

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

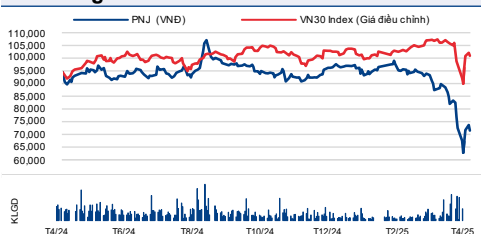
Giá mục tiêu: VNĐ85,300 (từ VNĐ120,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 19.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/4/2025)	71,500
Mã Bloomberg	PNJ VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	62,800-107,091
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	72,300
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	24,160
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	936
Slg CP lưu hành (tr.đv)	338
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	166
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	(18.2)	(23.7)	(24.4)
So với chỉ số	(13.4)	(24.5)	(29.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	5,747	6,701	(14.2)
2026F	6,422	7,875	(18.5)
2027F	7,045	8,992	(21.7)

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

Áp lực gia tăng do giá vàng tăng; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

- HSC giảm 29% giá mục tiêu đối với PNJ xuống 85.300đ và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng dựa trên quan điểm thận trọng hơn về triển vọng lợi nhuận và tăng giả định phần bù rủi ro vốn CSH. Mặc dù vẫn giữ quan điểm tích cực về triển vọng trong dài hạn, nhưng chúng tôi cho rằng áp lực trong ngắn hạn là không tránh khỏi.
- Chúng tôi giảm 16-19% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giảm 3% trong năm 2025, sau đó tăng trưởng 12% trong năm 2026 và tăng trưởng 10% trong năm 2027.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh 24% trong 3 tháng qua, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,1 lần, thấp hơn 24% (1,9 độ lệch chuẩn) so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 15,8 lần.

Sự kiện: Cập nhật triển vọng

Sau khi Mỹ công bố mức thuế mới, một số ngân hàng lớn như Deutsche Bank, HSBC và Standard Chartered Bank điều chỉnh tăng dự báo giá vàng mới.

Tác động: Giảm dự báo cho giai đoạn 2025-2027

HSC có quan điểm thận trọng hơn trong ngắn hạn, dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ thu hẹp. Chúng tôi thận trọng hơn đối với doanh thu bán lẻ. Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 được điều chỉnh giảm 16-19% sau khi dự báo doanh thu thuần được điều chỉnh giảm 8-9%. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giảm 3% trong năm 2025, sau đó tăng trưởng 12% trong năm 2026 và tăng trưởng 10% trong năm 2027.

Chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực đối với triển vọng trong dài hạn, được hỗ trợ bởi nhu cầu ngày càng tăng đối với sản phẩm cao cấp khi kinh tế hồi phục. Hơn nữa, chúng tôi tin rằng Chính phủ cuối cùng sẽ áp dụng chính sách tự do hơn về kinh doanh vàng. Tuy nhiên, Công ty không thể tránh khỏi các áp lực trong ngắn hạn.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 24% trong 3 tháng qua, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,1 lần, thấp hơn 24% (1,9 độ lệch chuẩn) so với bình quân quá khứ ở mức 15,8 lần. Trong khi đó, cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 12,4 lần, cao hơn so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 11,3 lần như thường lệ.

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và tăng giả định phần bù rủi ro vốn CSH, chúng tôi giảm 29% giá mục tiêu xuống 85.300đ. HSC hạ khuyến nghị đối với PNJ xuống Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá là 19%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/4.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,610	2,751	2,686 ▼	2,987 ▼	3,281 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,971	2,113	2,044 ▼	2,284 ▼	2,506 ▼
EPS ĐC (đồng)	5,584	5,697	5,747 ▼	6,422 ▼	7,045 ▼
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,001	2,002	2,003
BVPS (đồng)	29,891	33,309	37,799	42,472 ▼	47,769 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.56	9.59	9.59	8.39	7.22
P/E ĐC (lần)	12.8	12.6	12.4	11.1	10.1
Lợi suất cổ tức (%)	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80
P/B (lần)	2.39	2.15	1.89	1.68	1.50
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	5.22	2.01	0.88	11.7	9.71
ROAE (%)	21.6	20.1	17.0	16.8	16.4

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

Áp lực trong ngắn hạn là không tránh khỏi; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

Sau khi Tổng thống Mỹ Donald Trump công bố mức thuế mới, một số ngân hàng lớn như Deutsche Bank, HSBC và Standard Chartered Bank đã điều chỉnh tăng dự báo giá vàng mới. HSC có quan điểm thận trọng hơn, dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ sẽ thu hẹp. Chúng tôi cũng thận trọng hơn đối với hoạt động bán lẻ. Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 được điều chỉnh giảm 16-19% sau khi dự báo doanh thu thuần được điều chỉnh giảm 8-9%. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giảm 3% trong năm 2025, sau đó tăng trưởng 12% trong năm 2026 và tăng trưởng 10% trong năm 2027. Trong dài hạn, chúng tôi vẫn tin rằng PNJ có triển vọng tươi sáng, mặc dù vậy Công ty không thể tránh khỏi các áp lực trong ngắn hạn. HSC giảm 29% giá mục tiêu xuống 85.300đ và hạ khuyến nghị đối với PNJ xuống Tăng tỷ trọng (với tiềm năng tăng giá 16%), do áp lực giá vàng tăng. PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,1 lần, thấp hơn 1,9 độ lệch chuẩn (hoặc 24%) so với bình quân quá khứ.

Điều chỉnh tăng dự báo giá vàng

Sau khi Tổng thống Mỹ Donald Trump công bố mức thuế mới, một số ngân hàng lớn đã điều chỉnh tăng dự báo giá vàng mới:

- Deutsche Bank đã tăng dự báo giá vàng bình quân cho năm 2025 và 2026 lần lượt lên 3.139 USD và 3.700 USD/ounce, do những diễn biến kinh tế và địa chính trị toàn cầu trong thời gian gần đây. Trước đó, ngân hàng này dự báo giá bình quân là 2.725 USD cho năm 2025 và 2.900 USD cho năm 2026.
- HSBC đã tăng dự báo giá vàng bình quân năm 2025 và 2026 lần lượt là 3.015 USD và 2.915 USD/ounce, do những rủi ro địa chính trị. Trước đó, ngân hàng này dự báo giá bình quân là 2.687 USD cho năm 2025 và 2.615 USD cho năm 2026.
- Các chuyên gia phân tích kim loại quý của Ngân hàng Standard Chartered dự báo giá vàng bình quân sẽ vào khoảng 3.300 USD/ounce trong Q2/2025, cao hơn so với dự báo trước đó ở mức 2.900 USD/ounce.

Hiện tại, vàng đang được giao dịch quanh mức 3.228 USD/ounce, tăng 36% so với cùng kỳ và tăng 21% so với đầu năm. Giá vàng trong nước cũng diễn biến theo xu hướng giá vàng thế giới, với vàng miếng SJC đang được giao dịch với giá 107,1 triệu đồng/lượng trong ngày 14/4/2025, tăng 29% so với cùng kỳ và tăng 28% kể từ đầu năm.

Biểu đồ 1: Giá vàng thế giới (USD/ounce)

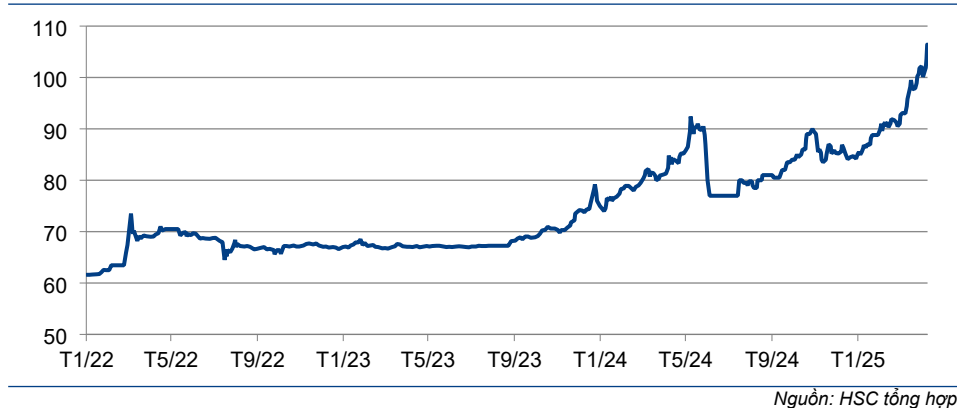
Giá vàng thế giới tăng 21% kể từ đầu năm



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 2: Giá chào bán vàng miếng SJC (triệu đồng/lượng)

Giá vàng SJC tăng mạnh theo đà tăng của giá vàng thế giới



Tài liệu ĐHCĐ thể hiện quan điểm thận trọng của BLĐ

Tài liệu ĐHCĐ vừa được công bố phản ánh quan điểm kém khả quan của BLĐ đối với triển vọng của PNJ trong năm nay. Cho năm 2025, Công ty đặt mục tiêu tổng doanh thu và lợi nhuận thuần lần lượt 31.607 tỷ đồng (giảm 17% so với cùng kỳ) và 1.960 tỷ đồng (giảm 7,3% so với cùng kỳ). HSC lưu ý rằng đây là lần đầu tiên trong những năm gần đây PNJ đặt mục tiêu tăng trưởng âm, có thể do giá vàng tăng mạnh và dẫn đến tình trạng thiếu hụt nguồn nguyên liệu thô.

Mặc dù đề ra mục tiêu lợi nhuận thận trọng, kế hoạch phát hành cổ phiếu ESOP dựa vào KQKD thực tế năm 2025 cho phép Công ty phát hành cổ phiếu ESOP khi lợi nhuận thực tế chỉ hoàn thành 80% mục tiêu. Điều này cho thấy PNJ vẫn có thể phát hành cổ phiếu ESOP thậm chí khi lợi nhuận thuần giảm 26% so với cùng kỳ. Đây cũng là lần đầu tiên PNJ đề ra kế hoạch phát hành như vậy. Kế hoạch này thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi.

Giá vàng cao tạo áp lực lên doanh thu bán lẻ và tỷ suất lợi nhuận gộp

Trong các dự báo trước đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của doanh thu bán lẻ vẫn không đổi so với cùng kỳ, nhờ chiến lược tiếp tục phát triển và quảng bá sản phẩm có hàm lượng vàng thấp hơn. Tuy nhiên, việc giá vàng tăng mạnh trong thời gian gần đây – do bất ổn kinh tế gia tăng sau khi Tổng thống Donald Trump công bố mức thuế mới – dẫn đến tình trạng thiếu hụt nguyên liệu thô và tăng chi phí đầu vào đối với mảng bán lẻ của PNJ. Ngoài ra, những bất ổn liên quan đến hoạt động thương mại có thể làm ảnh hưởng đến sức mua của người tiêu dùng trong những quý tiếp theo. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp.

Câu chuyện dài hạn vẫn nguyên vẹn

Trong dài hạn, HSC tin rằng ngành kim hoàn sẽ tiếp tục tăng trưởng, nhờ nhu cầu đối với các sản phẩm cao cấp cải thiện khi kinh tế hồi phục. Là doanh nghiệp đầu ngành, PNJ đang có vị thế tốt để đạt tốc độ tăng trưởng cao hơn toàn ngành, nhờ giành được thêm thị phần và thu hút thêm khách hàng mới trong giai đoạn kinh tế suy thoái.

Chúng tôi cũng dự báo Chính phủ cuối cùng sẽ áp dụng chính sách tự do hơn về nhập khẩu và kinh doanh vàng, đặc biệt trong lĩnh vực sản xuất đồ trang sức. Đầu năm nay, Thủ tướng Chính phủ đã chỉ đạo NHNN Việt Nam khẩn trương nghiên cứu và đề xuất sửa đổi Nghị định số 24/2012/NĐ-CP về quản lý hoạt động kinh doanh vàng và trình Chính phủ trong Q2/2025. Nghị định số 24 quy định Nhà nước là cơ quan độc quyền nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất.

Điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 được điều chỉnh giảm 16-19% sau khi dự báo doanh thu thuần được điều chỉnh giảm 8-9%. Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2025, 2026 và 2027 được dự báo đạt lần lượt 2.284 tỷ đồng, 2.506 tỷ đồng và 2.506

tỷ đồng. Do đó, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giảm 3% trong năm 2025, sau đó tăng trưởng 12% trong năm 2026 và tăng trưởng 10% trong năm 2027.

Doanh thu thuần dự báo đạt lần lượt 31.162 tỷ đồng cho năm 2025 (giảm 18% so với cùng kỳ), 33.103 tỷ đồng cho năm 2026 (tăng trưởng 6%) và 35.444 tỷ đồng cho năm 2027 (tăng trưởng 7%).

- Chúng tôi giảm 6-8% dự báo doanh thu bán lẻ
- Chúng tôi điều chỉnh giảm thêm 25% dự báo doanh thu bán vàng 24k cho mỗi năm.
- Chúng tôi giảm 60-90 điểm cơ bản dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của doanh thu bán lẻ cho mỗi năm.

Chi tiết về các dự báo được trình bày trong Bảng 3-5:

Bảng 3: Dự báo dự báo giai đoạn 2025-2027, PNJ

HSC điều chỉnh giảm bình quân 16-19% dự báo lợi nhuận thuần

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu thuần	33,876	31,162	-8.0%	-17.6%
Lợi nhuận thuần	2,424	2,044	-15.7%	-3.3%
FY26F				
Doanh thu thuần	36,345	33,103	-8.9%	6.2%
Lợi nhuận thuần	2,743	2,284	-16.7%	11.7%
2027F				
Doanh thu thuần	39,114	35,444	-9.4%	7.1%
Lợi nhuận thuần	3,100	2,506	-19.2%	9.7%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: Điều chỉnh dự báo doanh thu thuần, PNJ

HSC giảm dự báo doanh thu thuần của tất cả các mảng kinh doanh

Tỷ đồng	2024F Thực tế	2025F Cũ	2025F Mới	2026F Cũ	2026F Mới	2027F Cũ	2027F Mới
Bán lẻ	21,801	24,357	22,990	26,628	24,741	29,189	26,883
Tăng trưởng	14.4%	14.0%	5.5%	9.3%	7.6%	9.6%	8.7%
Điều chỉnh			-5.6%		-7.1%		-7.9%
Bán buôn	3,869	4,256	4,063	4,427	4,225	4,604	4,395
Tăng trưởng	34.8%	10.0%	5.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Điều chỉnh			-4.5%		4.0%		-4.6%
Vàng 24K	11,530	4,612	3,459	4,612	3,459	4,612	3,459
Tăng trưởng	13.1%	-50.0%	-70.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh			-25.0%		-25.0%		-25.0%
Mảng khác	622	650	650	679	678	709	708
Tăng trưởng	-38.9%	4.7%	4.4%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%
Điều chỉnh			-0.1%		-0.1%		-0.1%
Tổng	37,823	33,876	31,162	36,345	33,103	39,114	35,444
Tăng trưởng	14.1%	-5.4%	-17.6%	11.8%	6.2%	7.6%	7.1%
Điều chỉnh			-8.0%		-8.9%		-9.4%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 5: Giả định tỷ suất lợi nhuận gộp, PNJ

Chúng tôi điều chỉnh giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ. Tuy nhiên, dự báo tổng tỷ suất lợi nhuận gộp gần như không đổi nhờ cơ cấu sản phẩm

%	2024	2025F Cũ	2025F Mới	2026F Cũ	2026F Mới	2027F Cũ	2027F Mới
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.6%	21.7%	21.6%	22.10%	22.1%	22.50%	22.4%
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng bán lẻ	29.4%	29.4%	28.5%	29.4%	28.8%	29.4%	28.8%

Nguồn: HSC ước tính

Giảm 29% giá mục tiêu; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và tăng giả định phần bù rủi ro vốn CSH, chúng tôi giảm 29% giá mục tiêu xuống 85.300đ (từ 120.500đ) và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 19% so với thị giá hiện tại.

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá cổ phiếu PNJ. Chúng tôi vẫn áp dụng lãi suất phi rủi ro tiêu chuẩn 4%, hệ số beta 0,97 lần, tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%, nhưng tăng giả định phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% (từ 7,5% trước đó) nhằm phản ánh những bất ổn của thị trường trong thời gian gần đây. Do đó, WACC được điều chỉnh tăng lên 11,7% từ mức 10,6% trước đó.

Tính toán FCFF, mô hình DCF và giả định WACC được trình bày trong Bảng 6-8. HSC thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro trong Bảng 9.

Bảng 6: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, PNJ

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận thuần	2,044	2,284	2,506	2,741	2,987
+ Khấu hao	93	101	110	120	131
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	73	68	72	77	83
- Thay đổi vốn lưu động	(343)	(359)	(374)	(380)	(413)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(94)	(102)	(111)	(121)	(132)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	1,773	1,992	2,204	2,438	2,656

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Định giá, PNJ

Giá trị hợp lý của cổ phiếu là 85.300đ

Tỷ đồng	Tỷ đồng
Giá trị dài hạn (với tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%)	34,034
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	21,848
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	7,070
Giá trị của doanh nghiệp	28,918
Nợ (cuối năm 2025)	2,753
Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn (cuối năm 2025)	2,663
Giá trị của vốn CSH	28,828
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	338
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	85,314

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Tính toán WACC

WACC là 11,7%

	Giá định
Tỷ trọng vốn CSH	90%
Beta	1.0
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	12.5%
Tỷ trọng nợ	10%
Chi phí nợ	6.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.8%
WACC	11.7%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, PNJ

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

Tốc độ tăng trưởng dài hạn		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	2.0%	86,406	82,345	78,661	75,305	72,234
	2.5%	90,343	85,855	81,807	78,137	74,795
	3.0%	94,783	89,790	85,314	81,279	77,622
	3.5%	99,829	94,231	89,248	84,783	80,759
	4.0%	105,616	99,284	93,691	88,715	84,260

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 24% trong 3 tháng qua, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,1 lần (dựa trên dự báo của HSC), thấp hơn 24% (hoặc 1,9 độ lệch chuẩn) so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 15,8 lần (Biểu đồ 11-12). Trong khi đó, cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 12,4 lần, cao hơn so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 11,3 lần (Bảng 10).

Bảng 10: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành, PNJ

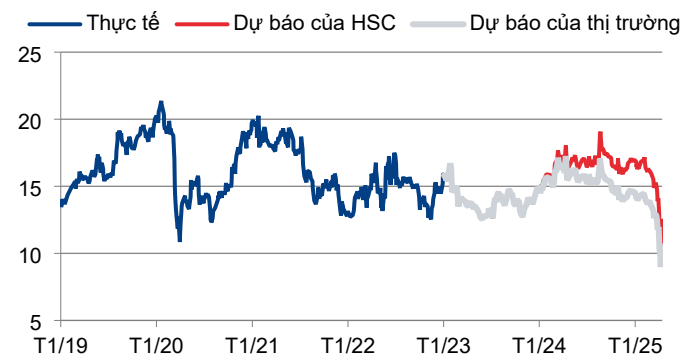
PNJ đang giao dịch với định giá cao hơn so với các công ty cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2025	P/E 2026
Chow Tai Fook Jewelry Group Ltd	1929:HK	18,319	13.9	N/A
Lao Feng Xiang CO. LTD - A	600612:CH	2,887	6.1	N/A
Chow Sang Sang Holdings	0116: HK	1,880	5.3	N/A
Guangdong CHJ Industry	002345:CH	780	19.5	N/A
Chow Tai Seng Jewelry Co Ltd	002867:CH	3,177	11.9	N/A
Bình quân		5,409	11.3	N/A
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận		977	12.4	11.1

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Biểu đồ 11: P/E trượt dự phóng 1 năm, PNJ

Dựa trên ước tính của HSC, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,1 lần

Ghi chú: Dựa trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2019
Nguồn: HSC, Bloomberg**Biểu đồ 12: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, PNJ**

...thấp hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 15,8 lần

Ghi chú: Dựa trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2019
Nguồn: HSC, Bloomberg

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	33,137	37,823	31,162	33,103	35,444
Lợi nhuận gộp	6,059	6,674	6,743	7,322	7,946
Chi phí BH&QL	(3,529)	(4,003)	(4,150)	(4,437)	(4,775)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,529	2,670	2,593	2,886	3,171
Lãi vay thuần	(40.0)	(2.60)	(51.4)	0	0.00
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(0.12)	(16.6)	23.6	(19.7)	(26.5)
LNTT	2,489	2,651	2,565	2,866	3,144
Chi phí thuế TNDN	(518)	(538)	(521)	(582)	(638)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,971	2,113	2,044	2,284	2,506
Lợi nhuận thuần ĐC	1,971	2,113	2,044	2,284	2,506
EBITDA ĐC	2,610	2,751	2,686	2,987	3,281
EPS (đồng)	5,584	5,697	5,747	6,422	7,045
EPS ĐC (đồng)	5,584	5,697	5,747	6,422	7,045
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,001	2,002	2,003
Slg CP bình quân (triệu đv)	328	338	338	338	338
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	328	338	338	338	338
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	328	338	338	338	338

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	896	1,123	1,163	2,016	3,602
Đầu tư ngắn hạn	810	1,020	1,500	2,000	2,000
Phải thu khách hàng	217	401	360	380	404
Hàng tồn kho	10,941	13,015	13,186	13,664	14,162
Các tài sản ngắn hạn khác	95.9	133	104	110	117
Tổng tài sản ngắn hạn	12,960	15,693	16,314	18,170	20,285
TSCĐ hữu hình	256	248	249	250	251
TSCĐ vô hình	626	609	608	608	608
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	3.98	3.98	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	583	654	694	798	906
Tổng tài sản dài hạn	1,470	1,515	1,552	1,656	1,765
Tổng cộng tài sản	14,430	17,208	17,865	19,826	22,050
Nợ ngắn hạn	2,384	3,342	2,753	2,925	3,131
Phải trả người bán	255	624	489	517	551
Nợ ngắn hạn khác	1,418	1,339	1,251	1,373	1,507
Tổng nợ ngắn hạn	4,614	5,942	5,082	5,464	5,898
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	0.18	0.18	0.18	0.18
Tổng nợ dài hạn	0.22	0.18	0.18	0.18	0.18
Tổng nợ phải trả	4,623	5,952	5,093	5,474	5,909
Vốn chủ sở hữu	9,807	11,255	12,772	14,352	16,141
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	9,807	11,255	12,772	14,352	16,141
Tổng nợ phải trả và VCSH	14,430	17,208	17,865	19,826	22,050
BVPS (đ)	29,891	33,309	37,799	42,472	47,769
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,488	2,219	1,590	909	(471)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,529	2,670	2,593	2,886	3,171
Khấu hao	(81.1)	(80.8)	(93.3)	(101)	(110)
Lãi vay thuần	(40.0)	(2.60)	(51.4)	0	0.00
Thuế TNDN đã nộp	(466)	(555)	(521)	(582)	(638)
Thay đổi vốn lưu động	(420)	(2,118)	(388)	(346)	(358)
Khác	(181)	8.29	(87.5)	(100)	(123)
LCT thuần từ HĐKD	1,503	83.2	1,639	1,959	2,161
Đầu tư TS dài hạn	(82.0)	(90.4)	(93.8)	(102)	(111)
Góp vốn & đầu tư	(3.98)	0	0	0	0
Thanh lý	1.08	0.00	0	0	0
Khác	(492)	(121)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(577)	(211)	(93.8)	(102)	(111)
Cổ tức trả cho CSH	(611)	(672)	(672)	(672)	(672)
Thu từ phát hành CP	0	67.2	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(299)	957	(588)	172	207
Khác	0	0	(244)	(504)	0.98
LCT thuần từ HĐTC	(909)	353	(1,505)	(1,004)	(464)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	880	896	1,123	1,163	2,016
LCT thuần trong kỳ	16.6	225	40.2	853	1,587
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	1.60	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	896	1,123	1,163	2,016	3,602
Dòng tiền tự do	1,421	(7.22)	1,545	1,857	2,050

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	18.3	17.6	21.6	22.1	22.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.88	7.27	8.62	9.02	9.26
Tỷ suất LNT (%)	5.95	5.59	6.56	6.90	7.07
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.8	20.3	20.3	20.3	20.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	(2.18)	14.1	(17.6)	6.23	7.07
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	4.23	5.39	(2.37)	11.2	9.84
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	8.88	7.17	(3.25)	11.7	9.71
Tăng trưởng EPS (%)	5.22	2.01	0.88	11.7	9.71
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	5.22	2.01	0.88	11.7	9.71
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0.05	0.05	0.05
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	35.8	35.1	34.8	31.2	28.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	21.6	20.1	17.0	16.8	16.4
ROACE (%)	27.7	25.3	21.6	21.3	20.8
Vòng quay tài sản (lần)	2.39	2.39	1.78	1.76	1.69
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.59	0.03	0.63	0.68	0.68
Số ngày tồn kho	147	153	197	193	188
Số ngày phải thu	2.93	4.70	5.39	5.38	5.37
Số ngày phải trả	3.43	7.32	7.32	7.32	7.32
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	17.3	21.4	13.7	7.48	(1.82)
Nợ/tài sản (%)	18.0	20.5	16.3	15.6	15.0
EBIT/lãi vay (lần)	63.2	1,026	50.4	nm	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.99	1.28	1.08	1.03	1.01
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.81	2.64	3.21	3.33	3.44
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.75	0.70	0.83	0.76	0.67
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.56	9.59	9.59	8.39	7.22
P/E (lần)	12.8	12.6	12.4	11.1	10.1
P/E ĐC (lần)	12.8	12.6	12.4	11.1	10.1
P/B (lần)	2.39	2.15	1.89	1.68	1.50
Lợi suất cổ tức (%)	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80

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

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