

BẢN LẺ **Chương mới**

NỘI DUNG

I.	Tóm tắt sơ lược	2
II.	Kinh tế sáng hơn, chi tiêu nhiều hơn	4
III.	Chương mới	5
	1. Điện tử và điện máy – Đà phục hồi sẽ tiếp tục ở tốc độ nhanh hơn	4
	2. Trang sức – Trang sức bán lẻ sẽ là động lực phục hồi chính	6
	3. Chăm sóc sức khỏe – Tăng trưởng ngắn hạn được hỗ trợ bởi triển vọng tích cực trong dài hạn	8
	4. Bách hóa – Siêu thị mini sẽ mở rộng nhanh hơn trong năm 2025	11
IV.	Rủi ro cần cân nhắc	13
V.	Phân tích công ty	14
	Thế Giới Di Động (MWG)	15
	Bán lẻ FPT (FRT)	16
	Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)	17

Báo cáo nói về điều gì?

- Ngành bán lẻ nhìn chung có triển vọng tích cực trong năm 2025.
- Bán lẻ điện máy và trang sức sẽ tiếp tục phục hồi.
- Siêu thị mini sẽ mở rộng và giữ vững lợi nhuận.

I. Tóm tắt sơ lược

Ngành bán lẻ nhìn chung sẽ có triển vọng tích cực trong 2025

Chúng tôi cho rằng ngành bán lẻ nhìn chung sẽ có triển vọng tích cực trong năm 2025. (1) Các chuỗi bán lẻ điện tử - điện máy và trang sức sẽ tiếp tục phục hồi do nhu cầu của người tiêu dùng phục hồi. (2) Siêu thị mini sẽ bước vào giai đoạn mở rộng mới sau khi hoàn tất quá trình tối ưu hóa chuỗi cung ứng. (3) Đối với các nhà bán lẻ được phẩm hiện đại, chúng tôi cho rằng họ đang tiến gần đến trạm cuối của giai đoạn mở rộng nhanh chóng, theo sau sẽ là quá trình hợp nhất thị phần. (4) Đối với các trung tâm tiêm chủng, chúng tôi tin rằng họ sẽ tiếp tục mở rộng do tỷ lệ tiêm chủng của người Việt Nam hiện còn thấp.

Bán lẻ điện tử - điện máy sẽ tiếp tục phục hồi

Trong 9 tháng 2024, chỉ số niềm tin người tiêu dùng (CCI) nhìn chung đã có phần cải thiện so với năm 2023 trong bối cảnh tình hình kinh tế tốt hơn. Từ đó, tổng doanh thu của 4 chuỗi bán lẻ điện tử - điện máy niêm yết đã phục hồi lên ~87% doanh thu năm 2022 (so với khoảng 83% của năm ngoái). Trong năm 2025F, chúng tôi kỳ vọng sức mua của người tiêu dùng sẽ cao hơn trong bối cảnh triển vọng kinh tế tốt hơn, từ đó tiếp tục thúc đẩy sự phục hồi của các chuỗi. Cụ thể, điện thoại di động sẽ là động lực chính, trong khi hầu hết các mặt hàng điện tử điện máy khác sẽ tăng trưởng ở mức một chữ số, ngoại trừ máy lạnh.

Nhu cầu Trang sức Bán lẻ sẽ cao hơn

Trong 9 tháng 2024, nhu cầu về trang sức bán lẻ đã trên đà phục hồi (Doanh thu trang sức bán lẻ của PNJ: +16.9% svck). Tuy nhiên, so với năm 2022, chúng tôi thấy rằng doanh thu trang sức bán lẻ của PNJ trên mỗi cửa hàng vẫn thấp hơn, điều này ngụ ý rằng nhu cầu đối với các sản phẩm xa xỉ vẫn chưa phục hồi hoàn toàn. Do đó, trong năm 2025, với triển vọng kinh tế tươi sáng hơn, chúng tôi cho rằng người tiêu dùng sẽ chi tiêu nhiều hơn cho các sản phẩm trang sức. Trong dài hạn, trang sức có thương hiệu sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ sự dịch chuyển của người tiêu dùng khỏi các sản phẩm không có thương hiệu.

Siêu thị mini sẽ bước vào giai đoạn mở rộng

Trong 3Q24, 2 chuỗi siêu thị mini (BHX và WCM) đã có thể mở rộng và duy trì LNST dương. Trong 2025, chúng tôi cho rằng BHX và WCM sẽ ưu tiên việc mở rộng để giành thị phần hơn là tối ưu lợi nhuận. Bán lẻ tạp hóa hiện đại tại Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa để phát triển vì kênh này chỉ chiếm 12.2% giá trị thị trường bán lẻ tạp hóa, thấp hơn nhiều so với ~50% của Thái Lan và Indonesia. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng BHX và WCM sẽ mở khoảng 300 và 400 cửa hàng sau khi tập trung vào việc tối ưu hóa chuỗi cung ứng trong năm 2024.

Trong năm 2025, các cổ phiếu ưu thích của chúng tôi là PNJ (tỷ suất sinh lợi +20.8%) và MWG (tỷ suất sinh lợi +21.0%).

Bảng 01 . Danh mục cổ phiếu

Khuyến nghị & GMT			Lợi nhuận & Định giá										
Company				Doanh thu	LNHD	LNST	EPS	BPS	ROE	ROA	PE	PB	EV/EBI TDA
				(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(VND)	(%)	(%)	(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)	60,600	2020A	108,546	5,216	3,918	8,650	34,139	28.4	8.9	15.2	3.8	8.2
	Vốn hóa. (Tỷ đồng)	89,151	2021A	122,958	5,888	4,899	6,861	28,561	27.3	9.0	19.2	4.6	11.3
			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 Lê 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)	186,800	2020A	14,661	14	10	266	15,367	2.0	0.4	101.1	2.1	0.5
	Vốn hóa. (Tỷ đồng)	25,287	2021A	22,495	546	444	5,618	21,045	30.9	5.5	17.6	4.7	2.2
			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
Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (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)	97,900	2020A	17,511	1,508	1,069	4,463	23,029	21.8	12.5	17.7	3.4	12.3
	Vốn hóa. (Tỷ đồng)	33,081	2021A	19,547	1,409	1,029	4,295	26,416	18.3	10.7	18.4	3.0	13.7
			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: Dự phóng KQKD 2025

(tỷ đồng, %, %p)

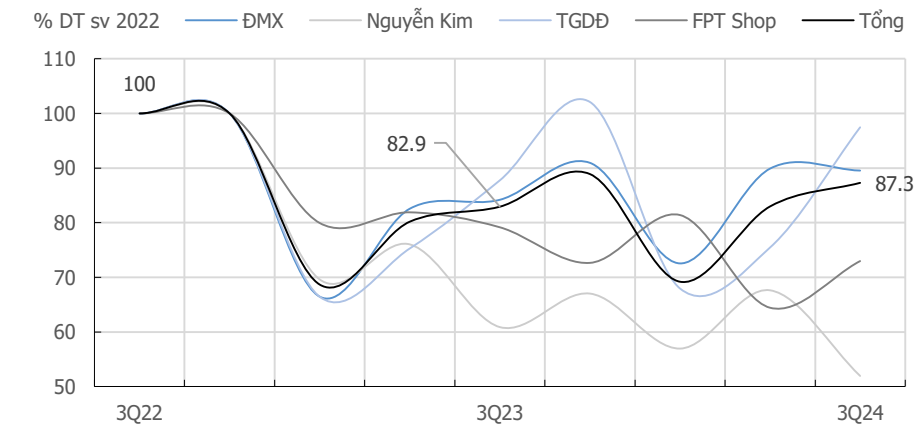
	Doanh thu			LNST		
	2024F	2025F	n/n	2024F	2025F	n/n
MWG	133,427	147,870	10.8	4,028	5,405	34.2
FRT	40,989	53,525	30.6	476	874	83.8
PNJ	38,585	40,159	4.1	2,147	2,514	17.1
Tổng	213,001	241,554	13.4	6,651	8,793	32.2

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

I. Kinh tế sáng hơn, chi tiêu nhiều hơn

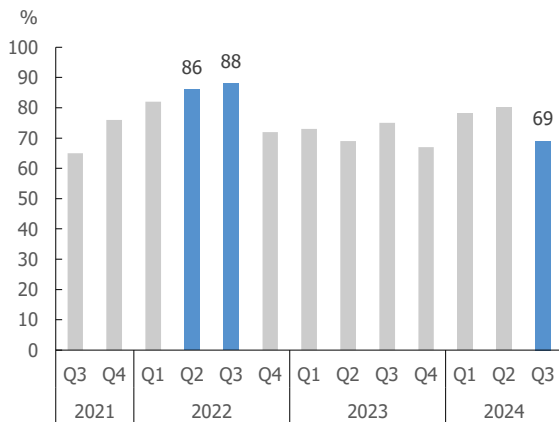
Trong 9 tháng 2024, chỉ số niềm tin người tiêu dùng (CCI) nhìn chung đã cải thiện so với năm 2023 trong bối cảnh tình hình kinh tế tốt hơn. Từ đó, tổng doanh thu của 4 chuỗi bán lẻ điện thoại – điện máy niêm yết đã phục hồi lên ~87% doanh thu năm 2022 (so với ~83% của năm ngoái). Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng sức mua của người tiêu dùng sẽ tiếp tục cải thiện trong bối cảnh triển vọng kinh tế tích cực, được thúc đẩy bởi (1) các hoạt động sản xuất nhộn nhịp và (2) thị trường việc làm tốt hơn. Trên thực tế, chúng tôi thấy rằng chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) và chỉ số lao động làm việc trong khu vực công nghiệp (LEI) tiếp tục cải thiện trong các tháng gần đây, ngụ ý rằng nền kinh tế sẽ tiếp tục sáng trong 2025. Với kịch bản đó, chúng tôi nghĩ rằng các nhà bán lẻ sẽ tiếp tục phục hồi với tốc độ nhanh hơn vào năm 2025.

Hình 1. Tổng doanh thu của 4 chuỗi bán lẻ điện tử - điện máy phục hồi lên ~87% so với năm 2022



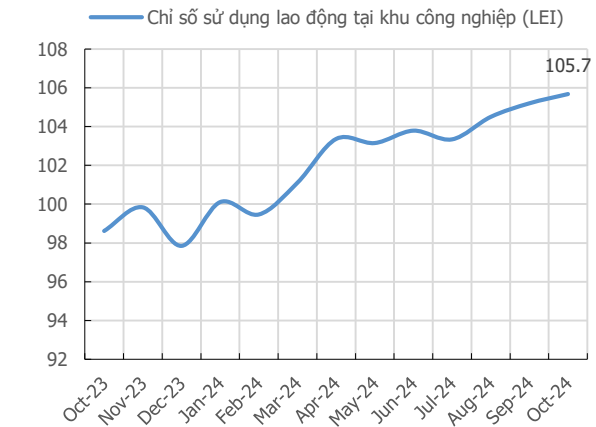
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 2. Chỉ số niềm tin người tiêu dùng 9 tháng đầu năm 2024 đã cải thiện so với năm 2023.



Kinh tế sẽ tích cực hay tí nhất là tương đương trong 12 tháng tới.
 Nguồn: Kantar Worldpanel Division, KIS Research

Hình 3. Chỉ số lao động có việc làm tiếp tục tăng, cho thấy triển vọng kinh tế tươi sáng



Nguồn: TCTK, KIS Research

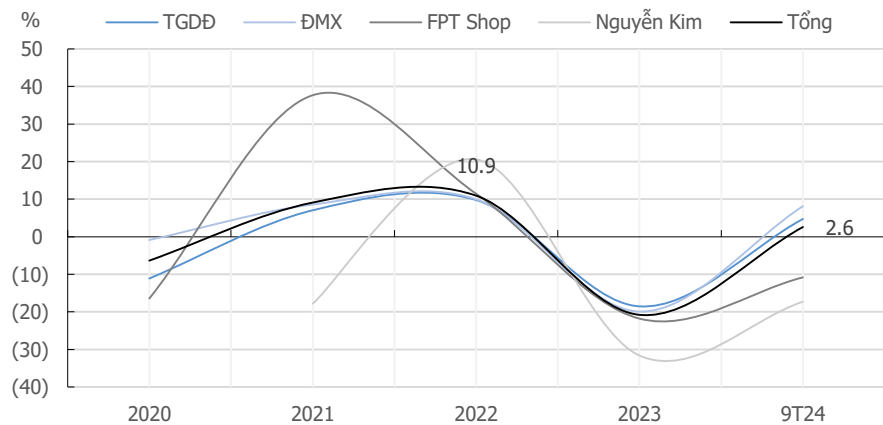
II. Chương mới

1. Điện tử và điện máy – Đà phục hồi sẽ tiếp tục

Điện thoại di động sẽ là động lực phục hồi chính trong 2025.

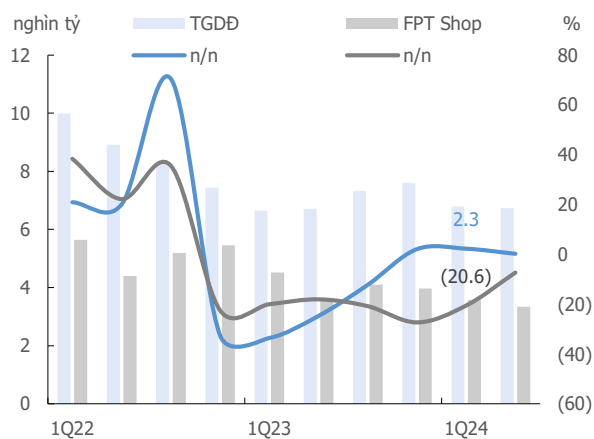
Trong 9 tháng 2024, doanh thu của 4 chuỗi bán lẻ điện tử - điện máy niêm yết tăng trưởng 2.6% svck, phản ánh sự phục hồi từ mức đáy năm 2023. Trong đó, doanh thu của TGDD và ĐMX tăng trưởng 4.7% svck và 8.2% svck nhưng doanh thu của FPT Shop và Nguyễn Kim tiếp tục giảm 10.8% svck và 17.3% svck. Trong năm 2025, với triển vọng nền kinh tế sáng sủa hơn, chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi sẽ tiếp tục với tốc độ nhanh hơn, đặc biệt là đối với FPT Shop và Nguyễn Kim. Chúng tôi kỳ vọng rằng điện thoại di động sẽ là động lực phục hồi chính cho các ngành hàng điện tử - điện máy do chu kỳ thay thế điện thoại di động 2021 - 2024-25. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng rằng hầu hết các sản phẩm điện tử - điện máy khác sẽ tăng trưởng ở mức một chữ số ngoại trừ máy điều hòa không khí do chu kỳ El-Nino đã kết thúc.

Hình 4. Doanh số của 4 nhà bán lẻ điện tử - điện máy niêm yết tăng 2.6% svck trong 9T24



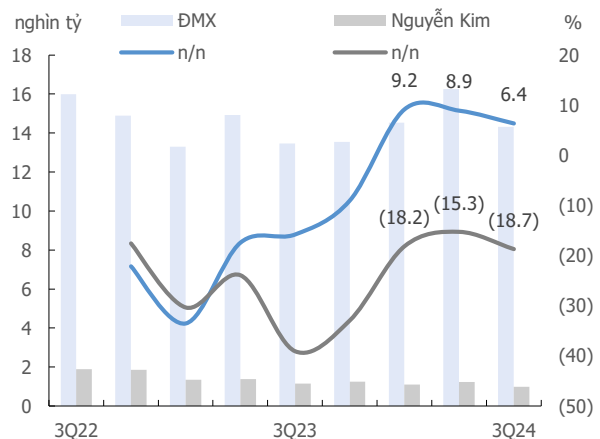
Nguồn: TCTK, KIS Research

Hình 5. TGDD và FPT Shop đang trên đà phục hồi



Nguồn: TCTK, KIS Research

Hình 6. ĐMX đã trên đà phục hồi, trong khi Nguyễn Kim vẫn còn nhiều thách thức

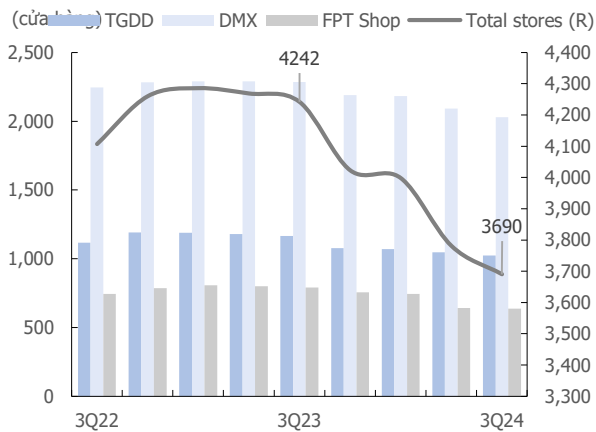


Nguồn: TCTK, KIS Research

Biên lợi nhuận hoạt động sẽ được cải thiện sau khi tái cấu trúc.

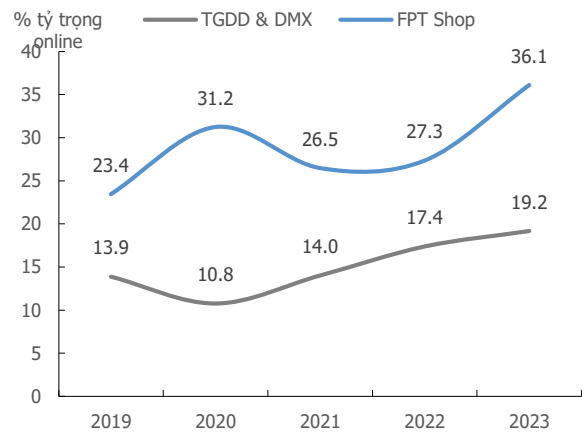
Trong 9 tháng đầu năm 2024, MWG và FRT đã đóng tổng cộng 333 cửa hàng điện tử - điện máy (so với 237 cửa hàng đã đóng của trong năm 2023), trong đó ĐMX (-160 svđn), TGDD (-55 svđn) và FPT Shop (-118 svđn) trong bối cảnh ngành hàng đã bão hòa trong dài hạn. Tính đến 3Q24, chúng tôi thấy rằng số lượng cửa hàng đóng cửa đã có phần chậm lại (-91 trong quý 3 năm 2024 so với -217 cửa hàng trong quý 2 năm 2024). Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng MWG và FRT sẽ duy trì mức cửa hàng hiện tại vì chúng tôi tin rằng cả MWG và FRT đều đã hoàn thành kế hoạch tái cấu trúc, qua đó đạt được mức cửa hàng tối ưu của mình. Bên cạnh đó, sự sụt giảm về số lượng cửa hàng đã được bù đắp bằng sự gia tăng doanh thu trên mỗi cửa hàng để doanh thu có thể duy trì xu hướng phục hồi. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng biên hoạt động trong năm 2025 sẽ được cải thiện do chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu thấp hơn. Về lâu dài, chúng tôi cho rằng người tiêu dùng sẽ tiếp tục chuyển sang các kênh trực tuyến. Trong 5 năm trở lại đây, tỷ trọng của kênh này trong tổng doanh thu của TGDD&ĐMX và FPT Shop liên tục tăng.

Hình 7. TGDD, ĐMX và FPT Shop đóng cửa cửa hàng trong bối cảnh thị trường bão hòa dài hạn



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 8. Trong dài hạn, người tiêu dùng sẽ tiếp tục chuyển sang các kênh trực tuyến



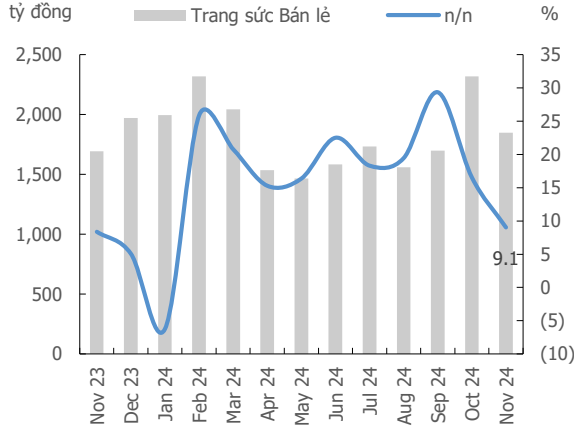
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

2. Trang sức – Trang sức bán lẻ sẽ là động lực

Trang sức Bán lẻ sẽ tiếp tục phục hồi.

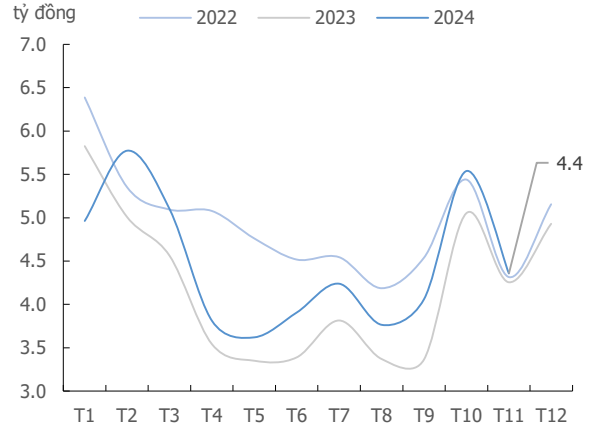
Trong 11 tháng 2024, nhu cầu về Trang sức Bán lẻ đã trên đà phục hồi (Doanh thu trang sức bán lẻ của PNJ: +16.1% svck). Tuy nhiên, so với năm 2022, chúng tôi thấy rằng Doanh thu Trang sức Bán lẻ của PNJ trên mỗi cửa hàng vẫn thấp hơn, ngụ ý rằng nhu cầu về các sản phẩm xa xỉ vẫn chưa phục hồi hoàn toàn. Do đó, trong năm 2025, với kỳ vọng nền kinh tế tươi sáng hơn, chúng tôi cho rằng người tiêu dùng sẽ chi tiêu nhiều hơn cho các sản phẩm trang sức.

Hình 9. Bán lẻ trang sức của PNJ đã trên đà phục hồi trong 9 tháng đầu năm 2024



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 10. Doanh số bán lẻ trang sức PNJ theo cửa hàng trong 10 tháng 24 vẫn thấp hơn năm 2022

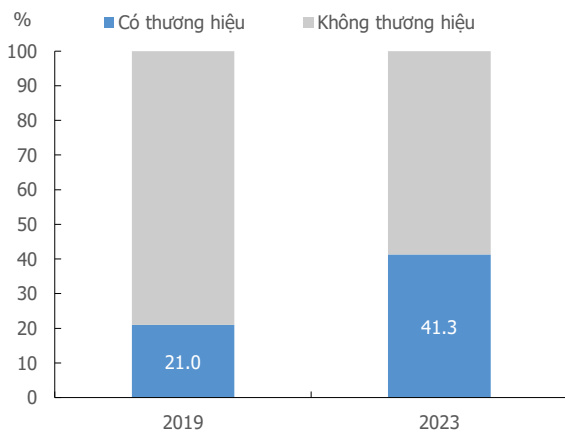


Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

PNJ sẽ hưởng lợi từ việc giành thêm thị phần.

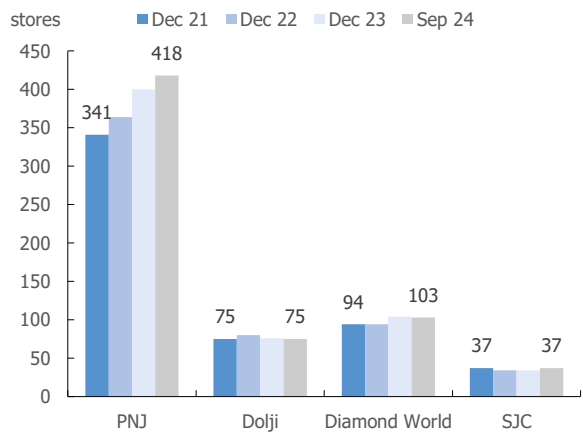
Trong 2Q24, NHNN đã có những động thái can thiệp nhằm bình ổn thị trường vàng (kiểm tra vàng không rõ nguồn gốc, kiến nghị xóa bỏ tình trạng độc quyền nhập khẩu vàng thô,...), dẫn đến việc đóng cửa của nhiều cửa hàng bán lẻ vàng nhỏ lẻ để né tránh việc kiểm tra. Tính đến tháng 10 năm 2024, chúng tôi thấy PNJ đã mở rộng lên 418 cửa hàng (+18 svdn), trong khi số cửa hàng Dolji và Thế Giới Kim Cương vẫn duy trì ở mức 75 (-1 svdn) và 103 (-1 svdn). Do đó, chúng tôi cho rằng PNJ đã giành được thêm thị phần trong năm 2024, điều này sẽ thúc đẩy hơn nữa đà phục hồi trong năm 2025. Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ mở 25 cửa hàng để giành tiếp tục giành thêm thị phần. Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng các nhà bán lẻ trang sức có thương hiệu sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ sự dịch chuyển của người tiêu dùng khỏi các sản phẩm không có thương hiệu.

Hình 11. Người tiêu dùng tiếp tục chuyển sang trang sức có thương hiệu



Thị phần trang sức có thương hiệu bao gồm PNJ, SJC và Dolji
 Nguồn: Euromonitor, KIS Research

Hình 12. PNJ đã giành được thị phần trong 9 tháng đầu năm 2024, điều này sẽ thúc đẩy sự phục hồi hơn nữa



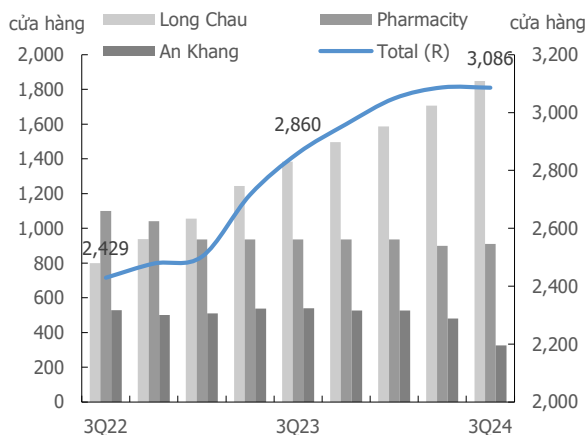
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

3. Chăm sóc sức khỏe – Tăng trưởng ngắn hạn được hỗ trợ bởi triển vọng tích cực trong dài hạn

Chuỗi nhà thuốc hiện đại gần như đã đến cuối giai đoạn mở rộng thần tốc, theo sau bởi giai đoạn hợp nhất thị phần.

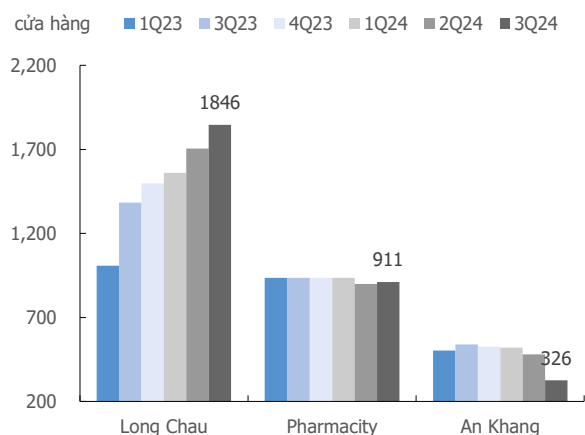
Tính đến 3Q24, 3 chuỗi nhà bán thuốc hiện đại lớn nhất sở hữu 3,086 cửa hàng (+126 svdn; +226 svck), trong đó chúng tôi thấy tốc độ mở cửa hàng ròng đã chậm lại trong các quý gần đây (hình 13). Trong 9 tháng 24, LC đã mở 352 cửa hàng để duy trì vị trí dẫn đầu với 1,846 cửa hàng, tiếp theo là Pharmacity (911 cửa hàng; -5 svdn) và An Khang (326 cửa hàng; -201 svdn). Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng LC sẽ tiếp tục mở ~400 cửa hàng để đạt mức ~2,300 cửa hàng, phù hợp với mục tiêu của ban quản lý là 2,500 – 3,000 cửa hàng vào cuối giai đoạn mở rộng. Trong khi đó, Pharmacity và An Khang sẽ duy trì số lượng cửa hàng hiện tại để tập trung vào việc tối ưu hóa chuỗi giá trị nhằm giảm lỗ. Bên cạnh đó, chúng tôi tin rằng luật mới về việc cho phép các sản phẩm thuốc không kê đơn được bán trực tuyến sẽ giúp tăng doanh thu của các nhà thuốc hiện đại trong dài hạn.

Hình 13. Việc mở rộng chuỗi nhà thuốc hiện đại đã chậm lại trong các quý gần đây



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 14. LC tiếp tục mở rộng, trong khi An bắt đầu thu hẹp kể từ quý 3 năm 2024



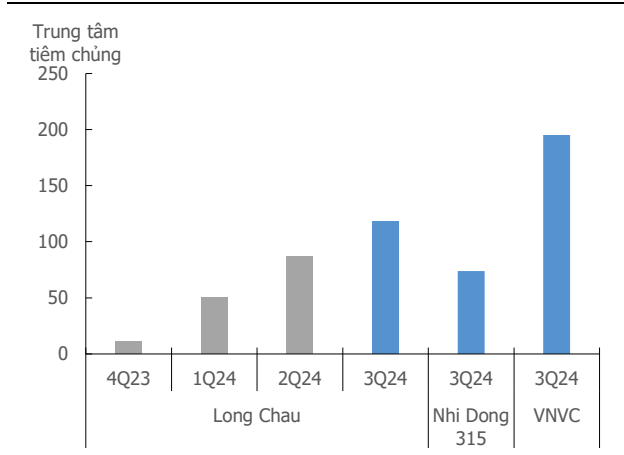
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Đáng chú ý, chúng tôi nhận thấy việc hợp nhất thị phần đang diễn ra trong mảng bán lẻ dược hiện đại với việc đóng cửa 155 cửa hàng An Khang trong 3Q24 - mà chúng tôi tin rằng đã được giành lấy bởi LC (LC đã mở 143 cửa hàng trong 3Q24 - nhanh hơn mức trung bình là 100 cửa hàng). Trong dài hạn, chúng tôi tin rằng thị trường bán lẻ dược phẩm sẽ hợp nhất chỉ còn 2 công ty dẫn đầu. (1) Sự thống trị của LC và Pharmacity khiến bất kỳ chuỗi mới nào muốn tham gia và mở rộng quy mô đều gặp nhiều khó khăn vì người tiêu dùng đã có những địa điểm yêu thích để mua thuốc. (2) Các chuỗi nhỏ hơn sẽ không thể mở rộng quy mô để đạt đến điểm hòa vốn và cuối cùng sẽ rời khỏi thị trường để ngừng thua lỗ.

Các trung tâm tiêm chủng vẫn còn nhiều dư địa để mở rộng trong dài hạn do tỷ lệ tiêm chủng còn thấp.

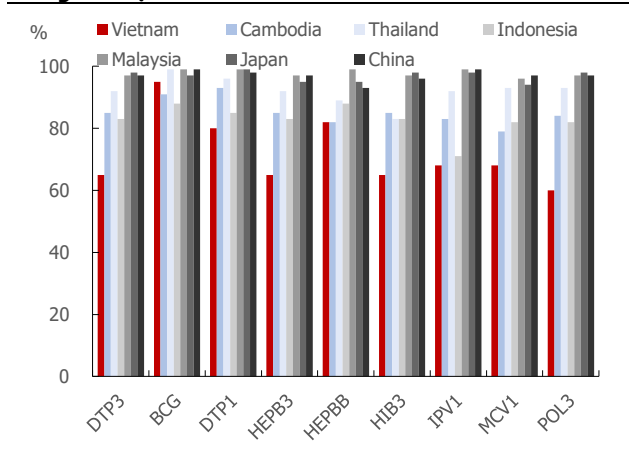
Trong 9 tháng đầu năm 2024, LC đã mở 105 trung tâm tiêm chủng, nâng tổng số lên 115 trung tâm tiêm chủng nhờ quy mô và độ nhận diện của chuỗi nhà thuốc LC. Tính đến 3Q24, LC là chuỗi trung tâm tiêm chủng lớn thứ hai tại Việt Nam, bám sát VNVC về số lượng cửa hàng. Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng LC sẽ mở khoảng 100 trung tâm tiêm chủng, qua đó duy trì vị trí thứ 2. Về lâu dài, chúng tôi tin rằng các trung tâm tiêm chủng vẫn còn dư địa phát triển khá do tỷ lệ tiêm chủng của người Việt Nam còn thấp. Đặc biệt, chúng tôi tin rằng việc bổ sung gần đây 3 loại vắc-xin mới (HPV, cúm và phế cầu) vào Chương trình tiêm chủng mở rộng (TCMR) sẽ có tác động tích cực đến các trung tâm tiêm chủng tư nhân vì điều này sẽ giúp nâng cao nhận thức của người Việt Nam về việc phòng bệnh. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng khu vực công (cả về cơ sở hạ tầng và ngân sách) sẽ gặp khó khăn trong việc đáp ứng nhu cầu gia tăng này.

Hình 15. Các trung tâm tiêm chủng LC mở rộng nhanh chóng do các hiệu thuốc LC có phạm vi phủ sóng rộng rãi



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 16. Tỷ lệ tiêm chủng mở rộng của Chương trình tiêm chủng mở rộng Việt Nam vẫn còn thấp so với các nước trong khu vực



Nguồn: Unicef, KIS Research.¹

Bảng 17. Danh sách các bệnh có thể phòng ngừa bằng vắc-xin và tình trạng bao phủ của chương trình TCMR

	Diphtheria	Hepatitis B	Japanese	Measles	HIB	Pertussis	Polio	Rubella	Tetanus	Rotavirus	Tuberculosis	Typhoid	Cholera	Cervical cancer*	Hepatitis A	Influenza*	Mumps	Meningitis	Meningococcal	Pneumonia*	Rabies	Varicella	Yellow fever
TCMR	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Ngoài TCMR	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

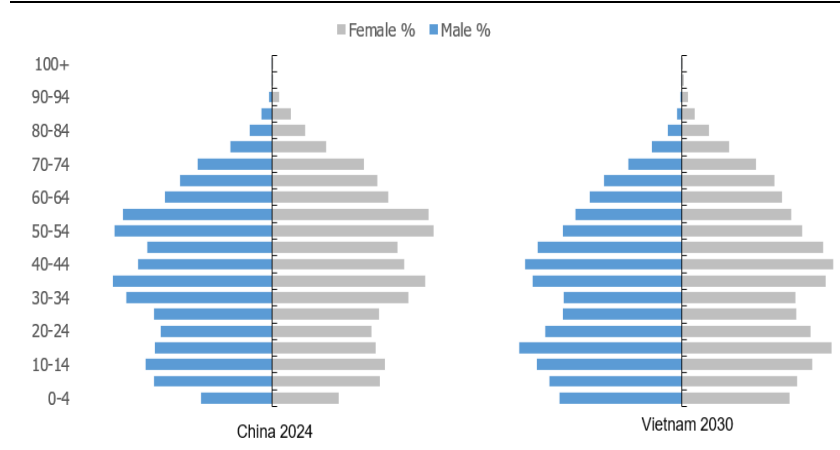
Ghi chú: Vắc xin phòng bệnh phế cầu, HPV, cúm sẽ được thêm vào chương trình TCMR từ năm 2025, 2026 and 2030.
 Nguồn: Bộ Y tế, KISResearch

¹ BCG, DTP3, POL3, HEP3, HIB3... là tên viết tắt của các loại vắc-xin thông dụng trong TCMR.

Các nhà thuốc hiện đại và các trung tâm vắc-xin đều có triển vọng tích cực trong dài hạn.

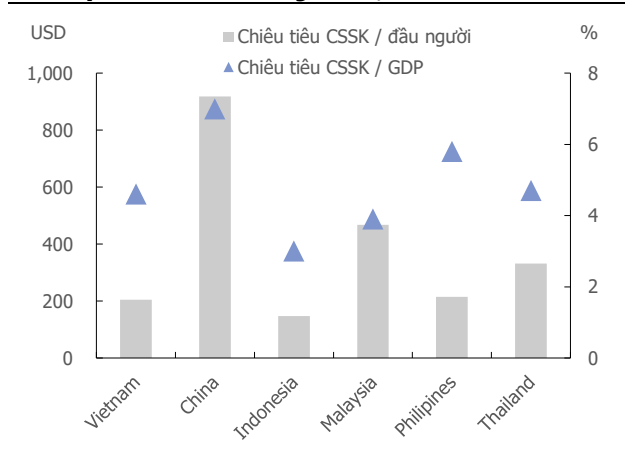
Ngành chăm sóc sức khỏe vẫn tích cực trong dài hạn do (1) dân số già hóa và (2) chi tiêu chăm sóc sức khỏe tăng do thu nhập bình quân tăng. Theo ước tính của Population Pyramid cho giai đoạn 2024-2030, Việt Nam đang bước vào giai đoạn chuyển dịch nhân khẩu học đặc trưng bởi tỷ lệ trẻ em giảm xuống 19% (giảm từ 22% tính đến tháng 11 năm 2024) và dân số cao tuổi lên đạt 19% (tăng từ 16% tính đến tháng 11 năm 2024). Đồng thời, chi tiêu cho chăm sóc sức khỏe tại Việt Nam đã chứng minh sự tăng trưởng ổn định ở cả khu vực công và tư trong những năm gần đây. Do đó, chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục, được thúc đẩy bởi triển vọng kinh tế tích cực tại Việt Nam.

Hình 18. Số lượng người cao tuổi sẽ tăng từ 16% vào năm 2024 lên 19% vào năm 2030.



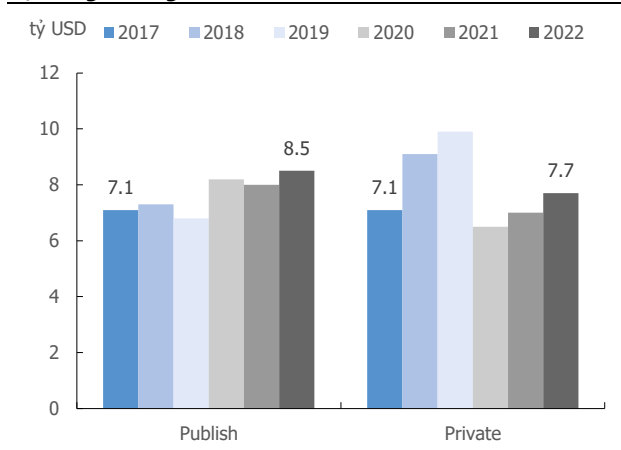
Nguồn: Population Pyramid, KISVN

Hình 19. Chi tiêu y tế bình quân đầu người của Việt Nam vẫn thấp hơn các nước trong khu vực



Nguồn: World Bank, KIS Research

Hình 20. Thu nhập hộ gia đình ở Việt Nam dự kiến sẽ liên tục tăng trưởng



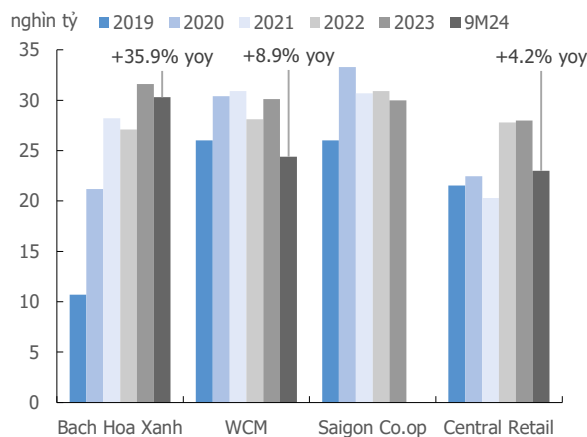
Nguồn: EIU Forecast, KIS Research

4. Bán lẻ tạp hóa – Minimart sẽ mở rộng nhanh hơn trong năm 2025

Siêu thị mini sẽ là động lực chính cho bán lẻ tạp hóa hiện đại.

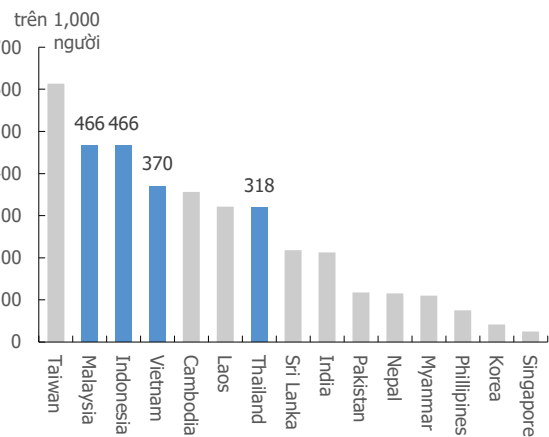
Trong 9 tháng 24, doanh thu của hai chuỗi siêu thị mini (BHX và WCM) tăng trưởng mạnh lên 30.3 nghìn tỷ đồng (+35.9% svck) và 24.4 nghìn tỷ đồng (+8.9% svck). So với doanh thu bán hàng tạp hóa của Central Retail (23.0 nghìn tỷ đồng; +4.2% svck), chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng siêu thị mini sẽ là động lực chính cho bán lẻ tạp hóa hiện đại tại Việt Nam. Dựa trên quan sát của mình, chúng tôi thấy rằng siêu thị mini phổ biến ở các quốc gia mà ở đó có tỷ lệ sở hữu xe máy cao như Malaysia, Indonesia, Thái Lan và Việt Nam do sự thuận tiện trong việc di chuyển. Ở các thị trường phát triển (Nhật Bản và Hàn Quốc), nơi các siêu thị lớn vốn đã được kết nối sẵn với cơ sở hạ tầng và phương tiện giao thông công cộng tốt, thì sự tiện lợi của siêu thị mini có thể sẽ không rõ ràng.

Hình 21. Siêu thị mini là động lực chính thúc đẩy bán lẻ tạp hóa hiện đại tại Việt Nam



Doanh số của Central Retail chỉ bao gồm mảng thực phẩm tại Việt Nam
 Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 22. Tỷ lệ sở hữu xe máy cao nhấn mạnh sự tiện lợi của các siêu thị mini

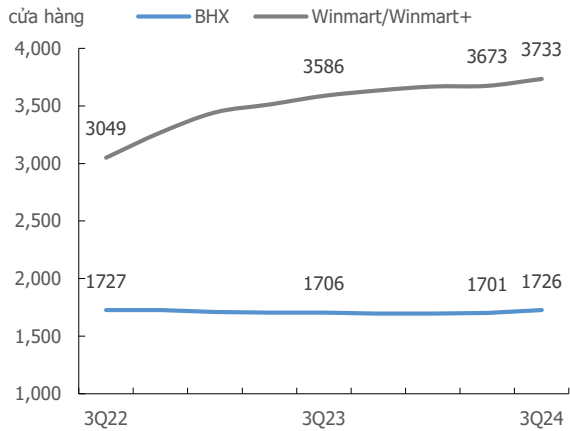


Nguồn: Asia Automotive, KIS Research

Siêu thị mini sẽ ưu tiên mở rộng hơn là lợi nhuận.

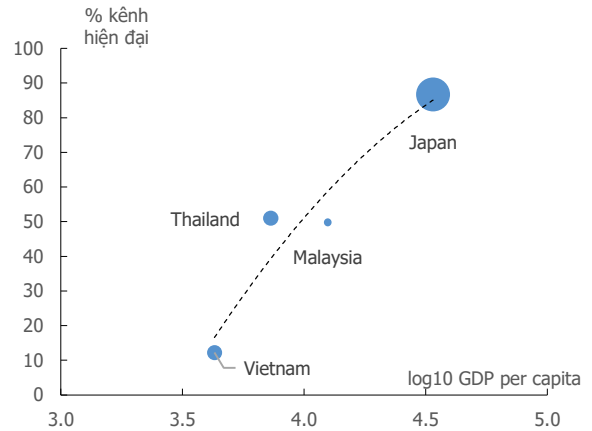
Hai chuỗi siêu thị mini (BHX và WCM) đã có thể mở rộng mà vẫn giữ LNST dương. Trong quý 3 năm 2024, BHX đã mở 25 cửa hàng (+28 svđn) và WCM đã mở 60 cửa hàng (+100 svđn), trong khi ghi nhận LNST lần lượt là khoảng 90 tỷ đồng và 20 tỷ đồng. Trong năm 2025, chúng tôi cho rằng BHX và WCM sẽ ưu tiên mở rộng hơn là lợi nhuận để giành thị phần. Bán lẻ tạp hóa hiện đại tại Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng vì kênh này hiện chỉ chiếm 12.2% giá trị thị trường bán lẻ tạp hóa, so với ~50% của Thái Lan và Indonesia. Chúng tôi kỳ vọng BHX và WCM sẽ mở lần lượt 300 và 400 cửa hàng, trong khi vẫn duy trì được LNST dương.

Hình 23. BHX và WCM mở thêm nhiều cửa hàng trong quý 3 năm 2024, đồng thời ghi nhận LNST dương



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 24. Bán lẻ tạp hóa hiện đại tại Việt Nam chỉ chiếm 12.2% tổng giá trị bán lẻ tạp hóa

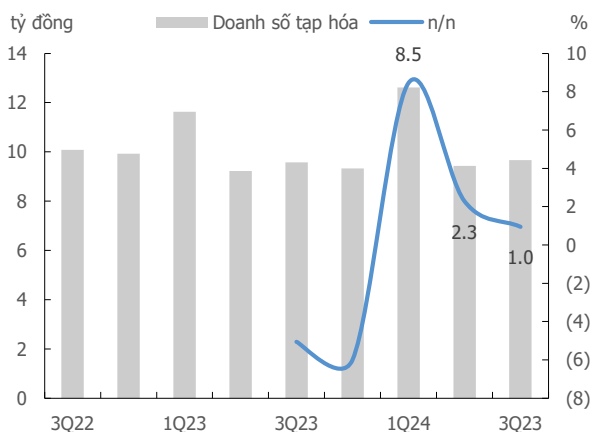


Nguồn: Euromonitor, KIS Research

Người tiêu dùng vẫn sẽ chọn siêu thị lớn trong các dịp đặc biệt

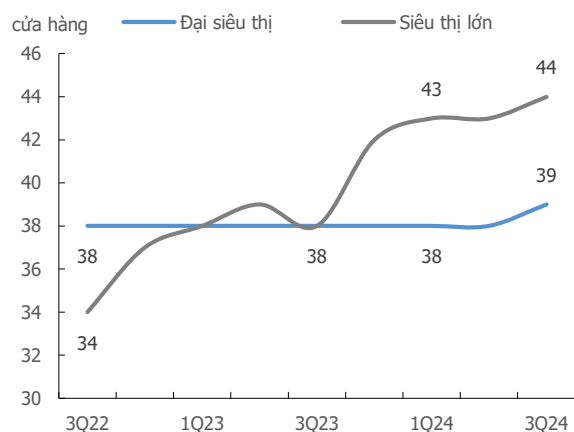
Chúng tôi nhận thấy rằng người tiêu dùng đã chuyển hướng mua sắm các sản phẩm tạp hóa hàng ngày từ các kênh truyền thống sang các siêu thị mini nhưng vẫn ưa thích các siêu thị lớn và đại siêu thị cho các dịp đặc biệt do các chương trình giảm giá và khuyến mại cao hơn. Trên thực tế, doanh thu bán hàng tạp hóa của Central Retail trong 9 tháng 24 đã tăng lên 23.0 nghìn tỷ đồng (+4.2% svck; 31.7 tỷ Bạt Thái) tại Việt Nam, trong đó quý 1 năm 24 tăng 8.5% svck so với 2.3% svck trong quý 2 và 1.0% svck trong quý 3 - do kỳ nghỉ Tết và việc mở 5 siêu thị lớn svck. Trong năm 2025, chúng tôi cho rằng người tiêu dùng sẽ tiếp tục mua sắm tại các cửa hàng lớn khi có nhu cầu mua nhiều mặt hàng do giá hấp dẫn.

Hình 25. Sau khi tăng mạnh vào quý 1 năm 2024, doanh số của Central Retail tiếp tục âm đạm trong 2Q-3Q/2024



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 26. Central Retail mở 1 siêu thị lớn và 1 đại siêu thị trong quý 3 năm 2024

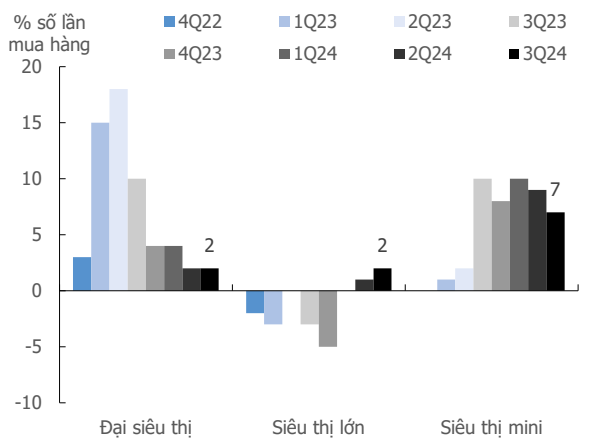


Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Người tiêu dùng sẽ đến các siêu thị lớn ít thường xuyên hơn.

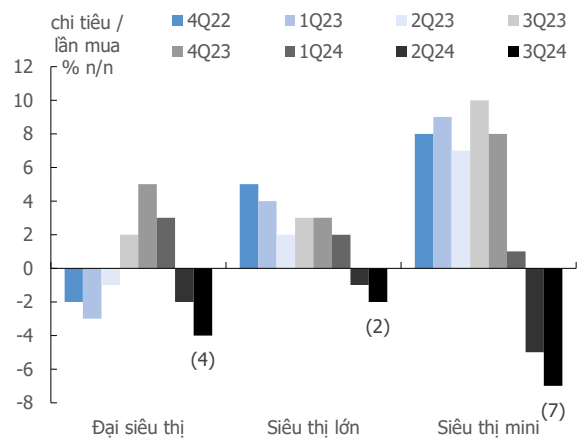
Chúng tôi cho rằng người tiêu dùng đã thay thế việc mua một số sản phẩm thường ngày bằng các siêu thị mini, qua đó giảm tần suất mua hàng tại các siêu thị lớn. (1) Doanh thu của Saigon Co.op chỉ tăng trưởng kép ở mức 3.6% trong giai đoạn 2019-23 hoặc thậm chí là -1.1% trong giai đoạn 2021-23. (2) Mặc dù vận hành thêm 5 - 6 siêu thị lớn trong quý 2-3 năm 2024 so với quý 2-3 năm 2023, doanh thu bán hàng tạp hóa của Central Retail chỉ tăng trưởng lần lượt 2.3% và 1.0% svck. (3). Theo Kantar, số lượt ghé thăm các siêu thị lớn đã giảm trong hầu hết 8 quý gần đây. Trong năm 2025, chúng tôi cho rằng doanh thu của các siêu thị lớn sẽ tăng trưởng ở mức thấp vì người tiêu dùng sẽ ít ghé thăm hơn trong khi tốc độ mở rộng sẽ chậm do khó khăn trong việc tìm kiếm mặt bằng cho thuê phù hợp.

Hình 27. Số lượt ghé thăm các siêu thị lớn giảm so với sự gia tăng ở các cửa hàng tiện lợi



Nguồn: Kantar Worldpanel, KIS Research

Hình 28. Người tiêu dùng đến các siêu thị mini nhiều hơn nhưng chi tiêu ít hơn cho mỗi lần đi



Nguồn: Kantar Worldpanel, KIS Research

III. Rủi ro cần cân nhắc

Chi tiêu của người tiêu dùng sẽ bị ảnh hưởng nếu nền kinh tế phục hồi chậm hơn dự kiến.

Tóm lại, sự cải thiện trong chi tiêu của người tiêu dùng vẫn là chất xúc tác chính cho các nhà chuỗi bán lẻ điện tử-điện máy và trang sức trong năm 2025, vốn có liên quan chặt chẽ đến sức mua. Do đó, sự phục hồi chậm hơn của nền kinh tế sẽ ảnh hưởng đến triển vọng ngắn hạn của các nhà bán lẻ được đề cập. Đối với các siêu thị mini, chúng tôi cho rằng rủi ro chính sẽ là liệu họ có thể duy trì biên lợi nhuận ròng dương khi bước vào giai đoạn mở rộng hay không. Đối với các nhà bán lẻ trang sức, tình trạng thiếu nguyên liệu thô sẽ có tác động tiêu cực đến biên gộp trang sức bán lẻ. Đối với chuỗi bán lẻ dược phẩm, lợi nhuận của các mảng chăm sóc sức khỏe mới (như trung tâm tiêm chủng) sẽ là rủi ro chính.

Phân tích công ty

Thế Giới Di Động

MWG

Bán lẻ FPT

FRT

Vàng bạc đá quý Phú Nhuận

PNJ

Thế Giới Di Động (MWG)

		DT	LNHĐ	LNST	EPS	%	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
		(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Giá cp (02/01/2025, đồng)	60,600											
Vốn hóa (tỷ đồng)	88,566											
SLCP lưu hành (triệu)	1,461											
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	70,000/ 41,570	2022A	133,405	6,644	4,100	2,802 (59.2)	16,338	15.3	2.6	6.9	15.3	1.2
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	482	2023A	118,279	1,017	167	114 (95.9)	15,953	428.5	2.8	0.3	0.7	0.8
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	80.5/ 46.1	2024F	133,427	5,770	4,028	2,755 1,549	18,741	21.8	3.2	6.1	14.7	0.8
Cổ đông lớn (%)		2025F	147,870	7,247	5,405	3,697 34.2	19,770	16.2	2.7	8.4	18.7	0.8
Mobile World Group	10.5	2026F	165,312	8,439	6,299	4,308 16.5	20,612	13.9	2.2	10.0	20.9	1.2
Arisaig Asia	3.5											

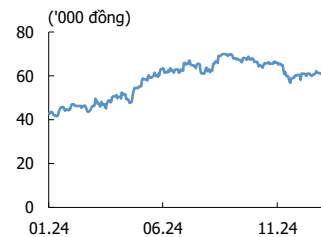
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Đại diện cho câu chuyện tăng trưởng dài hạn của ngành bán lẻ

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	0.3	(8.2)	43.9
Tương đối VNI (%p)	(1.3)	(9.3)	29.5

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Sự phục hồi của mảng Điện tử - điện máy là động lực chính trong 2024.

Trong 9 tháng 2024, MWG ghi nhận doanh thu thuần đạt 99,767 tỷ đồng (+14.9% svck). Trong đó:

- TGDĐ và ĐMX:** Doanh thu bán sản phẩm điện tử - điện máy đạt 66,744 tỷ đồng (+7.0% svck – do nhu cầu tiêu dùng cải thiện).
- BHX:** Doanh thu bán hàng bách hóa tăng lên 30,329 tỷ đồng (+35.9% svck) nhờ sự dịch chuyển của người tiêu dùng sang các kênh hiện đại.

Trong 9 tháng 2024, LNST của MWG đã tăng vọt lên 2,881 tỷ đồng (gấp khoảng 37 lần svck), nhờ vào sự hạ nhiệt của cuộc chiến giá.

Bảng 3. Ước tính KQKD của MWG trong năm 2025

(tỷ đồng, %)

	1Q25F	2Q25F	1H25F	2025F		Đồng thuận			
				n/n	q/q	1H25F	2025F		
Doanh thu	34,845	36,231	71,076	8.3	5.0	147,870	10.9	-	145,582
TGDĐ	7,344	7,344	14,688	8.7	-8.2	32,742	10.9	-	-
ĐMX	15,530	16,443	31,973	3.9	12.4	64,250	8.5	-	-
BHX	11,372	11,844	23,216	19.1	6.9	48,479	17.7	-	-
LNST	1,276	1,376	2,651	27.7	36.1	5,405	34.3	-	5,445

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KIS Research ước tính

BHX sẽ mở rộng và vẫn duy trì lợi nhuận. Trong năm 2025F, chúng tôi ước tính doanh thu thuần của MWG sẽ tăng lên 147,870 tỷ đồng (+10,9% svck). Trong đó:

- TGDĐ và ĐMX:** Điện thoại di động sẽ là động lực chính cho tăng trưởng doanh thu do nhu cầu phục hồi trong bối cảnh chi tiêu của người tiêu dùng tăng và chu kỳ thay thế 2021 – 2024-25. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận hoạt động ròng cũng sẽ được cải thiện trong khi số lượng cửa hàng được duy trì (như đã phân tích ở trên).
- BHX:** BHX sẽ mở 200 – 300 cửa hàng vào năm 2025F trong khi vẫn duy trì doanh thu mỗi cửa hàng ở ít nhất là mức hòa vốn là 2.0 – 2.1 tỷ đồng. Với mức độ thâm nhập thấp và cạnh tranh nhị quyền (chỉ có 2 chuỗi siêu thị mini), chúng tôi cho rằng BHX sẽ mở rộng ở tốc độ tối đa miễn là không lỗ. (1) Tốc độ tối thiểu 200 cửa hàng tương đương với 17 cửa hàng/tháng (với doanh thu mỗi cửa hàng bằng 2.1 tỷ đồng) – mức đã ghi nhận trong T8/24. (2) Chúng tôi ước tính tốc độ tối đa 300 cửa hàng bằng cách giả định rằng

doanh thu mỗi cửa hàng của một cửa hàng mở sẽ đạt 1.1 tỷ đồng / 1.9 tỷ đồng (hòa vốn ở cấp cửa hàng) / 2.1 tỷ đồng (mức hoạt động tối ưu) sau 1 quý / 2 quý / 3 quý kể từ lúc mở. BHX sẽ mở rộng miễn là doanh thu trung bình mỗi cửa hàng không giảm xuống dưới 2.0 tỷ đồng (ngưỡng lỗ). Trong kịch bản này, chúng tôi ước tính BHX sẽ mở 50/75/75/100 cửa hàng trong quý 1/quý 2/quý 3/quý 4 năm 2025 hoặc 300 cửa hàng trong năm 2025.

Chúng tôi ước tính MWG sẽ ghi nhận LNST đạt ~5,405 tỷ đồng (+34.3% svck), trong đó BHX sẽ đóng góp ~250 tỷ đồng (Biên ròng: 0.5% - bằng 3Q24).

MWG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 1 năm là 16.5, cao hơn +0.3 độ lệch chuẩn hoặc 7.8% so với mức P/E trung bình 3 năm là 15.3 (dữ liệu tháng 1-19 đến tháng 12-22 – loại trừ năm 2023-2024 do LNST thấp đột biến). Do đó, chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại đã phản ánh đầy đủ triển vọng phục hồi của MWG trong năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng khi BHX có thể mở rộng và không lỗ (kỳ vọng của chúng tôi) trong năm 2025, cổ phiếu này có thể sẽ được giao dịch trên mức P/S trung bình (chúng tôi cho rằng P/S sẽ có ý nghĩa hơn đối với công ty bán lẻ đang trong giai đoạn mở rộng khi mà thị phần là ưu tiên hàng đầu). Giá mục tiêu đồng thuận là 75,272 đồng, cao hơn 21.0% so với giá hiện tại.

Bán lẻ FPT (FRT)

		DT	LNHD	LNST	EPS	%	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
		(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Giá cp (02/01/2025, đồng)	186,800											
Vốn hóa (triệu USD)	25,450											
SLCP lưu hành (triệu)	136											
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	188,000/96,900	2022A	30,166	474	398	3,295 (41.4)	16,951	24.2	8.6	3.7	21.3	0.0
GTGDTB 6T (tỷ đồng)	83	2023A	31,850	(297)	(329)	(2,537) (177.0)	11,738 (64.6)		13.9	(2.9)	(18.3)	0.3
Tỷ lệ CP tự do/Sở hữu NN (%)	45.3/ 36.8	2024F	40,989	656	476	3,493 NA	18,984	51.4	13.1	2.4	18.4	0.3
Cổ đông lớn (%)		2025F	53,525	1,124	874	6,415 83.6	19,439	28.0	9.4	5.2	33.0	0.3
FPT	46.5	2026F	66,734	1,468	1,164	8,544 33.2	24,622	21.0	6.7	6.4	34.7	0.3
CTBC Vietnam Equity	4.9											

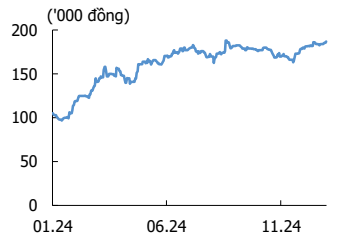
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Mở rộng để xây dựng hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	3.9	4.9	77.4
Tương đối VNI (%p)	2.3	3.9	63.0

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

LC mở rộng trong khi FPT Shop bắt đầu phục hồi. Trong 9 tháng 24, doanh thu thuần của FRT tăng lên 28,910 tỷ đồng (+24.0% svck). Trong đó:

- **LC:** Doanh thu của LC tiếp tục tăng mạnh lên 18,006 tỷ đồng (+62.4% svck), nhờ vào việc mở rộng nhanh chóng của 352 nhà thuốc và 105 trung tâm tiêm chủng.
- **FPT Shop:** Doanh thu bán sản phẩm điện tử - điện máy tiếp tục giảm xuống còn 10,904 tỷ đồng (-10.9% svck). Tuy vậy, tăng trưởng trong các quý gần đây liên tục được cải thiện (3Q24: -3.0% svck trong khi 1Q24: -20.6% svck) cho thấy nhu cầu tiêu dùng đang dần phục hồi

Trong 9 tháng 2024, FRT ghi nhận LNST đạt 275 tỷ đồng (hồi phục mạnh từ mức lỗ 226 tỷ đồng trong 9 tháng 2023 do biên gộp mở rộng khi cuộc chiến giá đã hạ nhiệt).

Bảng 4. Ước tính KQKD của FRT trong năm 2025

(tỷ đồng, %)

	1Q25F	2Q25F	1H25F		2025F		Đồng thuận		
			yoy	qoq	yoy		1H25F	2025F	
Doanh thu	12,380	12,489	24,869	34.8	10.3	53,525	30.6	-	48,180
FPT Shop	8,366	8,858	17,225	49.5	20.0	36,517	12.6	-	-
Long Châu	4,013	3,631	7,644	10.4	-6.6	17,008	41.1	-	-
LNST	207	200	407	274.6	10.9	874	83.8	-	646
FPT Shop	60	45	106	Na	2.4	235	Na	-	-
Long Châu	146	155	301	36.0	14.3	639	31.6	-	-

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KIS Research

LC là động lực tăng trưởng chính. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần của FRT sẽ đạt 53,525 tỷ đồng (+30.6% svck) trong năm 2025. Trong đó:

- **LC:** LC sẽ tiếp tục là động lực thúc đẩy doanh thu. Chúng tôi kỳ vọng LC sẽ mở khoảng 400 nhà thuốc vào năm 2025 để cán mốc 2,300 cửa hàng, phù hợp với mục tiêu của ban lãnh đạo là 2,500 – 3,000 cửa hàng khi kết thúc giai đoạn mở rộng. Bên cạnh đó, LC cũng sẽ mở khoảng 100 trung tâm tiêm chủng, qua đó duy trì vị trí thứ 2, tốc độ mà chúng tôi cho là hợp lý vì tính phức tạp của các trung tâm tiêm chủng khi vận hành cũng như thời gian để xây dựng lòng tin của người tiêu dùng. Chúng tôi ước tính biên lãi ròng sẽ được duy trì ở mức hiện tại vì chúng tôi cho rằng các hiệu thuốc LC đã bước vào giai đoạn hoạt động ổn định, trong khi việc mở rộng các trung tâm tiêm chủng của LC sẽ không đủ nhanh để có tác động đáng kể

đến biên ròng (chúng tôi cũng không cho rằng sẽ gây ra khoản lỗ đáng kể).

- *FPT Shop*: FPT Shop sẽ phục hồi do nhu cầu tiêu dùng tăng và chu kỳ thay thế điện thoại di động. Tương tự như TGDD&DMX, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận hoạt động của FPT Shop cũng sẽ được cải thiện trong năm 2025, trong khi số lượng cửa hàng sẽ được duy trì ở mức hiện tại.

Chúng tôi ước tính FRT sẽ ghi nhận LNST đạt 874 tỷ đồng (+83.8% svck) trong năm 2025. Trong đó, LC sẽ tiếp tục là động lực chính, trong khi FPT Shop sẽ chứng kiến sự phục hồi từ mức lỗ ròng trong năm 2024 (khoảng -10 tỷ đồng).

FRT đang giao dịch ở mức P/S dự phóng 1 năm là 0.46, cao hơn +0.8 độ lệch chuẩn trung bình 5 năm là 0.31. Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng FRT là lựa chọn hàng đầu trong lĩnh vực chăm sóc sức khỏe tư nhân tại Việt Nam. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng triển vọng tăng trưởng của nhà thuốc LC trong 2025 đã được phản ánh vào giá cổ phiếu (mà chúng tôi cho rằng đã gần kết thúc giai đoạn mở rộng thần tốc). Giá mục tiêu đồng thuận là 205,125 đồng, cao hơn 11.8% so với giá hiện tại.

Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Giá cp (02/01/2025, đồng)	97,900											
Vốn hóa (triệu USD)	33,081											
SLCP lưu hành (triệu)	338											
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	107,475/81,725											
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	97											
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	91.0											
Cổ đông lớn (%)												
Dragon Capital	9.7											
Spucegrove	5.1											

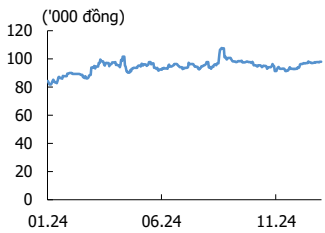
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Thị phần giành thêm sẽ thúc đẩy đà phục hồi

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	4.1	4.5	16.2
Tương đối VNI (%p)	2.5	3.5	1.8

Xu hướng giá cổ phiếu



Source: Bloomberg

Trang sức bán lẻ đang trên đà phục hồi. Trong 9 tháng 24, doanh thu thuần của PNJ tăng lên 29,242 tỷ đồng (+25.1% svck). Trong đó:

- **Trang sức Bán lẻ:** Trang sức bán lẻ tăng lên 15,936 tỷ đồng (+16.9% svck) nhờ nhu cầu tiêu dùng tiếp tục phục hồi.
- **Gold 24K:** Doanh thu bán vàng 24K tăng vọt lên 10,264 tỷ đồng (+43.5% svck) chủ yếu trong 6 tháng đầu năm 2024 do nhu cầu giao dịch vàng tăng cao.

Trong 9 tháng 24, LNST tăng lên 1,382 tỷ đồng (+3.1% svck). Trong quý 3 năm 2024, LNST giảm 14.8% svck do biên lợi nhuận gộp Trang sức bán lẻ thấp hơn và chi phí thuế cao hơn.

Bảng 5. Ước tính KQKD của PNJ trong năm 2025

(VNDbn, %)

	1Q25F		2Q25F		1H25F		2025F		Đồng thuận	
					yoy	qoq		yoy	1H25F	2025F
Doanh thu	11,116	8,819	19,935	-9.9	21.0	40,159	4.1	-	-	36,970
Trang sức Bán lẻ	8,035	5,742	13,777	25.9	18.7	26,746	18.6	-	-	-
Vàng 24K	1,814	1,958	3,772	-58.9	42.7	8,314	-29.7	-	-	-
Bán buôn	1,166	1,044	2,210	21.9	5.7	4,748	21.6	-	-	-
LNST	1,167	980	1,360	16.5	38.8	2,514	17.1	-	-	2,477

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KIS Research ước tính

Trang sức Bán lẻ sẽ phục hồi mạnh hơn. Trong năm 2025, chúng tôi ước tính doanh thu thuần của PNJ sẽ tăng lên 40,159 tỷ đồng (+4.1% svck). Trong đó:

- **Trang sức Bán lẻ:** Doanh thu Trang sức Bán lẻ sẽ là động lực chính khi nhu cầu của người tiêu dùng phục hồi. Tiếp theo, chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ tiếp tục giành được thị phần từ trang sức không có thương hiệu với khoảng 25 – 30 cửa hàng mới (so với ~26 cửa hàng vào năm 2024).
- **Vàng 24K:** Doanh thu bán vàng 24K sẽ giảm từ mức nền cao do tình trạng thiếu hụt vàng 24K liên tục xảy ra đối với các nhà bán lẻ tư nhân.

Chúng tôi ước tính PNJ sẽ ghi nhận LNST là 2,514 tỷ đồng (+17.1% svck), được thúc đẩy bởi sự phục hồi của Trang sức bán lẻ và biên lợi nhuận gộp mở rộng (đóng góp cao hơn của Trang sức Bán lẻ và biên lợi nhuận gộp Trang sức Bán lẻ cao hơn do tình trạng thiếu vàng nguyên liệu lắng xuống).

PNJ đang giao dịch ở mức PE dự phóng 1 năm là 13.0, thấp hơn 1.1 độ lệch

chuẩn hay 20.9% so với mức PE trung bình 5 năm là 16.4 (dữ liệu từ T1/19 – T12/24). Chúng tôi ước tính rằng LNST sẽ tăng trưởng 8.9%/17.1%/15.8% svck trong 24F/25F/26F. Tiếp theo, chúng tôi tin rằng kết quả kinh doanh âm trong 3Q24 của PNJ (LNST giảm 14.8% svck) đã được phản ánh vào giá, tiếp nối bởi LNST tăng 21.0% svck trong 4Q24. Giá mục tiêu đồng thuận là 117,863 đồng, cao hơn 20.8% so với giá hiện tại.

■ 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 các 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 23/12/2020.

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 23/12/2020.

Người thực hiện: Research Dept

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 chép, 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 © 2020 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chép, 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.