Ngành bán lẻ trang sức: Mua PNJ do thị phần tăng

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA
Trưởng phòng
giang.bnc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ
Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

- Chênh lệch giữa giá vàng miếng trong nước và thế giới đã thu hẹp lại sau khi Chính phủ có những động thái nhằm ổn định thị trường vàng, trong đó có việc thanh tra các cơ sở kinh doanh vàng.
- HSC tin rằng việc thanh tra sẽ có lợi cho những doanh nghiệp kinh doanh vàng đứng đầu thị trường vốn đã tuân thủ các quy định của pháp luật như PNJ.
- Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với PNJ – nhà bán lẻ trang sức dẫn đầu thị trường. Chúng tôi cũng duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PNJ nhưng điều chỉnh tăng 6% giá mục tiêu lên 129.500đ, với tiềm năng tăng giá 26%.

Mức chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới thu hẹp sau động thái can thiệp của Chính phủ

Giá vàng miếng thế giới tăng mạnh 22% kể từ đầu năm trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị ngày càng gia tăng, bao gồm chiến tranh ở Trung Đông và Ukraina. Giá vàng tại Việt Nam, cụ thể là giá vàng miếng SJC, đã diễn biến theo xu hướng thế giới và tăng 19% từ đầu năm đến hết tháng 5/2024.

Đáng chú ý, khoảng cách chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới đã ở mức khá cao trong nhiều năm qua, có lúc đạt mức 20 triệu đồng/lượng trong tháng 2/2024 và tháng 5/2024. Tuy nhiên, chênh lệch đã thu hẹp lại sau khi Chính phủ có những động thái nhằm ổn định thị trường vàng, trong đó có việc thanh tra, kiểm tra các cơ sở kinh doanh vàng. Những động thái trên đã giúp giá vàng trong nước tiến gần hơn với giá vàng thế giới.

Những doanh nghiệp hàng đầu tuân thủ quy định pháp luật sẽ hưởng lợi

Trong môi trường kinh doanh như hiện tại, HSC tin rằng những doanh nghiệp kinh doanh vàng đứng đầu thị trường vốn đã thực hiện đầy đủ các quy định của pháp luật sẽ hưởng lợi. Các cửa hàng kinh doanh hộ gia đình truyền thống thường không triệt để tuân thủ các quy định pháp luật, bán vàng không có hóa đơn, chứng từ hoặc không có nguồn gốc rõ ràng. Do đó, các doanh nghiệp kinh doanh vàng lớn, vốn đã thực hiện đầy đủ các quy định của pháp luật, có thể sẽ thu hút được nhiều khách hàng mới (đến từ các của hàng kinh doanh nhỏ lẻ). Điều này giúp các doanh nghiệp lớn tăng thêm thị phần và đạt được mức tăng trưởng tích cực khi nhu cầu thị trường hồi phục.

PNJ là một ví dụ điển hình về một doanh nghiệp kinh doanh vàng lớn đã thành công trong việc giành thêm thị phần.

Duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PNJ

HSC duy trì quan điểm tích cực đối với PNJ, nhờ có thêm khách hàng mới và giành thêm thị phần. Mặc dù điều chỉnh giảm 4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024, chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2024, 2025, và 2026 tăng lần lượt 13%, 26%, và 15%. Chúng tôi tăng 6% giá mục tiêu lên 129.500đ và duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PNJ, với tiềm năng tăng giá 26%.

Với thị giá hiện tại, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn hoặc 9% so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 15,3 lần. So với các công ty cùng ngành, PNJ đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 là 13 lần, cao hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 6 lần nhưng điều này không phải là bất thường.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/8.

	Giá	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
Mã CK	(đồng)	Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)	tăng/giảm (%)	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
PNJ	103,000	Mua vào	-	129,500	6.06	25.7	16.3	13.0	11.5	8.95	1.94	1.94

Giá cổ phiếu tại ngày 27/8/2024.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mục lục

Sự can thiệp thị trường vàng của NHNN có lợi cho doanh nghiệp tuân thủ pháp luật; Mua PNJ 3

Sơ lược về tình hình giá vàng 3

Chính phủ can thiệp vào thị trường 4

Duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PNJ và điều chỉnh tăng 6% giá mục tiêu lên 129.500đ 6

Báo cáo thành phần

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) 7

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Sự can thiệp thị trường vàng của NHNN có lợi cho doanh nghiệp tuân thủ pháp luật; Mua PNJ

Giá vàng thế giới tăng mạnh kể từ đầu năm do căng thẳng địa chính trị ngày càng tồi tệ hơn, trong đó có chiến tranh ở Trung Đông và Ukraina. Giá vàng trong nước, biểu thị bằng giá vàng miếng SJC, đã diễn biến theo xu hướng thế giới và tăng 19% từ đầu năm đến hết tháng 5/2024. Do chênh lệch giữa giá vàng miếng trong nước và thế giới ngày càng tăng, Chính phủ có động thái nhằm ổn định thị trường bằng cách xúc tiến hoạt động thanh tra, kiểm tra do NHNN thực hiện (bao gồm việc kiểm soát giá bán vàng miếng SJC hàng ngày trên thị trường). Chúng tôi tin rằng các đợt thanh tra và các biện pháp liên quan sẽ có lợi cho các doanh nghiệp kinh doanh vàng dẫn đầu thị trường, vốn đã tuân thủ các quy định của pháp luật như PNJ. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PNJ và tăng 6% giá mục tiêu lên 129.500đ.

Sơ lược về tình hình giá vàng

Giá vàng thế giới tăng mạnh kể từ đầu năm

Giá vàng miếng thế giới tăng mạnh 22% kể từ đầu năm trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị ngày càng tồi tệ, kể cả chiến tranh ở Trung Đông và Ukraina.

Trong nhiều thế kỷ, vàng được xem trọng vì độ hiếm và giá trị của nó. Không giống như tiền tệ, vốn dễ bị ảnh hưởng bởi áp lực lạm phát và sự can thiệp của chính phủ, vàng đã chứng minh được khả năng phục hồi qua các giai đoạn kinh tế khó khăn. Sự ổn định bền bỉ này khiến vàng trở thành tài sản được các NĐT săn đón và dùng làm nơi trú ẩn trong thời kỳ kinh tế biến động và bất ổn địa chính trị, những tình huống đặc biệt trong bối cảnh toàn cầu hiện nay.

Hình 1: Giá vàng thế giới (USD/t.oz)

Giá vàng thế giới tăng mạnh kể từ đầu năm

Nguồn: Trading economics

Giá vàng Việt Nam theo xu hướng giá vàng thế giới

Giá vàng tại Việt Nam, biểu thị bằng giá vàng miếng SJC, đã diễn biến theo xu hướng thế giới và tăng 19% từ đầu năm đến hết tháng 5/2024. Tuy nhiên, giá vàng trong nước vẫn còn cao hơn giá vàng thế giới. Vào đầu năm 2021, khoảng cách chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới còn tương đối thấp, ở mức chỉ 3 triệu đồng/lượng. Bất chấp các đợt biến động giá, khoảng cách chênh lệch ngày càng mở rộng lên 10 triệu đồng/lượng vào cuối năm 2021.

Chênh lệch tiếp tục gia tăng, lên đến đỉnh điểm 20 triệu đồng/lượng vào tháng 10/2022. Mặc dù từ đó mức chênh lệch dần thu hẹp đến tháng 10/2023, mức chênh lệch bật tăng trở lại mức 20 triệu đồng/lượng vào tháng 2/2024 và tháng 5/2024.

Tính theo phần trăm, giá vàng trong nước đã được giao dịch cao hơn giá vàng thế giới từ 15-42% từ năm 2021 đến đầu tháng 6/2024.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Điều gì tạo ra sự chênh lệch giữa giá vàng trong nước và thế giới?

Ngày 3/4/2012, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 24/2012/NĐ-CP về quản lý hoạt động kinh doanh vàng. Kể từ ngày 25/5/2012, Nghị định 24 có hiệu lực, Chính phủ bắt đầu độc quyền tổ chức sản xuất vàng miếng, cấm các tổ chức, cá nhân khác tham gia hoạt động này. Biện pháp này được đưa ra nhằm quản lý chặt chẽ hoạt động sản xuất vàng miếng, kiểm soát nguồn cung thị trường và ngăn chặn việc sử dụng vàng thô nhập lậu trong sản xuất vàng.

Theo Nghị định 24, NHNN ký hợp đồng với SJC (dưới sự giám sát của UBND TP.HCM) để sản xuất vàng miếng. Từ đó, SJC trở thành thương hiệu vàng quốc gia. Giá vàng sau đó được xác định theo tình hình cung và cầu thực tế của thị trường. Do thiếu nguồn cung và nhu cầu tăng cao, mức chênh lệch giá trong nước và thế giới ngày càng mở rộng.

Chính phủ can thiệp vào thị trường

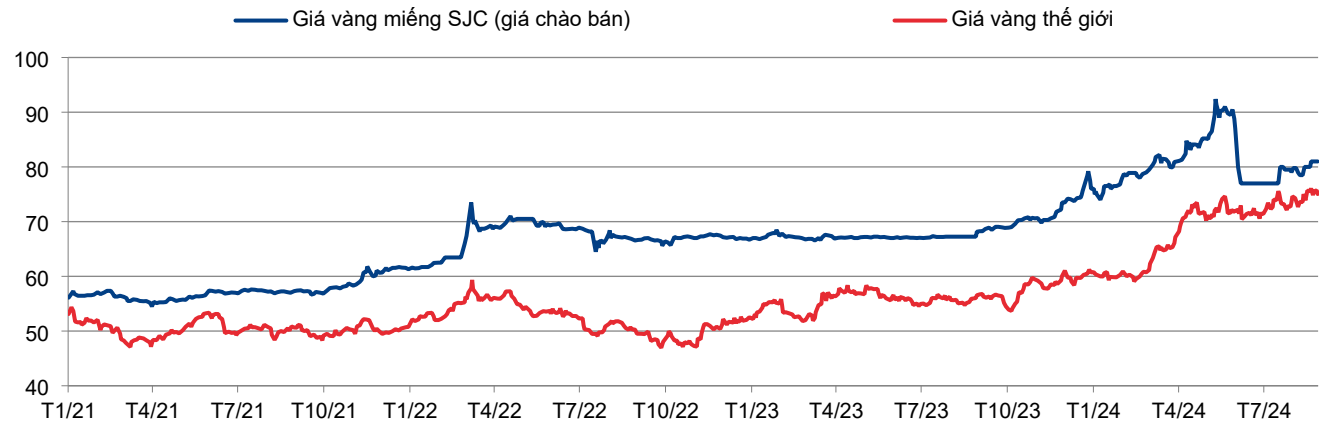
Với nỗ lực nhằm ổn định thị trường vàng và giảm mức độ chênh lệch giữa giá vàng miếng trong nước và thế giới, NHNN ban hành Quyết định số 324/QD-TTGSNH2 ngày 17/5/2024. Quyết định này yêu cầu thanh tra HĐKD vàng tại các tổ chức tín dụng và doanh nghiệp kinh doanh vàng, tập trung vào việc tuân thủ các chính sách, pháp luật liên quan đến HĐKD vàng, phòng chống rửa tiền, chế độ kế toán, và hóa đơn chứng từ.

Ngày 23/5/2024, NHNN thông báo sẽ thanh tra 4 doanh nghiệp kinh doanh vàng lớn – PNJ, SJC (chưa niêm yết), DOJI (chưa niêm yết), và Bảo Tín Minh Châu (chưa niêm yết) – để kiểm tra mức độ tuân thủ pháp luật của các doanh nghiệp này. Ngoài ra, NHNN cũng sẽ thanh tra HĐKD vàng tại 2 ngân hàng TPBank và Eximbank. Đợt kiểm toán kéo dài 45 ngày này sẽ đánh giá các HĐKD vàng của các đơn vị này trong bốn năm qua, tính đến tháng 5/2024. NHNN có thể sẽ tiến hành thanh tra thêm các doanh nghiệp khác nếu cần thiết.

Ngoài đợt thanh tra trên toàn quốc, một số địa phương cũng đã tiến hành thanh tra riêng. Đợt thanh tra một số cửa hàng vàng/trang sức tại TP.HCM vào tháng 4 cho thấy nhiều cửa hàng không thể xuất trình hóa đơn và chứng nhận xuất xứ cho các sản phẩm vàng không nhãn mác. Tương tự, Chi cục Quản lý thị trường Hà Nội cũng đã công bố kế hoạch thanh tra 116 cơ sở kinh doanh vàng trên địa bàn từ ngày 15/8 đến ngày 15/10. Đợt thanh tra này sẽ kiểm tra giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh, hoạt động niêm yết giá, việc tuân thủ các quy định về sở hữu trí tuệ và nguồn gốc của các sản phẩm vàng và trang sức.

Biểu đồ 2: Giá chào bán của vàng miếng SJC so với giá vàng thế giới (đồng/lượng)

Giá vàng trong nước theo xu hướng giá vàng thế giới; khoảng chênh lệch giá đã giảm xuống đáng kể từ tháng 6/2024



Nguồn: HSC thu thập

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 3: Chênh lệch giá vàng trong nước & giá vàng thế giới, triệu đồng/lượng

Khoảng chênh lệch giá bắt đầu gia tăng kể từ cuối năm 2021 nhưng đã thu hẹp đáng kể sau khi Chính phủ can thiệp

Nguồn: HSC

Bốn ngân hàng quốc doanh và SJC bắt đầu bán vàng miếng từ ngày 3/6/2024

Từ ngày 3/6/2024, NHNN bắt đầu kiểm soát giá vàng miếng và nguồn cung, trong đó SJC tiếp tục là nhà sản xuất và phân phối vàng miếng thương hiệu SJC. Bên cạnh đó, NHNN đã cấp phép cho 4 ngân hàng thương mại Nhà nước Agribank, Vietcombank, Vietinbank và BIDV trở thành đơn vị phân phối vàng miếng thương hiệu SJC.

Bắt đầu từ 14h30 ngày 3/6/2024, bốn ngân hàng này cùng với SJC bắt đầu bán vàng miếng thương hiệu SJC ra thị trường. NHNN cung cấp vàng miếng trực tiếp cho các ngân hàng này và SJC. Sau đó, những đơn vị này sẽ bán vàng ra thị trường. Giá bán được xác định dựa trên giá mà các đơn vị này mua từ NHNN.

Do đó, khoảng cách chênh lệch giá bán trong nước và thế giới đã được thu hẹp đáng kể, xuống còn 2-8 triệu đồng/lượng.

Những doanh nghiệp hàng đầu tuân thủ quy định pháp luật sẽ hưởng lợi

Trong môi trường kinh doanh như hiện tại, HSC tin rằng những doanh nghiệp kinh doanh vàng đứng đầu thị trường vốn đã thực hiện đầy đủ các quy định của pháp luật sẽ hưởng lợi. Các cửa hàng kinh doanh nhỏ lẻ thường không nghiêm túc tuân thủ các quy định pháp luật, bán vàng không có hóa đơn, chứng từ hoặc không có nguồn gốc rõ ràng. Do đó, các doanh nghiệp kinh doanh vàng lớn, vốn đã thực hiện đầy đủ các quy định của pháp luật, có thể sẽ thu hút được nhiều khách hàng mới từ các cửa hàng chưa tuân thủ quy định. Điều này giúp các doanh nghiệp lớn tăng thêm thị phần và tăng trưởng mạnh khi nhu cầu thị trường hồi phục.

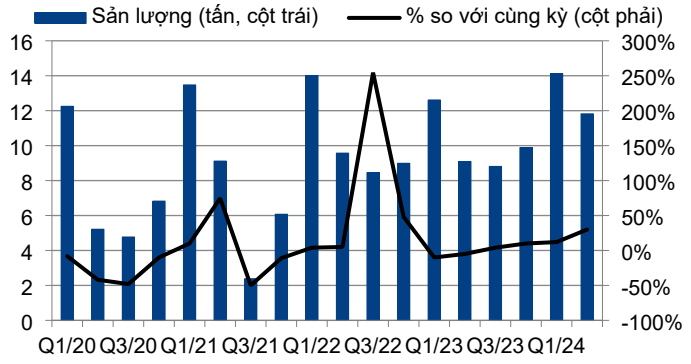
PNJ là một ví dụ điển hình về một doanh nghiệp kinh doanh vàng lớn đã thành công trong việc giành thêm thị phần. Theo dữ liệu từ Hội đồng Vàng Thế giới, mặc dù nhu cầu vàng miếng tăng 20% (tính theo khối lượng) trong nửa đầu năm 2024 do giá vàng tăng, nhu cầu trang sức bằng vàng vẫn thấp, với mức giảm 12% (tính theo khối lượng) so với cùng kỳ do kinh tế đang trong giai đoạn phục hồi.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 4: Nhu cầu vàng miếng, Việt Nam

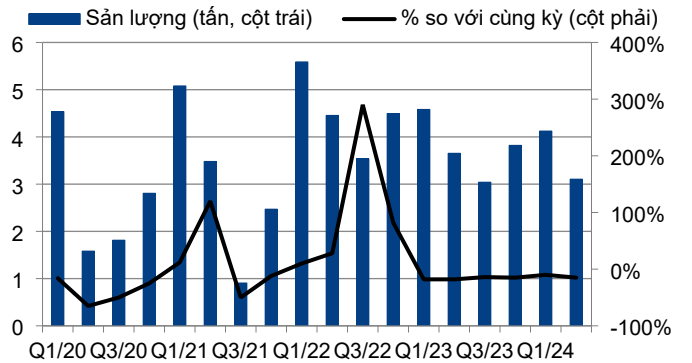
Nhu cầu vàng miếng tăng 20% về sản lượng trong 6 tháng đầu năm 2024



Nguồn: Hội đồng vàng thế giới

Biểu đồ 5: Nhu cầu trang sức, Việt Nam

Nhu cầu trang sức giảm 12% về sản lượng trong 6 tháng đầu năm 2024



Nguồn: Hội đồng vàng thế giới

Bất chấp môi trường kinh doanh đầy thách thức này, PNJ vẫn đạt mức tăng trưởng doanh thu bán lẻ vững chắc ở mức 14,6% so với cùng kỳ trong 7 tháng đầu năm 2024, nhờ số lượng khách hàng mới tăng trưởng mạnh. Những khách hàng mới này đến từ các cửa hàng kinh doanh vàng truyền thống, vốn gặp khó khăn do các hoạt động nhằm kiểm soát giá vàng của NHNN.

Xin nhắc lại, 99% doanh thu của PNJ đến từ vàng (bao gồm bán lẻ, bán buôn và vàng 24k), bạc và đá quý. PNJ không cung cấp số liệu phân tích theo 3 phân khúc sản phẩm này, nhưng có thể vàng đóng góp nhiều nhất vào doanh thu, theo ước tính của chúng tôi là khoảng 80%.

Duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PNJ và điều chỉnh tăng 6% giá mục tiêu lên 129.500đ

HSC vẫn duy trì quan điểm lạc quan về triển vọng của PNJ, được thúc đẩy bởi lượng khách hàng mới và khả năng tăng thị phần trong tình hình hiện tại. Mặc dù điều chỉnh giảm 4% dự báo lợi nhuận năm 2024, chúng tôi tăng bình quân 3% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng lần lượt 13%, 26%, và 15% trong năm 2024, 2025, và 2026.

Chúng tôi tăng 6% giá mục tiêu lên 129.500đ và duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PNJ, với tiềm năng tăng giá 26%. Với thị giá hiện tại, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn hoặc 9% so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 15,3 lần. So với các công ty cùng ngành, PNJ đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 là 13 lần, cao hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 6 lần như thường lệ.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

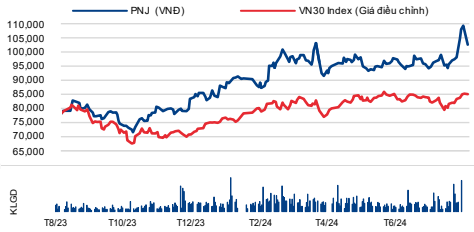
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ - HSX)

Mua vào *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ129,500 *(từ VNĐ122,100)*
Tiềm năng tăng/giảm: 25.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (27/8/2024)	103,000
Mã Bloomberg	PNJ VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	71,575-109,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	104,833
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	34,460
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,388
Slg CP lưu hành (tr.đv)	335
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	164
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	49.0%
Tỷ lệ freefloat	74.1%
Cổ đông lớn	:.T.N Dung , gia đình (14.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	7.07	9.34	33.7
So với chỉ số	3.79	6.25	20.7
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	6,326	6,470	(2.2)
2025F	7,944	7,736	2.7
2026F	9,169	8,648	6.0

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức hàng đầu Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA
Trưởng phòng
giang.bnc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ
Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Hưởng lợi từ việc tăng cường giám sát thị trường vàng

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PNJ và tăng 6% giá mục tiêu lên 129.500đ sau khi chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025. Chúng tôi giữ quan điểm lạc quan đối với triển vọng của PNJ, nhờ có thêm khách hàng mới và giành được thêm thị phần.
- Chúng tôi giảm 4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 nhưng tăng bình quân 3% dự báo cho năm 2025-2026. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận năm 2024 tăng trưởng 13%, sau đó tiếp tục tăng trưởng lần lượt 26% và 15% trong năm 2025 và 2026.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 9% trong 3 tháng qua, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,9 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn (tương đương 9%) so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 15,3 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD 7 tháng đầu năm 2024

PNJ gần đây công bố KQKD tháng 7/2024 với doanh thu thuần tăng 6,1% đạt 2.509 tỷ đồng nhưng lợi nhuận thuần giảm 40% xuống chỉ còn 51 tỷ đồng do chi phí bán hàng & quản lý tăng mạnh. Doanh thu mảng bán lẻ của PNJ vẫn tích cực, tăng 18% so với cùng kỳ và 14% so với tháng trước đạt 1.766 tỷ đồng, và doanh thu bán buôn cũng tăng mạnh 60% so với cùng kỳ (từ mức nền thấp) và tăng 17% so với tháng trước đạt 316 tỷ đồng. Ở chiều ngược lại, doanh thu vàng 24k giảm mạnh – 40% so với cùng kỳ và 41% so với tháng trước – đạt 403 tỷ đồng do chính sách kiểm soát giá vàng của NHNN từ tháng 6/2024.

Tác động: Giảm 4% dự báo lợi nhuận năm 2024, tăng nhẹ cho năm 2025-2026

HSC điều chỉnh giảm 4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 nhưng tăng bình quân 3% dự báo cho năm 2025-2026. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng lần lượt 13%, 26%, và 15% trong năm 2024, 2025, và 2026. Chúng tôi vẫn giữ niềm tin về triển vọng tươi sáng của PNJ, nhờ có thêm khách hàng mới và giành thêm thị phần – trong tình hình chính phủ tăng cường giám sát giá vàng như hiện tại.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 9% trong 3 tháng qua, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn hoặc 9% so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 15,3 lần. Cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 13 lần, cao hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực, nhưng điều này không phải là bất thường.

Chúng tôi tăng 6% giá mục tiêu lên 129.500đ và duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PNJ, với tiềm năng tăng giá 26%.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,504	2,610	2,916	3,600	4,159
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,811	1,971	2,228	2,798	3,230
EPS ĐC (đồng)	5,307	5,584	6,326	7,944	9,169
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,001	2,002
BVPS (đồng)	25,738	29,891	34,258	40,437	47,841
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.2	13.5	11.5	8.95	7.45
P/E ĐC (lần)	19.4	18.4	16.3	13.0	11.2
Lợi suất cổ tức (%)	1.94	1.94	1.94	1.94	1.94
P/B (lần)	4.00	3.45	3.01	2.55	2.15
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	82.5	5.22	13.3	25.6	15.4
ROAE (%)	25.0	21.6	21.0	22.4	21.9

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tăng 6% giá mục tiêu, duy trì khuyến nghị Mua vào

Doanh thu bán lẻ vẫn tiếp tục đà tăng trưởng trong tháng 7/2024, như HSC dự báo. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần giảm đáng kể do Công ty ghi nhận chi phí tiếp thị và chi phí nhân viên để chuẩn bị cho việc mở thêm các cửa hàng mới trong những tháng tiếp theo. Chúng tôi vẫn giữ niềm tin về triển vọng tươi sáng của PNJ, nhờ có thêm khách hàng mới và giành thêm thị phần – có liên quan mật thiết đến việc tăng cường giám sát giá vàng của Chính phủ. Dự báo lợi nhuận thuần mới của chúng tôi – giảm 4% cho năm nay, tăng bình quân 3% cho năm 2025-2026 - cho thấy tốc độ tăng trưởng trong năm 2024, 2025, và 2026 lần lượt là 13%, 26%, và 15%. Sau khi chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025, chúng tôi điều chỉnh tăng 9% giá mục tiêu lên 129.500đ và duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PNJ.

Tháng 7/2024: Doanh thu bán lẻ vẫn duy trì đà tăng trưởng mạnh, nhưng lợi nhuận giảm do chi phí bán hàng tăng

PNJ công bố KQKD tháng 7/2024 Doanh thu bán lẻ vẫn duy trì đà tăng trưởng tích cực ở mức 2 con số, trong khi đó lợi nhuận thuần giảm mạnh do chi phí bán hàng tăng.

Doanh thu thuần trong tháng tăng 6% so với cùng kỳ đạt 2.509 tỷ đồng. Chi tiết như sau:

- Doanh thu bán lẻ vững chắc với mức tăng trưởng 18% so với cùng kỳ và 14% so với tháng trước lên 1.766 tỷ đồng. Doanh thu bán buôn cũng tăng mạnh 60% so với cùng kỳ (từ mức nền thấp trong tháng 7/2023) và tăng 17% so với tháng trước đạt 316 tỷ đồng.
- Ở chiều ngược lại, doanh thu vàng 24k giảm mạnh - 40% so với cùng kỳ và 41% so với tháng trước – đạt 403 tỷ đồng do chính sách kiểm soát giá vàng của NHNN từ tháng 6/2024.

Lợi nhuận gộp đạt 420 tỷ đồng, tăng nhẹ 0,3% so với cùng kỳ. Tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp xuống còn 16,7% so với mức 17,7% trong tháng 7/2023, mặc dù doanh thu bán lẻ có mức đóng góp cao hơn (70,4% so với 63,1% trong tháng 7/2023). Chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp của kênh bán lẻ giảm xuống còn khoảng 24-25% vào tháng 7/2024 so với 27% trong tháng 7/2023 (trong khi không đổi so với 24-25% trong tháng 6/2024), do cơ cấu sản phẩm thay đổi với doanh thu sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn tăng lên. Tuy nhiên, thông tin chi tiết chưa được công bố.

Mặt khác, lợi nhuận thuần giảm 40% so với cùng kỳ xuống còn 51 tỷ đồng do Công ty ghi nhận chi phí tiếp thị cao bất thường và chi phí thuê nhân sự chuẩn bị cho kế hoạch mở thêm cửa hàng mới trong những tháng tiếp theo. PNJ dự kiến mở thêm khoảng 17-22 cửa hàng mới trong nửa cuối năm 2024, nâng tổng số cửa hàng lên 422-427 cửa hàng.

Tính chung 7 tháng đầu năm 2024, doanh thu thuần tăng 31% so với cùng kỳ đạt 24.621 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng 4% so với cùng kỳ đạt 1.218 tỷ đồng.

Bảng 6: KQKD tháng 7/2024 & 7 tháng đầu năm 2024, PNJ

Lợi nhuận thuần giảm 40% trong tháng 7/2024 do chi phí bán hàng

Tỷ đồng	T7/2023	T7/2024	% so với cùng kỳ	7T2023	7T2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	2,364	2,509	6.1%	18,823	24,621	30.8%
Lợi nhuận gộp	418	420	0.3%	3,528	4,050	14.8%
Lợi nhuận thuần	85	51	-39.5%	1,171	1,218	4.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.7%	16.7%		18.7%	16.4%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	3.6%	2.0%		6.2%	4.9%	

Nguồn: HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 7: Cơ cấu doanh thu thuần theo mảng kinh doanh, PNJ

Doanh thu mảng bán lẻ vẫn duy trì vững chắc trong khi doanh thu mảng vàng miếng giảm mạnh

Tỷ đồng	T7/2023	T7/2024	% so với cùng kỳ	7T2023	7T2024	% so với cùng kỳ
Bán lẻ	1,491	1,766	18.4%	11,049	12,662	14.6%
Vàng 24k	665	403	-39.5%	5,713	9,529	66.8%
Bán buôn	197	316	60.4%	1,694	2,112	24.7%
Khác	11	24	117.5%	368	318	-13.5%
Tổng	2,364	2,509	6.1%	18,823	24,621	30.8%

Nguồn: HSC ước tính

Triển vọng tích cực, nhờ có thêm khách hàng mới và giành được thêm thị phần

HSC lưu ý rằng, sự biến động về lợi nhuận hàng tháng đã diễn ra nhiều lần kể từ đầu năm đến nay. So với cùng kỳ, lợi nhuận thuần giảm 19% trong tháng 1, tăng 20% trong tháng 2, giảm 3% trong tháng 3, tăng mạnh 60% trong tháng 4, sau đó tăng 23% trong tháng 5, tăng 2% trong tháng 6, và sau đó giảm mạnh 40% trong tháng 7. Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tiếp tục biến động trong những tháng tiếp theo.

Chúng tôi vẫn giữ niềm tin về triển vọng tươi sáng của PNJ, nhờ có thêm khách hàng mới và giành thêm thị phần. Theo BLĐ, số lượng khách hàng mới tăng 2 con số và trở thành động lực tăng trưởng chính cho PNJ trong nửa đầu năm 2024. Những khách hàng mới này đến từ các cửa hàng kinh doanh vàng truyền thống, vốn gặp khó khăn do các hoạt động nhằm kiểm soát giá vàng của NHNN. Hơn nữa, những những khách hàng cũ cũng đã trở lại.

Như vậy, mặc dù quy mô bình quân của thị trường trong 6 tháng đầu năm 2024 giảm 10% so với cùng kỳ và giảm 25% so với năm 2022, doanh thu bán lẻ của PNJ vẫn tăng 14% trong 6 tháng đầu năm 2024 và 14,6% trong 7 tháng đầu năm 2024.

Giảm 4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024, nhưng tăng bình quân 3% cho năm 2025-2026

HSC giảm 4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 để phản ánh dự báo chi phí bán hàng & quản lý cao hơn trong năm nay, nhưng điều chỉnh tăng 3% lợi nhuận lần lượt cho năm 2025-2026 sau khi doanh thu kênh bán lẻ được điều chỉnh tăng nhẹ. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2024, 2025, và 2026 tăng lần lượt 13%, 26%, và 15% so với cùng kỳ đạt 2.228 tỷ đồng, 2.798 tỷ đồng, và 3.230 tỷ đồng.

Trong khi đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 4-12% dự báo doanh thu sau khi giảm dự báo doanh thu vàng 24k. Chúng tôi dự báo doanh thu vàng 24k sẽ giảm mạnh từ nửa cuối năm 2024 do biện pháp kiểm soát giá vàng của NHNN. Mặt khác, dự báo doanh thu bán buôn được điều chỉnh tăng sau khi kết quả ghi nhận trong 7 tháng đầu năm cao hơn dự báo. HSC gần như giữ nguyên dự báo doanh thu bán lẻ. Theo đó, doanh thu thuần dự báo đạt lần lượt 42.079 tỷ đồng cho năm 2024 (tăng trưởng 27%), 41.029 tỷ đồng cho năm 2025 (tăng trưởng 3%) và 44.278 tỷ đồng cho năm 2026 (tăng trưởng 8%).

Tỷ suất lợi nhuận gộp dự báo đạt 16,7%, thấp hơn mức 18,3% trong năm 2023 do tỷ suất lợi nhuận mảng vàng 24k giảm (mảng này chiếm tỷ trọng cao trong tỷ suất lợi nhuận gộp của PNJ). Do đó, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tăng lên 19,2% trong năm 2025 và 19,8% trong năm 2026, khi mức đóng góp của mảng vàng 24k vào tổng doanh thu dự kiến giảm. Tỷ trọng của mảng vàng 24k trong cơ cấu doanh thu dự báo ở mức 36,4% trong năm 2024 (cao hơn mức 31% trong năm 2023), 26,1% trong năm 2025, và 24,2% trong năm 2026.

Chúng tôi trình bày chi tiết trong Bảng 8-9.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 8: Dự báo cho giai đoạn 2024-2026, PNJ

HSC duy trì phần lớn dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024F				
Doanh thu thuần	43,690	42,079	-3.7%	27.0%
Lợi nhuận thuần	2,330	2,228	-4.4%	13.0%
2025F				
Doanh thu thuần	46,763	41,029	-12.3%	-2.5%
Lợi nhuận thuần	2,721	2,798	2.8%	25.6%
2026F				
Doanh thu thuần	49,957	44,278	-11.4%	7.9%
Lợi nhuận thuần	3,125	3,230	3.4%	15.4%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Dự báo doanh thu thuần theo mảng kinh doanh, PNJ

HSC hạ dự báo doanh thu mảng vàng 24k nhưng nâng dự báo doanh thu mảng bán buôn & giữ nguyên dự báo doanh thu mảng bán lẻ

	2023	2024F		2025F		2026F	
Tỷ đồng	Thực tế	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Bán lẻ	**19,055**	**22,081**	**22,081**	**24,923**	**25,162**	**27,871**	**28,137**
Tăng trưởng		15.9%	15.9%	12.9%	14.0%	11.8%	11.8%
Điều chỉnh			0.0%		1.0%		1.0%
Bán buôn	**2,870**	**3,157**	**3,587**	**3,283**	**3,946**	**3,414**	**4,104**
Tăng trưởng		10.0%	25.0%	4.0%	10.0%	4.0%	4.0%
Điều chỉnh			13.6%		20.2%		4.0%
Vàng miếng	**10,208**	**17,353**	**15,311**	**17,353**	**10,718**	**17,353**	**10,718**
Tăng trưởng		70.0%	50.0%	0.0%	-30.0%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh			-11.8%		-38.2%		-38.2%
Mảng khác	**1,004**	**1,099**	**1,099**	**1,204**	**1,204**	**1,319**	**1,319**
Tăng trưởng		9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
Điều chỉnh			0.0%		0.0%		0.0%
Tổng	**33,137**	**43,690**	**42,079**	**46,763**	**41,029**	**49,957**	**44,278**
Tăng trưởng		31.8%	27.0%	7.0%	-2.5%	6.8%	7.9%
Điều chỉnh			-3.7%		-12.3%		-11.4%

Nguồn: HSC ước tính

Tăng 6% giá mục tiêu, duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC tăng nhẹ 6% giá mục tiêu đối với PNJ lên 129.500đ sau khi chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 và duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 26% so với thị giá hiện tại. Theo đó, P/E dự phóng năm 2025 là 16,3 lần.

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá PNJ, với lãi suất phi rủi ro chung 4% cũng như phần bù rủi ro vốn CSH chung 8,5%, và hệ số beta 0,97 lần. Kết quả là giả định WACC ở mức 10,8%. Chúng tôi cũng duy trì giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%.

Tính toán FCFF, mô hình DCF và giả định WACC được trình bày trong Bảng 10-12. HSC thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với sự thay đổi của các giả định chính trong Bảng 13.

Bảng 10: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, PNJ

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Thu nhập thuần	2,336	2,747	3,154	3,559	3,836	4,113
+ Khấu hao	92	104	117	133	151	172
+ Chi phí lãi vay * (1 - thuế suất)	48	10	10	11	12	13
- Thay đổi vốn lưu động	1,518	(309)	(739)	(767)	(916)	(921)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(126)	(143)	(163)	(186)	(211)	(241)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	**3,867**	**2,408**	**2,379**	**2,750**	**2,872**	**3,136**

Nguồn: HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 11: Giá mục tiêu cuối năm 2025, PNJ

Giá mục tiêu là 129.500đ

	Tỷ đồng
Giá trị dài hạn (tại tốc độ tăng trưởng dài hạn: 3%)	45,886
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	39,583
Nợ (tính đến cuối năm 2025)	287
Tiền mặt & các khoản đầu tư ngắn hạn (tính đến cuối năm 2025)	4,039
Giá trị của vốn CSH	43,335
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	335
Giá trị hợp lý (đồng)	129,500

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Tính toán WACC, PNJ

WACC là 10,8%

	Giả định
Tỷ trọng vốn CSH	80%
Beta	1.0
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Chi phí vốn CSH	12.2%
Tỷ trọng nợ	20%
Chi phí nợ	6.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.8%
WACC	10.8%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 13: Phân tích độ nhạy, PNJ

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%	129,453	124,025	119,093	114,594	110,472
	2.5%	135,542	129,467	123,981	119,005	114,468
	3.0%	142,505	135,648	**129,500**	123,956	118,932
	3.5%	150,547	142,732	135,780	129,555	123,949
	4.0%	159,940	150,930	142,988	135,936	129,631

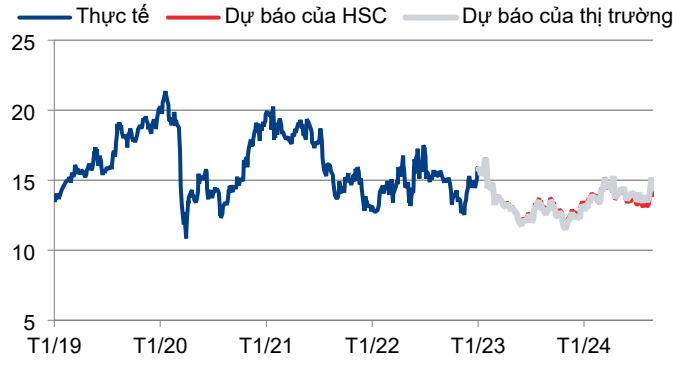
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Với thị giá hiện tại, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14 lần, vẫn thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn (hay 9%) so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 15,3 lần (Biểu đồ 14-15). Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2025 của PNJ là 13 lần, cao hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 6 lần (Bảng 16).

Biểu đồ 14: P/E trượt dự phóng 1 năm, PNJ

Dựa trên ước tính của chúng tôi, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,9 lần



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 15: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, PNJ

…thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 15,3 lần

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: So sánh các công ty cùng ngành, PNJ

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2024	P/E 2025
Chow Tai Fook Jewelry Group Ltd	1929:HK	18,319	13.9	12.4
Lao Feng Xiang CO. LTD - A	600612:CH	2,887	5.8	5.2
Chow Sang Sang Holdings	0116: HK	1,880	4.8	4.2
Guangdong CHJ Industry	002345:CH	780	12.1	10.2
Chow Tai Seng Jewelry Co Ltd	002867:CH	3,177	12.6	11
Bình quân		5,409	9.8	8.6
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận		1,392	16.3	13

Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	33,876	33,137	42,079	41,029	44,278
Lợi nhuận gộp	5,927	6,059	7,045	7,873	8,781
Chi phí BH&QL	(3,502)	(3,529)	(4,221)	(4,377)	(4,740)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	**2,425**	**2,529**	**2,824**	**3,496**	**4,041**
Lãi vay thuần	(73.9)	(40.0)	(10.3)	36.9	0
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(38.6)	(0.12)	0	0	36.6
LNTT	**2,312**	**2,489**	**2,814**	**3,533**	**4,078**
Chi phí thuế TNDN	(502)	(518)	(585)	(735)	(848)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	**1,811**	**1,971**	**2,228**	**2,798**	**3,230**
Lợi nhuận thuần ĐC	**1,811**	**1,971**	**2,228**	**2,798**	**3,230**
EBITDA ĐC	**2,504**	**2,610**	**2,916**	**3,600**	**4,159**
EPS (đồng)	5,307	5,584	6,326	7,944	9,169
EPS ĐC (đồng)	5,307	5,584	6,326	7,944	9,169
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,001	2,002
Slg CP bình quân (triệu đv)	328	328	335	335	335
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	328	328	335	335	335
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	328	328	335	335	335

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	2,425	2,529	2,824	3,496	4,041
Khấu hao	(79.5)	(81.1)	(91.8)	(104)	(117)
Lãi vay thuần	(73.9)	(40.0)	(10.3)	36.9	0
Thuế TNDN đã nộp	(464)	(466)	(585)	(735)	(848)
Thay đổi vốn lưu động	(1,729)	(420)	1,395	(351)	(748)
Khác	(137)	(181)	(128)	(111)	(77.8)
LCT thuần từ HĐKD	**101**	**1,503**	**3,587**	**2,439**	**2,484**
Đầu tư TS dài hạn	(52.4)	(82.0)	(126)	(143)	(163)
Góp vốn & đầu tư	0	(3.98)	0	0	0
Thanh lý	1.50	1.08	0	0	0
Khác	(320)	(492)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	**(371)**	**(577)**	**(126)**	**(143)**	**(163)**
Cổ tức trả cho CSH	(617)	(611)	(602)	(602)	(602)
Thu từ phát hành CP	1,447	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(38.9)	(299)	(2,090)	(7.35)	22.7
Khác	0	0	(370)	(442)	(506)
LCT thuần từ HĐTC	**792**	**(909)**	**(3,062)**	**(1,052)**	**(1,085)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	355	880	896	1,295	2,539
LCT thuần trong kỳ	**522**	**16.6**	**399**	**1,244**	**1,236**
Ảnh hưởng của tỷ giá	2.66	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**880**	**896**	**1,295**	**2,539**	**3,775**
Dòng tiền tự do	**48.2**	**1,421**	**3,461**	**2,296**	**2,321**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	880	896	1,295	2,539	3,775
Đầu tư ngắn hạn	200	810	1,000	1,500	2,000
Phải thu khách hàng	301	217	253	249	261
Hàng tồn kho	10,506	10,941	9,810	10,278	11,182
Các tài sản ngắn hạn khác	79.9	95.9	122	115	123
Tổng tài sản ngắn hạn	**11,966**	**12,960**	**12,479**	**14,682**	**17,342**
TSCĐ hữu hình	240	256	291	331	377
TSCĐ vô hình	643	626	626	626	625
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	3.98	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	488	583	683	684	729
Tổng tài sản dài hạn	**1,371**	**1,470**	**1,600**	**1,641**	**1,732**
Tổng cộng tài sản	**13,337**	**14,430**	**14,079**	**16,323**	**19,074**
Nợ ngắn hạn	2,683	2,384	295	287	310
Phả trả người bán	277	255	329	312	334
Nợ ngắn hạn khác	1,408	1,418	1,323	1,431	1,563
Tổng nợ ngắn hạn	**4,883**	**4,614**	**2,606**	**2,782**	**3,055**
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22
Tổng nợ dài hạn	**0.22**	**0.22**	**0.22**	**0.22**	**0.22**
Tổng nợ phải trả	**4,893**	**4,623**	**2,615**	**2,791**	**3,064**
Vốn chủ sở hữu	8,444	9,807	11,464	13,532	16,009
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	**8,444**	**9,807**	**11,464**	**13,532**	**16,009**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**13,337**	**14,430**	**14,079**	**16,323**	**19,074**
BVPS (đ)	25,738	29,891	34,258	40,437	47,841
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,803	1,488	(1,001)	(2,252)	(3,466)

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	17.5	18.3	16.7	19.2	19.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.39	7.88	6.93	8.77	9.39
Tỷ suất LNT (%)	5.34	5.95	5.30	6.82	7.29
Thuế TNDN hiện hành (%)	21.7	20.8	20.8	20.8	20.8
Tăng trưởng doanh thu (%)	73.3	(2.18)	27.0	(2.50)	7.92
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	68.8	4.23	11.7	23.5	15.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	76.0	8.88	13.0	25.6	15.4
Tăng trưởng EPS (%)	82.5	5.22	13.3	25.6	15.4
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	82.5	5.22	13.3	25.6	15.4
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0.05	0.05
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	37.7	35.8	31.6	25.2	21.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	25.0	21.6	21.0	22.4	21.9
ROACE (%)	33.4	27.7	26.5	28.0	27.3
Vòng quay tài sản (lần)	2.83	2.39	2.95	2.70	2.50
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	0.04	0.59	1.27	0.70	0.61
Số ngày tồn kho	137	147	102	113	115
Số ngày phải thu	3.93	2.93	2.63	2.74	2.69
Số ngày phải trả	3.62	3.43	3.43	3.43	3.43
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	24.0	17.3	(6.37)	(14.7)	(19.9)
Nợ/tài sản (%)	21.8	18.0	4.01	3.37	3.12
EBIT/lãi vay (lần)	32.8	63.2	275	N/a	nm
Nợ/EBITDA (lần)	1.16	0.99	0.19	0.15	0.14
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.45	2.81	4.79	5.28	5.68
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.05	1.06	0.80	0.79	0.70
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.2	13.5	11.5	8.95	7.45
P/E (lần)	19.4	18.4	16.3	13.0	11.2
P/E ĐC (lần)	19.4	18.4	16.3	13.0	11.2
P/B (lần)	4.00	3.45	3.01	2.55	2.15
Lợi suất cổ tức (%)	1.94	1.94	1.94	1.94	1.94

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH
Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI
Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)