

Vài nét về doanh nghiệp

PNJ sở hữu mạng lưới hơn 400 cửa hàng trên toàn quốc, với 4 thương hiệu: PNJ, Style by PNJ, CAO Fine, và Trung tâm Kinh doanh Sĩ. PNJ cung cấp đa dạng sản phẩm từ trang sức cao cấp đến thời trang, phục vụ nhiều phân khúc khách hàng.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu	125.883
Tiềm năng tăng giá	29%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	0%
Tỷ suất sinh lời	29%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Bán lẻ
Thị giá (17/12/2024)	97,8
Biến động 1 năm	81,7 – 107,3
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	1.236.098
Vốn hóa (Tỷ đồng)	33.182
P/E	16x
P/B	3x
%NN sở hữu	49%

Diễn biến giá



	3T	6T	12T
PNJ	-0,1%	-1,4%	14,7%
VNindex	-1,8%	0,4%	24,0%

Tỷ lệ sở hữu

Chủ tịch và người liên quan	13,14%
Quý ngoại	49%

Chuyên viên phân tích

Ngô Lê Nhật Hạ

nlha@vcbs.com.vn - 024 3936 6990 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

TỪNG BỪNG LỄ HỘI

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **125.883 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 16,1x khi mùa cao điểm lễ hội đang đến gần.

CẬP NHẬT KQKD:

Lũy kế 11T24, DTT đạt hơn 35 nghìn tỷ (+19% svck) với LNST đạt 1.876 tỷ (+8,3% svck) với động lực tăng trưởng chính vẫn đến từ kinh doanh trang sức (+18% svck) trong khi kinh doanh vàng miếng đã chững lại trong 2 quý gần đây kể từ khi NHNN ra chính sách kiểm soát giá vàng từ 3/6.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Biên lợi nhuận cải thiện nhờ giảm tỷ trọng vàng miếng và xu hướng chuyển dịch sang trang sức

Tỷ trọng vàng miếng giảm từ 42% xuống 15% giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp, ước tính biên lợi nhuận gộp trong Q4.24 đạt 18%. Đồng thời, quy định kiểm soát nguồn gốc vàng nghiêm ngặt tạo lợi thế cho PNJ, gia tăng thị phần khi các cửa hàng nhỏ lẻ gặp khó khăn.

Giá nguyên liệu hạ nhiệt và nhu cầu trang sức hồi phục trong mùa cao điểm

Giá kim loại quý giảm trong Q4/2024 do nhu cầu công nghiệp yếu và lãi suất cao, giúp kích cầu tiêu thụ trang sức. Bên cạnh đó, nhu cầu mua sắm tăng mạnh trong mùa lễ hội cuối năm (lễ cưới, Tết, ngày vía Thần Tài) sẽ thúc đẩy doanh số trang sức của PNJ.

Tăng trưởng lợi nhuận nhờ mở rộng hệ thống và tối ưu mô hình cửa hàng

PNJ duy trì chiến lược mở rộng tại các thành phố Tier 2 với mô hình cửa hàng nhỏ và thử nghiệm flagship (PNJ Next) để tăng nhận diện thương hiệu. Doanh thu cửa hàng cũ (SSSG) dự kiến tăng trưởng 10%-11% trong 2024F/2025F khi doanh thu phục hồi về mức đỉnh 2022.

Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	33.876	33.137	39.416	43.625
Tăng trưởng DT	73,3%	-2,2%	18,9%	10,7%
LNST	1.811	1.971	2.168	2.660
Tăng trưởng LNST	76,0%	8,9%	10,0%	22,7%
Nợ/TTTS (%)	0,20	0,17	0,16	0,18
TS LN gộp (%)	17,5%	18,3%	17,1%	18,3%
ROE – TTM (%)	21,4%	20,1%	18,1%	18,2%
EPS - TTM (đồng)	5.285	5.436	6.507	7.868

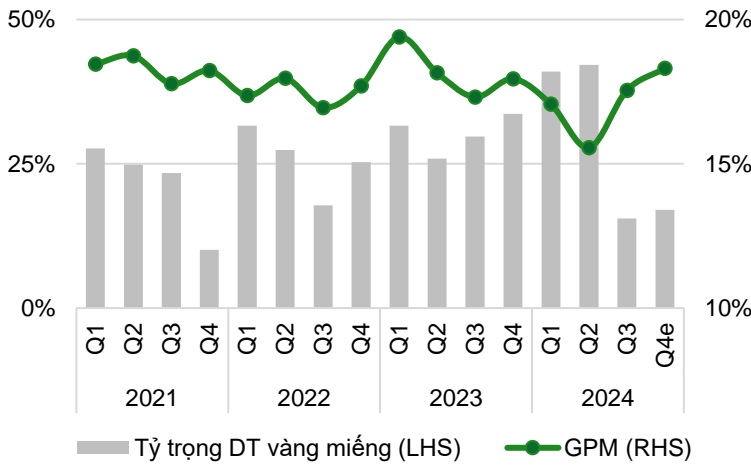
CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 24Q4
Tóm tắt biến động kinh doanh

Tiêu chí	23Q3	24Q3	%YOY	Lũy kế 11T23	Lũy kế 11T24	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu	6,918	7,130	3%	29.495	35.210	19%	
- Bán lẻ	4,157	4,977	20%	17.314	20.105	16%	Duy trì tăng trưởng doanh thu bán lẻ nhờ mở rộng mạng lưới cửa hàng, lũy kế 11T24 đã mở 24 cửa hàng mới kết hợp với giá bán trang sức tăng theo giá vàng nguyên liệu.
- Bán sỉ	636	984	55%	2.596	3.486	34%	Duy trì tăng trưởng tích cực khi các khách hàng bán buôn chuyển sang thu mua từ các nhà sản xuất lớn và uy tín để đảm bảo yêu cầu về kiểm soát nguồn gốc sản phẩm.
- Vàng miếng 24K	2,055	1,105	-46%	9.055	11.338	25%	Doanh thu bán vàng miếng giảm kể từ khi NHNN cho phép các ngân hàng bán vàng trực tiếp từ ngày 3/6 và áp dụng chính sách kiểm soát giá vàng, khiến giá vàng giảm mạnh khoảng 15% và cung vàng bị phân bổ.
- Khác	69	64	-7%	531	282	-47%	
LNST	253	215	-15%	1.732	1.876	8%	LNST trong Q3.24 bị sụt giảm do (1) giá nguyên liệu vàng tăng mạnh bất ngờ khiến chi phí giá vốn bị đẩy lên, (2) doanh nghiệp tiếp tục trích lập thêm 6 tỷ VNĐ cho hàng tồn kho và (3) sụt giảm doanh thu theo yếu tố mùa vụ.
Biên LNST	4%	3%	-65 bps	6%	5%	-54 bps	
Cửa hàng	T1.24	T3.24	T6.24	T9.24	T11.24		
- PNJ	393	392	396	409	415		
- Style by PNJ	5	5	5	5	5		
- CAO Fine Jewelry	3	3	3	3	3		
- Trung tâm kinh doanh sỉ	1	1	1	1	1		

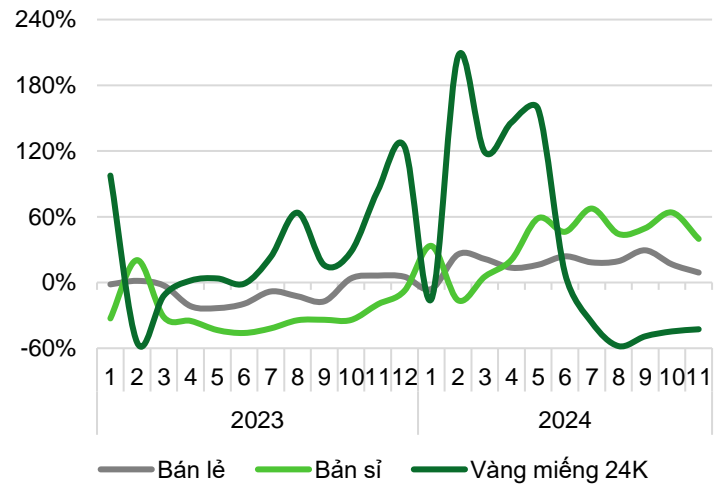
Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giảm tỷ trọng vàng miếng

Từ ngày 3/6, sau khi triển khai chính sách cho phép các ngân hàng bán vàng trực tiếp, doanh thu vàng miếng của PNJ liên tục giảm mạnh. Điều này làm tỷ trọng doanh thu từ vàng miếng giảm từ 42% xuống còn 15% trong quý 3/2024. Sự thay đổi này góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp của PNJ lên 200 đcb, nhờ việc giảm bớt doanh thu từ mảng vàng miếng với biên lợi nhuận thấp (khoảng 1,5%) và tăng cường doanh thu từ mảng trang sức, vốn có biên lợi nhuận cao hơn đáng kể (khoảng 28%). Dự kiến xu thế chuyển dịch tự nhiên này cải thiện hiệu quả hoạt động của PNJ trong Q4.24 lên được 18,3%.

Tương quan giữa tỷ trọng vàng miếng và biên lợi nhuận gộp của PNJ



Tăng trưởng theo ngành hàng của PNJ svck

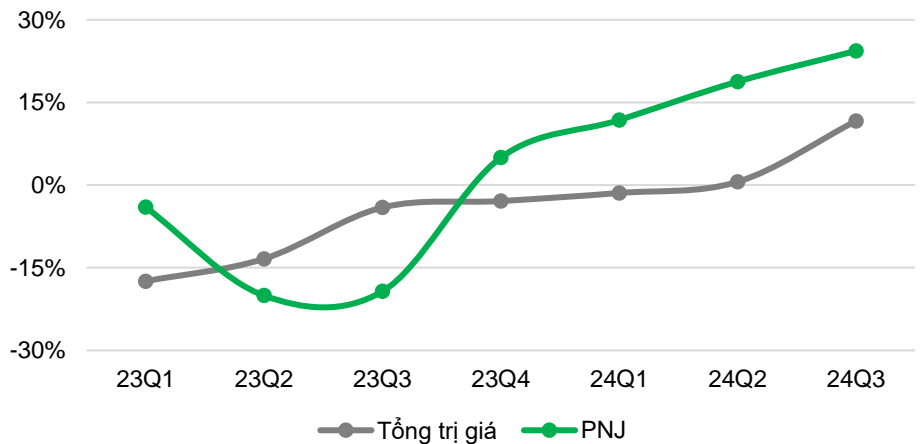


Nguồn: PNJ, VCBS tổng hợp

Xu thế chuyển dịch sang trang sức có nguồn gốc làm gia tăng thị phần của PNJ

Hiện tại, quy định kiểm soát nghiêm ngặt nguồn gốc vàng khiến các cửa hàng vàng nhỏ lẻ, nếu sử dụng nguyên liệu không thể truy xuất nguồn gốc, phải đối mặt với nguy cơ đóng cửa hoặc bị hạn chế kinh doanh. Trong bối cảnh này, PNJ đã hưởng lợi lớn nhờ khả năng đáp ứng các yêu cầu về nguồn gốc minh bạch. Điều này giúp công ty duy trì tăng trưởng vượt trội, với tốc độ tăng trưởng trong 4 quý gần đây cao hơn đáng kể so với mức tăng trưởng chung của thị trường trang sức Việt Nam.

So sánh tăng trưởng doanh thu PNJ với tổng trị giá trang sức



Nguồn: World Gold Council

Một số thông tin khác về tài chính

Phó Chủ tịch HĐQT PNJ, bà Trần Phương Ngọc Thảo, dự kiến mua 4 triệu cổ phiếu PNJ nhằm gia tăng tỷ lệ sở hữu. Giao dịch sẽ được thực hiện từ ngày 18/12/2024 đến 16/1/2025 thông qua phương thức thỏa thuận hoặc khớp lệnh. Nếu thành công, bà Thảo sẽ nâng sở hữu từ 7,8 triệu lên 11,8 triệu cổ phiếu, tương ứng 3,51% vốn điều lệ.

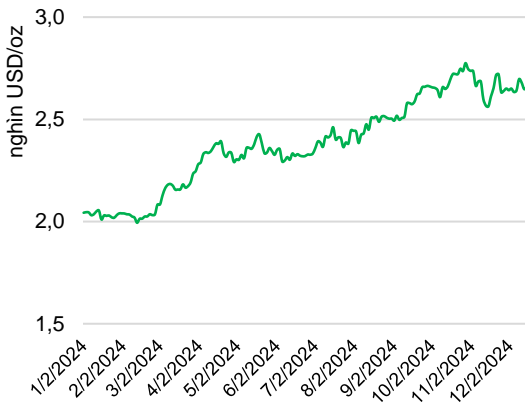
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Giá nguyên vật liệu đầu vào hạ nhiệt trong Q4.24

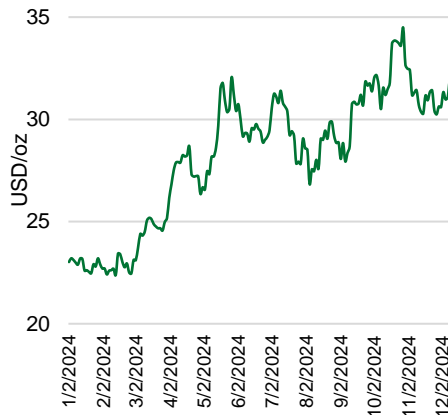
Giá các kim loại quý như platinum, palladium, vàng và bạc ghi nhận giảm trong nửa cuối Q4.24 do một số yếu tố chính: (1) nhu cầu công nghiệp giảm, đặc biệt là từ động cơ đốt trong (platinum và palladium), sự chuyển hướng sang xe điện và yếu tố kinh tế toàn cầu như nền kinh tế Trung Quốc chậm lại, và (2) đồng USD mạnh và lãi suất cao của các ngân hàng trung ương cũng làm giảm sức hấp dẫn của kim loại quý, trong khi thị trường dự báo rằng nguồn cung cũng sẽ gặp khó khăn trong tương lai.

Dự báo trong ngắn hạn, giá của vàng nguyên vật liệu sẽ giảm nhẹ hoặc duy trì ở mức thấp khi trường chờ đợi quyết định lãi suất từ FED. Việc giá nguyên liệu đầu vào hạ nhiệt sẽ tác động tích cực đến doanh thu của PNJ, khi giá bán các sản phẩm trang sức giảm giúp kích cầu tiêu thụ đặc biệt trong mùa cao điểm sắp tới.

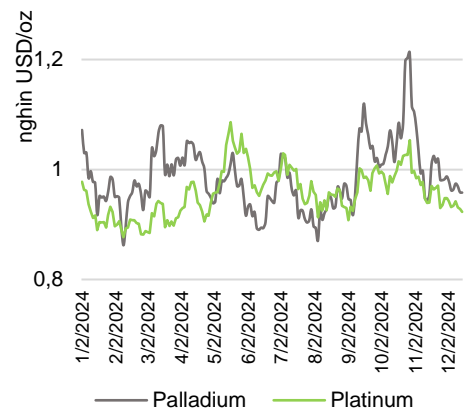
Giá vàng nguyên liệu



Giá bạc nguyên liệu



Giá palladium & platinum nguyên liệu

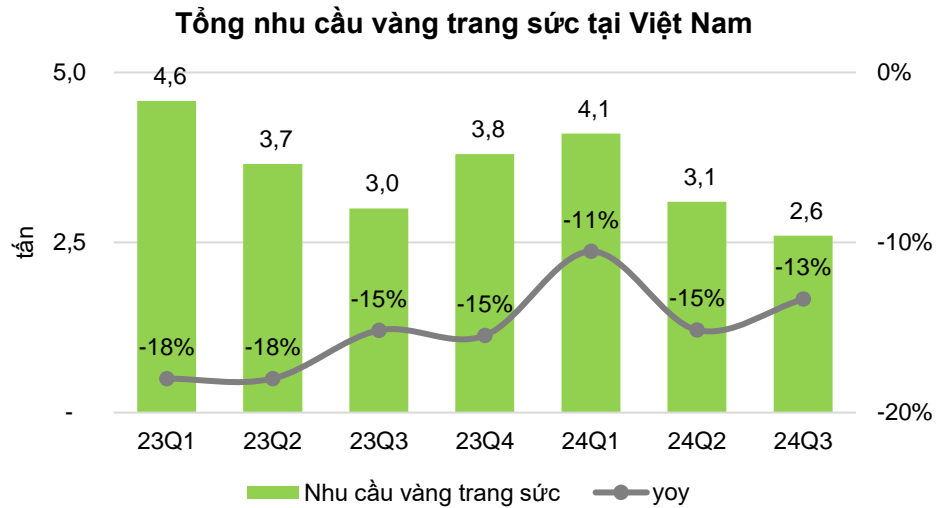


Nguồn: Bulliot Vault, VCBS tổng hợp

Kỳ vọng nhu cầu trang sức hồi phục lại trong Q1.2025 nhờ cao điểm lễ hội

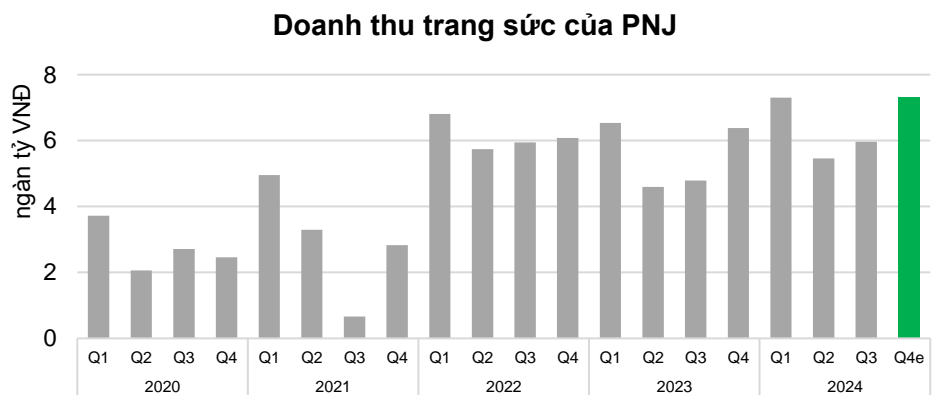
Ước tính nhu cầu vàng trang sức tại PNJ sẽ hồi phục tích cực trong Q4.24 và Q1.25 nhờ (1) giá vàng hạ nhiệt hỗ trợ cầu trang sức tăng trở lại và (2) bước vào cao điểm mùa lễ hội.

Nhu cầu trang sức suy yếu trong quý 3/2024. Cụ thể, tiêu thụ vàng trang sức tại Việt Nam đạt 2,6 tấn, giảm 15% qoq và 13% yoy. Nguyên nhân chính đến từ giá vàng quốc tế tăng cao kết hợp với sự mất giá của đồng VND, khiến giá vàng trong nước tăng mạnh hơn so với khu vực. Người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu, ưu tiên các sản phẩm thiết yếu thay vì trang sức vàng, trong khi các sản phẩm trang sức giá thấp hơn và hàng xa xỉ khác tạo áp lực cạnh tranh. So với các nước ASEAN, Việt Nam chịu ảnh hưởng nặng hơn, trong khi Thái Lan duy trì nhu cầu nhờ các gói hỗ trợ kinh tế lớn. Triển vọng quý 4 phụ thuộc vào điều chỉnh tỷ giá và chính sách hỗ trợ, với khả năng phục hồi nếu giá vàng giảm trong ngắn hạn.



Nguồn: World Gold Council, VCBS tổng hợp

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng **nhu cầu mua sắm cải thiện trong giai đoạn cuối năm**. Theo dữ liệu quá khứ, tháng 9 đánh dấu sự khởi đầu của mùa cao điểm mua sắm trang sức trong năm. Đây là thời điểm người tiêu dùng thường ưu tiên mua sắm trang sức cho các dịp lễ cưới và sự kiện quan trọng như tất niên, lễ Tết, ngày vía thần tài, v.v, góp phần gia tăng sức mua đáng kể. Nhờ vào yếu tố mùa vụ này, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ trang sức trong 6 tháng tới sẽ có sự tăng trưởng tích cực, và PNJ sẽ được hưởng lợi cả về sản lượng lẫn giá bán trang sức. Nếu các yếu tố kinh tế vĩ mô hỗ trợ, đặc biệt là mức giá vàng ổn định, thị trường trang sức sẽ có cơ hội đạt được những kết quả khả quan trong thời gian tới.



Nguồn: PNJ, VCBS tổng hợp

Lợi nhuận tăng trưởng đều đặn nhờ chiến lược mở rộng và tăng trưởng doanh thu/cửa hàng

Tăng trưởng số lượng cửa hàng

Chúng tôi ước tính PNJ có thể mở rộng hệ thống lên 550-600 cửa hàng toàn quốc, tăng khoảng 200 cửa hàng so với cuối 2023. Với tốc độ mở mới 35-40 cửa hàng/năm, PNJ sẽ tập trung vào các tỉnh phía Bắc như Bắc Ninh, Hà Nam, Hà Nội, Nam Định, Thái Bình, Vĩnh Phúc..., nơi sức mua và nhu cầu sản phẩm xa xỉ đang tăng nhưng mật độ cửa hàng còn thấp. Đây sẽ là động lực chính cho tăng trưởng của PNJ trong thời gian tới.

Dự phóng số CH mở mới tại 1 số địa phương

Tỉnh thành	Mật độ dân số	Thu nhập bình quân (triệu/năm)	Số CH có thể mở thêm
Bắc Ninh	1,763	156	27
Hà Nam	1,007	76	15
Hà Nội	2,506	128	13
Hải Dương	1,158	77	18
Hải Phòng	1,325	152	17
Nam Định	1,062	46	18
Thái Bình	1,195	52	19
Vĩnh Phúc	959	114	14

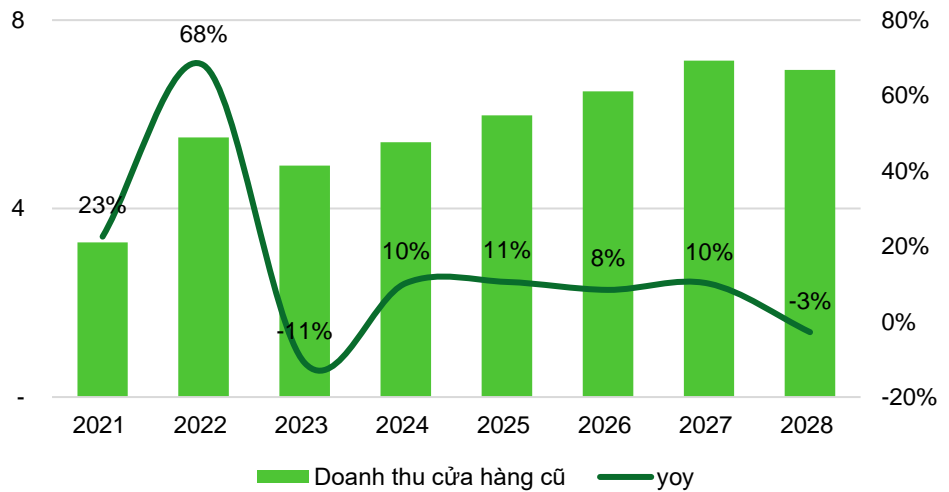
Nguồn: VCBS ước tính

Tăng trưởng doanh thu cửa hàng

PNJ đã tăng trưởng doanh thu/CH nhờ tái cấu trúc mô hình và mở rộng tệp khách hàng. Đến cuối 2023, PNJ chỉ duy trì các mô hình PNJ Gold (393 cửa hàng), Style by PNJ (5), và CAO (3), đóng các mô hình PNJ Art và PNJ Watch. Chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ (SSSG) đạt 10%/11% trong 2024F/2025F, khi doanh thu/CH phục hồi về mức đỉnh 2022.

Mô hình cửa hàng mới sẽ tập trung vào các thành phố Tier 2 với diện tích nhỏ, thời gian hòa vốn khoảng 2 năm. PNJ cũng thử nghiệm mô hình flagship tại một số địa phương như PNJ Next tại TP Huế. Dự báo tăng trưởng doanh thu trung bình/cửa hàng trong các năm tới được thể hiện trong đồ thị dưới đây.

Doanh thu trung bình/CH dự phóng theo năm



Nguồn: VCBS ước tính

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Tiêu chí	2023	2024F	% YOY	2025F	%YOY	Nguyên nhân
Số lượng cửa hàng	400	430	7,5%	465	8,1%	Theo kế hoạch mở mới trung bình 30-35 cửa hàng mỗi năm
Doanh thu/ CH/ tháng	6,9	7,6	10,7%	7,82	2,3%	

Tổng doanh thu	33.137	39.416	18,9%	43.625	10,7%	
Bán lẻ	19.286	22.199	15,1%	26.156	17,8%	Ước tính giá bán trang sức tăng trung bình 5-7% theo diễn biến giá vàng cộng với hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch bán buôn sang các mặt hàng có thương hiệu.
Bán sỉ	2.850	3.849	35,1%	4.866	26,4%	
Vàng miếng	10.438	13.069	25,2%	12.168	-6,9%	Nhu cầu vàng miếng đã và đang phân bổ sang các kênh ngân hàng, do đó ước tính doanh thu giảm trong năm 2025.
Khác	563	299	-46,9%	436	46,0%	
LNST	1.971	2.168	10,0%	2.660	22,7%	Mô hình tích hợp Shop-in-shop cũng như dự báo tăng trưởng cửa hàng cũ duy trì 10%/11% trong 2024F/2025F làm cải thiện chi phí hoạt động và nâng biên lợi nhuận thuần của PNJ.
Giá vàng nguyên liệu	1.953	2.402	23,0%	2.700	12,4%	Dự báo giá vàng có thể tạo đỉnh tại mức 3000 USD/oz, trung bình cả năm dao động trong khoảng 2700 USD/oz.

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **125.8830 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 16,1x dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh P/E với tỷ trọng 50/50.

Giả định tính toán hệ số chiết khấu:

Chi phí VCSH = 10,53% theo CAPM ($R_f = 2,66\%$, Risk premium = 9%, beta = 0,87)

Chi phí vay = 4,68%/năm (lãi vay ngân hàng)

WACC = 9,99%

Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ VND	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	2.856	3.528	4.444	5.494	5.679
Thuế	(591)	(743)	(926)	(1.146)	(1.188)
Khấu hao	81	81	81	81	81
CAPEX	(83)	(83)	(83)	(83)	(83)
Thay đổi WC	(1.642)	(945)	(1.688)	(2.658)	(898)
FCFF	622	1.838	1.827	1.687	3.591
NPV giai đoạn 2024-2028F					7.526
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 3%)					36.190
Tổng giá trị doanh nghiệp					43.716
Cộng: Tiền					896
Trừ: Vay nợ ròng					2.384
Giá trị VCSH					42.228
Số lượng CPLH (tr.cp)					338
Định giá					124.907

Thông số tính toán: P/E

Trung vị ngành: 16,1x

Lịch sử: 20,8x

Trên cơ sở so sánh với các công ty bán lẻ vàng bạc đá quý trên thế giới và lịch sử giao dịch P/E của PNJ, chúng tôi áp dụng mức định giá P/E hợp lý là 16,1x.

STT	Ticker BBG	Tên doanh nghiệp	Thị trường	P/E	P/B
-----	------------	------------------	------------	-----	-----

(chi tiết trong phụ lục 1 đính kèm)

1	002345 CH	Shanghai Kehua Bio-Engineering Co., Ltd.	Trung Quốc	14,7x	1,3x
2	RJEX IN	Rajesh Exports Ltd	Ấn Độ	21,1x	0,5x
3	1929 HK	Chow Tai Fook Jewellery Group Ltd	Hồng Kông	14,9x	2,6x
4	002867 CH	Zhejiang Meida Industrial Co., Ltd.	Trung Quốc	14,4x	2,5x
5	7937 JP	Tsutsumi Jewelry Co., Ltd.	Nhật Bản	17,4x	0,5x
6	002574 CH	Luxshare Precision Industry Co., Ltd.	Trung Quốc	48,2x	0,9x
Trung vị				16,1x	1,1x
PNJ				16,1x	3,1x

Định giá bằng phương pháp so sánh P/E

Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2025 (tỷ đồng)	2.660
P/E áp dụng (trung vị)	16,1x
Vốn hoá ước tính (tỷ đồng)	42.888
Số lượng CPLH (tr.cp)	338
Giá mục tiêu (đồng/cp)	126.859

Tổng hợp định giá theo 2 phương pháp, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu PNJ là 125.883 đồng (upside 23%).

	Định giá	Tỷ trọng
Phương pháp so sánh P/E	126.859	50%
FCFF	124.907	50%
Tổng hợp	125.883	100%

RỦI RO ĐẦU TƯ

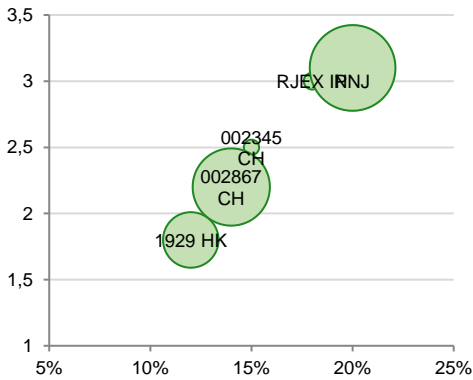
Biến động giá vàng: Giá vàng quốc tế biến động mạnh, đặc biệt khi USD tăng giá và lãi suất duy trì ở mức cao, có thể làm giảm nhu cầu tiêu thụ vàng trang sức.

Vĩ mô và sức mua suy yếu: Các yếu tố như lạm phát, tăng trưởng kinh tế chậm lại và thu nhập khả dụng giảm có thể khiến người tiêu dùng cắt giảm chi tiêu cho các sản phẩm không thiết yếu như trang sức.

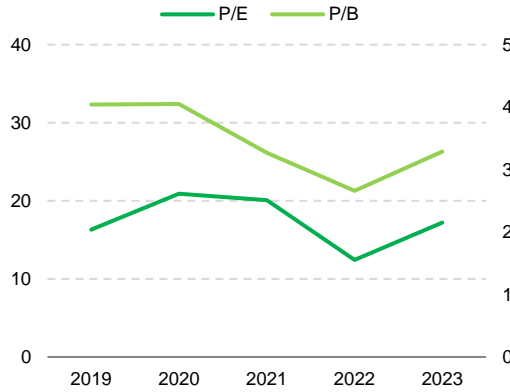
Rủi ro nguyên vật liệu: Giá nguyên liệu đầu vào như vàng, bạc, và kim loại quý khác có thể tăng trở lại do thay đổi nguồn cung toàn cầu.

ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI

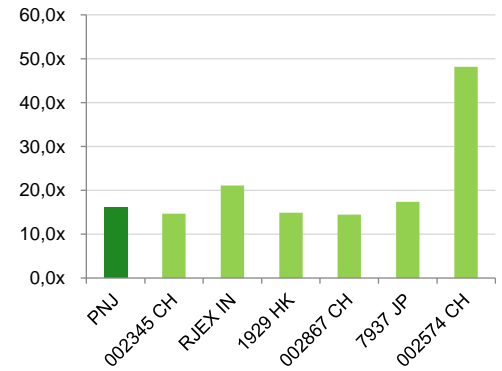
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá

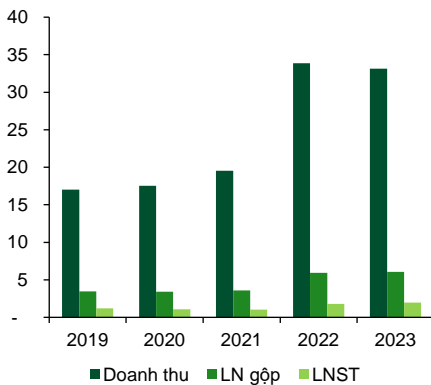


P/E ngành

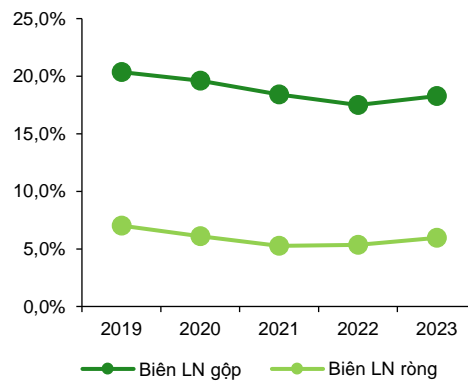


KẾT QUẢ KINH DOANH

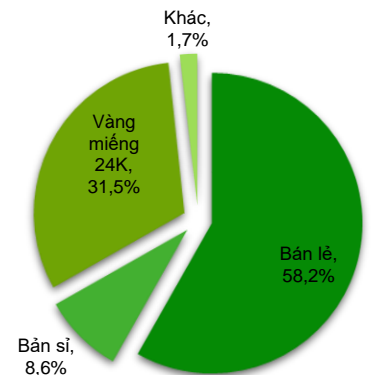
Doanh thu và Lợi nhuận



Biên lợi nhuận

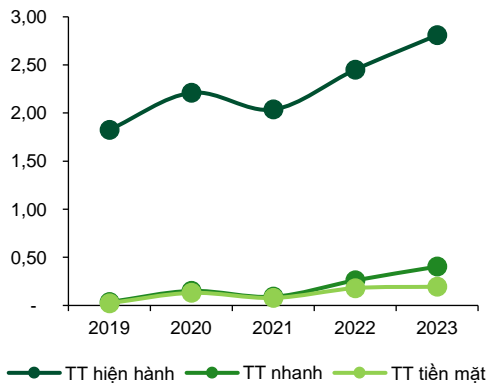


Cơ cấu doanh thu

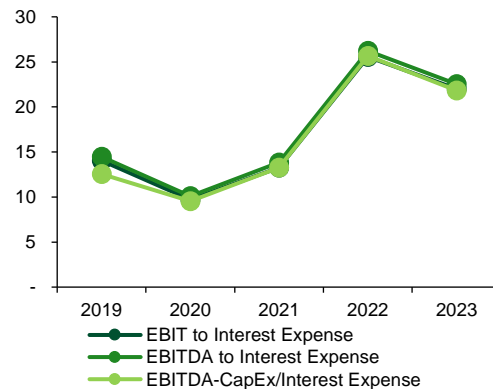


SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH

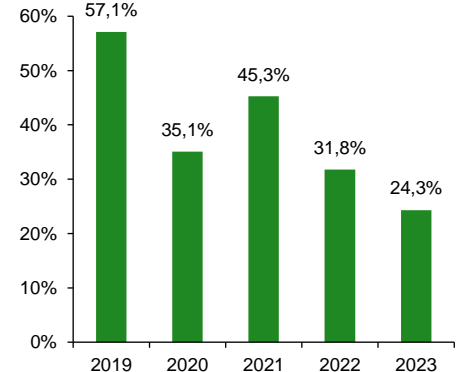
Khả năng thanh toán



Thanh toán lãi vay



Nợ/VCSH



BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: triệu đồng

Kết quả kinh doanh	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	19.547	33.876	33.137	39.416	43.625
- Giá vốn hàng bán	15.949	27.949	27.078	32.673	35.659
Lợi nhuận gộp	3.598	5.927	6.059	6.743	7.966
- Chi phí bán hàng	1.688	2.828	2.836	3.153	3.634
- Chi phí quản lí DN	502	674	694	749	829
Lợi nhuận HDKD	1.409	2.425	2.529	2.841	3.503
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-10	11	-10	-6	-2
- Lợi nhuận khác	35	7	-69	-9	-23
EBIT	1.384	2.406	2.607	2.856	3.528
- Chi phí lãi vay	104	94	119	123	158
LNTT	1.279	2.312	2.489	2.733	3.370
- Thuế TNDN	250	502	518	565	710
LNST	1.029	1.811	1.971	2.168	2.660
- Lợi ích CBTS	0	0	0	0	0
LNST CB CT Mẹ	1.029	1.811	1.971	2.168	2.660
EPS (đ)	3.148	5.285	5.436	6.507	7.868
EBITDA	2.469	2.671	2.937	3.609	4.525
Tăng trưởng	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu	11,6%	73,3%	-2,2%	18,9%	10,7%
LN HDKD	-6,6%	72,1%	4,3%	12,4%	23,3%
LN Hợp nhất	-3,8%	76,0%	8,9%	10,0%	22,7%
LNST	-3,8%	76,0%	8,9%	10,0%	22,7%
EBIT	-7,8%	73,9%	8,3%	9,5%	23,5%
EPS	-2,6%	67,9%	2,9%	19,7%	20,9%
Tổng tài sản	25,2%	25,6%	8,2%	21,5%	22,5%
Nợ vay	48,0%	-1,4%	-11,1%	21,0%	34,7%
VCSH	14,7%	40,4%	16,1%	22,1%	22,2%
Khả năng sinh lời	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất LNG	18,4%	17,5%	18,3%	17,1%	18,3%
Tỷ suất LNST	5,3%	5,3%	5,9%	5,5%	6,1%
ROE DuPont	18,3%	25,0%	21,6%	19,9%	20,0%
ROA DuPont	10,8%	15,1%	14,2%	13,6%	13,6%
Tỷ suất EBIT	7,1%	7,1%	7,9%	7,2%	8,1%
LNST / LNST	80,4%	78,3%	79,2%	79,3%	78,9%
LNST / EBIT	92,5%	96,1%	95,5%	95,7%	95,5%
Vòng quay TTS	2,0	2,8	2,4	2,5	2,2
Đòn bẩy tài chính	1,7	1,7	1,5	1,5	1,5
ROIC	13,0%	18,2%	16,9%	16,0%	15,9%
Hiệu quả hoạt động	2021	2022	2023	2024F	2025F
Số ngày tồn kho	1,2	1,4	1,9	1,7	1,8
Số ngày phải thu	175,1	125,8	144,5	133,4	138,5
Số ngày phải trả	13,3	6,3	3,6	3,2	3,5
Luân chuyển tiền	162,9	120,9	142,9	131,8	136,9
COGS/Hàng tồn kho	1,8	2,7	2,5	2,5	2,5
An toàn tài chính	2021	2022	2023	2024F	2025F
TT hiện hành	2,04	2,45	2,81	2,87	2,90
TT nhanh	0,09	0,26	0,40	0,51	0,80
TT tiền mặt	0,08	0,18	0,19	0,33	0,65
Nợ / Tài sản	0,26	0,20	0,17	0,16	0,18
Nợ / Vốn sử dụng	0,31	0,24	0,20	0,19	0,21
Nợ / Vốn CSH	0,45	0,32	0,24	0,24	0,27
Khả năng TT lãi vay	13,26	25,56	21,99	23,17	22,28

Cân đối kế toán	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tài sản					
+ Tiền	355	880	896	1.804	4.440
+ ĐTTT ngắn hạn	0	200	810	810	810
+ Phải thu	58	194	154	207	229
+ Hàng tồn kho	8.755	10.506	10.941	12.939	14.122
+ Khác	124	187	157	186	206
Tài sản ngắn hạn	9.292	11.966	12.958	15.946	19.807
+ Tài sản dài hạn	1.222	1.261	1.334	1.418	1.501
+ Khấu hao lũy kế	374	433	491	572	654
+ Tài sản dài hạn	848	828	843	845	847
+ ĐTTT dài hạn	0	0	4	4	4
+ Khác	479	542	622	740	819
Tài sản dài hạn	1.327	1.371	1.469	1.589	1.670
Tổng Tài sản	10.619	13.337	14.428	17.536	21.477
Nợ & VCSH					
+ Phải trả (ngắn)	680	277	257	322	352
+ Vay ngắn hạn	2.722	2.683	2.384	2.884	3.884
+ Khác	1.161	1.923	1.970	2.344	2.594
Nợ ngắn hạn	4.563	4.883	4.612	5.550	6.830
+ Vay dài hạn	0	0	0	0	0
+ Phải trả dài hạn	43	10	9	11	12
Nợ dài hạn	43	10	9	11	12
Tổng nợ	4.606	4.893	4.621	5.562	6.843
+ Vốn điều lệ	2.276	2.462	3.282	3.381	3.381
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
+ Thặng dư	991	2.251	1.851	1.752	1.752
+ LN giữ lại	2.745	3.731	4.673	6.841	9.501
+ Lợi ích CBTS	0	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	6.013	8.444	9.806	11.974	14.634
Tổng nguồn vốn	10.619	13.337	14.428	17.536	21.477
Lưu chuyển tiền	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tiền đầu năm	422	355	880	896	1.804
LNST	1.029	1.811	1.971	2.168	2.660
+ Khấu hao lũy kế	75	80	81	81	81
+ Điều chỉnh	80	35	35	-116	-78
+ Thay đổi VLD	-1.906	-1.804	-513	-1.642	-945
Tiền từ HDKD	-722	121	1.574	491	1.719
+ Thanh lý TSCĐ	13	1	2	0	0
+ Mua sắm TSCĐ	-61	-52	-83	-83	-83
+ Đầu tư ròng	0	0	0	0	0
+ Khác	0	-340	-564	0	0
Tiền từ HĐĐT	-48	-391	-645	-83	-83
+ Cổ tức đã trả	-177	-617	-615	0	0
+ Tăng (giảm) vốn	0	1.447	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	7.759	6.261	8.159	500	1.000
+ Nợ dài hạn	-6.876	-6.300	-8.458	0	0
+ Khác	0	3	2	0	0
Tiền từ HĐTC	704	794	-913	500	1.000
Lưu chuyển tiền	-67	524	17	908	2.635
Tiền cuối năm	355	880	896	1.804	4.440

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Ngô Lê Nhật Hạ

Chuyên viên Phân tích

nlnha@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>