

**FRT (HOSE) CTCP Bán lẻ kỹ thuật số FPT (HOSE: FRT) – Bước ngoặt với mảng Dược**

**Đánh giá TRUNG LẬP**

	<b>Bán lẻ</b>
<b>Giá niêm yết (VND):</b>	<b>125,000</b>
<b>Giá mục tiêu (VND):</b>	<b>138,000</b>
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:</i>	<i>10.4%</i>
<i>Suất sinh lợi cổ tức:</i>	<i>1.6%</i>
<b>Suất sinh lợi bình quân năm:</b>	<b>12.0%</b>

**Thông kê 20/04/18**

<b>Thấp/Cao 52 tuần (VND)</b>	N.A
<b>SL lưu hành (triệu cp)</b>	40
<b>Vốn hóa (tỷ đồng)</b>	5000
<b>Vốn hóa (triệu USD)</b>	220
<b>% khối ngoại sở hữu</b>	35%
<b>SL cp tự do (triệu cp)</b>	7.2
<b>KLGD TB 3 tháng (cp)</b>	N.A
<b>VND/USD</b>	22,800
<b>Index: VNIndex / HNX</b>	1077/126

*Nguồn: FRT, KISV*

**Cơ cấu sở hữu 20/04/18**

<b>Tập đoàn FPT</b>	47%
<b>VOF Investment Ltd.</b>	8%
<b>Hanoi Investment Holdings Ltd.</b>	5%
<b>CBCNV và các cổ đông khác</b>	40%

*Nguồn: FRT, KISV*

**Nguyễn Hoàng Hà**

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1463

[ha.nh@kisvn.vn](mailto:ha.nh@kisvn.vn)

[www.kisvn.vn](http://www.kisvn.vn)

**Quan điểm đầu tư:**

- Top 2 nhà bán lẻ di động tại Việt Nam (18% thị phần). Để duy trì đà tăng trưởng, ban lãnh đạo FRT đặt mục tiêu sở hữu 700 cửa hàng FPTShop cuối 2020. Các chiến dịch We Love FPTShop, F.Friends, điện thoại trợ giá và doanh thu online sẽ giúp cải thiện SSSG.
- Dư địa rộng lớn cho thị trường bán lẻ sản phẩm Apple chính hãng với giá trị 1 tỷ USD. FRT đặt mục tiêu mở 90 cửa hàng ủy quyền chính hãng Apple (F.Studio) đến cuối 2020.
- Bước ngoặt tạo nên sự khác biệt trong tương lai nằm ở mảng Dược phẩm. FRT đã mua lại chuỗi Long Châu với hiệu quả kinh doanh vượt trội so với các đối thủ. FRT đặt mục tiêu sở hữu 400 nhà thuốc toàn quốc đến cuối 2021.
- Tình hình tài chính lành mạnh, nợ vay ròng/VCSH chỉ 67%. Hiệu quả kinh doanh vượt trội với ROE 44%.
- Dự phóng lợi nhuận sau thuế 3Y forward tăng trưởng 29% CAGR - mức tăng ấn tượng đối với một nhà bán lẻ quy mô lớn.
- Room cho NGĐT nước ngoài còn ít nhất 14%. Vốn hóa 5,000 tỷ của FRT khi niêm yết sẽ nằm trong top 100 vốn hóa lớn nhất thị trường.
- Ban lãnh đạo FRT năng động, có tầm nhìn và cam kết gắn bó lâu dài với công ty.

**Rủi ro:**

- Ngành bán lẻ di động là một ngành chu kỳ, SSSG của hầu hết các hãng bán lẻ di động tăng trưởng thấp 1-2% trong năm 2017 và có nguy cơ sụt giảm xuống mức âm.
- Các chiến dịch cải thiện SSSG của chuỗi FPTShop như F.Friends, bán điện thoại tài trợ kèm thuê bao còn nhiều hạn chế và chưa thực sự khả thi.
- Chuỗi cửa hàng F.Studio sẽ cần thời gian dài (3-5 năm) để chứng minh độ uy tín và thay đổi thói quen mua hàng xách tay của người tiêu dùng.
- Chuỗi dược phẩm Long Châu đang còn trong quá trình thử nghiệm, rất có thể sẽ gặp khó khăn khi mở rộng với quy mô lớn trong thời gian ngắn.
- Cạnh tranh tiềm tàng từ chuỗi nhà thuốc An Khang của MWG trong tương lai dài hạn.
- Mức P/E trailing tương đối cao 17.2 lần.

**Định giá:**

- Áp dụng mức P/E của MWG là 13.9 lần với EPS forward 2018 sau khi chúng tôi dự phóng căn trọng các kế hoạch mở rộng của FRT là 9,933đ/cp, chúng tôi ước tính mức định giá hợp lý của FRT là 138,000đ/cp, tổng mức sinh lời 12.0% so với giá niêm yết, đã bao gồm cổ tức tiền mặt 2,000đ/cp. **Khuyến nghị TRUNG LẬP.**

<b>Tỷ đồng</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2018E</b>	<b>2020E</b>
<b>DT Thuần (tỷ đồng)</b>	<b>10,853</b>	<b>13,147</b>	<b>16,868</b>	<b>21,540</b>	<b>26,550</b>
Tăng trưởng (%)	36.5%	21.1%	28.3%	27.7%	23.3%
LN hoạt động (tỷ đồng)	230	362	494	650	811
Biên lợi nhuận (%)	2.1%	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%
LN khác	29	-27	1	1	1
<b>LNST (tỷ đồng)</b>	<b>207</b>	<b>290</b>	<b>399</b>	<b>503</b>	<b>621</b>
Biên lợi nhuận (%)	1.9%	2.2%	2.4%	2.3%	2.3%
SLCP lưu hành (triệu cp)	20.0	40.0	40.0	40.0	40.0
<b>EPS (hiệu chỉnh, VND)</b>	<b>5,150</b>	<b>7,210</b>	<b>9,933</b>	<b>12,537</b>	<b>15,482</b>
Tăng trưởng (%)	42.8%	40.0%	37.8%	26.2%	23.5%
ROE (%)	50.2%	44.2%	41.8%	38.0%	34.4%
Nợ ròng/VCSH (%)	190%	67%	75%	65%	47%
PE (x)	24.3	17.3	12.6	10.0	8.1
Cổ tức (VND)	0	0	2,000	2,000	2,000

## 1. Về FPT Retail

Năm	Sự kiện
2012	- FRT thành lập, một trong bảy công ty thuộc FPT Group - Mở cửa hàng FPT thứ 21 tại Khánh Hội, Q.4, TPHCM
2013	- FRT chính thức đạt mốc 100 cửa hàng
2014	- FRT đạt mốc 200 cửa hàng khắp 63 tỉnh thành - Trở thành nhà nhập khẩu trực tiếp của Iphone chính hãng
2016	- FRT đạt mốc 400 cửa hàng - Doanh thu online đạt 1,000 tỷ đồng
7/2017	- Top 4 nhà bán lẻ hàng đầu Việt Nam - Top 500 nhà bán lẻ hàng đầu Châu Á - TBD
12/2017	- Trở thành công ty đại chúng
26/04/2018	- Ngày giao dịch đầu tiên tại SGDCK TPHCM (HOSE)

Nguồn: FRT

Được thành lập năm 2012, **công ty Bán lẻ kỹ thuật số FPT (FPT Retail - HOSE: FRT)** là nhà phân phối bán lẻ ICT đứng thứ 2 tại Việt Nam. Cuối 2017, công ty vận hành 473 cửa hàng trong đó có 461 cửa hàng FPTShop và 12 cửa hàng F.Studio (cửa hàng bán lẻ ủy quyền của Apple). Gần đây FRT đã mua lại chuỗi nhà thuốc Long Châu với 12 cửa hàng tại TPHCM nhằm đa dạng hóa sản phẩm bán lẻ của mình.



Cửa hàng F.Studio



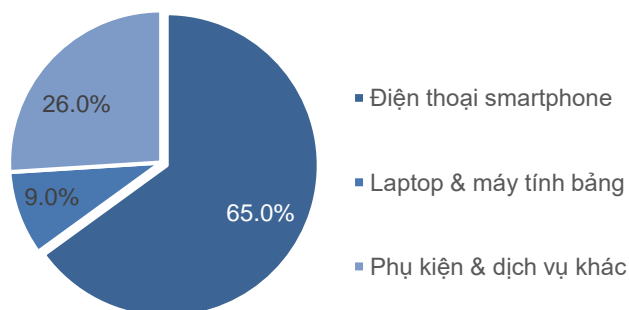
Cửa hàng FPTShop



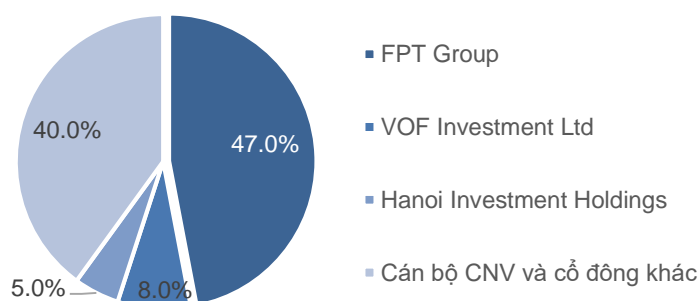
Nhà thuốc Long Châu

Vào tháng 12/2017, FRT chính thức trở thành công ty đại chúng, không còn là công ty con của tập đoàn FPT - sau khi đơn vị này thoái vốn xuống còn 47%. Theo đó, FRT sẽ được niêm yết trên HOSE vào ngày 26/04/2018 với mã chứng khoán FRT. Giá niêm yết đã được Sở Giao dịch chấp thuận là 125,000đ/cp.

Cơ cấu doanh thu 2017



Cơ cấu cổ đông (cập nhật Q1 – 2018)



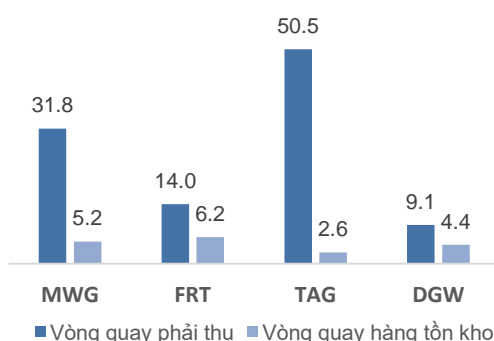
## 2. Kết quả kinh doanh năm 2017 và tình hình tài chính

VND bn	2016	2017	yoy
<b>DT Thuần (tỷ đồng)</b>	<b>10,853</b>	<b>13,147</b>	<b>21%</b>
Giá vốn hàng bán	9,443	11,330	20%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,410</b>	<b>1,816</b>	<b>29%</b>
Chi phí SG&A	1180	1454	23%
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>230</b>	<b>362</b>	<b>57%</b>
Lợi nhuận tài chính	0	28	n.a
Lợi nhuận khác	29	-27	n.a
Thuế thu nhập DN	-52	-73	n.a
<b>LNST (tỷ đồng)</b>	<b>207</b>	<b>290</b>	<b>40%</b>
Số lượng cp đang lưu hành (triệu)	20	40	
<b>EPS trailing hiệu chỉnh</b>	<b>5,150</b>	<b>7,210</b>	

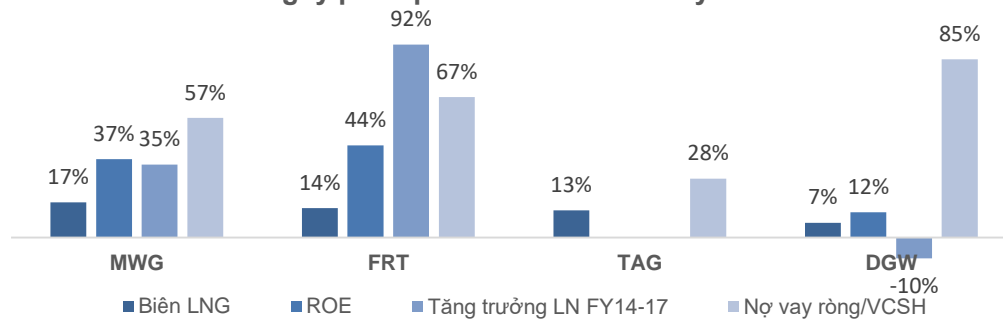
Nguồn: FRT, KISV research

Trong cả năm 2017, trong khi doanh thu tăng 21.1% lên trên 13 nghìn tỷ đồng – nhỉnh hơn so với mức tăng trung bình ngành 20%, thì lợi nhuận ròng tăng 39.7% yoy lên mức 290 tỷ đồng. Mức tăng này nhờ tập trung vào dòng điện thoại chất lượng cao (giá bán > 13 triệu đồng) và tiết giảm chi phí SG&A tốt hơn. EPS trailing đạt 7,210đ/cp.

So sánh hiệu quả hoạt động

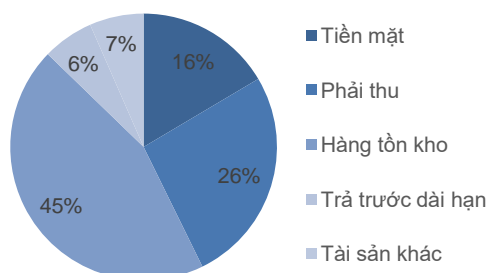


So sánh hiệu quả kinh doanh các công ty phân phối/bán lẻ ICT niêm yết

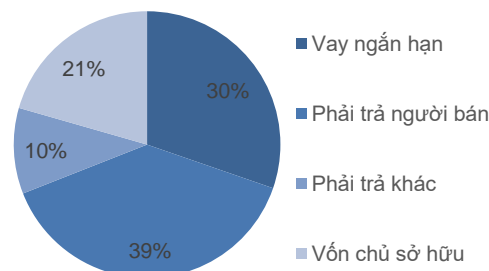


Nguồn: KISV, số liệu cập nhật báo cáo tài chính 2017

Cơ cấu tài sản FRT 2017



Cơ cấu nguồn vốn FRT 2017



Biên lợi nhuận gộp của FRT đạt 14%, thấp hơn mức 17% của MWG do chiến lược của công ty tập trung vào các phân khúc điện thoại cao cấp, song đạt mức tương đối cao trong ngành bán lẻ ICT. Đối với các công ty phân phối/bán lẻ sản phẩm ICT cùng ngành, FRT có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2014-2017 cao vượt trội (92% CAGR) và hiệu quả sinh lời ROE năm 2017 cho cổ đông cao nhất (44%)

Về cơ cấu tài sản, khoản mục hàng tồn kho và các khoản phải thu chiếm tỷ trọng lớn nhất, lần lượt là 45% và 26% tổng tài sản. Tuy nhiên, hiệu quả hoạt động của FRT được duy trì tốt với vòng quay hai khoản mục này được giữ ở mức cao 14.0 và 6.2 lần. Chi phí trả trước (liên quan đến mặt bằng) gần 290 tỷ, trả trước trung bình 5 năm.

Về cơ cấu nguồn vốn, nợ ngắn hạn đã được trả đáng kể từ 2.435 tỷ đồng xuống còn 1.173 tỷ đồng, giảm xấp xỉ 50%. Nợ vay ròng trên vốn chủ sở hữu chỉ còn 67% so với mức trên 100% trước đó, giảm thiểu rủi ro tài chính đáng kể. Công ty còn được tài trợ khoản phải trả người bán với đối tác lớn Apple trị giá trên 1,000 tỷ đồng (25% doanh thu từ Apple). Vốn chủ sở hữu chiếm 21% nguồn vốn.

Kết quả Q1-2018, ban lãnh đạo tiết lộ kết quả doanh thu và lợi nhuận của FRT lần lượt tăng mạnh 19% và 30% yoy. Ngoài ra, công ty đã mua lại 100% cửa hàng Dược phẩm Long Châu và chuỗi này bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận năm 2018.

### 3. Các trụ cột tăng trưởng tương lai và dự phóng 2018 - 2020

#### DUY TRÌ TĂNG TRƯỞNG CHUỖI FPTSHOP

- Mở mới 100 cửa hàng/năm đến 2020
- Chiến dịch "We love FPTShop"
- F-Friends, cho vay tiêu dùng tập khách hàng B2B2C
- Bán điện thoại trợ giá kèm thuê bao, hợp tác với Mobifone & Vietnammobile
- Tăng trưởng doanh thu thương mại điện tử thông qua mạng xã hội

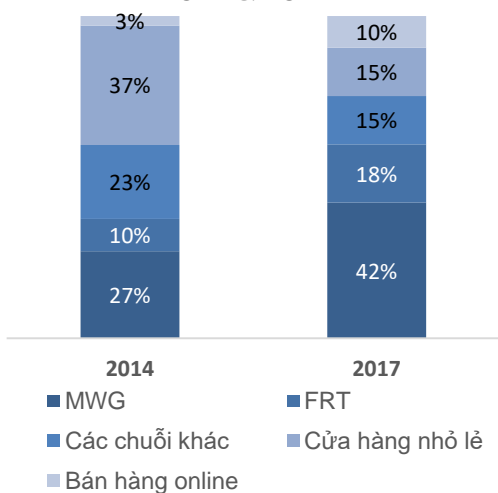
#### MỞ RỘNG CHUỖI CỬA HÀNG ỦY QUYỀN APPLE (F.STUDIO)

100 cửa hàng Apple Store chính hãng đến 2020, thị trường sản phẩm chính hãng Apple tại Việt nam đạt 550 triệu USD

#### MỞ RỘNG CHUỖI NHÀ THUỐC LONG CHÂU

400 cửa hàng bán lẻ dược phẩm Long Châu đến 2021, thị trường bán lẻ dược phẩm trị giá 5.2 tỷ USD, tăng trưởng 13% CAGR

#### Thị phần bán lẻ ĐTDĐ 2014 & 2017



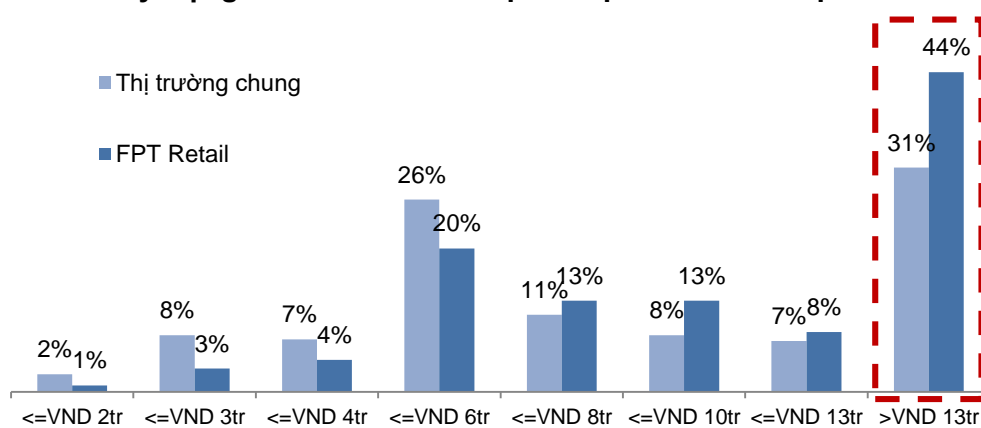
Nguồn: FRT, GFK

#### FPTShop: duy trì trụ cột lợi nhuận chính

Trên thị trường bán lẻ di động, FPTShop được đánh giá là nhà bán lẻ uy tín thứ 2 thị trường với 18% thị phần, chỉ sau chuỗi Thegioididong.com của MWG với 42% thị phần. Từ năm 2014 đến 2017, thị phần FPTShop đã tăng trưởng vượt bậc từ 10% lên 18% trong bối cảnh các cửa hàng nhỏ lẻ và các chuỗi bán lẻ khác bị thu hẹp thị phần đáng kể từ 60% xuống còn xấp xỉ 30% thị phần.

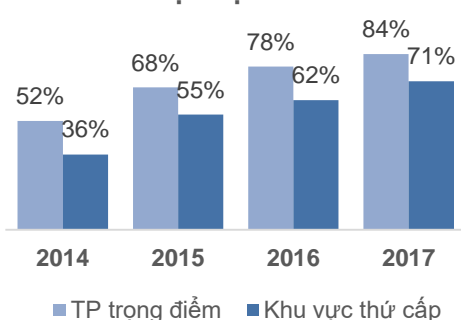
Ban lãnh đạo cho rằng lợi thế cạnh tranh của FPTShop nằm ở độ phủ rộng (461 cửa hàng cuối 2017) và định vị sản phẩm ở phân khúc cấp cao - trên 40%-50% doanh thu của chuỗi đến từ các sản phẩm phân khúc cao cấp (giá bán trên 13 triệu đồng) của các thương hiệu lớn như Apple, Samsung.

#### Tỷ trọng doanh thu FPTShop theo phân khúc sản phẩm



Nguồn: FRT

#### Tỷ lệ thâm nhập điện thoại thông minh (smartphone) tại Việt Nam

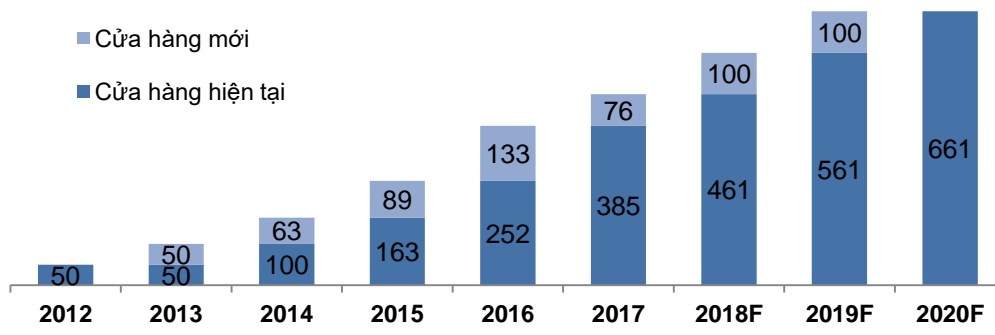


Nguồn: Nielsen Vietnam

Tuy nhiên, với dư địa tiêu thụ điện thoại thông minh và khả năng chiếm lĩnh thị phần của các cửa hàng nhỏ lẻ không còn lớn, doanh thu trên mỗi cửa hàng hiện hữu (same-store-sales-growth, "SSSG") của hai chuỗi lớn nhất là Thegioididong và FPTShop đều giảm xuống mức khá thấp 1%-1.5% so với mức hai chữ số những năm trước - thậm chí có khả năng rơi về mức tăng trưởng âm trong tương lai.

Do đó, ban lãnh đạo FRT phải đề ra 2 kế hoạch chính nhằm duy trì được đà tăng trưởng cho chuỗi FPTShop trong bối cảnh cạnh tranh khốc liệt và thị trường đang có xu hướng bão hòa:



**(1) Mở mới 100 cửa hàng/năm vào các vị trí mà FPTShop chưa khai phá****Kế hoạch mở mới chuỗi FPTShop 2018 - 2020**

Nguồn: FRT

Mặc dù đối thủ đầu ngành MWG đã giảm hoạt động mở mới chuỗi Thegioididong, ban lãnh đạo FRT giải thích lý do của kế hoạch mở 100 cửa hàng mới mỗi năm của FPTShop là nhằm vào (1) những vị trí mà FPTShop chưa khai phá (2) vị trí đó là nơi mà Thegioididong có doanh thu cao từ 3 tỷ đồng/tháng trở lên (3) định vị sản phẩm của FPTShop là các dòng điện thoại cao cấp - trái với Thegioididong là định vị các dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao.

Theo quan sát của chúng tôi, hiện giá bán sản phẩm cao cấp giữa FPTShop và Thegioididong không có nhiều sự khác biệt. Song việc gia tăng độ phủ và những dự án hỗ trợ mà chúng tôi đề cập dưới đây có thể là động lực giúp FPTShop giành được doanh số từ những địa điểm thuận lợi mà cửa hàng Thegioididong đang độc chiếm.

**(2) Cải thiện doanh thu/cửa hàng hiện hữu thông qua 4 dự án**

Ngoài việc mở mới chuỗi FPTShop, ban lãnh đạo FRT đưa ra bốn dự án nhằm duy trì tăng trưởng doanh thu trên cửa hàng hiện hữu (SSSG), bao gồm:

*Thứ nhất*, cải thiện dịch vụ khách hàng thông qua chiến dịch “We love FPTShop” – kéo dài thời gian đổi trả/bảo hành của sản phẩm và tăng cường kiểm soát thái độ phục vụ của nhân viên bán hàng.

*Thứ hai*, mở thêm kênh B2B2C thông qua chương trình “F-Friends” – đi vào tập khách hàng nhân viên của các doanh nghiệp và đưa ra các gói cho vay tiêu dùng ưu đãi.

*Thứ ba*, tiếp tục mở rộng chương trình bán điện thoại tài trợ kèm thuê bao với hai đối tác lớn Mobifone và Vietnammobile, bắt kịp xu hướng của các nước phát triển.

*Thứ tư*, đẩy mạnh kênh thương mại điện tử của FPTShop bằng việc tăng cường quảng cáo thông qua mạng xã hội và cải thiện hệ thống giao hàng của công ty.

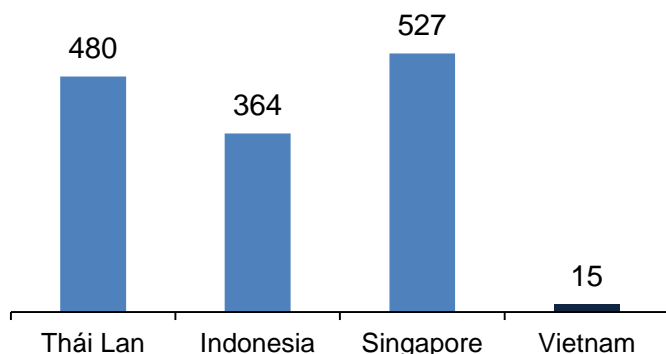
Dù đánh giá cao nỗ lực duy trì tăng trưởng của ban lãnh đạo, chúng tôi cho rằng chu kỳ bão hòa của ngành bán lẻ di động sẽ có ảnh hưởng mạnh hơn đến kết quả kinh doanh của FPTShop. Chúng tôi dự phóng doanh số/cửa hàng trung bình của chuỗi sẽ giảm 2.7% CAGR trong 3 năm tới, biên lợi nhuận gộp được giữ vững ở mức 14%:

<b>FPTShop (đơn vị: tỷ đồng)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>10,853</b>	<b>12,775</b>	<b>14,978</b>	<b>17,219</b>	<b>17,151</b>
<i>Tăng trưởng (%)</i>	36.5%	17.7%	17.2%	15.0%	-0.4%
Cửa hàng hiện hữu	246	379	461	561	661
Cửa hàng mới	133	82	100	100	-
<b>Doanh số trung bình/cửa hàng/tháng</b>	<b>2.46</b>	<b>2.34</b>	<b>2.26</b>	<b>2.20</b>	<b>2.16</b>
Lợi nhuận gộp	1,410	1,816	2,127	2,462	2,453
Chi phí bán hàng & quản lý	1,180	1,454	1,686	1,938	1,930
<b>Lợi nhuận hoạt động của FPTShop</b>	<b>230</b>	<b>362</b>	<b>441</b>	<b>524</b>	<b>522</b>

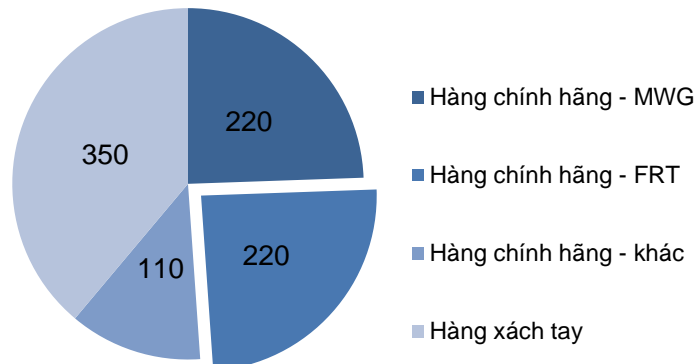
## F.Studio: tiềm năng thâm nhập thị phần bán lẻ Apple chính hãng

Ban lãnh đạo FRT rất tự tin về vị thế của công ty trong thị trường bán lẻ sản phẩm chính hãng Apple. FRT là chuỗi bán lẻ duy nhất tại Việt Nam đáp ứng đủ yêu cầu của Apple trong việc phân phối thông qua 3 mô hình: đại lý ủy quyền cao cấp APR (Apple Premium Reseller), đại lý ủy quyền thông thường AAR (Apple Authorized Reseller) và góc sản phẩm Apple (Apple corner). Bên cạnh đó, kể từ tháng 8/2016, FRT được Apple ủy quyền phân phối sản phẩm Macbook độc quyền tại Việt Nam, giúp thị phần phân phối laptop của công ty tăng từ 22% lên 29% cuối năm 2017, dẫn đầu thị trường.

**So sánh lượng cửa hàng ủy quyền chính hãng Apple 2017**



**Giá trị thị trường tiêu thụ sản phẩm Apple ở Việt Nam 2017 (triệu USD)**

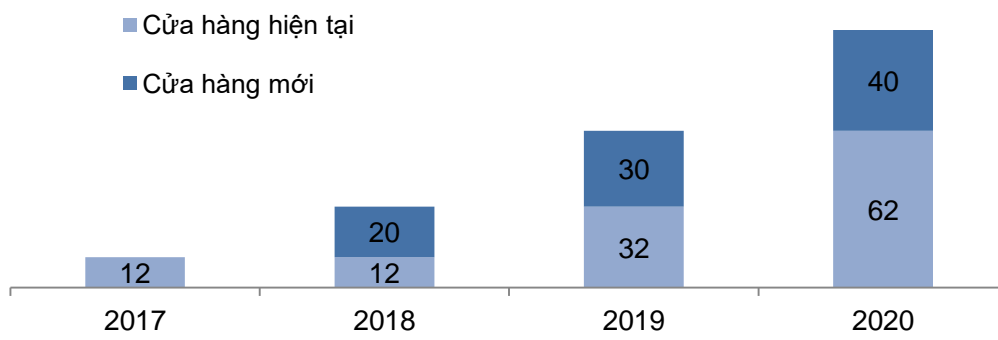


Nguồn: FRT, Công ty TNHH Apple Việt Nam

Hơn nữa, nếu xét đến bức tranh rộng lớn của thị trường tiêu thụ sản phẩm Apple trị giá 1 tỷ USD – tăng trưởng xấp xỉ 20% CAGR, triển vọng dài hạn của FRT rất lớn khi: (1) tiềm năng chiếm lĩnh thị phần Apple chính hãng từ tay Thegioididong và các nhà bán lẻ chính hãng khác là hơn 300 triệu USD (2) tiềm năng chiếm lĩnh thị phần của hàng xách tay là hơn 450 triệu USD.

Điều này hoàn toàn nằm trong khả năng của FRT nếu ban lãnh đạo tăng được độ phủ của chuỗi F.Studio và duy trì được chất lượng dịch vụ theo đúng tiêu chuẩn mà Apple đưa ra. Hiện Việt Nam chỉ mới có 15 cửa hàng đại lý ủy quyền của Apple, thấp hơn đáng kể so với các quốc gia Đông Nam Á lân cận như Indonesia (364 cửa hàng), Thái Lan (480 cửa hàng), Singapore (527 cửa hàng). Trao đổi với chúng tôi, ban lãnh đạo đặt mục tiêu mở mới 90 cửa hàng F.Studio đến cuối 2020 – đảm bảo ít nhất mỗi thành phố lớn đều có một cửa hàng chủ lực (flagship store) để quảng bá thương hiệu chuỗi và dần chuyển đổi thói quen người tiêu dùng.

**Kế hoạch mở rộng chuỗi F.Studio 2018 - 2020**



Nguồn: FRT

Dù vậy, chúng tôi nghĩ rằng FRT sẽ phải dành ra một khoảng thời gian dài (có thể từ 3-5 năm) để (1) củng cố uy tín của thương hiệu F.Studio, hướng người tiêu dùng mua sản phẩm Apple ở đây thay vì các chuỗi khác và (2) chứng minh được sự tiện lợi của các dịch vụ bảo hành hậu mãi để hướng tập khách hàng mua sản phẩm xách tay – vốn chịu nhiều rủi ro về lỗi kỹ thuật - sang chuỗi F.Studio.

Do đó, chúng tôi dự phóng cần trọng doanh số/cửa hàng trung bình là 2.75 tỷ/tháng - tăng trưởng bình quân 7% CAGR. Theo lời của ban lãnh đạo, biên lợi nhuận gộp của sản phẩm Apple chỉ khiêm tốn ở mức 10%-12%. Do đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận hoạt động của chuỗi F.Studio 2020 là 93 tỷ đồng, chiếm 11% tổng lợi nhuận.

F.Studio (đơn vị: tỷ đồng)	2018E	2019E	2020E
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>1,146</b>	<b>2,405</b>	<b>4,268</b>
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>182.2%</i>	<i>109.9%</i>	<i>77.4%</i>
Cửa hàng hiện hữu	12	32	62
Cửa hàng mở mới	20	30	40
<b>Doanh số/cửa hàng/tháng trung bình</b>	<b>3.15</b>	<b>3.37</b>	<b>3.60</b>
Lợi nhuận gộp	126	265	469
Chi phí bán hàng	101	212	377
<b>Lợi nhuận hoạt động của F.Studio</b>	<b>25</b>	<b>52</b>	<b>93</b>

Nguồn: dự phóng của KISVN

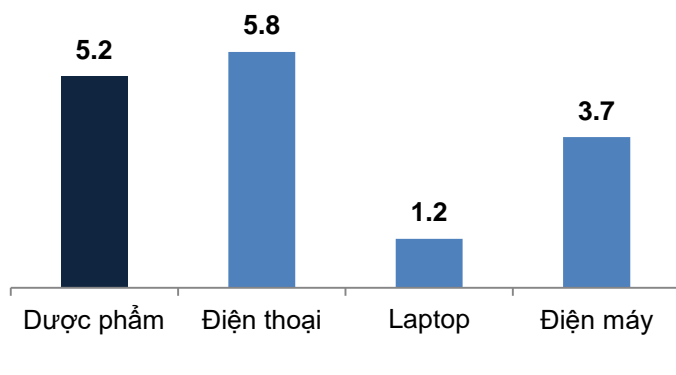
### Nhà thuốc Long Châu: mở rộng “thần tốc” trong một thị trường phân mảnh hấp dẫn

Chúng tôi đánh giá rất cao tầm nhìn của ban lãnh đạo FRT khi lựa chọn M&A chuỗi Long Châu, gia nhập ngành bán lẻ dược phẩm để làm động lực tăng trưởng dài hạn. Chúng tôi cho rằng hướng đi này đúng đắn vì 3 lý do sau:

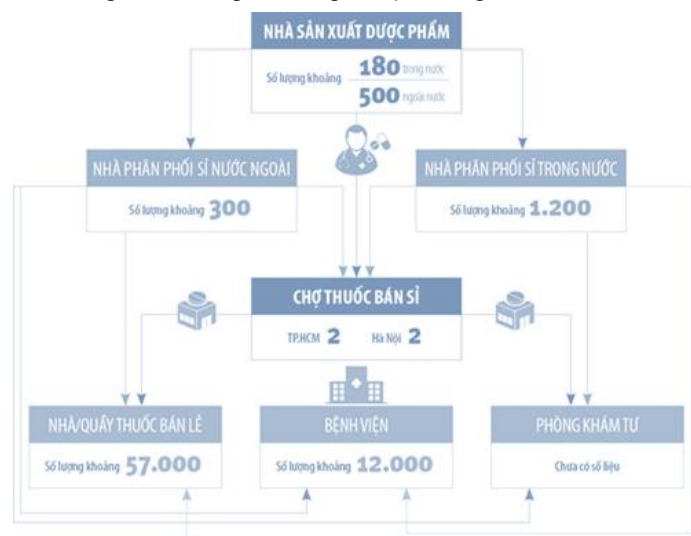
*Thứ nhất*, ngành dược phẩm là một ngành hàng thiết yếu không chịu biến động của chu kỳ kinh tế, giúp FRT đa dạng hóa lĩnh vực kinh doanh, giữ vững đà tăng trưởng hợp nhất. Ngành này tăng trưởng bền vững 8%-10% mỗi năm nhờ mức tiêu thụ thuốc/đầu người của Việt Nam chỉ mới bằng 2/3 khu vực (xấp xỉ 35USD/năm).

*Thứ hai*, ngành bán lẻ dược phẩm tại Việt Nam có quy mô lớn, phân mảnh và chưa có thể đối thủ nào đủ lớn để thống nhất được thị trường. Quy mô thị trường đạt 5 tỷ USD, cao xấp xỉ ngành bán lẻ điện thoại. Hơn nữa, theo thống kê của bộ Y tế, có đến hơn 57,000 quầy thuốc nhỏ lẻ đang hoạt động tại từng địa phương.

Giá trị thị trường bán lẻ của một số ngành hàng 2017 (tỷ USD)



Nguồn: FRT

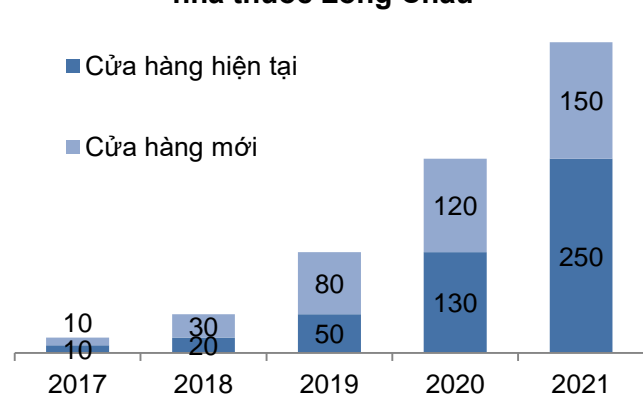


Hệ thống phân phối dược ở Việt Nam hiện nay

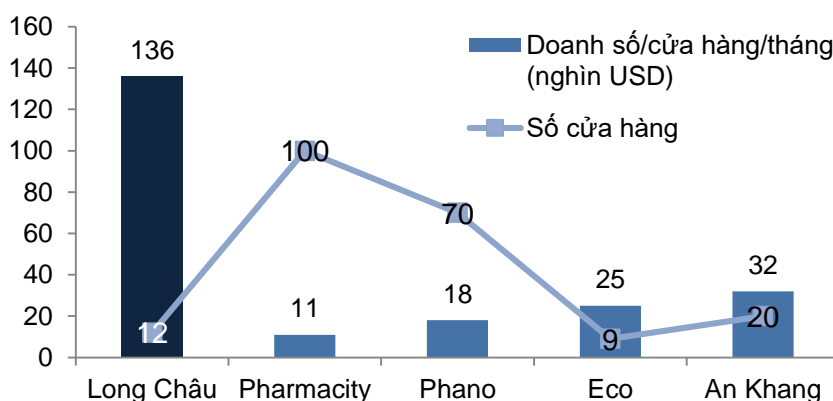
Tại các quốc gia phát triển mà kiểm soát ngành Dược phẩm chặt chẽ như Hoa Kỳ, Châu Âu, Nhật Bản, ngành bán lẻ dược phẩm khá cô đặc – chỉ có 4,5 nhà bán lẻ uy tín chiếm phần lớn thị phần. Đó là xu hướng tất yếu cho Việt Nam và là cơ hội rất lớn cho kẻ đi đầu như FRT.

Thứ ba, thay vì chọn cách xây dựng từ đầu nhọc công như các hãng bán lẻ khác, FRT có quyết định khôn ngoan khi M&A lại chuỗi nhà thuốc Long Châu hàng đầu tại trung tâm TPHCM. Theo ban lãnh đạo FRT, chuỗi nhà thuốc Long Châu đã kinh doanh gần 20 năm, với quy mô mỗi cửa hàng lớn (đơn vị lưu kho gấp 7 lần nhà thuốc thông thường), giá bán thấp hơn 10%-15% so với bệnh viện. Cụ thể nhất, doanh số/cửa hàng trung bình của Long Châu đạt 3.1 tỷ đồng/tháng (131 nghìn USD), vượt trội so với các đối thủ - gấp 4 lần đối thủ gần nhất là nhà thuốc An Khang của MWG, và gấp gần 10 lần các chuỗi nổi tiếng khác như Phano, Pharmacy.

**Kế hoạch mở rộng chuỗi nhà thuốc Long Châu**



**Doanh số/cửa hàng/tháng trung bình của một số chuỗi bán lẻ dược phẩm lớn (đơn vị: nghìn USD)**



Nguồn: FRT

Với thương hiệu mạnh, hiệu quả kinh doanh cao và kinh nghiệm quản trị đúc kết từ việc mở rộng chuỗi FPTShop, ban lãnh đạo FRT quyết định lập kế hoạch mở rộng “thần tốc” chuỗi Long Châu ra toàn Việt Nam, đạt 400 cửa hàng vào cuối 2021.

Dù vậy, với việc mở rộng quy mô khá khó khăn do thủ tục xin cấp phép mất thời gian và điều kiện dân cư ở mỗi vùng khác nhau, chúng tôi cần trọng dự phóng doanh số/cửa hàng trung bình của Long Châu chỉ tăng 3% CAGR, đạt 3.3 tỷ/tháng vào năm 2020. Ngoài ra, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của chuỗi nhà thuốc này tương đương ngành bán lẻ di động (theo lời ban lãnh đạo) song chi phí bán hàng sẽ cao hơn do đặc thù ngành bán lẻ Dược phẩm đòi hỏi nhiều nhân công, chi phí thuê Dược sĩ và chi phí duy trì chuẩn GPP.

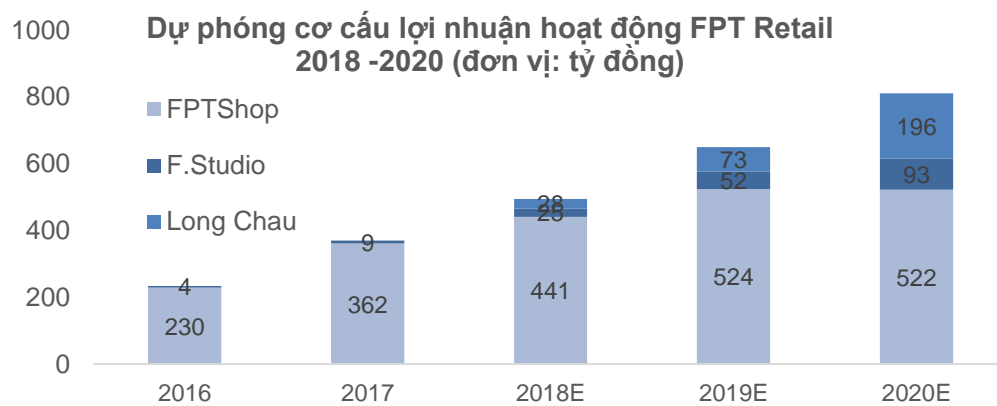
Nhà thuốc Long Châu (đơn vị: tỷ đồng)	2018E	2019E	2020E
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>744</b>	<b>1,916</b>	<b>5,131</b>
Cửa hàng hiện hữu	20	50	130
Cửa hàng mới	30	80	120
<b>Doanh thu/cửa hàng/tháng trung bình</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>
Lợi nhuận gộp	103	265	709
Chi phí bán hàng	74	192	513
<b>Lợi nhuận hoạt động của Long Châu</b>	<b>28</b>	<b>73</b>	<b>196</b>

Nguồn: dự phóng của KISVN



## Dự phóng cơ cấu lợi nhuận hoạt động

Khác với việc phụ thuộc hoàn toàn vào trụ cột của chuỗi bán lẻ di động top 2 thị trường FPTShop như những năm trước, kể từ 2018, chúng tôi dự phóng chuỗi FPT Retail sẽ có thêm sự đóng góp của chuỗi F.Studio và chuỗi nhà thuốc Long Châu. Theo đó, triển vọng chính trong năm 2018 – 2019 vẫn là việc mở rộng FPTShop, giành doanh thu từ các địa bàn mà công ty chưa khai phá. Chuỗi F.Studio cần nhiều thời gian để chứng minh uy tín và thay đổi thói quen người tiêu dùng nên chưa thể đóng góp tỷ trọng lớn trong ngắn hạn. Ngược lại, kế hoạch mở rộng thần tốc của chuỗi nhà thuốc Long Châu sẽ đem lại lợi nhuận đáng kể cho FRT kể từ năm 2020 nếu ban lãnh đạo duy trì được hiệu quả kinh doanh khi nhân rộng mô hình này.



Nguồn: Dự phóng của KIS VN

Vì vậy, đến cuối 2020, chúng tôi dự phóng phần đóng góp lợi nhuận của ba chuỗi FPTShop, F.Studio, Long Châu lần lượt là 64%, 11% và 25%.

## 4. Định giá

Để định giá FRT, chúng tôi sử dụng mức P/E của đối thủ cạnh tranh lớn nhất là CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HOSE: MWG) thay vì sử dụng P/E trung bình của các hãng bán lẻ trong khu vực bởi vì:

- (1) Các hãng bán lẻ ICT tại Trung Quốc và Thái Lan như Suning.com, Com7 hay IT City có thị phần độc chiếm, do đó có mức định giá P/E rất cao so với trung bình.
- (2) MWG và FRT có địa bàn hoạt động tại Việt Nam với đặc tính thị trường và chu kỳ kinh tế tương đồng.
- (3) MWG và FRT đều đang nằm trong giai đoạn chuyển tiếp trong mô hình kinh doanh, phải đầu tư đa dạng hóa các ngành hàng bán lẻ để duy trì đà tăng trưởng dài hạn.

Mã cổ phiếu	Vốn hóa (tỷ đồng)	ROE 2017 (%)	P/E trailing
MWG VN Equity	34,226	37.4%	13.9x
FRT VN Equity	5,000	44.0%	17.2x

Nguồn KISVN research, cập nhật 23/04/2017

Áp dụng mức P/E của MWG là 13.9 lần với EPS forward 2018 sau khi dự phóng cân trọng các kế hoạch mở rộng của FRT là 9,933đ/cp, chúng tôi ước tính mức định giá hợp lý của FRT là 138,000đ/cp, tổng mức sinh lời 12.0% so với giá niêm yết, đã bao gồm cổ tức tiền mặt 2,000đ/cp. **Khuyến nghị TRUNG LẬP.**

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH FRT				
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E
Doanh thu thuần	10,853	13,147	16,868	21,540
Tăng trưởng (%)	36.5%	21.1%	28.3%	27.7%
GVHB	9,443	11,330	14,512	18,549
Biên LN gộp (%)	13.0%	13.8%	14.0%	13.9%
Chi phí BH & QLDN	1,180	1,454	1,861	2,342
EBITDA	232	363	530	733
Biên lợi nhuận (%)	2.1%	2.8%	3.1%	3.4%
Khấu hao	2	1	35	83
Lợi nhuận từ HĐKD	230	362	494	650
Biên LN HĐKD (%)	2.1%	2.8%	2.9%	3.0%
Chi phí lãi vay ròng	-	(28)	(3)	22
% so với nợ ròng	-	(4%)	0%	2%
Khả năng trả lãi vay(x)	(511)	(13)	(167)	29
Lãi/lỗ khác	239	(27)	1	1
Thuế	52	73	100	126
Thuế suất hiệu dụng (%)	20%	20%	20%	20%
Lợi nhuận ròng	207	290	399	503
Biên lợi nhuận (%)	1.9%	2.2%	2.4%	2.3%
LN cho công ty mẹ	207	290	399	503
Số lượng CP (triệu)	20	40	40	40
EPS hiệu chỉnh (VND)	10,300	7,210	9,933	12,537
Tăng EPS (%)	43%	(30%)	38%	26%
Cổ tức (VND)	-	-	2,000	2,000

$EBITDA = DT\ thuần - (GVHB - Khấu\ hao) - Chi\ phí\ BH\ \&\ QLDN$

$EBIT = EBITDA - Khấu\ hao$

$Chi\ phí\ lãi\ vay\ ròng = Chi\ phí\ lãi\ vay - lãi\ tiền\ gửi$

$Lãi/lỗ\ khác\ gồm\ lãi/lỗ\ hoạt\ động\ tài\ chính, lãi\ lỗ\ từ\ LDLK\ và\ lãi/lỗ\ khác$

$Tỷ\ lệ\ trả\ cổ\ tức = Cổ\ tức\ đã\ trả / LN\ ròng\ cho\ công\ ty\ mẹ$

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019E
Vòng quay phải thu (x)	18.5	14.0	14.0	14.0
Vòng quay HTK (x)	5.4	5.5	5.5	5.5
Vòng quay phải trả (x)	7.9	6.2	6.2	6.2
Thay đổi vốn lưu động	244	(211)	472	421
Capex	96	52	171	239
Dòng tiền khác	4	9	6	7
Dòng tiền tự do	(134)	442	(215)	(82)
Phát hành cp	-	-	-	-
Cổ tức	-	-	80	80
Thay đổi nợ ròng	134	(442)	295	162
Nợ ròng cuối năm	977	535	830	992
Giá trị doanh nghiệp (EV)	5,423	5,865	4,170	4,008
Tổng VCSH	515	796	1,114	1,535
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Giá trị sổ sách/cp (VND)	25,762	19,911	27,844	38,381
Nợ ròng / VCSH (%)	190%	67%	75%	65%
Nợ ròng / EBITDA (x)	4.2	1.5	1.6	1.4
Tổng tài sản	4,710	3,871	4,190	4,775

$Nợ\ ròng = Nợ - Tiền\ \&\ tương\ đương\ tiền$

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018E	2019E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	50%	44%	41.8%	38.0%
ROA (%)	4.4%	7.5%	9.5%	10.5%
ROIC (%)	16%	19%	24%	23%
WACC (%)	5%	8%	8.4%	9.9%
PER (x)	31.1	22.2	12.6	10.0
PBR (x)	6.2	8.0	4.5	3.3
PSR (x)	0.6	0.5	0.3	0.2
EV/EBITDA (x)	23.4	16.2	7.9	5.5
EV/sales (x)	(40.4)	13.3	0.2	0.2

**Liên hệ:****Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower  
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM  
Tel: (+84 28) 3914 8585  
Fax: (+84 28) 3821 6898

**Chi nhánh Hà Nội**

Tầng 6, CTM Tower  
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội  
Tel: (+84 4) 3974 4448  
Fax: (+84 4) 3974 4501

**Phòng Phân tích Doanh nghiệp****Hoàng Huy, CFA**

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp  
(+84 28) 3914 8585 (x1450)  
huy.hoang@kisvn.vn

**Trần Nguyên Dương**

Chuyên viên Phân tích cao cấp –  
Vật liệu xây dựng & ICT  
(+84 28) 3914 8585 (x1462)  
duong.tn@kisvn.vn

**Nguyễn Phong Danh**

Chuyên viên Phân tích –  
Dầu khí và Năng lượng  
(+84 28) 3914 8585 (x1459)  
danh.np@kisvn.vn

**Võ Hoàng Bảo**

Chuyên viên Phân tích –  
Logistics, Hàng Không, Xe hơi  
(+84 28) 3914 8585 (x1460)  
bao.vh@kisvn.vn

**Trần Thị Ngọc Mai**

Chuyên viên Phân tích –  
Bất Động Sản & Xây dựng  
(+84 28) 3914 8585 (x1461)  
mai.tt@kisvn.vn

**Nguyễn Hoàng Hà**

Chuyên viên Phân tích –  
Dược, F&B, Bán lẻ, Hóa chất  
(+84 28) 3914 8585 (x1463)  
ha.nh@kisvn.vn

**Phòng Phân tích Vĩ mô****Bạch An Viễn**

Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô  
(+84 28) 3914 8585 (x1449)  
vien.ba@kisvn.vn

**Phòng Khách hàng Định chế****Lâm Hạnh Uyên**

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng  
Tổ chức  
(+84 28) 3914 8585 (x1444)  
uyen.lh@kisvn.vn

## Nguyên tắc khuyến nghị

**TĂNG TỶ TRỌNG:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

## Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

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 ý kiến 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.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

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.