh giữa Pharmacy và An Khang.

**Biểu đồ 5. Long Châu là chuỗi duy nhất mở thêm nhà thuốc trong 1Q24.**

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

**Biểu đồ 6. Long Châu hiện chiếm ít nhất 50% thị phần bán lẻ dược phẩm hiện đại.**

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

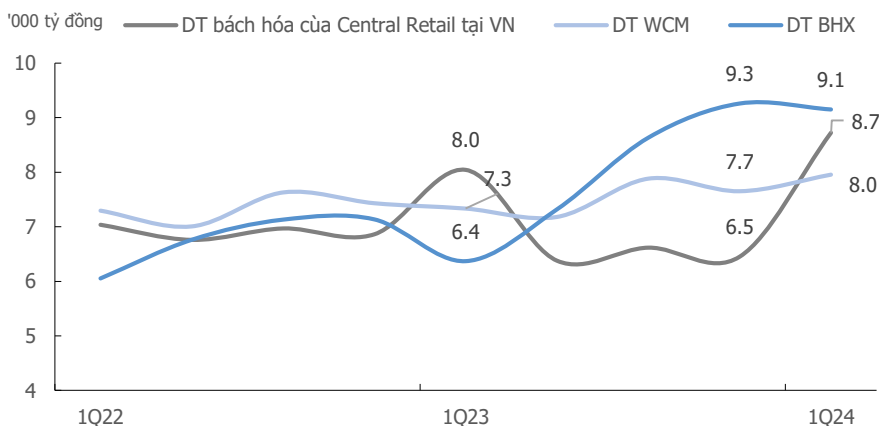
- **Bách hóa – Siêu thị mini là động lực tăng trưởng chính cho kênh bán lẻ bách hóa hiện đại<sup>1</sup> trong 1Q24 và chúng tôi tin rằng xu hướng này vẫn sẽ tiếp tục trong 2Q24.**

Trong 1Q24, hai chuỗi siêu thị mini (BHX và WCM) tiếp tục ghi nhận doanh thu tăng trưởng khả quan. Chúng tôi cho rằng động lực chính là do người tiêu dùng đang chuyển việc mua các sản phẩm bách hóa từ cả kênh truyền thống và các cửa hàng quy mô lớn hơn sang siêu thị mini. Theo Kantar World Panel, các siêu thị mini có mức tăng trưởng cao nhất cả về số lượt ghé thăm và giá trị hóa đơn. Trong khi đó, doanh số bán hàng của Central Retail cũng ghi nhận mức tăng 8.5% n/n trong 1Q24, sau khi đã giảm nhẹ kể từ 2Q23. Chúng tôi cho rằng điều này là do Central Retail đã đưa vào hoạt động thêm 5 siêu thị lớn kể từ 4Q23. Trong 2Q24, chúng tôi tin rằng siêu thị mini sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng vì mô hình kinh doanh phù hợp với văn hóa tiêu dùng tại Việt Nam.

<sup>1</sup> Kênh bán lẻ bách hóa hiện đại bao gồm Siêu thị (bao gồm Siêu thị lớn và Siêu thị mini), Đại siêu thị và Cửa hàng tiện lợi. Các thương hiệu lớn bao gồm:

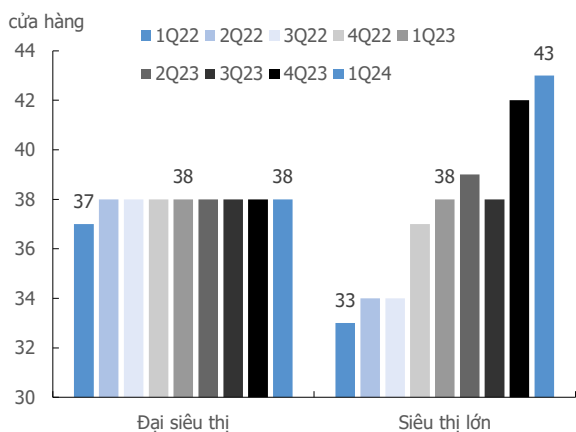
+ Siêu thị mini: BHX (MWG), Winmart+ (WCM), Co.opFood (SaigonCo.op)  
 + Siêu thị lớn: Co.opMart, Winmart, và go!, Top market, Lan Chi (3 chuỗi đều của Central Retail)  
 + Đại siêu thị: Go! (Central Retail), Co.opExtra, Emart  
 + Cửa hàng tiện lợi: Circle K, FamilyMart, GS 25

**Biểu đồ 7. Siêu thị mini đang là động lực tăng trưởng chính cho kênh bán lẻ bách hóa hiện đại.**



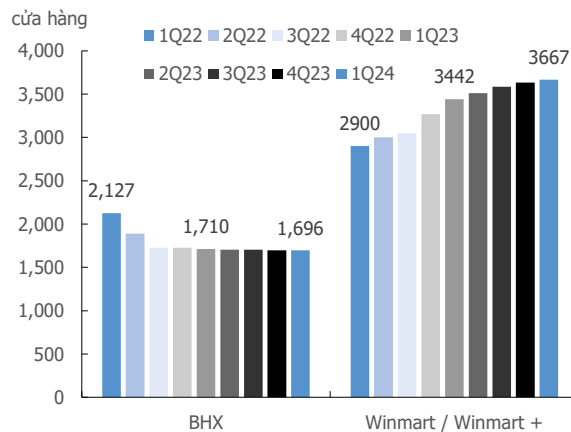
Doanh thu của Central Retail bao gồm mảng bán lẻ bách hóa tại Việt Nam (THBVND = 691.5)  
 Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

**Biểu đồ 8. Doanh thu của Central Retail ghi nhận tích cực trong 1Q24 nhờ vào mở mới 5 siêu thị lớn**



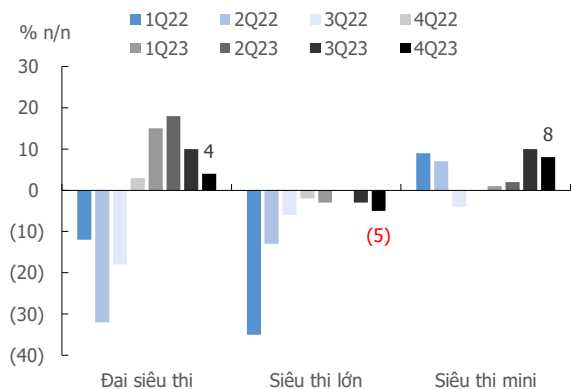
Ghi chú: siêu thị lớn của Central Retail bao gồm go!, Lan Chi, và Top Market  
 Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

**Biểu đồ 9. Doanh thu của chuỗi siêu thị mini tăng mạnh trong 1Q24 dù không mở rộng**



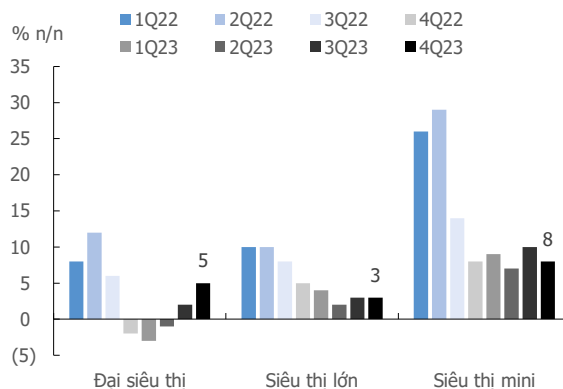
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

**Biểu đồ 10. Số lượt ghé thăm tăng mạnh nhất ở các siêu thị mini (Các thành phố lớn tại Việt Nam)**



Nguồn: Kantar Worldpanel, KIS VN

**Biểu đồ 11. Tăng trưởng giá trị hóa đơn cao nhất cũng được ghi nhận ở các siêu thị mini (Thành thị Việt Nam)**



Nguồn: Kantar Worldpanel, KIS VN

## II. Kết quả kinh doanh trong 1Q24 của các doanh nghiệp niêm yết

### MWG - DMX hồi phục, BHX gần chạm ngưỡng sinh lời

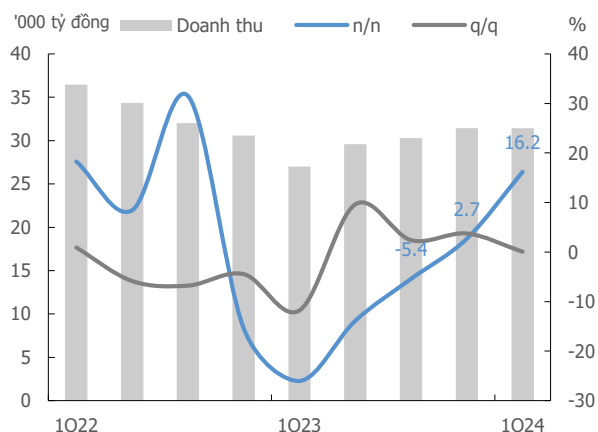
#### Doanh thu bán điều hòa và bách hóa là động lực tăng trưởng chính

Trong 1Q24, MWG ghi nhận doanh thu thuần đạt 31.5 nghìn tỷ đồng (+16.2% n/n, +0.2% q/q), trong đó doanh số bán điều hòa (DMX) và bách hóa (BHX) là động lực chính.

- **Thế Giới Di Động (TGDD) vẫn chưa thể trở mình.**

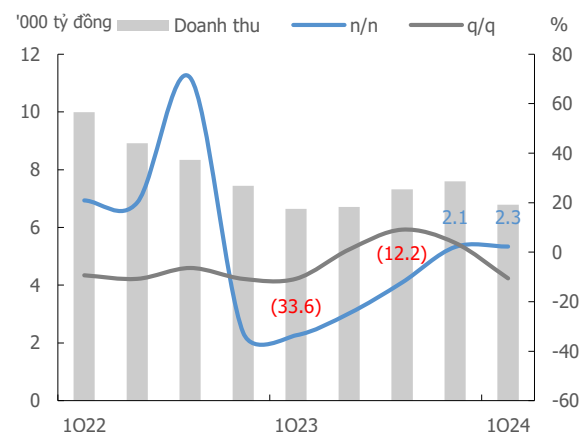
Trong 1Q24, doanh thu của TGDD (bao gồm Top Zone) duy trì ở mức chỉ 6.8 nghìn tỷ đồng (+2.3% n/n; -10.6% q/q), chiếm 21.6% tổng doanh thu. Điều này cho thấy nhu cầu mua sắm điện thoại di động vẫn chưa tăng trở lại. Chúng tôi cho rằng doanh số bán điện thoại di động sẽ phục hồi chậm và có độ trễ nhất định so với các sản phẩm khác do tính chất không thiết yếu, nghĩa là khách hàng sẽ ưu tiên mua các sản phẩm thiết yếu. Chúng tôi tin rằng doanh thu của TGDD sẽ tăng trưởng rõ rệt hơn trong nửa cuối năm 2024 khi sức mua mạnh hơn, từ đó trở thành động lực phục hồi chính.

**Biểu đồ 12. Doanh thu thuần của MWG tăng trưởng nhờ doanh số bán điều hòa và bách hóa.**



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

**Biểu đồ 13. Doanh thu của TGDD vẫn ảm đạm trong bối cảnh cầu điện thoại còn yếu.**



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

- **Điện Máy Xanh (DMX) sẽ tiếp tục là động lực phục hồi chính.**

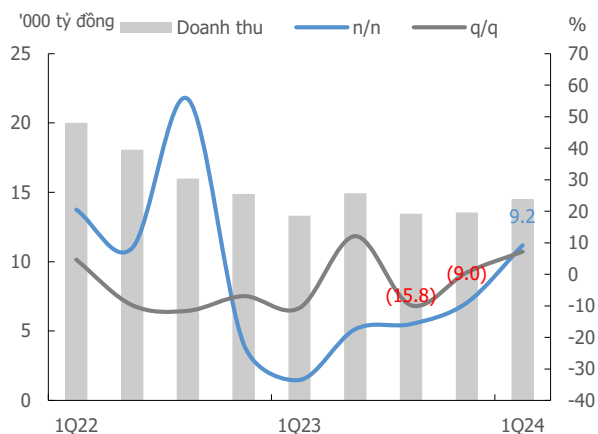
Trong 1Q24, doanh thu của DMX tăng lên 14.5 nghìn tỷ đồng (+9.2% n/n; +7.2% q/q), chiếm 46.2% tổng doanh thu. Khác với cầu điện thoại di động khiếm tốn, doanh thu của DMX được hỗ trợ mạnh mẽ nhờ tốc độ tăng trưởng hai con số từ điện máy. Trong đó, doanh số bán máy điều hòa tăng trưởng khoảng 50% so với cùng kỳ do mùa nắng nóng năm nay đến sớm và nóng hơn thường lệ. Dựa trên dữ liệu ngành, chúng tôi ước tính doanh thu từ máy lạnh sẽ chiếm 15% ~ 20% doanh thu hàng điện máy (10% ~ 13% doanh thu sản phẩm ICT của MWG). Nhờ đó, doanh thu mỗi cửa hàng tăng lên 2.2 tỷ đồng (SSSG: +14,5% n/n), giúp DMX vượt qua ảnh hưởng của việc đóng cửa 107 cửa hàng.

Theo NOAA, thời tiết nắng nóng nhiều khả năng sẽ kéo dài đến hết tháng 5 trước khi trở nên dễ chịu hơn trong nửa cuối năm 2024. Do đó, chúng tôi dự đoán doanh số bán máy điều hòa sẽ tiếp tục là yếu tố tăng trưởng trong những tháng đầu 2Q24. Sau đó, nhu cầu sẽ hạ nhiệt do các cơn mưa đầu



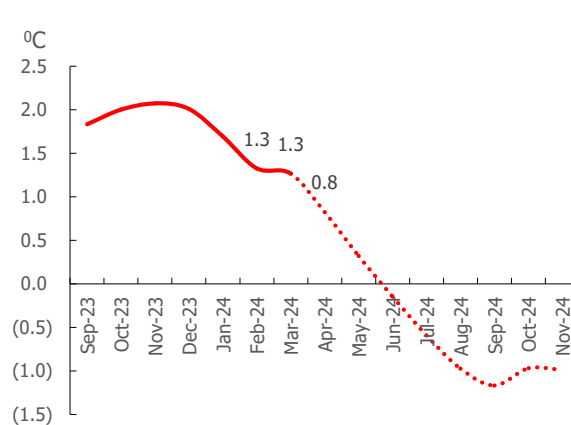
mùa bắt đầu giúp hạ thấp nhiệt độ nhưng nhu cầu vẫn cao hơn năm ngoái do hiệu ứng El Niño. Ngoài ra, vì Euro Cup 2024 sẽ diễn ra từ tháng 6 đến tháng 7 nên chúng tôi kỳ vọng rằng mặt hàng TV cũng sẽ là yếu tố thúc đẩy doanh số bán hàng trong 2Q24. Tương tự như máy điều hòa, chúng tôi ước tính doanh thu từ TV sẽ chiếm 15% ~ 20% doanh thu hàng điện máy của MWG. Nhìn chung, chúng tôi tin rằng DMX sẽ tiếp tục là động lực phục hồi chính cho mảng ICT trong 2Q24.

**Biểu đồ 14. Doanh thu của ĐMX được hỗ trợ bởi nhu cầu máy lạnh tăng cao**



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

**Biểu đồ 15. Nắng nóng trong 1Q24 và có khả năng kéo dài đến hết 2Q24**

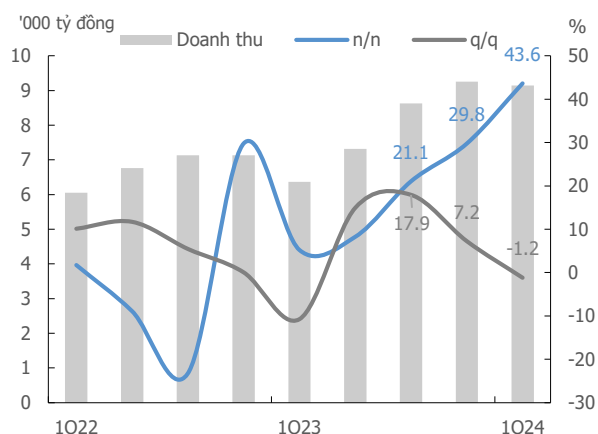


Nguồn: NOAA, EVN, KIS VN

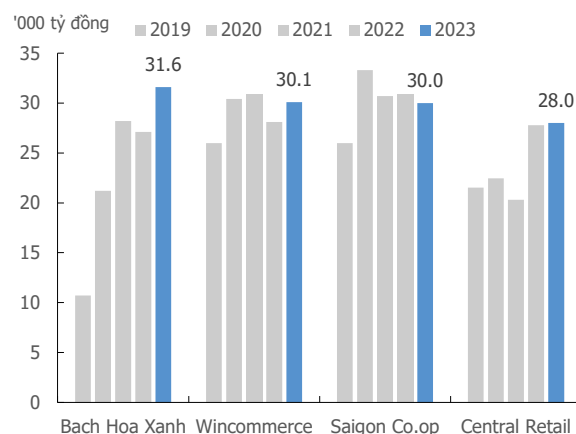
- **Bách Hóa Xanh (BHX) có thể tạo ra LNST ổn định kể từ nửa sau 2024.**

Trong 1Q24, doanh thu của BHX tiếp tục tăng lên 9.2 nghìn tỷ đồng (+43.6% n/n; -1.2% q/q), chiếm 29.1% tổng doanh thu. So với 1Q23, số lượng cửa hàng BHX gần như giữ nguyên ở mức 1,696 cửa hàng trong 1Q24. Tuy nhiên, doanh thu trên mỗi cửa hàng đã tăng lên 1.8 tỷ đồng trong 1Q24 (SSSG: +50% n/n). Điều này cho thấy người tiêu dùng đã tăng tần suất mua hàng tại BHX (số lượng hóa đơn mỗi cửa hàng mỗi ngày tăng 40% n/n). Đây là dấu hiệu cho thấy mô hình kinh doanh của BHX phù hợp với văn hóa tiêu dùng của người Việt Nam.

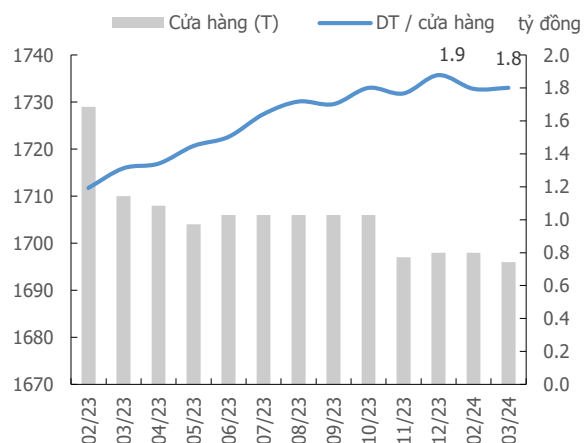
So với 4Q23, doanh thu mỗi cửa hàng của BHX cũng duy trì ở mức hòa vốn 1,8 tỷ đồng/tháng. Ngoài ra, chúng tôi thấy rằng khoản lỗ ròng của các công ty con MWG (trong đó BHX đóng góp lớn nhất do quy mô lớn) giảm xuống còn 60.2 tỷ đồng trong 1Q24 so với mức 128.6 tỷ đồng trong 4Q23 và 105.8 tỷ đồng trong 1Q23. Do đó, chúng tôi kỳ vọng BHX có thể tạo ra lợi nhuận ròng bền vững sớm nhất là trong nửa cuối năm 2024. Trong trường hợp đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của BHX sẽ vào khoảng 24 – 25%. Ban đầu, chúng tôi dự đoán biên LNST sẽ ở mức 0,25% - 0,75%, sau đó tăng dần lên mức ổn định ~1,5%.

**Biểu đồ 16. Doanh thu BHX tăng vọt nhờ doanh số mỗi cửa hàng tăng.**

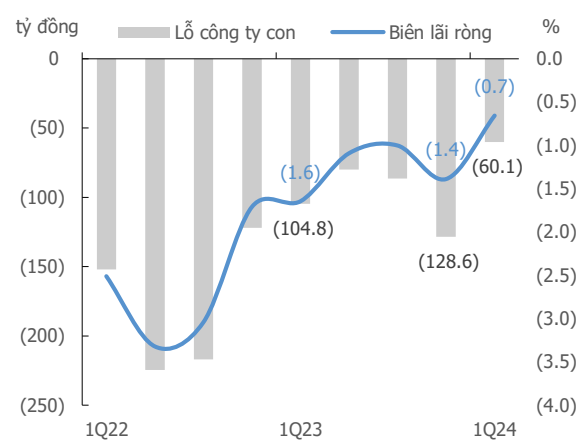
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

**Biểu đồ 17. BHX hiện là chuỗi bán lẻ bách hóa lớn nhất Việt Nam.**

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

**Biểu đồ 18. Doanh thu mỗi cửa hàng của BHX được duy trì ở mức hòa vốn 1.8 tỷ đồng.**

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

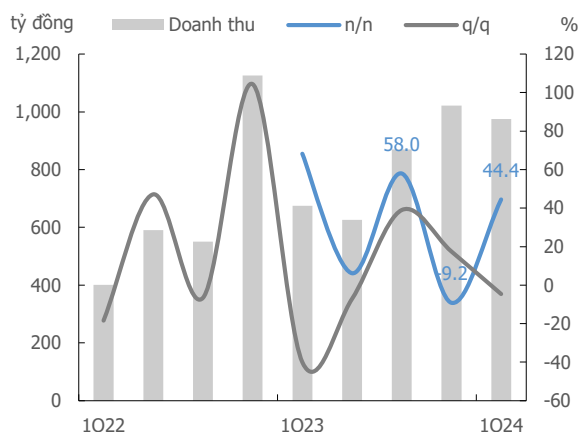
**Biểu đồ 19. Khoản lỗ của BHX đã giảm đáng kể trong 1Q24**

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

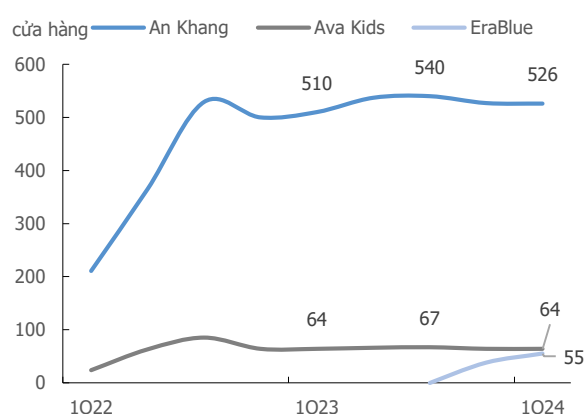
- **Các chuỗi khác chưa đóng góp đáng kể vào KQKD của MWG.**

Trong 1Q24, doanh thu từ các mảng kinh doanh khác của MWG tăng lên 975 tỷ đồng (+44.5% n/n; -4.6% q/q), chiếm khoảng 3.1% tổng doanh thu. Trong đó, An Khang có 526 cửa hàng, tiếp theo là Ava với 64 cửa hàng và EraBlue (Indonesia) với 55 cửa hàng. Trong 12 tháng qua, ngoại trừ giai đoạn thử nghiệm của EraBlue, các chuỗi nội địa hầu như không mở rộng. So với Long Châu, chuỗi đã mở thêm 531 cửa hàng để có 1,587 nhà thuốc và 51 trung tâm vắc xin tính đến hết 1Q24, chúng tôi cho rằng cơ hội để An Khang giành lấy vị trí dẫn đầu là khá mong manh.

Đối với EraBlue, theo ban lãnh đạo, ở Indonesia chưa có chuỗi bán lẻ điện máy có thể cung cấp chất lượng dịch vụ tốt như DMX đã làm ở Việt Nam – cho thấy đây là cơ hội để MWG gia nhập thị trường tại nước này. Mặc dù chúng tôi cần nghiên cứu sâu hơn để xác định lợi thế cạnh tranh thực sự của EraBlue, chúng tôi tin rằng EraBlue có thể đóng góp đáng kể hơn vào KQKD của MWG trong những năm tới nếu mô hình kinh doanh phù hợp với văn hóa tiêu dùng của Indonesia. Điều này là do Indonesia có (1) dân số đông với khoảng 277.5 triệu người tính đến năm 2023 và (2) GDP bình quân đầu người cao hơn so với Việt Nam.

**Biểu đồ 20. Doanh thu của các chuỗi khác vẫn chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu của MWG**

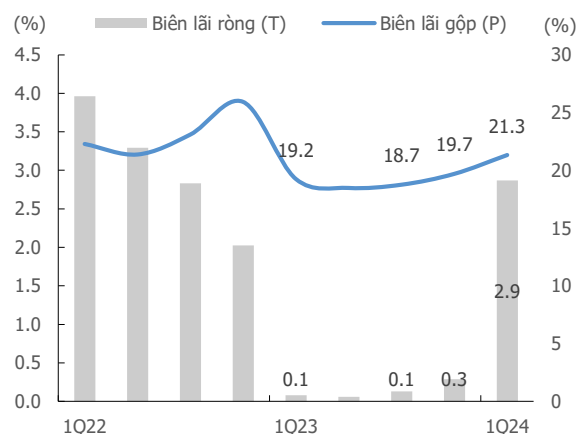
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

**Biểu đồ 21. Ngoại trừ EraBlue, các chuỗi khác hầu như không mở rộng trong suốt 12 tháng qua**

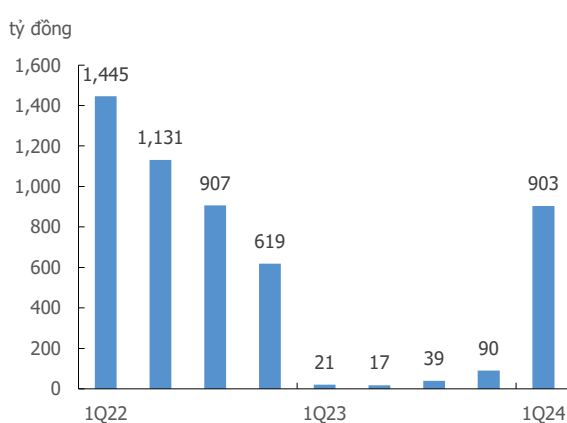
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

**LNST phục hồi mạnh nhờ biên lợi nhuận ICT mở rộng**

Trong 1Q24, biên lãi gộp tăng lên 21.3% (+2.1% n/n; +1.6% q/q), chủ yếu là do biên lãi gộp của mảng ICT tăng lên 19% từ khoảng 17% trong 4Q23 – do (1) đóng góp của các sản phẩm CE có tỷ suất lợi nhuận ổn định hơn và (2) cạnh tranh giá không còn quá gay gắt. Nhờ vậy, biên LNST tăng lên 2.9% (+2.8% n/n; +2.6% q/q), khiến LNST tăng vọt lên 903 tỷ đồng (gấp 42 lần n/n). Cùng với doanh thu thuần, chúng tôi kỳ vọng LNST của MWG sẽ tiếp tục phục hồi trong các quý tới trong bối cảnh (1) cầu tiêu dùng phục hồi (2) cạnh tranh về giá giảm dần (3) chi phí hoạt động giảm do thực hiện kế hoạch tái cơ cấu. Qua đó, LNST 2024 của MWG sẽ tốt hơn rất nhiều so với 2023.

**Biểu đồ 22. Biên lãi gộp và biên lãi ròng của MWG đều cải thiện đáng kể trong 1Q24.**

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

**Biểu đồ 23. LNST tăng vọt lên 903 tỷ đồng trong 1Q24 sau một năm dài âm ảm**

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

## FRT: LNST chuyển biến tích cực sau một năm dài chờ đợi

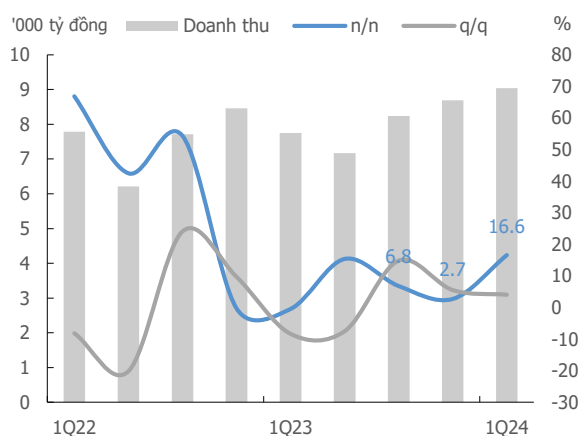
### Doanh thu tiếp tục tăng trưởng nhờ mở rộng chuỗi nhà thuốc Long Châu.

Trong 1Q24, FRT ghi nhận doanh thu thuần đạt 9,042 tỷ đồng (+16.6% n/n; +4.1% q/q). Trong khi Long Châu duy trì đà tăng trưởng thì doanh thu của FPT Shop vẫn chưa có dấu hiệu khởi sắc.

- FPT Shop vẫn chưa phục hồi.**

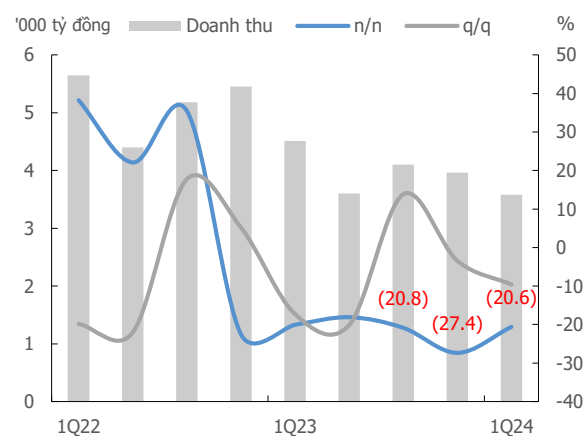
Trong 1Q24, doanh thu của FPT Shop giảm xuống còn 3,583 tỷ đồng (-20.6% n/n; -9.6% q/q), chiếm 39% tổng doanh thu của FRT. Tương tự như TGDD, nhu cầu điện thoại di động còn yếu là nguyên nhân chính dẫn đến sự sụt giảm này. Tuy nhiên, khác với ĐMX, FPT Shop không có sự hỗ trợ từ doanh số bán máy lạnh, trong khi các sản phẩm điện máy khác vẫn đang chiếm tỷ trọng nhỏ. Từ tháng 4, FPT Shop công bố sẽ bán máy lạnh với nỗ lực để mở rộng danh mục sản phẩm. Chúng tôi cho rằng việc này sẽ không tác động đáng kể đến KQKD 2Q24 do (1) thị phần của FRT còn nhỏ do mới gia nhập thị trường và (2) quy mô chưa đủ lớn để có được mức giá tốt từ các nhà cung cấp.

**Biểu đồ 24. Doanh thu FRT tăng trưởng mạnh trong 1Q24 nhờ Long Châu**



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

**Biểu đồ 25. Doanh thu của FPT Shop vẫn chưa phục hồi trong bối cảnh lực cầu yếu.**



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

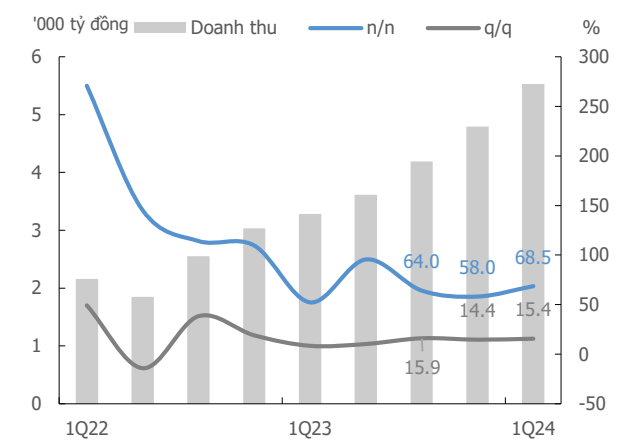
- Long Châu tiếp tục là động lực tăng trưởng.**

Trong 1Q24, doanh thu của Long Châu tiếp tục tăng lên mức cao 5,534 tỷ đồng (+68.5% n/n; +15.4% q/q), chiếm 61% doanh thu của FRT. Tương tự như các quý trước, doanh thu của Long Châu tăng nhờ việc mở rộng chuỗi nhà thuốc (+531 nhà thuốc n/n; +90 nhà thuốc q/q). Trong 2Q24, chúng tôi kỳ vọng Long Châu sẽ tiếp tục mở 100 nhà thuốc mỗi quý, hướng đến mục tiêu hoàn thành kế hoạch 400 cửa hàng bán lẻ dược phẩm cho năm 2024. Về trung hạn, chúng tôi cho rằng Long Châu vẫn còn dư địa để mở thêm ~1.000 cửa hàng dược phẩm nhưng tốc độ mở cửa có thể sẽ không nhanh như đã chứng kiến trong các quý gần đây do vị thế thống trị hiện tại.

Ngoài ra, Long Châu còn mở thêm 40 trung tâm vắc xin trong 1Q24, để sở hữu tổng cộng 51 trung tâm vắc xin. Mỗi trung tâm vắc xin mới này có doanh thu trung bình là 2.2 tỷ đồng (gấp đôi nhà thuốc Long Châu). Trong kế hoạch biến Long Châu thành hệ thống chăm sóc sức khỏe của FRT, các trung tâm tiêm chủng này sẽ đóng vai trò là điểm chạm đầu tiên đối với khách hàng (vì trẻ sơ sinh là tệp khách hàng chính). Sở hữu 15 triệu khách hàng cùng mạng lưới rộng khắp 1,700 nhà thuốc, đây sẽ là lợi thế cạnh

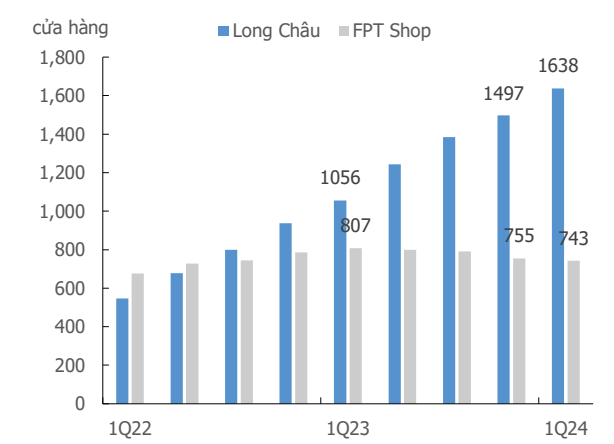
tranh để Long Châu gia nhập thị trường có giá trị từ 1 – 3 tỷ USD. Trong trung hạn, chúng tôi cho rằng các trung tâm vắc xin có thể là động lực tăng trưởng cho Long Châu.

**Biểu đồ 26. Doanh số Long Châu tiếp tục ghi nhận kỷ lục mới**



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

**Biểu đồ 27. Long Châu tiếp tục mở thêm cửa hàng trong 1Q24**



Ghi chú: Cửa hàng của Long Châu bao gồm cả nhà thuốc và trung tâm tiêm chủng  
 Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

### LNST tích cực trong 1Q24 sau 3 quý thua lỗ liên tục.

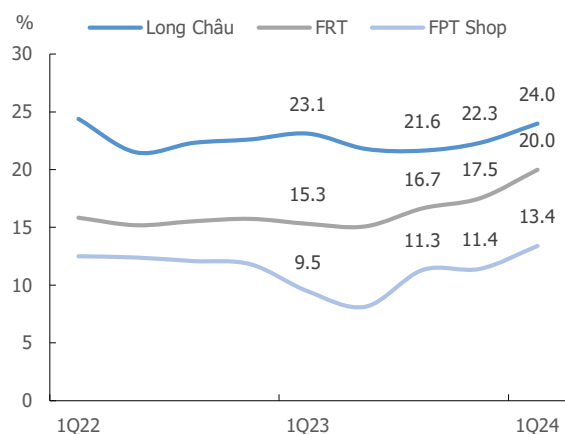
Trong 1Q24, FRT ghi nhận LNST đạt 60.7 tỷ đồng sau 3 quý liên tiếp ghi nhận lỗ do (1) FPT Shop lỗ ít hơn và (2) đóng góp nhiều hơn của Long Châu.

- **FPT Shop báo cáo mức lỗ sau thuế giảm trong 1Q24.**

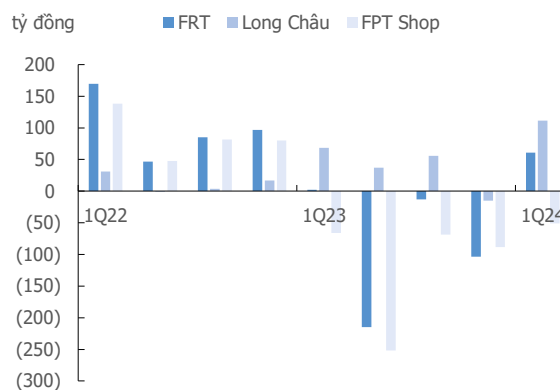
Biên lợi nhuận gộp của FPT Shop tăng lên 13.4% trong 1Q24 so với mức 11.4% trong 4Q23 (+2.0% q/q) và 9.5% trong 1Q23 (+3.9% n/n) do cạnh tranh về giá hạ nhiệt. Kết quả là khoản lỗ sau thuế của FPT Shop giảm xuống còn 51 tỷ đồng từ mức 88 tỷ đồng trong 4Q23. Cùng với sự phục hồi của doanh thu, chúng tôi cho rằng khoản lỗ sau thuế của FPT Shop sẽ tiếp tục giảm trong 2Q24 và FPT Shop ghi nhận một mức LNST trong nửa sau năm 2024. Chúng tôi cho rằng động lực chính sẽ là sự phục hồi của cầu tiêu dùng, do biên lợi nhuận gộp hiện tại của FPT Shop gần như đã trở lại trạng thái bình thường.

- **Long Châu là động lực cho tăng trưởng LNST**

Cùng với sự tăng trưởng của doanh thu, LNST tăng lên 111 tỷ đồng (+63.2% n/n) từ mức lỗ sau thuế 15 tỷ đồng trong 4Q23 (do chi phí một lần). Ngoài ra, tỷ suất lợi nhuận gộp đã tăng lên 24.0% từ 22.3% trong 1Q23 (+0.9% n/n và +1.7% q/q), chúng tôi cho rằng điều này là do (1) quy mô lớn hơn cho phép Long Châu có được mức giá tốt hơn từ các nhà cung cấp và (2) đóng góp của các trung tâm vắc xin mới. Trong 2Q23, Long Châu vẫn tiếp tục là động lực tăng trưởng LNST của FRT.

**Biểu đồ 28. Biên lợi nhuận gộp của FPT Shop phục hồi nhờ cuộc chiến giá cả hạ nhiệt.**

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

**Biểu đồ 29. FRT ghi nhận LNST trong 1Q24 sau 3 quý liên tiếp báo lỗ.**

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

## PNJ: Doanh thu tăng vọt nhưng LNST vẫn giảm nhẹ

### Vàng 24K đóng vai trò chính trong thúc đẩy doanh thu 1Q24

Trong 1Q24, doanh thu thuần của PNJ tăng lên 12,594 tỷ đồng (+28.6% n/n; +29.0% q/q), chủ yếu nhờ vào Vàng 24K.

- Trang sức bán lẻ được kỳ vọng hồi phục trẻ hơn**

Trong 1Q24, doanh thu Trang sức bán lẻ tăng lên 6,360 tỷ đồng (+12.1% n/n), chiếm 50.5% tổng doanh thu. Vì mặt hàng trang sức được coi là xa xỉ phẩm nên doanh thu của mảng này bị ảnh hưởng mạnh bởi sức mua người tiêu dùng còn ở mức yếu. Tuy nhiên, với các chiến dịch tiếp thị hiệu quả và hợp tác với KOL, PNJ đã thu hút một lượng khách hàng mới và nâng cao tỷ lệ quay lại của khách hàng hiện tại. Trên thực tế, vào cuối năm 2023, tốc độ tăng trưởng của khách hàng hiện tại và khách hàng mới tăng lần lượt 16% và 11% n/n, bù đắp tác động tiêu cực gây ra bởi sự sụt giảm giá trị đơn hàng khoảng 20% n/n. Khi giá trị đơn hàng phục hồi, chúng tôi kỳ vọng cả khách hàng hiện tại và khách hàng mới sẽ đóng góp tích cực vào sự tăng trưởng của Trang sức bán lẻ.

- Vàng 24K tiếp tục là nhân tố dẫn dắt doanh thu 2Q24**

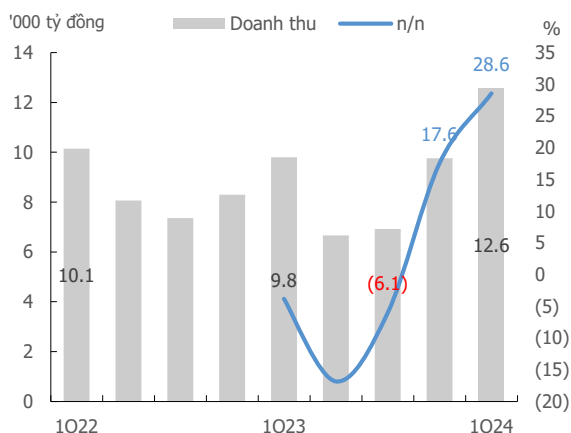
Doanh thu Vàng 24K tăng vọt lên 5,164 tỷ đồng (+66.3% n/n), chiếm 41.0% tổng doanh thu. Không giống như mảng Trang sức bán lẻ, Vàng 24K được xem là một kênh đầu tư. Do đó, cùng với sự nhảy vọt của giá vàng trong bối cảnh lãi suất tiền gửi thấp hiện nay, cầu về Vàng 24K gia tăng mạnh mẽ đáp ứng nhu cầu giao dịch. Do nền kinh tế toàn cầu vẫn đang đối mặt với nhiều bất ổn từ lãi suất đến các vấn đề địa chính trị, giá vàng sẽ tiếp tục biến động khó lường. Do đó, chúng tôi tin rằng Vàng 24K sẽ tiếp tục là động lực thúc đẩy doanh thu bán hàng trong 2Q24, đồng thời cũng do cầu từ mảng Trang sức bán lẻ vẫn chưa phục hồi. Tuy nhiên, trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi kỳ vọng mảng Trang sức bán lẻ sẽ đóng góp nhiều hơn vào tổng doanh thu - phản ánh sự phục hồi của cầu tiêu dùng và nhu cầu mua vàng trong mùa cưới.

- Bán sỉ và các mảng kinh doanh khác chiếm tỷ trọng nhỏ**

Doanh thu bán sỉ tăng lên 945 tỷ đồng (+7.5% n/n) nhờ số lượng đơn đặt hàng tăng, chiếm ~7.6% tổng doanh thu. Trong khi đó, doanh thu các mảng

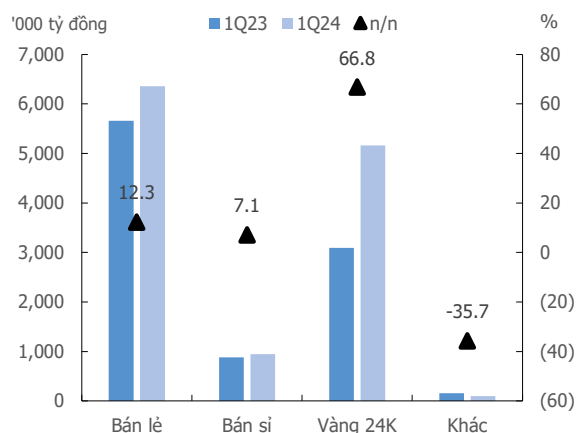
kinh doanh khác giảm 32.4% n/n, chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ ~0.8% trên tổng doanh thu.

**Biểu đồ 30. Lợi nhuận thuần đạt 28.6% n/n, đóng góp chính từ Vàng 24K trong 1Q24.**



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

**Biểu đồ 31. Vàng 24K tăng 66.8% n/n trong 1Q24 do nhu cầu giao dịch vàng tăng cao.**

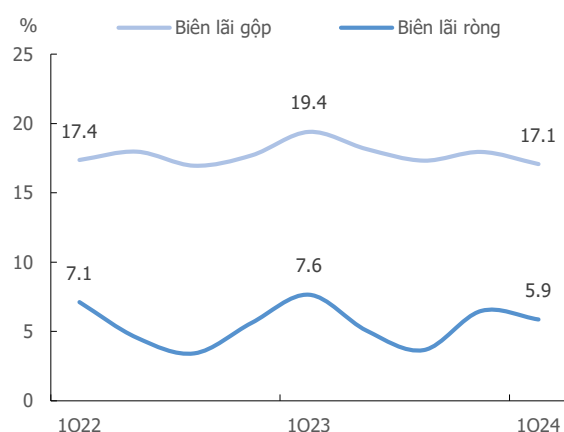


Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

### LNST giảm nhẹ do thay đổi cơ cấu sản phẩm

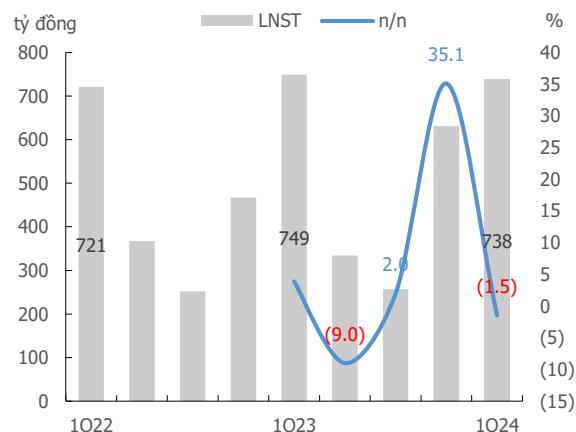
Trong 1Q24, mặc dù doanh thu thuần tăng nhưng LNST vẫn nhích xuống mức 738 tỷ đồng (-1.5% n/n; +17.0% q/q). Điều này là do tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 17.1% (-230 điểm cơ bản) do thay đổi trong cơ cấu sản phẩm (tỷ trọng Vàng 24K gia tăng). Thông thường, Trang sức bán lẻ có tỷ suất lợi nhuận gộp từ 20 – 25%, là nhân tố chính dẫn dắt LNST. Ngược lại, Vàng 24K có tỷ suất lợi nhuận gộp từ 3 – 4%, do đó đóng góp ít nổi bật hơn vào kết quả kinh doanh cuối năm (~1% tỷ suất lợi nhuận ròng). Tuy nhiên, do cầu về Vàng 24K khó có khả năng hạ nhiệt trong 1Q24, chúng tôi tin rằng tỷ suất lợi nhuận gộp khó có thể phục hồi đáng kể, điều này sẽ dẫn đến LNST tăng trưởng chậm. Tuy nhiên, trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng Trang sức bán lẻ trong cơ cấu sản phẩm sẽ được cải thiện, do đó tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tăng lên và LNST sẽ vượt trội hơn so với nửa đầu năm 2024.

**Biểu đồ 32. Biên lãi gộp và biên lãi ròng của PNJ suy giảm do thay đổi trong cơ cấu sản phẩm.**



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

**Biểu đồ 33. Do đó, LNST suy yếu nhẹ mặc cho doanh thu thuần vượt trội.**

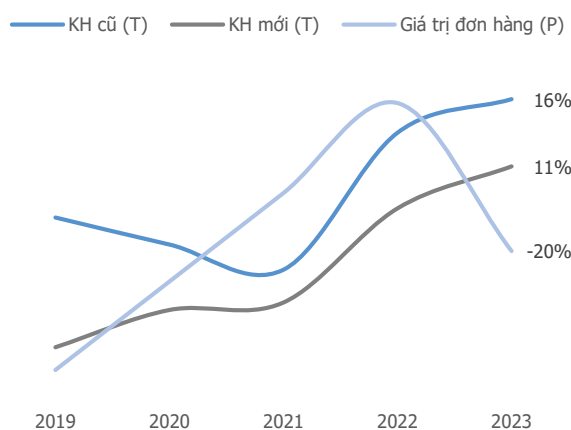


Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

## NHNN thắt chặt kiểm soát thị trường vàng

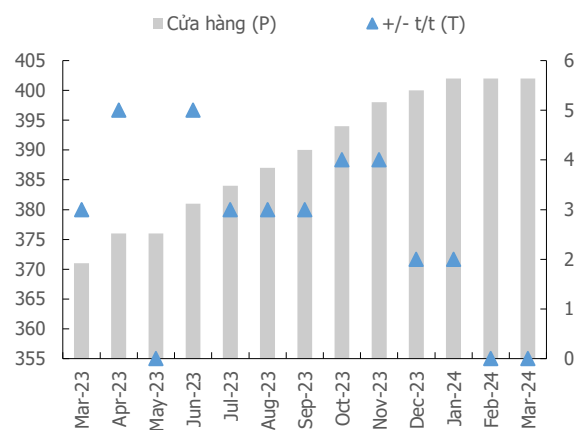
Theo ban lãnh đạo, việc NHNN thắt chặt kiểm soát đã khiến PNJ gặp khó khăn trong việc nhập khẩu vàng nguyên liệu do các nhà cung cấp của PNJ (các cửa hàng độc lập nhỏ) đóng cửa để tránh bị kiểm tra. Do đó, PNJ không có đủ vàng nguyên liệu để sản xuất cho ngày vía Thần Tài. Chúng tôi cho rằng đây cũng là lý do khiến PNJ chỉ mở 1 cửa hàng trong 1Q24 so với 7 cửa hàng trong 1Q23.

**Biểu đồ 34. Khách hàng cũ và khách hàng mới tăng lần lượt 16% và 11% n/n vào năm 2023.**



Ghi chú: Dữ liệu được công bố bởi PNJ tại ĐHCĐ 2024 (Biểu đồ mang tính minh họa)  
 Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN

**Biểu đồ 35. Tổng số của hàng của PNJ tăng 1 trong 1Q24 so với 7 cửa hàng trong 1Q23.**



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS VN



■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 15/05/2024.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 15/05/2024.

Người thực hiện: Phòng Phân Tích

## Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2024 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp.