

## CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ – HOSE)

## Kỳ vọng gia tăng thị phần và cải thiện nguồn nguyên liệu

## KHẢ QUAN

## Luận điểm đầu tư

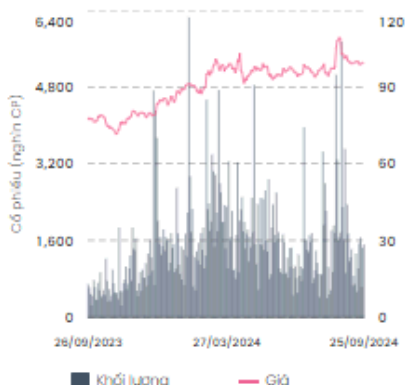
Kiều Thị Thanh Thư

Email: [thu.kieuthithanh@abs.vn](mailto:thu.kieuthithanh@abs.vn)

## THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Bán lẻ
Ngày báo cáo	: 08/10/2024
Giá hiện tại (VND/CP)	: 94.800
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 107.100
Tỷ lệ tăng (%)	: 13,0%
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 32.033
SLCPLH (triệu CP)	: 337,91

## DIỄN BIẾN GIÁ



## CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	Q2/2023	Q2/2024
Tăng trưởng DTT (%)	-17,3%	42,6%
Tăng trưởng LNST (%)	-8,0%	27,0%
Biên LNG (%)	18,2%	15,6%
Biên LNST (%)	5,1%	4,5%
ROA (%)	2,63%	3,31%
ROE (%)	3,67%	4,05%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,4	0,21
EPS (VND/CP)	1.029	1.281
BVPS (VND/CP)	28.012	32.012

- **KQKD 8T/2024 ghi nhận doanh thu tích cực.** Lũy kế 8T/2024, PNJ ghi nhận doanh thu thuần (DTT) đạt 26.866 tỷ đồng, tăng 27,2% svck và lợi nhuận sau thuế đạt 1.281 tỷ đồng, tăng 2,8% svck. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp của công ty lại giảm 2% so với cùng kỳ năm ngoái, chỉ đạt 16,6% do khách hàng ưu tiên mua vàng 24K là mảng vốn có biên lợi nhuận thấp.
- Chúng tôi dự báo doanh thu của PNJ tăng trưởng 10,5% và giảm 6,8% trong năm 2024/2025. LNST cổ đông công ty mẹ tương ứng tăng 1,3% và 10% svck. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** nhờ các yếu tố sau:
  - ✓ PNJ tiếp tục mở rộng mạng lưới cửa hàng, dự kiến số lượng cửa hàng mở mới trong mỗi năm 2024 và 2025 là 25 cửa hàng.
  - ✓ Chúng tôi dự báo thị trường bán lẻ và bán sỉ trang sức sẽ tốt hơn vào tháng 9 và Q4/2024 nhờ việc bắt đầu vào cao điểm mùa cưới, nhu cầu tiêu thụ trang sức sẽ tăng lên và các khách hàng sỉ sẽ chuẩn bị hàng cho tết Ất Tỵ sắp tới.
  - ✓ Nhờ mạng lưới cửa hàng bán lẻ lớn nhất Việt Nam, chiến lược marketing thúc đẩy bán hàng và tăng độ nhận diện thương hiệu đa dạng, hiện đại, tận dụng công nghệ, năng lực sản xuất lớn, chúng tôi cho rằng nhu cầu đối với sản phẩm của PNJ sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2025. Tuy nhiên, việc thiếu hụt nguyên vật liệu sản xuất sẽ là yếu tố chính khiến cho doanh thu 2025 bị giảm.
- **Rủi ro**
  - ✓ Tốc độ mở cửa hàng và doanh thu TB/cửa hàng không được như kỳ vọng.
  - ✓ Nguồn cung vàng nguyên liệu không được cải thiện.
  - ✓ Tăng trưởng thu nhập người dân không được như kỳ vọng.
- **Cơ hội**
  - ✓ Tốc độ mở mới cửa hàng và doanh thu TP/cửa hàng tăng mạnh hơn dự kiến.
  - ✓ NHNN sớm cấp phép cho các doanh nghiệp nhập khẩu vàng nguyên liệu.
  - ✓ Sửa Nghị định 24 như đang được đề xuất.

BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	33.876	33.137	36.616	34.126
Lợi nhuận gộp	5.927	6.059	6.408	6.313
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>	<b>17.5%</b>	<b>18.3%</b>	<b>17.5%</b>	<b>18.5%</b>
Chi phí Bán hàng & QLDN	-3.502	-3.530	-3.929	-3.608
<b>Tỷ lệ Chi phí bán hàng &amp; QLDN/DTT (%)</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,6%</b>
Doanh thu tài chính	54	98	81	94
Chi phí tài chính	-141	-143	-39	-39
Chi phí lãi vay	-94	-119	-13	-13
Lợi nhuận từ HĐKD	2.337	2.484	2.521	2.760
Lãi/lỗ từ kinh doanh, liên kết	0	0	0	0
Lãi/lỗ khác	-25	5	-25	-15
Lợi nhuận trước thuế	2.312	2.489	2.496	2.745
<b>LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>1.811</b>	<b>1.971</b>	<b>1.997</b>	<b>2.196</b>
<b>Biên lợi nhuận ròng (%)</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.4%</b>

Nguồn: PNJ, ABS Research

## Cập nhật doanh nghiệp

### KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA PNJ Q2/2024 & 8T/2024

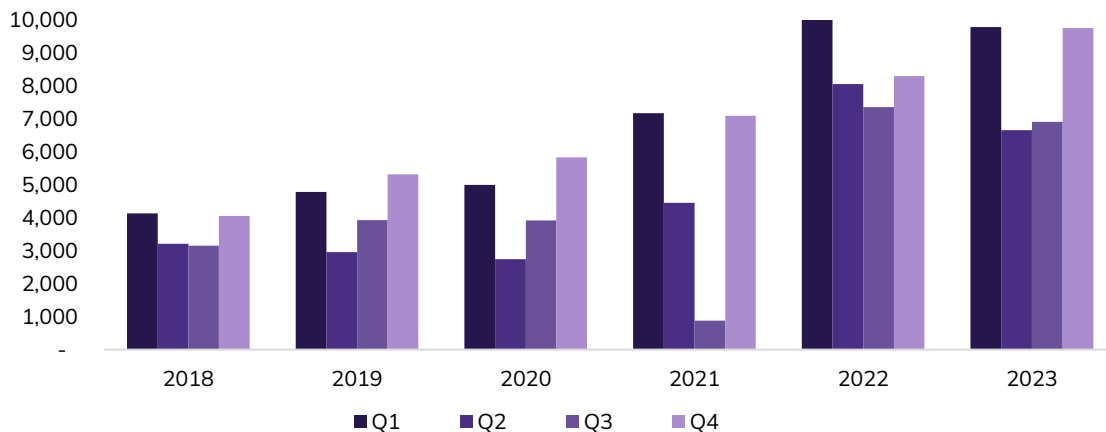
Chỉ tiêu (tỷ VND)	2Q2023	1Q2024	2Q2024	%YoY	%QoQ	6T2023	6T2024	%YoY	8T2024
Doanh thu thuần	6.663	12.594	9.519	42,9%	-24,4%	16.459	22.113	34,4%	26.886
Lợi nhuận gộp	1.210	2.149	1.481	22,5%	-31,1%	3.110	3.630	16,8%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	18,2%	17,6%	15,6%			18,9%	16,4%		16,6%
Chi phí BH & QLDN	(772)	(1.203)	(938)	21,5%	-22,0%	(1.707)	(2.141)	25,5%	
Tỷ lệ Chi phí BH & QLDN/DTT	11,6%	9,6%	9,9%			10,4%	9,7%		
Doanh thu tài chính	37	14	8	-77,5%	-42,9%	50	22	-55,8%	
Chi phí tài chính	(39)	(24)	(14)	-64,2%	-41,7%	(77)	(38)	-51,0%	
Chi phí lãi vay	(33)	(15)	(3)	-89,6%	-80,0%	(67)	(18)	-73,1%	
Lợi nhuận từ HĐKD	435	937	537	23,5%	-42,7%	1.376	1.474	7,1%	
Lãi/lỗ từ liên doanh, liên kết	0	0	0			0	0		0
Lãi/lỗ khác	1	(1)	(3)	-400,0%	-200,0%	3	(5)	-266,7%	NA
Lợi nhuận trước thuế	436	936	533	22,3%	-43,1%	1.379	1.469	6,5%	
<b>LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>338</b>	<b>738</b>	<b>429</b>	<b>27,03%</b>	<b>-41,87%</b>	<b>1.086</b>	<b>1.166</b>	<b>7,37%</b>	<b>1.281</b>
Biên lợi nhuận ròng (%)	5,1%	5,9%	4,5%			6,6%	5,3%		4,8%

Nguồn: PNJ, ABS Research

#### • KQKD tăng trưởng tích cực nhưng biên lợi nhuận gộp sụt giảm trong Q2/2024:

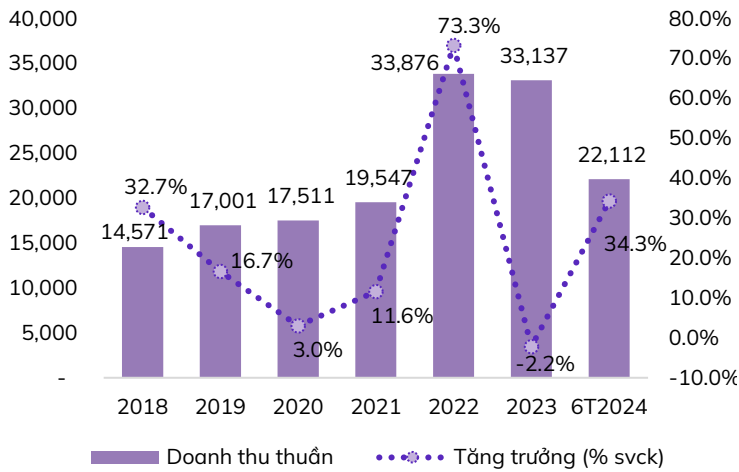
- ✓ Trong các năm qua, kết quả kinh doanh của PNJ đã duy trì tăng trưởng tốt trước Covid-19 và sau đó có sự bứt phá mạnh mẽ trong năm 2022. Doanh thu thuần năm 2022 của công ty đạt 33.876 tỷ đồng, tăng 73,3% so với năm 2021, đồng thời nâng tổng tài sản lên 13.337 tỷ đồng, tăng 25,6%. Từ mức nền doanh thu và tổng tài sản cao này, PNJ tiếp tục duy trì được tình hình kinh doanh tốt trong năm 2023 dù đây là năm được đánh giá là khó khăn khi kinh tế suy yếu sau đại dịch với tổng doanh thu đạt 33.137 tỷ đồng, giảm nhẹ -2,2% và vẫn đạt mức tăng trưởng LNST +8,9% svck nhờ việc tối ưu hoạt động vận hành và bán hàng để giảm chi phí.
- ✓ Tính riêng Q2/2024, doanh thu của công ty đạt 9.518 tỷ đồng, tăng 42,85% svck; lợi nhuận gộp đạt 1.481 tỷ đồng, tăng 22,45%; tuy nhiên biên lợi nhuận gộp lại giảm xuống mức 15,56%, trong khi chỉ số này trong Q2/2023 là 18,15%. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của công ty trong Q2/2024 tăng 116 tỷ đồng, tương đương mức tăng 21,53% svck. LNST của cổ đông công ty mẹ của PNJ trong Q2/2024 đạt 429 tỷ đồng, tăng 27,03% svck. Việc tỷ trọng doanh thu bán lẻ vàng 24K, vốn là mảng có biên lợi nhuận thấp (chỉ chưa tới 1%) tăng lên mức 42,2% trong Q2/2024 so với 29,4% trong Q2/2023 đã khiến cho biên lợi nhuận gộp của PNJ bị suy giảm.
- ✓ Xét về tỷ trọng doanh thu từng quý trong các năm, PNJ đạt kết quả kinh doanh rất tốt trong quý 1 và quý 4 nhờ vào nhu cầu mua sắm vào mùa cưới và dịp lễ tết. Tình hình kinh doanh 2 quý giữa năm thường cho thấy sự sụt giảm đáng kể so với 2 quý còn lại. Không nằm ngoài xu thế này, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế Q2/2024 đạt lần lượt giảm 24,42% và 41,87% so với quý trước.

Kết quả kinh doanh của PNJ theo quý (tỷ đồng)

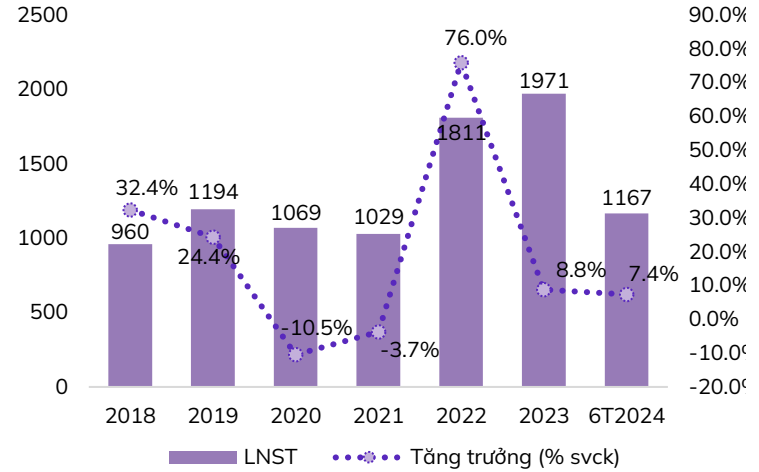


Nguồn: PNJ, ABS Research

Doanh thu thuần của PNJ (tỷ đồng, % svck)



Lợi nhuận sau thuế của PNJ giai đoạn 2018-6T2024 (tỷ đồng)

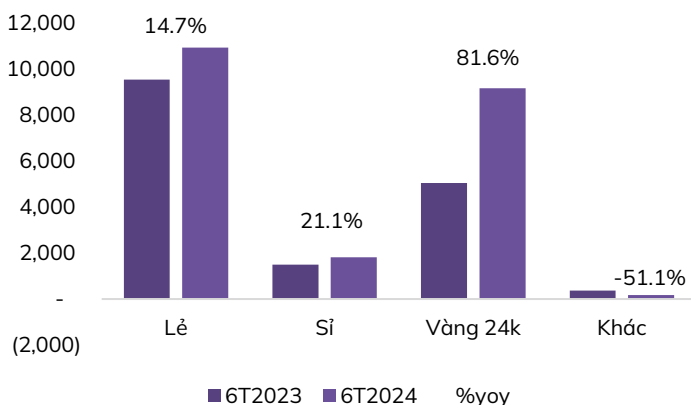


Nguồn: PNJ, ABS Research

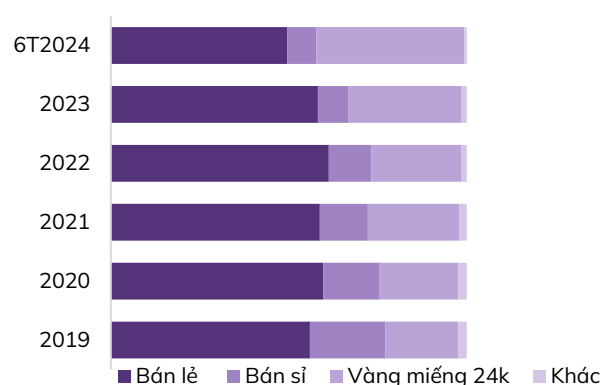
**KQKD nửa đầu năm 2024 tăng trưởng tích cực svck:**

- ✓ Kết quả kinh doanh 6T/2024 ghi nhận DTT 22.113 tỷ đồng, tăng 34,35% svck. Xét về cơ cấu các kênh kinh doanh, mảng bán lẻ trang sức mang về 10.946 tỷ đồng, +14% svck, chiếm 49,5% doanh thu; mảng vàng 24K mang về doanh thu 9.177 tỷ đồng, +80,8% svck, chiếm 41,5% doanh thu. Sự tăng trưởng cũng đến từ kênh bán sỉ khi tổng bán sỉ trang sức mang về 1.813 tỷ đồng, tăng 20% svck, chiếm 8,2% tổng doanh thu.
- ✓ Biên lợi nhuận gộp 6T2024 chỉ đạt 16,4%, sụt giảm so với mức 18,9% cùng kỳ năm ngoái do tăng tỷ trọng doanh thu vàng miếng 24K, vốn có biên LNG thấp hơn, từ 30,7% cùng kỳ 2023 lên 41,5% trong 6T2024. Bù lại, PNJ cũng đã rất nỗ lực giảm chi phí bán hàng và QLDN thông qua quá trình số hóa.
- ✓ Doanh thu tài chính và chi phí tài chính đều giảm mạnh, trong đó chi phí lãi vay giảm đến 73% svck. Điều này đến từ việc lãi suất bắt đầu giảm mạnh từ thời điểm nửa cuối năm 2023 và PNJ cũng đã chủ động tất toán 99,9% các khoản tiền gửi và gần 90% tiền vay nợ tại ngân hàng trong nửa đầu năm 2024.
- ✓ **Tổng thể, trong 6T đầu năm 2024, LNST của PNJ đạt 1.166 tỷ đồng, tăng 7,37% svck.** Theo kế hoạch kinh doanh năm 2024, công ty đặt mục tiêu đạt 37.148 tỷ đồng doanh thu thuần và 2.089 tỷ đồng LNST. Như vậy, với kết quả kinh doanh này, công ty đã hoàn thành 59,5% kế hoạch doanh thu thuần và 55,8% kế hoạch LNST của năm 2024.
- ✓ **Tình hình kinh doanh 2 tháng đầu Q3/2024 đang chậm lại:** Tổng doanh thu 2 tháng đầu Q3/2024 chỉ đạt 4.773 tỷ đồng, bằng 50% doanh thu quý 2, biên lợi nhuận gộp tăng lên mức 17,5% (gần bằng mức 17,6% của Q1 và cao hơn mức 15,6% của Q2) nhưng biên lợi nhuận ròng chỉ còn 2,4%, thấp hơn mức bình quân 3,54% của Q3 trong giai đoạn 2022-2023 trở lại đây. Điều này cho thấy công ty không những gặp khó khăn trong việc bán hàng mà còn đối mặt với vấn đề giá vốn cao và chi phí tăng cao do cố gắng đẩy mạnh việc mở rộng mạng lưới cửa hàng. 6T2024, công ty chỉ tăng được tổng cộng 5 cửa hàng nhưng trong 2 tháng Q3/2024, PNJ đã tăng thêm 9 cửa hàng, nâng tổng số cửa hàng hiện có lên 414 cửa hàng.

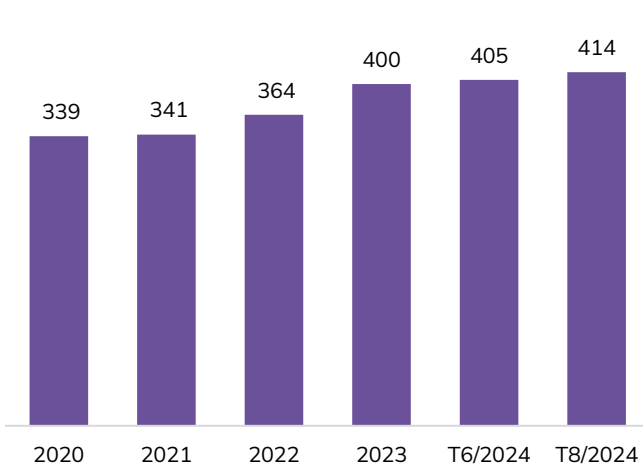
Tăng trưởng doanh thu lũy kế



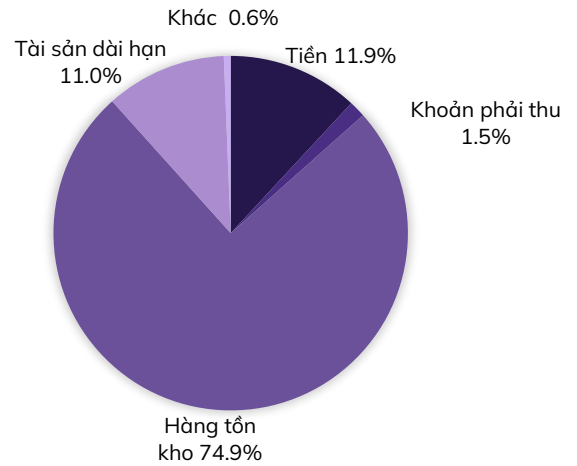
Cơ cấu doanh thu của PNJ 2018-6T2024



Số lượng cửa hàng



Cơ cấu tài sản T6/2024

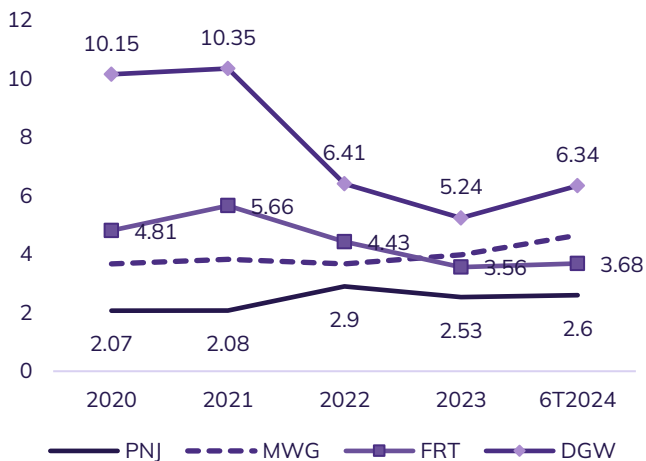


**TÌNH HÌNH TÀI SẢN, NGUỒN VỐN**

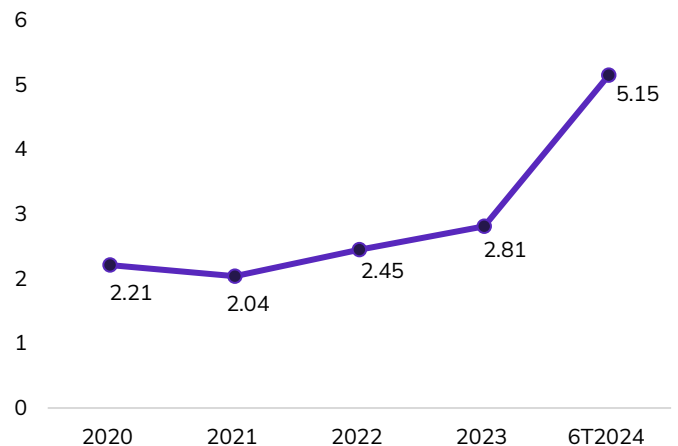
• **Tổng tài sản giảm, tình hình tài chính vẫn lành mạnh**

- ✓ Tổng tài sản của công ty tại thời điểm cuối Q2.2024 ở mức 12.964 tỷ đồng, giảm 1.424 tỷ đồng (tương đương -11%) so với thời điểm cuối năm 2023.
- ✓ Công ty tăng lượng tiền mặt nắm giữ lên 1.544 tỷ đồng, +72% so với thời điểm cuối năm 2023 và đáo hạn gần như toàn bộ lượng tiền gửi ngắn hạn tại ngân hàng, khiến con số này từ 810 tỷ T12/2023 giảm xuống chỉ còn 170 triệu cuối T6/2024. Trong khi đó công ty cũng đã thanh toán phần lớn các khoản vay ngắn hạn trong kỳ, giảm từ mức 2.384 tỷ đồng cuối năm 2023 xuống còn 260 tỷ đồng cuối Q2/2024. Nhờ đó, hệ số thanh toán nhanh tăng từ 2,81 lần cuối 2023 lên 5,15 lần cuối Q2/2024.
- ✓ Hàng tồn kho chiếm tỷ trọng trên 75% trong cơ cấu tài sản của PNJ. Giá trị hàng tồn kho của công ty giảm 11,2% so với đầu năm xuống còn chỉ còn 9.713 tỷ đồng vào thời điểm cuối Q2/2024. Xét theo cơ cấu hàng tồn kho, sự sụt giảm này phần lớn đến từ nguyên vật liệu (-68,2% so với đầu năm) và thành phẩm (-9,7% so với đầu năm).
- ✓ Khác với các doanh nghiệp khác trong ngành bán lẻ, nguyên vật liệu của PNJ chủ yếu là vàng với sự biến động giá mạnh, vì vậy PNJ cần tích trữ nhiều hàng tồn kho để tránh rủi ro biến động mạnh về giá vốn. Ngoài ra, PNJ làm chủ toàn bộ quy trình kinh doanh trang sức từ khâu nhập nguyên liệu, chế tác, phân phối... nên thời gian công ty lưu trữ nguyên liệu và thành phẩm sẽ lâu hơn, khiến cho vòng quay hàng tồn kho của PNJ thấp hơn nhiều so với các công ty bán lẻ khác vốn chỉ tập trung vào khâu phân phối.

Vòng quay hàng tồn kho các doanh nghiệp bán lẻ



Hệ số thanh toán hiện hành của PNJ (lần)

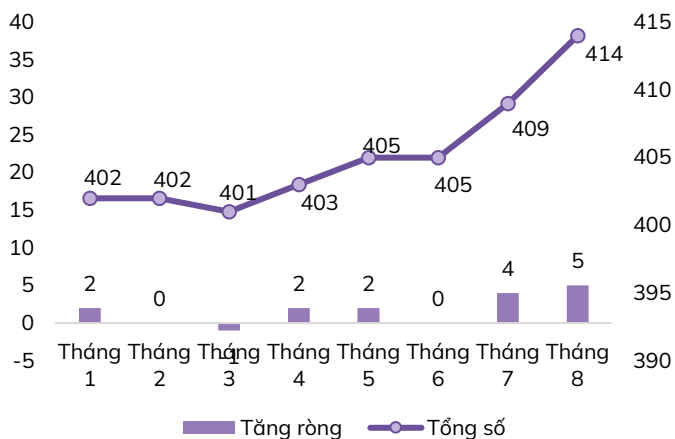


# Triển vọng và dự phóng KQKD

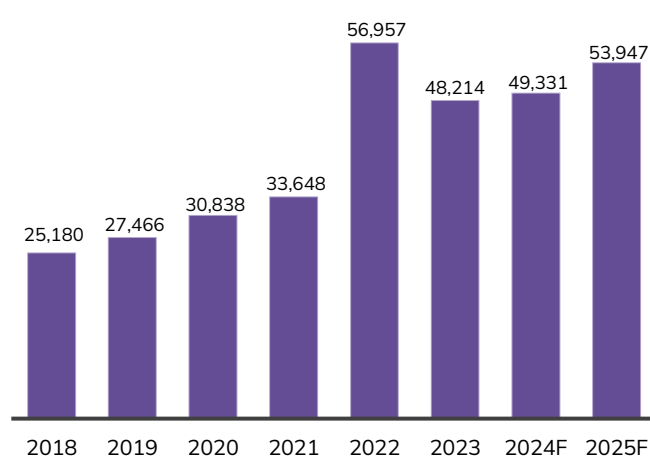
## Những yếu tố tích cực

- ✓ **Tăng thị phần nhờ đẩy mạnh mở rộng mạng lưới cửa hàng:** PNJ hiện đang chiếm 55% thị phần trang sức thương hiệu với tệp khách hàng trung đến cao cấp. Trong năm 2023, Công ty mở mới 36 cửa hàng tập trung chủ yếu tại các tỉnh miền Trung và miền Bắc trong bối cảnh nhiều đối thủ cạnh tranh thu hẹp mạng lưới. Chỉ trong 2 tháng đầu Q3/2024, PNJ đã tăng thêm được 9 cửa hàng, nhiều hơn cả số cửa hàng tăng thêm trong nửa đầu năm (5 cửa hàng), nâng tổng số cửa hàng hiện có lên 414 cửa hàng, bao phủ 57/63 tỉnh thành, vượt trội hơn so với các công ty cùng ngành. PNJ đã có kế hoạch tăng cường mở rộng hệ thống cửa hàng và tăng cường nhận diện thương hiệu tại địa bàn phía Bắc và Bắc Trung bộ, là khu vực duy trì được sức mua tốt nhất trong 3 miền với tệp khách hàng mới là người trẻ. Chúng tôi kỳ vọng PNJ việc tăng cường mở rộng hệ thống sẽ thúc đẩy doanh thu bán lẻ tăng trưởng mạnh mẽ trong những tháng tiếp theo và chiếm thêm được thị phần từ các cửa hàng trang sức nhỏ lẻ nhờ xu hướng ưa chuộng trang sức có thương hiệu.

Số lượng cửa hàng tăng thêm hàng tháng 2024



Doanh thu bán lẻ trung bình trên mỗi cửa hàng (triệu VND)

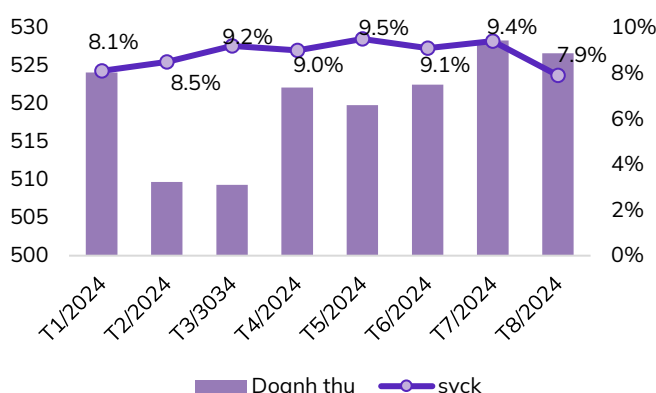


Nguồn: PNJ, ABS Research

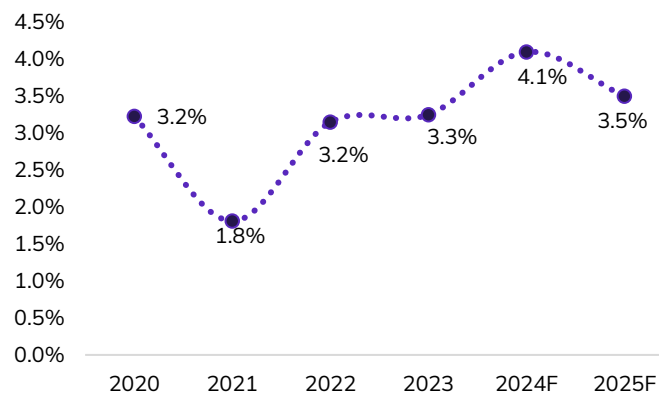
- ✓ **Tiếp tục ra mắt các bộ sưu tập mới.** PNJ hiện đang sở hữu 2 nhà máy sản xuất tại Gò Vấp và Long Hậu với dây chuyền sản xuất hiện đại, thường xuyên thay đổi mẫu mã để phù hợp với thị hiếu người tiêu dùng. Hiện 2 nhà máy có 1.500 nhân viên đang làm việc với hiệu suất hơn 4 triệu sản phẩm/năm. PNJ có khả năng tăng tốc độ trong quá trình tung sản phẩm ra thị trường và ứng dụng nền tảng phân tích dữ liệu vào chuỗi cung ứng sản xuất tăng vòng quay hàng tồn kho. Trong năm 2023, PNJ đã thành công ra mắt nhiều BST như Trầu Cau PNJ, BST Disney, Hello Kitty, Style và thực hiện đồng thời nhiều chương trình marketing khác nhau cùng lúc. Tiếp nối thành công, trong năm 2024, PNJ tiếp tục ra BST Oriental cho mùa thần tài và Valentine 2024, đẩy mạnh tái truyền thông BST Trầu Cau PNJ nhằm chạy đà cho mùa cưới đang tới gần, tiếp tục ra mắt các BST mới thuộc PNJ/Disney, PNJ/Hello Kitty và Style by PNJ. Chúng tôi cho rằng năng lực cung ứng và đổi mới sản phẩm của PNJ sẽ tiếp tục củng cố vị thế dẫn đầu của thương hiệu này trên thị trường trang sức.
- ✓ **Triển vọng nhu cầu tích cực nhờ thu nhập cải thiện.** Sự bất ổn của kinh tế thế giới đã đẩy giá vàng thế giới nói riêng, và giá các kim loại quý nói chung, tăng mạnh từ đầu năm 2024. Giá vàng tăng cao khiến cho giá nguyên vật liệu đầu vào tăng theo, PNJ sẽ phải tăng giá bán. Điều này có thể ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu dùng trang sức cũng như làm giảm biên lợi nhuận của sản phẩm. Tuy nhiên, số liệu GDP Q3/2024 tích cực, tăng 7,4% so với cùng kỳ. Tính chung 9 tháng năm 2024, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng theo giá hiện hành ước đạt 4.703,4 nghìn tỷ đồng, tăng 8,8% so với cùng kỳ năm trước. IMF dự báo tăng trưởng đạt 6,1% cho cả năm 2024 và 2025. Trong khi

đó OECD có đánh giá tích cực hơn về nền kinh tế Việt Nam với dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam sẽ tăng từ 6,0% năm 2024 lên 6,5% vào năm 2025. Mặt khác, lạm phát được dự báo sẽ chậm lại, giảm từ 4,1% trong năm 2024 xuống 3,5% trong năm 2025. Đây là những yếu tố ảnh hưởng tích cực tới chi tiêu tiêu dùng của người dân.

**Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ 8T2024**



**Lạm phát Việt Nam thời kỳ 2020-2025F**



Nguồn: GSO, IMF, ABS Research

- ✓ **Kỳ vọng chính sách giúp nguồn nguyên liệu nữ trang được cải thiện:** Nguồn nguyên vật liệu chính để sản xuất của PNJ là vàng nguyên liệu, bạc nguyên liệu, vàng miếng, đá quý, kim cương... Các nguyên vật liệu này được nhập khẩu chủ yếu từ nước ngoài, còn lại vẫn mua trong nước. Ngay từ đầu năm, trước đà tăng mạnh của giá vàng thế giới và trong nước, tỷ giá tăng cao và người dân có xu hướng găm giữ vàng, chủ tịch HĐQT của PNJ đã nêu ra những khó khăn trong việc tìm kiếm nguồn nguyên vật liệu chất lượng khi nguồn cung trong nước bị hạn chế và doanh nghiệp vẫn chưa được nhập khẩu vàng, thậm chí công ty có thể phải đóng cửa sản xuất vài ngày khi không đủ nguyên liệu. Do vậy nếu tình hình nguyên vật liệu không được cải thiện, có khả năng công ty không có đủ nguyên vật liệu để sản xuất phục vụ nhu cầu trong thời gian tới.
  - Việc Fed hạ 0,5% điểm lãi suất vào ngày 19/9/2024 và kỳ vọng tiếp tục hạ lãi suất trong thời gian tới sẽ làm giảm áp lực tỷ giá đối với Việt Nam khi chỉ số DXY giảm. Đồng thời, lãi suất USD giảm cũng hỗ trợ các nền kinh tế khác thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng, kích thích tiêu dùng, đầu tư, sản xuất tại các nước, kỳ vọng dòng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp vào Việt Nam trong thời gian tới tăng lên, xuất khẩu gia tăng... giúp cải thiện dự trữ ngoại hối của Việt Nam. Trên cơ sở đó, NHNN có thể cân nhắc cho phép nhập khẩu vàng để tăng nguồn cung nguyên liệu cho thị trường vàng. Với lợi thế về vị thế hàng đầu trong mảng nữ trang, vốn có biên lợi nhuận gộp cao (20-30%), PNJ có năng lực trả giá cao hơn để mua được nguồn vàng nguyên liệu từ các bên.
  - Về dài hạn, PNJ hưởng lợi lớn nếu sửa Nghị định 24: Rất nhiều các chuyên gia và nhà hoạch định chính sách gần đây đã lên tiếng về việc Nghị định số 24/2012/NĐ-CP của Chính phủ về quản lý hoạt động kinh doanh vàng sau hơn 10 năm thực hiện đã bộc lộ những điểm không còn phù hợp trên thị trường hiện nay, khiến giá vàng Việt Nam và thế giới chênh lệch rất nhiều và nguồn cung vàng trong nước trở nên khan hiếm, các kênh vàng không chính thức phát triển và khó kiểm soát. Do vậy thị trường kỳ vọng Chính phủ sẽ xem xét sửa đổi Nghị định 24 theo hướng xóa bỏ độc quyền kinh doanh vàng miếng, cho phép nhiều đơn vị hơn được sản xuất kinh doanh vàng miếng (trong đó có sự tham gia của các ngân hàng lớn) và cho phép các đơn vị này nhập khẩu vàng. Với thế mạnh về thương hiệu và mạng lưới rộng khắp, PNJ sẽ hưởng lợi lớn từ việc này. Tuy nhiên chúng tôi chưa đánh giá được tính khả thi cũng như thời gian thực hiện nên chúng tôi chưa đưa yếu tố này vào mô hình định giá.
  - Riêng với nguyên liệu vàng miếng 24K, với tình hình giá vàng leo thang và sự khan hiếm nguồn cung vàng miếng chưa có dấu hiệu hạ nhiệt, có khả năng doanh thu từ mua bán vàng miếng sẽ giảm mạnh trong năm 2025 do người dân mua vào nhiều và ít bán ra vàng miếng 24K.



## Dự phóng KQKD

- ✓ Giá vàng thế giới được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trong quý 4/2024 và duy trì ở mức cao trong năm 2025 do những bất ổn chính trị tại Đông Âu và Trung Đông, cũng như kỳ vọng Fed sẽ tiếp tục giảm lãi suất thêm trong thời gian tới. Với nguồn cung vàng miếng hạn chế tại thị trường Việt Nam, chúng tôi cho rằng doanh số vàng 24K của PNJ sẽ khó có thể tăng trưởng mạnh được như những tháng đầu năm. Cơ cấu doanh thu của PNJ sẽ dịch chuyển sang mảng bán lẻ, nhờ vậy biên lợi nhuận sẽ được cải thiện. Chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ giữ được biên lợi nhuận gộp ở mức 17,5% trong năm 2024 và 18,5% trong các năm tiếp theo.
- ✓ Nhu cầu trang sức cuối năm cho mùa cưới và tết Nguyên Đán sẽ là động lực thúc đẩy mảng bán lẻ của PNJ, với việc công ty tích cực đẩy mạnh mở rộng các cửa hàng khắp các tỉnh thành, đặc biệt là các tỉnh thành phía bắc để tăng độ nhận diện thương hiệu ở các tỉnh này, chúng tôi dự kiến PNJ sẽ mở mới tổng cộng 25 cửa hàng trong năm 2024 và 2025, và dự phóng doanh thu thuần năm 2024F của PNJ sẽ tăng trưởng 10,5% svck đạt 36.616 tỷ đồng. Cần nhắc tình hình thiếu hụt nguồn cung vàng nguyên vật liệu khi chính phủ vẫn chưa có những động thái mới trong việc cấp phép và mở quota nhập khẩu vàng, chúng tôi hạ doanh thu của PNJ trong năm 2025 xuống, dự kiến giảm 6,8% so với năm 2024, đạt 34.126 tỷ đồng.
- ✓ Công ty đang có 2 nhà máy và đã mở rộng công suất nhà máy trong các năm vừa qua. Công ty đã tăng công suất gấp rưỡi từ nhà máy cũ nên bị chậm lại quá trình làm nhà máy mới. Trong tương lai, PNJ có thể xây nhà máy mới khi nguồn cung nguyên liệu dồi dào trở lại và có đội ngũ quản lý thể hệ mới. Chúng tôi dự kiến PNJ sẽ bắt đầu xây dựng thêm nhà máy vào năm 2026 với mức đầu tư dự kiến khoảng 400 tỷ đồng, 25% cho tài sản cố định và 75% cho quyền sử dụng đất.
- ✓ Trong quá khứ, số tiền PNJ đầu tư vào tài sản cố định để duy trì, tái tạo sản xuất cũng như phục vụ tăng trưởng doanh thu khi công ty chưa có kế hoạch mở rộng nhà máy khoảng 0.15-0.3% doanh thu. Chúng tôi dự kiến PNJ sẽ tiếp tục đầu tư mức này trong năm 2024 và 2025 khi 2 nhà máy hiện tại đã đủ để phục vụ nhu cầu sản xuất. Chi phí CAPEX trong năm 2024 và 2025 chúng tôi dự kiến khoảng 110 tỷ và 87 tỷ.
- ✓ Với mục tiêu PNJ hướng đến là nhà bán lẻ số 1 thị trường Việt Nam, doanh số bán lẻ trang sức của PNJ qua các năm luôn chiếm tỷ trọng khoảng 60% tổng doanh số. Để theo đuổi mục tiêu này PNJ đã tích cực mở rộng cửa hàng trong thời gian vừa qua, với dự phóng 25 cửa hàng mới trong năm 2024 và 2025, chúng tôi cho rằng thị phần bán lẻ trang sức của PNJ trong tổng doanh thu sẽ đạt 60% năm 2024 và đạt 71,8% vào năm 2025 (do doanh thu vàng miếng sẽ sụt giảm). Với mức tăng trưởng bán lẻ này, chúng tôi dự phóng doanh thu bán lẻ trang sức trung bình trên mỗi cửa hàng sẽ đạt 51,7 tỷ năm 2024 và 54,5 tỷ năm 2025.
- ✓ PNJ thể hiện là doanh nghiệp rất chú trọng vào mục tiêu tối ưu chi phí khi đầu tư 8 triệu USD vào công nghệ để thực hiện dự án hoạch địch nguồn nhân lực nhằm sử dụng nguồn lực hiệu quả, tiết kiệm. Điều này đã thúc đẩy mạnh mẽ tăng trưởng và doanh thu cho công ty trong nhiều năm liền. Đặc biệt trong hai năm 2022 và 2023, dù doanh thu tăng trưởng hơn 70% so với các năm trước đó nhưng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tính trên doanh thu được tối ưu hơn và giữ ở mức dưới 11%. Chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ vẫn thực hiện được điều này trong những năm tới đây, do vậy chúng tôi tiếp tục giữ tỷ lệ chi phí BH&QLDN ở mức 10.7% cho năm 2024 (bằng với năm 2023) và 10,6% cho năm 2025.
- ✓ Kết quả, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế của công ty sẽ đạt 1.997 tỷ đồng trong năm 2024 (+1,3% svck) và 2.196 tỷ đồng trong năm 2025 (+10% svck).
- ✓ **Công ty liên tục phát hành số lượng lớn cổ phiếu ESOP khiến cổ phiếu bị pha loãng:** Chỉ trong vòng hơn 2 năm vừa qua, số lượng cổ phiếu ESOP được phát hành đã lên đến 13.541.086 cổ phiếu, chiếm 4% số lượng cổ phiếu đang lưu hành. Với việc giá cổ phiếu ESOP ưu đãi hơn rất nhiều so với giá thị trường, ESOP làm giảm phần giá trị doanh nghiệp của cổ đông hiện hữu. Căn cứ vào kế hoạch phát hành cổ phiếu ESOP trong năm 2024 và 2025 đã được ĐHCĐ 2024 thông qua, chúng tôi dự kiến lượng cổ phiếu tiếp tục phát hành thêm trong năm 2024 là 1.800.000 cổ phiếu với giá 20.000 đồng và giả định công ty sẽ phát hành thêm 1% cổ phiếu ESOP vào các năm sau cũng với giá này. Vì việc phát

hành cổ phiếu ESOP sẽ ảnh hưởng đến giá trị cổ phiếu của các cổ đông không nhận được ưu đãi, chúng tôi xác định chênh lệch giữa giá thị trường và giá bán cổ phiếu sẽ làm giảm giá trị của cổ phiếu và đưa chi phí này vào mô hình tính toán giá cổ phiếu PNJ.

**Bảng: Chi phí ESOP của PNJ**

Đơn vị: triệu VND	2021	2022	2023	2024F
Lợi nhuận ròng	1.029.042	1.810.692	1.971.099	1.996.968
Tăng/giảm		781.650	160.407	25.869
<b>Số cổ phiếu ESOP</b>		<b>3.635.498</b>	<b>6.559.992</b>	<b>5,145,596</b>
Ngày hoàn thành		26/08/2022	5/1/2024	2024
Giá thị trường (đồng)		84.949	82.908	99.300
Giá ESOP (đồng)		10.000	20.000	20.000
<b>Chi phí ESOP đối với cổ đông</b>		<b>272.475</b>	<b>412.675</b>	<b>408,045</b>
% lợi nhuận ròng		15,0%	20,9%	20,4%

Nguồn: PNJ, ABS Research

## Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu PNJ theo 2 phương pháp:

- ✓ Phương pháp so sánh P/E.
- ✓ Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF.

Một số giả định:

- ✓ Chúng tôi giả định công ty không phát hành thêm cổ phiếu nào khác ngoài phát hành ESOP.
- ✓ Giả định cổ tức của công ty vẫn tiếp tục trả 20% bằng tiền mặt vào năm 2024 và các năm tiếp theo.
- ✓ Chúng tôi giả định doanh thu của công ty sẽ tăng trưởng âm 6,8% trong năm 2025 và sau đó tăng trưởng ổn định ở mức 5% khi lượng cửa hàng và nguồn cung nguyên vật liệu của công ty đã ổn định.

### Phương pháp so sánh P/E

P/E mục tiêu chúng tôi đưa ra dựa trên P/E quá khứ của doanh nghiệp trong 4 năm qua là 17,5 lần. EPS sau khi chúng tôi tính toán phân trích lập các quỹ và trừ đi chi phí ESOP đối với cổ đông năm 2025 là 4.944 đồng.

Theo đó giá cổ phiếu PNJ tại thời điểm cuối năm 2025 theo phương pháp P/E là **86.520 đồng/cp**.

### Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro được giả định bằng lãi suất TPCP kì hạn 10 năm là 2,7%. Phần bù rủi ro thị trường là 9,00% (theo Damodaran tháng 1/2024). Beta cổ phiếu là 0.94. Khi đó lợi suất yêu cầu của chủ sở hữu được tính ra là 11,12%. Với chi phí vốn 5%, WACC được tính ra là 9,3%.

Giá theo phương pháp FCFF tại thời điểm cuối năm 2025 là **127.579 đồng/cp**.

Chỉ tiêu	Giả định
Lãi suất phi rủi ro (Risk free rate)	2,70%
Phần bù rủi ro thị trường (Market Risk Premium)	9,00%
Beta	0,94
WACC	9,3%
Tăng trưởng dài hạn (Terminal Growth Rate)	1,0%



## Kết quả định giá

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
FCFF	127.579	50%
P/E	86.520	50%
Giá trung bình (đồng/cp)	<b>107.050</b>	

**Khuyến nghị:** Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra tại thời điểm cuối năm 2025 là 107.100 đồng, tương ứng cao hơn 13,0% so với giá hiện tại, do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu PNJ.

## Rủi ro giảm giá

- ✓ Tốc độ mở cửa hàng và doanh thu TB/cửa hàng không được như kỳ vọng.
- ✓ Tốc độ mở cửa hàng và doanh thu TB/cửa hàng không được như kỳ vọng.
- ✓ Nguồn cung vàng nguyên liệu không được cải thiện.

## Cơ hội tăng giá

- ✓ Tốc độ mở mới cửa hàng và doanh thu TP/cửa hàng tăng mạnh hơn dự kiến.
- ✓ NHNN sớm cấp phép cho các doanh nghiệp nhập khẩu vàng nguyên liệu.
- ✓ Sửa Nghị định 24 như đang được đề xuất.

## PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HĐKD (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>33.876</b>	<b>33.137</b>	<b>36.616</b>	<b>34.126</b>
Giá vốn hàng bán	-27.949	-27.078	-30.208	-27.813
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>5.927</b>	<b>6.059</b>	<b>6.408</b>	<b>6.313</b>
Doanh thu tài chính	54	98	81	94
Chi phí tài chính	-141	-143	-39	-39
Chi phí bán hàng	-2.828	-2.836	-3.117	-2.892
Chi phí QLDN	-674	-694	-812	-717
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>2.337</b>	<b>2.484</b>	<b>2.521</b>	<b>2.760</b>
Lãi/Lỗ khác	-25	5	-25	-15
Lợi nhuận trước thuế	2.312	2.489	2.496	2.745
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1.811</b>	<b>1.971</b>	<b>1.997</b>	<b>2.196</b>
<b>LNST cổ đông Công ty mẹ</b>	<b>1.811</b>	<b>1.971</b>	<b>1.997</b>	<b>2.196</b>

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
LCT thuần từ HĐKD	101	1.508	3.021	908
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	-371	-578	-247	-318
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	792	-914	-2.688	-606
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>522</b>	<b>15</b>	<b>85</b>	<b>-16</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	355	880	896	981
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>880</b>	<b>896</b>	<b>981</b>	<b>966</b>

Chỉ số tài chính	2022	2023	2024F	2025F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Khả năng thanh toán hiện hành	2,45	2,81	5,35	6,22
Khả năng thanh toán nhanh	0,28	0,42	0,97	1,11
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,22	0,37	0,88	1,04
Khả năng thanh toán lãi vay	25,56	21,99	193,29	212,46

Cơ cấu vốn	2022	2023	2024F	2025F
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,63	0,68	0,83	0,85
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,37	0,32	0,17	0,15
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,32	0,24	0,02	0,02

Chỉ số hiệu suất hoạt động	2022	2023	2024F	2025F
Số ngày phải thu	0,6	0,7	0,8	0,8
Số ngày phải trả	6,3	3,6	3,4	3,5
Số ngày tồn kho	126	145	125	136

Khả năng sinh lời	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,5%	18,3%	17,5%	18,5%
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	6,9%	7,5%	6,9%	8,1%
Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	5,3%	5,9%	5,5%	6,4%
ROE	25,0%	21,6%	13,3%	14,0%
ROA	15,1%	14,2%	10,0%	11,8%
ROIC	19,0%	17,7%	11,9%	13,8%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	880	896	982	966
+ Đầu tư ngắn hạn	200	810	1.000	1.300
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	301	215	196	165
+ Hàng tồn kho	10.506	10.941	9.713	11.078
+ Tài sản ngắn hạn khác	80	96	81	81
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>11.966</b>	<b>12.958</b>	<b>11.971</b>	<b>13.590</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	94	105	109	109
+ Tài sản cố định	882	883	880	856
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dở dang dài hạn	31	29	27	26
+ Đầu tư dài hạn	0	4	4	4
+ Tài sản dài hạn khác	364	449	496	440
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>1.371</b>	<b>1.469</b>	<b>1.517</b>	<b>1.435</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>13.337</b>	<b>14.428</b>	<b>13.488</b>	<b>15.026</b>
+ Vay ngắn hạn	2.683	2.384	260	260
+ Phải trả người bán	277	257	299	240
+ Nợ ngắn hạn khác	1.923	1.971	1.680	1.686
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>4.883</b>	<b>4.612</b>	<b>2.239</b>	<b>2.186</b>
+ Vay dài hạn	0	0	0	0
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	10	9	9	9
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>4.893</b>	<b>4.621</b>	<b>2.249</b>	<b>2.195</b>
+ Vốn cổ phần	2.462	3.282	3.333	3.367
+ Thặng dư vốn cổ phần	2.251	1.851	1.903	1.937
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	2.522	2.740	4.070	5.593
+ Quỹ khác	1.209	1.933	1.933	1.933
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.444</b>	<b>9.806</b>	<b>11.239</b>	<b>12.830</b>
<b>Tổng Nguồn vốn</b>	<b>13.337</b>	<b>14.428</b>	<b>13.488</b>	<b>15.026</b>

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2022	2023	2024F	2025F
Tăng trưởng doanh thu	73,3%	-2,2%	10,5%	-6,8%
Tăng trưởng LNST	80,8%	7,6%	0,3%	10,0%
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	76,0%	8,9%	1,3%	10,0%
Tăng trưởng EPS	24,4%	4,1%	-23,6%	19,1%
Tăng trưởng VCSH	40,4%	16,1%	14,6%	14,2%
Tăng trưởng Tổng tài sản	25,6%	8,2%	-6,5%	11,4%

Định giá (lần)	2022	2023	2024F	2025F
P/E	16,68	15,73	22,81	21,65
P/B	2,54	2,86	2,81	2,81
EV/EBITDA	9,27	10,69	11,38	11,86
EV/Sales	0,68	0,87	0,81	1,00

Nguồn: PNJ, ABS Research

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của ABS.

## Khuyến nghị cổ phiếu

<b>MUA</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
<b>KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
<b>TRUNG LẬP</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
<b>BÁN</b>	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

# Thông tin liên hệ

## Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: [www.abs.vn](http://www.abs.vn)

## Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: [abs-research@abs.vn](mailto:abs-research@abs.vn)

### Dầu khí, Điện, Hóa chất

Lê Thị Kim Huệ - Phó Giám đốc

Email: [hue.lenthikim@abs.vn](mailto:hue.lenthikim@abs.vn)

### Vĩ mô, Tài chính

Nguyễn Xuân Hải - Chuyên viên

Email: [hai.nguyenxuan@abs.vn](mailto:hai.nguyenxuan@abs.vn)

### Hàng và Dịch vụ công nghiệp

Nguyễn Thị Kỳ Duyên - Chuyên viên

Email: [duyen.nguyenthiky@abs.vn](mailto:duyen.nguyenthiky@abs.vn)

### Hàng tiêu dùng, Bán lẻ

Kiều Thị Thanh Thư - Chuyên viên

Email: [thu.kieuthithanh@abs.vn](mailto:thu.kieuthithanh@abs.vn)

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc TTPT

Email: [linh.ngthithuy@abs.vn](mailto:linh.ngthithuy@abs.vn)

### PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu – Giám đốc

Email: [luu.dangxuan@abs.vn](mailto:luu.dangxuan@abs.vn)

### Bất động sản, Xây dựng, VLXD

Phạm Hồng Trường – Chuyên viên

Email: [truong.phamhong@abs.vn](mailto:truong.phamhong@abs.vn)

### Hàng xuất khẩu, Công nghệ & Viễn thông

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: [anh.buiminh@abs.vn](mailto:anh.buiminh@abs.vn)