

## CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

**Khả quan (duy trì)**

### Hàng tiêu dùng

Giá hiện tại	VND95.500
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND100.901/68.577
Giá mục tiêu	VND114.400
Giá mục tiêu trước đó	VND99.900
Consensus	10,0%
Tiềm năng tăng giá	19,8%
Tỷ suất cổ tức	1,8%
Tổng tỷ suất sinh lời	21,6%

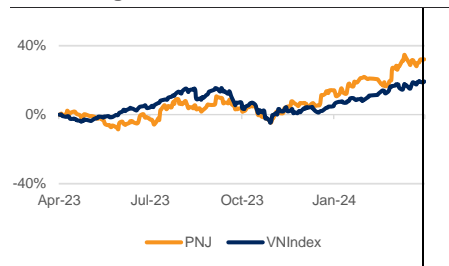
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Khả quan</a>

Thị giá vốn (tr USD)	1.336
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	5,3
Sở hữu NN (tr USD)	0,0
Số CP lưu hành (tr)	328
Số CP sau pha loãng (tr)	328

	PNJ	VNI
P/E trượt	16,9	15,1
P/B hiện tại	2,8	1,8
ROA	13,9%	2,0%
ROE	20,3%	12,1%

\* dữ liệu ngày 8/4/2024

### Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
ACV	3,4	15,1	27,4
Tương quan VNIndex	1,1	1,4	6,5

### Cơ cấu sở hữu

Vietnam Enterprise Investments Limited	3,0%
Cao Thị Ngọc Dung	2,8%
Khác	94,20%

### Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập từ năm 1988, với hơn 30 năm phát triển, PNJ đã trở thành công ty dẫn đầu thị trường trang sức bán lẻ có thương hiệu tại Việt Nam với các mặt hàng có chất lượng cao, kiểu dáng đa dạng.

### Chuyên viên phân tích:



### Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

## Chiếm lĩnh thị phần, cải thiện biên lợi nhuận gộp

- Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với tiềm năng tăng giá 19,8%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 18,9% khi giá cổ phiếu đã tăng 25,2% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu thay đổi do điều chỉnh giả định WACC và áp dụng EPS 2024 trong mô hình dự phóng P/E.
- PNJ đang giao dịch ở mức P/E là 16,9x, vẫn hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp.

### Tiêu điểm tài chính

- Doanh thu 2T2024 tăng 21,6% svck từ mức nền cao 2023 lên 8.478 tỷ đồng (~346tr USD). Doanh thu bán lẻ tăng 8,4% svck nhờ phát triển tệp khách hàng mới và tỷ lệ khách hàng quay trở lại tăng.
- Biên LN gộp ở mức 17,4% trong 2T2024, giảm 2 điểm % svck chủ yếu do biến động giá nguyên vật liệu và thay đổi cơ cấu sản phẩm. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp sẽ tăng 0,2/0,4 điểm % svck trong 2024-25.
- LN ròng dự phóng năm 2024 tăng 10,8% lên 2.184 tỷ đồng (~89,1tr USD).

### Lưu ý đầu tư

#### Giữ vững vị thế dẫn đầu thông qua mở rộng cửa hàng và tệp khách hàng mới

Trong 2023, PNJ đã phát triển tệp khách hàng mới thông qua mở rộng hệ thống cửa hàng tại khu vực miền Bắc trong khi thương hiệu trang sức khác duy trì số lượng cửa hàng đi ngang. PNJ đã mở mới 36 cửa hàng vào 2023 trong khi bốn đối thủ cạnh tranh lớn trong ngành chỉ mở mới thêm tổng số 18 cửa hàng. Chúng tôi cho rằng thị phần của PNJ đã được mở rộng trong bối cảnh các cửa hàng trang sức không có thương hiệu đang gặp khó khăn do nhu cầu yếu.

#### Chiến lược thay đổi cơ cấu sản phẩm giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp

Doanh thu bán lẻ 2023 giảm 7,8% svck trong khi LN gộp tăng 2,3% svck. PNJ không tiết lộ tỷ trọng LN gộp mảng bán lẻ và vàng 24K, tuy nhiên ban lãnh đạo cho biết LN gộp tăng nhờ thay đổi cơ cấu sản phẩm. Trong đó, kim cương rời chiếm tỷ trọng thấp hơn trong danh mục sản phẩm trong khi tỷ trọng các sản phẩm trang sức thiết kế tăng (với biên LN gộp cao hơn). Ngoài ra, nhờ ứng dụng chuyển đổi số, PNJ đã nâng cao khả năng phân tích dữ liệu, từ đó đưa ra các sản phẩm phù hợp với thị hiếu người tiêu dùng và giảm chi phí xử lý các sản phẩm khó bán (ghi vào giá vốn hàng bán).

#### Giá vàng tăng sẽ không có tác động lớn đến biên LN gộp

Giá vàng tăng không ảnh hưởng đáng kể đến biên LN gộp của PNJ do: 1) mảng vàng 24K có biên LN gộp khá mỏng (3%-4%) và không đóng góp nhiều vào LN gộp của PNJ và 2) PNJ có nhiều kinh nghiệm trong công tác quản lý hàng tồn kho và kiểm soát hợp lý chi phí sản xuất.

#### Quản lý chi phí hiệu quả hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận

Mặc dù có tốc độ mở rộng cửa hàng nhanh (+10% svck), PNJ vẫn đang kiểm soát tốt chi phí hoạt động với mức tăng nhẹ 2,2% svck trong 2023 (chiếm 10,7% DT). Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ tiếp tục kiểm soát tốt chi phí với tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu ổn định ở mức 10%-11%, hỗ trợ đà tăng trưởng lợi nhuận.

#### Định giá hấp dẫn cho nhà bán lẻ trang sức hàng đầu

PNJ đang giao dịch ở mức P/E 16,9 lần - vẫn thấp hơn mức trung bình các DN cùng ngành là 19,0 lần mặc dù doanh nghiệp có ROE và mức tăng trưởng LN ròng cao hơn. Mức định giá này khá hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và vị thế dẫn đầu của công ty trên thị trường trang sức Việt Nam.

Financial summary	12-22A	12-23A	12-24E	12-25E
Tăng trưởng DT thuần	73,3%	(2,2%)	10,9%	6,7%
Tăng trưởng EPS	69,3%	(10,2%)	(3,0%)	9,4%
Biên lợi nhuận gộp	17,5%	18,3%	18,5%	18,9%
Biên LN ròng	5,3%	5,9%	5,9%	6,1%
P/E (x)	12,5	13,9	14,4	13,1
Rolling P/B (x)	2,6	2,9		
ROAE	25,1%	21,6%	20,0%	18,1%
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	21,4%	15,2%	12,6%	7,6%

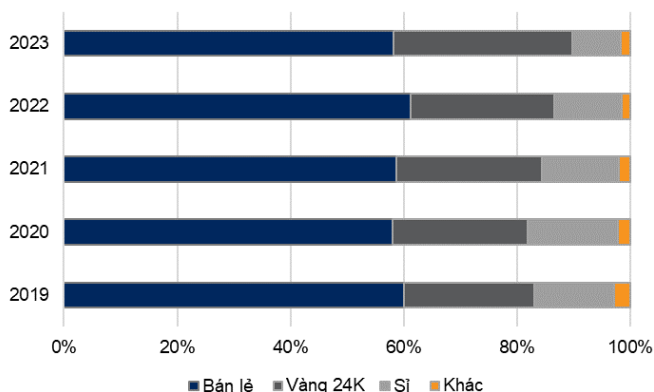
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập từ năm 1988, với hơn 30 năm phát triển, PNJ đã trở thành công ty dẫn đầu thị trường trang sức bán lẻ có thương hiệu tại Việt Nam với các mặt hàng có chất lượng cao, kiểu dáng đa dạng.

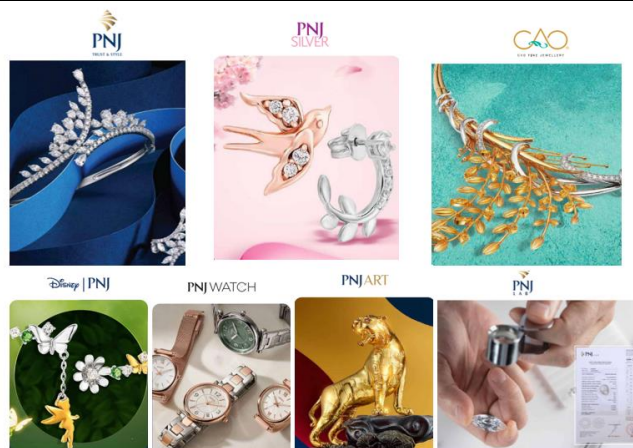
- PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ, cung cấp ra thị trường các sản phẩm trang sức bao gồm trang sức vàng, bạc, kim cương (chiếm khoảng 62% tổng doanh thu). Ngoài ra, công ty còn kinh doanh vàng 24K (chiếm 25,3% doanh thu) và gia công trang sức cho các khách hàng lớn trong nước (chiếm 12% tổng doanh thu).
- So với các doanh nghiệp cùng ngành, PNJ có lợi thế cạnh tranh lớn về năng lực sản xuất khi sở hữu 2 nhà máy ở Gò Vấp và Long Hậu (tổng công suất hơn 4 triệu sản phẩm/năm) với hơn 1.000 nghệ nhân và thợ kim hoàn.
- Tính đến 2023, công ty sở hữu hệ thống bán lẻ rộng khắp cả nước với hơn 400 cửa hàng không ngừng được mở rộng và nâng cấp, hệ thống bán hàng Omnichannel thông qua website và ứng dụng di động mang đến cho khách hàng trải nghiệm toàn diện với các chương trình khuyến mãi và chăm sóc khách hàng được làm mới thường xuyên.
- PNJ sở hữu đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm, nhiệt tình và năng động, đã đồng hành cùng công ty trong suốt 30 năm qua. Hiện tại, công ty đang chiếm lĩnh hơn 55% thị phần trang sức với lượng lớn khách hàng thuộc phân khúc trung đến cao cấp.

Hình 1: Doanh thu của PNJ chia theo từng mảng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: Danh mục sản phẩm đa dạng của PNJ



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Tóm tắt KQKD: Lợi nhuận tăng trưởng tích cực

Hình 3: KQKD Q4/23 và cả năm 2023

Tỷ đồng	Q4/23	svck	2023	svck	So với dự phóng cả năm
Doanh thu	9.760	17,6%	33.137	-2,2%	101,0%
Bán lẻ	5.657	-0,2%	19.286	-7,8%	93,9%
Kinh doanh vàng 24K	3.285	75,2%	10.438	20,9%	119,1%
Bán sỉ	723	25,1%	2.850	-30,5%	100,2%
Khác	119	22,7%	563	5,3%	86,6%
Lợi nhuận gộp	1.756	18,8%	6.064	2,3%	96,4%
Chi phí BH&QLDN	921	7,1%	3.535	0,9%	93,2%
LN ròng	632	34,4%	1.971	8,9%	102,9%
Biên LN gộp	18,0%	0,2đ %	18,3%	0,8đ %	-0,9đ %
Biên LN ròng	6,5%	0,8đ %	5,9%	0,6đ %	0,1đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORT

### Doanh thu Q4/23 tăng mạnh trong mùa kinh doanh cao điểm

Trong Q4/23, PNJ ghi nhận doanh thu tăng 17,6% svck đạt 9.760 tỷ đồng (~397,8tr USD). So với quý trước, doanh thu tăng mạnh 41,4% do mùa kinh doanh cao điểm của PNJ bắt đầu từ tháng 10 đến tháng 2 năm sau. Mảng bán lẻ đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong tổng doanh thu với 57%, theo sau lần lượt là mảng kinh doanh vàng miếng và bán sỉ với 34,3%/7,3%.

Doanh thu bán lẻ đi ngang (-0,2% svck) trong Q4/23 nhờ nỗ lực mở rộng tệp khách hàng mới bù đắp cho giá trị đơn hàng bình quân giảm trong quý. Trong 2023, công ty tiếp tục mở rộng hệ thống phân phối nhằm tăng độ phủ sóng sản phẩm với 48 cửa hàng mới. Trong khi đó, doanh thu mảng kinh doanh vàng miếng tăng mạnh 75,2% svck trong bối cảnh nhu cầu giao dịch vàng tăng cao. Trong 2023, tổng doanh thu đạt 33.137 tỷ đồng (~1.350tr USD, -2,2% svck), hoàn thành 101% dự phóng cả năm của chúng tôi.

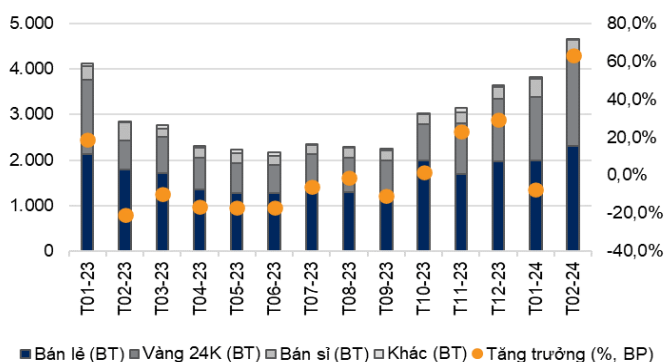
### Biên LN gộp được cải thiện dù giá vàng trong nước tăng cao

Lợi nhuận gộp Q4/23 tăng 18,8% svck đạt 1.756 tỷ đồng (~77tr USD). Trong đó, biên LN gộp mở rộng 0,2 điểm % svck lên 18,0% nhờ thay đổi cơ cấu sản phẩm với biên LN gộp cao hơn. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng cho rằng với kinh nghiệm trong công tác quản lý hàng tồn kho, PNJ có thể duy trì chi phí giá vốn hàng bán ổn định trong bối cảnh giá vàng nội địa duy trì ở mức cao. Trong 2023, biên LN gộp tổng tăng 0,8 điểm % svck lên 18,3%, nhưng vẫn thấp hơn một chút so với dự phóng cả năm của chúng tôi là 19%.

### Lợi nhuận ròng ghi nhận tăng trưởng hai chữ số

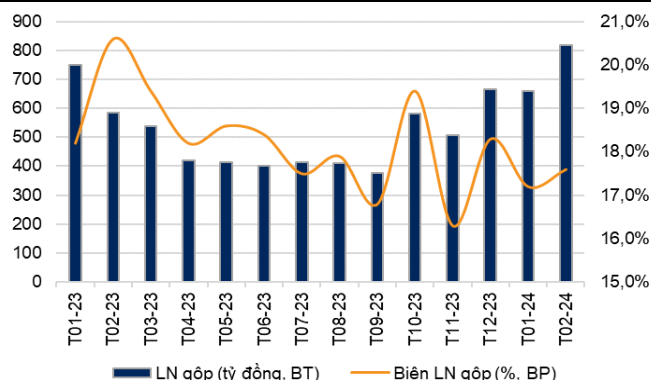
Trong Q4/23, chi phí BH&QLDN trên doanh thu giảm 1,0 điểm % nhờ nỗ lực của doanh nghiệp trong việc tối ưu hóa các chi phí hoạt động (trong 2023, PNJ đã đóng 07 cửa hàng hoạt động không hiệu quả). Nhờ đó, LN ròng tăng 34,4% svck đạt 632 tỷ đồng (~25,7tr USD) trong Q4/23. Trong cả năm 2023, LN ròng tăng 8,9% svck đạt 1.971 tỷ đồng, hoàn thành 103% dự phóng cả năm.

Hình 4: Doanh thu PNJ (tỷ đồng) theo từng mảng từ T1/23 đến T2/24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 5: LN gộp và Biên LN gộp của PNJ từ T1/23 đến T2/24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng 2024-25

### Thay đổi dự phóng 2024-25

Hình 6: Thay đổi dự phóng 2024-25

		Cũ		Mới				Chú thích
Tỷ đồng	2023	2024	2025	2024	% svck	2025	% svck	
<b>Doanh thu thuần</b>	33.137	35.990	39.665	36.760	10,9%	39.237	6,7%	
Mảng bán lẻ	19.181	22.735	25.002	21.360	11,4%	23.341	9,3%	Chúng tôi hạ dự phóng doanh thu xuống 6,6%/6,6% trong 2024-25 do chúng tôi giảm dự phóng doanh thu/cửa hàng xuống 11,4%/11,5% so với báo cáo trước đó.
Mảng vàng 24K	10.440	9.594	10.592	11.702	12,1%	11.904	1,7%	Chúng tôi nâng dự phóng doanh thu mảng vàng 24K lên 22,0%/12,4% trong 2024-25 so với báo cáo trước đó do tăng số lượng cửa hàng kỳ vọng lên 7,7%/7,1% so với trước đó.
Mảng bán sỉ	2.844	2.901	3.191	2.901	2,0%	3.046	5,0%	
<b>Giá vốn hàng bán</b>	(27.078)	(28.980)	(31.916)	(29.946)	10,6%	(31.837)	6,3%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	6.059	7.010	7.749	6.814	12,5%	7.400	8,6%	
Biên LNG	18,3%	19,5%	19,5%	18,5%	0,2% pts	18,9%	0,4% pts	
<b>Chi phí bán hàng</b>	(2.836)	(3.543)	(3.819)	(3.263)	15,1%	(3.488)	6,9%	
Chi phí QLDN	(694)	(800)	(903)	(761)	9,7%	(860)	13,0%	
Chi phí BH&QLDN	(3.530)	(4.343)	(4.722)	(4.024)	14,0%	(4.348)	8,1%	
CP bán hàng / doanh thu	8,6%	9,8%	9,6%	8,9%	0,3% pts	8,9%	0,0% pts	
CP QLDN / doanh thu	2,1%	2,2%	2,3%	2,1%	0,0% pts	2,2%	0,1% pts	
CP BH&QLDN / doanh thu	10,7%	12,0%	11,9%	11,0%	0,3% pts	11,1%	0,1% pts	
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	2.529	2.667	3.027	2.790	10,3%	3.052	9,4%	
Lợi nhuận/Chi phí tài chính	(45)	(92)	(102)	(37)	-17,8%	(38)	2,7%	
Lợi nhuận trước thuế	2.489	2.552	2.898	2.758	10,8%	3.018	9,4%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	1.971	2.042	2.318	2.184	10,8%	2.390	9,4%	

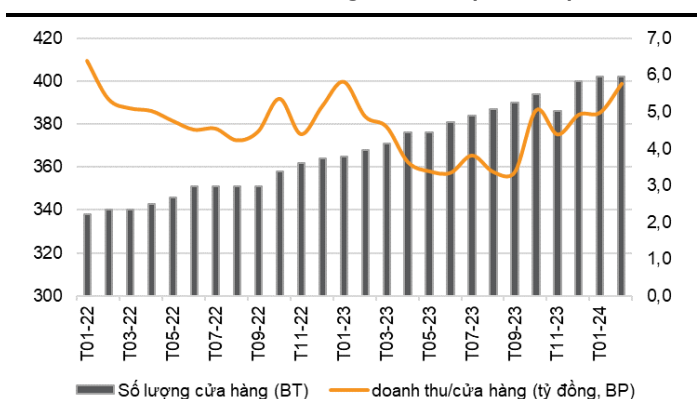
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORT

### Triển vọng tăng trưởng doanh thu ổn định

#### Chiếm lĩnh thị phần thông qua mở rộng hệ thống cửa hàng

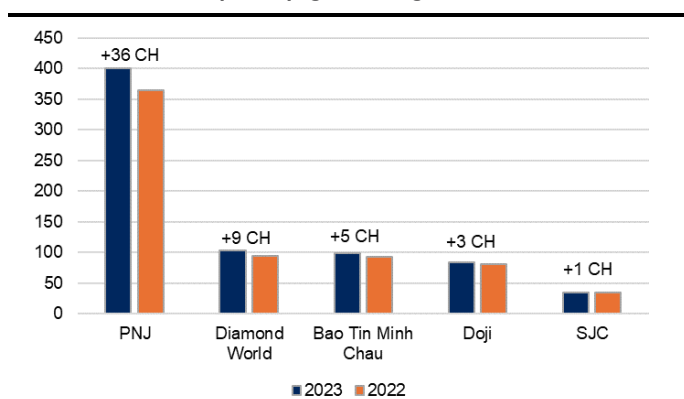
Chúng tôi cho rằng nền kinh tế đang trên đà phục hồi với những tín hiệu tích cực trong 2T24 như: 1) Chỉ số nhà quản lý mua hàng (PMI) của Việt Nam tăng lên 50,4 điểm vào tháng 2/2024, tháng thứ hai liên tiếp cao hơn 50,0 điểm, cho thấy hoạt động sản xuất đang phục hồi; 2) kim ngạch xuất khẩu trong 2 tháng đầu năm 24 tăng 19,2% svck, các nhà máy phải tăng giờ làm và thuê thêm nhân công nhằm đáp ứng nhu cầu quay trở lại; 3) lãi suất thấp hơn. Nhờ đó, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng trang sức sẽ quay trở lại vào năm 2024 khi thu nhập của người tiêu dùng được cải thiện.

Hình 7: Doanh thu bán lẻ/cửa hàng đã dần được cải thiện



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: PNJ có tốc độ mở rộng cửa hàng nhanh nhất năm 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



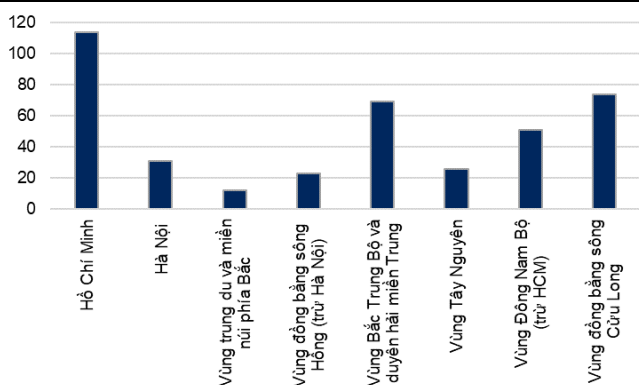
Trước những khó khăn chung trong ngành bán lẻ, PNJ vẫn duy trì tốc độ mở rộng cửa hàng nhanh hơn nhiều so với các thương hiệu trang sức khác trong năm 2023. Chúng tôi cho rằng, PNJ đã gia tăng thị phần trong khi các cửa hàng trang sức truyền thống (không có thương hiệu) đang gặp khó khăn do nhu cầu suy yếu. Năm 2023, doanh thu bán buôn của PNJ (gia công trang sức cho khách hàng sỉ trong nước - các cửa hàng trang sức không có thương hiệu) giảm 30,5% svck, cho thấy những khó khăn chung của thị trường trang sức. Tuy nhiên, doanh thu bán lẻ của PNJ chỉ giảm 7,8% svck, đồng nghĩa với việc công ty đã tăng thị phần trong năm 2023 (theo quan điểm của chúng tôi).

### Phát triển tệp khách mới tạo động lực tăng trưởng doanh thu

Trong 2023, PNJ đã phát triển tệp khách hàng mới thông qua việc mở rộng hệ thống cửa hàng tại khu vực miền Bắc trong khi các công ty trang sức khác duy trì số lượng cửa hàng bán lẻ. Theo ban lãnh đạo, 40% hóa đơn trong 9T2023 đến từ nhóm khách hàng mới trong khi sức mua trên thị trường có xu hướng giảm, cho thấy chiến lược kịp thời và hợp lý của doanh nghiệp.

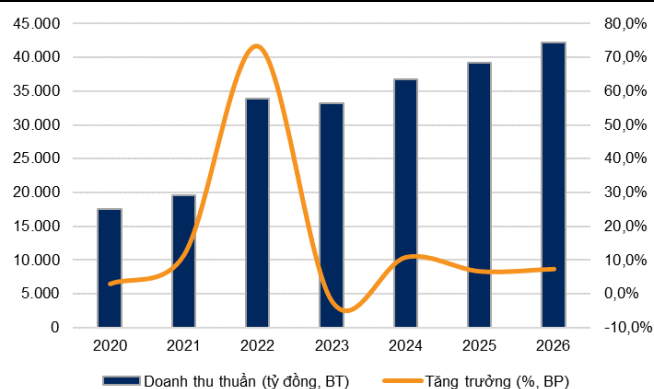
Độ phủ cửa hàng PNJ tại các thành phố loại 2 và loại 3 vẫn còn thấp trong khi nhu cầu sử dụng các sản phẩm trang sức có thương hiệu ngày càng tăng. Vì vậy, chúng tôi cho rằng tệp khách hàng mới sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng doanh thu bán lẻ của PNJ trong những năm tới với thị trường chủ yếu nằm ở khu vực này. Do đó, chúng tôi kỳ vọng số lượng cửa hàng sẽ tăng 8,7%/6,9% svck trong giai đoạn 2024-25. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh số bán hàng/cửa hàng (SSSG) tăng 2,0%/2,0% svck theo xu hướng tăng trưởng của tầng lớp trung lưu và cao cấp. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng doanh thu bán lẻ tăng 11,4%/9,3% svck trong giai đoạn 2024-25. Bên cạnh đó, chúng tôi dự phóng doanh thu vàng 24K tăng 12,1%/1,7% svck trong giai đoạn 2024-25 trong bối cảnh nhu cầu giao dịch vàng ngày càng tăng.

**Hình 9: Độ phủ cửa hàng PNJ tại miền Bắc vẫn còn thấp**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 10: Chúng tôi kỳ vọng DT thuần sẽ tăng 10,9% trong năm 2024**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

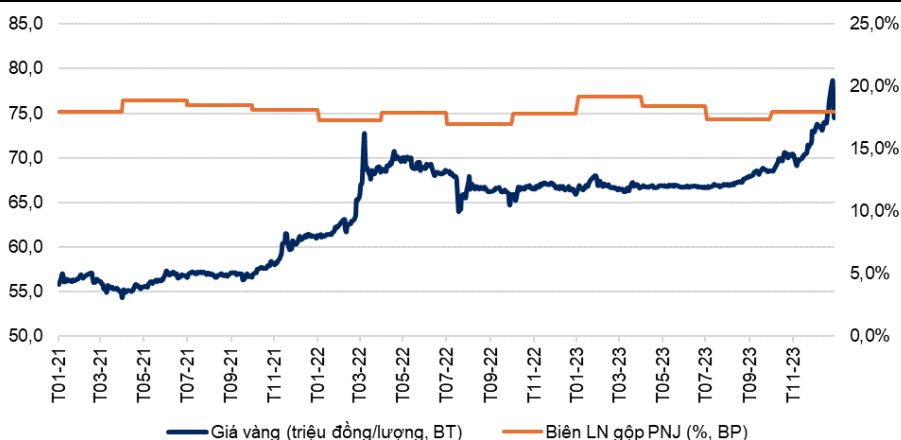
## Lợi nhuận ròng duy trì tăng trưởng hai con số trong 2024

### Giá vàng tăng sẽ không có tác động lớn đến biên lợi nhuận gộp

Giá vàng trong nước liên tục lập đỉnh trong 2T2024 với mức tăng 10% kể từ đầu năm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá vàng tăng không ảnh hưởng đáng kể đến biên LN gộp của PNJ do: 1) mảng vàng 24K có biên LN gộp khá mỏng (3%-4%) và không đóng góp nhiều vào LN gộp của PNJ và 2) PNJ có nhiều kinh nghiệm trong công tác quản lý hàng tồn kho và kiểm soát hợp lý chi phí sản xuất. Ngoài ra, nhờ ứng dụng chuyển đổi số, PNJ đã nâng cao khả năng phân tích dữ liệu, từ đó đưa ra các sản phẩm phù hợp với thị hiếu người tiêu dùng và giảm chi phí xử lý các sản phẩm khó bán (ghi vào giá vốn hàng bán). Chúng tôi cho rằng tệp khách hàng mới của PNJ cũng nhắm đến phân khúc sản phẩm

trạng sức tầm trung, hỗ trợ tăng trưởng biên lợi nhuận gộp năm 2024. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của PNJ tăng 0,2 điểm /0,4 điểm % svck trong giai đoạn 2024-25.

**Hình 11: Biên LN gộp của PNJ và giá vàng giai đoạn 2021-2023**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

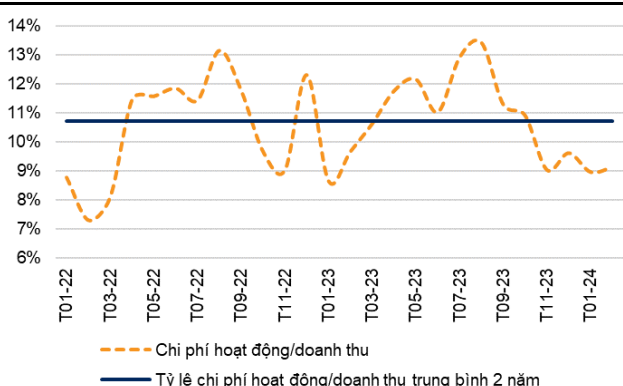
### Quản lý chi phí hiệu quả hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận

Mặc dù PNJ có tốc độ mở rộng cửa hàng nhanh chóng (+10% svck), chúng tôi nhận thấy công ty vẫn kiểm soát tốt chi phí với chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (chi phí hoạt động) tăng nhẹ 2,2% svck (chiếm 10,7% doanh thu thuần). Chúng tôi ước tính chi phí hoạt động/cửa hàng trong năm 2023 ở mức 9,2 tỷ đồng (~0,38tr USD), thấp hơn 8,0% so với năm 2022 nhờ nỗ lực tối ưu hóa chi phí của công ty.

Chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng chi phí hoạt động trên doanh thu sẽ tăng nhẹ 0.2 điểm % svck, với giả định PNJ sẽ tiếp tục tung ra các bộ sưu tập mới mang tính thời trang với giá cả phải chăng nhằm thu hút tập khách hàng có thu nhập tầm trung trong bối cảnh tiêu dùng được dự báo sẽ phục hồi trong thời gian tới. Chúng tôi cho rằng dù triển khai nhiều chương trình tiếp thị PNJ vẫn sẽ quản lý tốt chi phí với tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu vẫn ổn định ở mức 10%-11%.

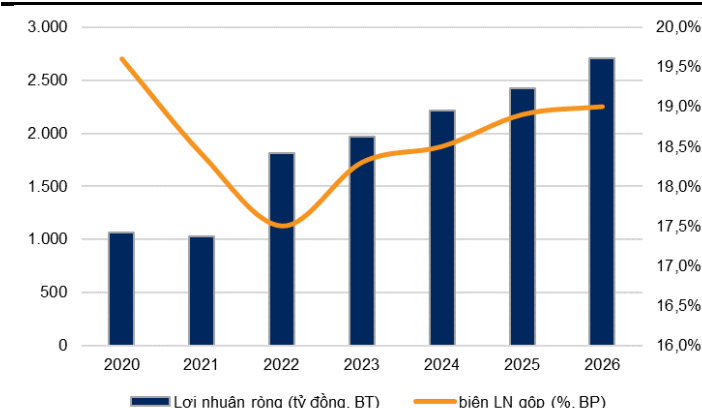
Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng LN ròng tăng 10,8% svck nhờ: 1) doanh thu thuần tăng 10,9% svck; 2) tỷ suất LN gộp tăng nhẹ 0,2% svck mặc dù chi phí nguyên vật liệu đầu vào cao hơn và 3) tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu vẫn ổn định ở mức 10,9%. Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của PNJ sẽ tiếp tục tăng 9,4% lên 2.390 tỷ đồng (~97,5 triệu USD).

**Hình 12: Chi phí BH&QLDN/doanh thu mỗi tháng từ T1/22 đến T2/24**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 13: Kỳ vọng LN ròng tăng 10,8% svck trong năm 2024**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Định giá: Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu **114.400 đồng/cp**

Chúng tôi đưa giá mục tiêu dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa định giá DCF và phương pháp P/E. Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu thêm 18,9% dựa trên:

- Mô hình DCF: Chúng tôi hạ WACC từ 9,3% xuống 7,4% sau khi điều chỉnh giảm lãi suất phi rủi ro từ 2,7% xuống 2,24% (dựa trên lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 31/12/2023) và phân bù rủi ro vốn cổ phần từ 9,6% xuống 9,0 %.
- Phương pháp P/E: P/E mục tiêu 17,0x (P/E trung bình 3 năm của PNJ) áp dụng cho EPS năm 2024.

**Động lực tăng giá bao gồm** 1) tốc độ mở cửa hàng nhanh hơn dự kiến ; và 2) các dự án/bộ sưu tập/ý tưởng mới kỳ vọng sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng.

**Rủi ro giảm giá bao gồm** 1) tốc độ mở rộng/doanh số cửa hàng chậm hơn dự kiến, đặc biệt là doanh số bán lẻ trang sức của PNJ; và 2) nhu cầu trang sức yếu hơn dự kiến.

Hình 14: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	115.700	50%	57.850
P/E	113.118	50%	56.559
Giá trung bình (đồng)			114.409
Giá mục tiêu (Làm tròn)			114.400

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Định giá: Phương pháp P/E

Lợi nhuận sau thuế để tính EPS (tỷ đồng)	2.184
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (CP)	328.200.000
EPS (đồng)	6.654
P/E mục tiêu	17,0
Giá mục tiêu (đồng)	113.118

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Giả định

Chi phí sử dụng vốn	
Beta	0,7
Phân bù rủi ro thị trường	9,0%
Lãi suất phi rủi ro	2,2%
Chi phí vốn CSH	8,2%
Chi phí sử dụng nợ	6,2%
Thuế DN	21,7%
WACC	7,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Giá mục tiêu

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	3.830	tỷ đồng
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	35.660	tỷ đồng
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>39.490</b>	<b>tỷ đồng</b>
Tiền và tương đương tiền	1.138	tỷ đồng
Tổng nợ	(2.643)	tỷ đồng
Giá trị vốn CSH	37.985	tỷ đồng
SL cổ phiếu	328	triệu
<b>Giá cổ phiếu</b>	<b>115.700</b>	<b>đồng/cp</b>

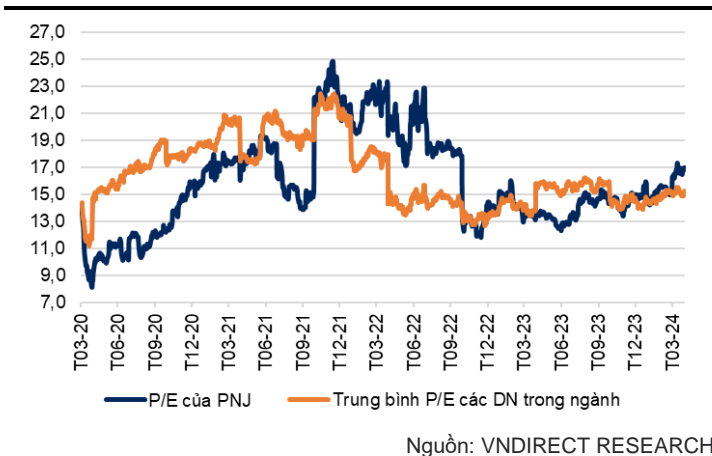
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Hình 19: P/E của PNJ và các công ty cùng ngành từ T3/20 đến T3/24 (đơn vị: lần)

	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	2.790	3.052	3.416	3.885	4.113
Khấu hao	87	93	98	108	118
Đầu tư tài sản cố định	(87)	(93)	(163)	(180)	(197)
Thay đổi vốn lưu động	(2.618)	(2.086)	(1.537)	(1.071)	(967)
Dòng tiền tự do	(402)	338	1.111	1.942	2.220
Chi phí thuế	(574)	(628)	(703)	(800)	(847)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	(402)	338	1.111	1.942	2.220
Giá trị năm cuối mô hình					50.957
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	(374)	293	897	1.460	1.554
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình					35.660

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



Hình 20: So sánh với các DN khác trong ngành (Dữ liệu ngày 02/04/2024)

Công ty	Khu vực	Doanh thu trượt 12T		LN ròng trượt 12T	svck	D/E	ROE	P/E trượt 12T	P/E điều chỉnh	P/B
		Vốn hóa Tr USD	Tr USD		svck %					
Chow Tai Fook Jewellery Group	Hồng Kông	15.083	12.473	-3,6	858	2,1	101,5	22,8	17,9	4,5
Citizen Watch Co Ltd	Nhật Bản	1.664	2.211	4,8	160	-7,4	28,6	9,5	10,7	1,1
Asian Star Co Ltd	Ấn Độ	149	558	1,3	10	-11,9	43,8	6,0	13,8	0,9
Trung bình			558,0	1,3	10,0	-11,9	43,8	6,0	13,8	0,9
Trung vị			558,0	1,3	10,0	-11,9	43,8	6,0	13,8	0,9
CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận	Việt Nam	1.328	1.390	-2,2	83	6,7	24,3	19,5	16,9	3,3

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

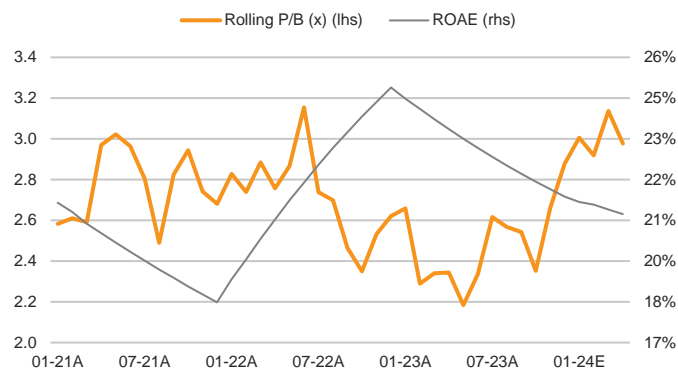
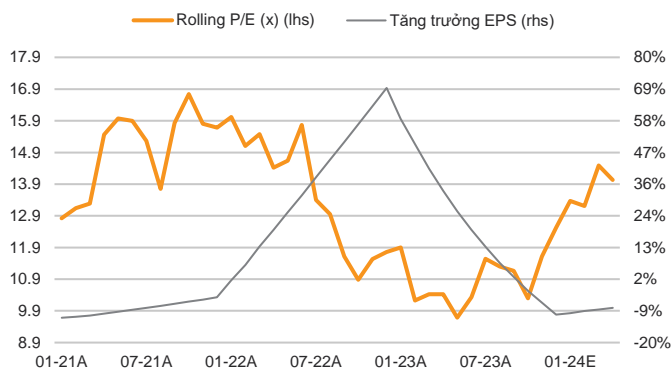
Hình 21: Phân tích độ nhạy của định giá

Tăng trưởng dài hạn	Chi phí vốn							
		7,3%	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%	8,8%	9,1%
	1,1%	119.000	116.400	114.000	110.600	108.600	106.600	104.800
	1,4%	120.700	117.900	115.300	111.800	109.600	107.600	105.700
	1,7%	122.600	119.600	116.800	113.000	110.700	108.600	106.600
	2,0%	124.800	121.500	118.500	114.400	112.000	109.700	107.500
	2,3%	127.200	123.600	120.400	116.000	113.300	110.900	108.600
	2,6%	130.000	126.100	122.500	117.700	114.900	112.200	109.800
	2,9%	133.200	128.800	124.900	119.700	116.600	113.700	111.100

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



## Định giá



### Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	33.137	36.760	39.237
Giá vốn hàng bán	(27.078)	(29.946)	(31.837)
Chi phí quản lý DN	(694)	(761)	(860)
Chi phí bán hàng	(2.836)	(3.263)	(3.488)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>2.529</b>	<b>2.790</b>	<b>3.052</b>
EBITDA thuần	2.610	2.877	3.145
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(81)</b>	<b>(87)</b>	<b>(93)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>2.529</b>	<b>2.790</b>	<b>3.052</b>
Thu nhập lãi	98	74	79
Chi phí tài chính	(143)	(111)	(117)
Thu nhập ròng khác	5	5	4
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>2.489</b>	<b>2.758</b>	<b>3.018</b>
Thuế	(518)	(574)	(628)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>1.971</b>	<b>2.184</b>	<b>2.390</b>
Thu nhập trên vốn	1.971	2.184	2.390
Cổ tức phổ thông	(611)	(656)	(656)
<b>LN giữ lại</b>	<b>1.360</b>	<b>1.528</b>	<b>1.734</b>

### Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	896	1.138	1.684
Đầu tư ngắn hạn	810	346	251
Các khoản phải thu ngắn hạn	217	273	318
Hàng tồn kho	10.941	13.231	14.847
Các tài sản ngắn hạn khác	96	636	1.186
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>12.960</b>	<b>15.624</b>	<b>18.286</b>
Tài sản cố định	883	882	881
Tổng đầu tư	33	0	0
Tài sản dài hạn khác	554	607	648
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14.430</b>	<b>17.113</b>	<b>19.815</b>
Vay & nợ ngắn hạn	2.384	2.643	2.782
Phải trả người bán	255	300	312
Nợ ngắn hạn khác	1.974	2.171	2.332
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>4.613</b>	<b>5.114</b>	<b>5.426</b>
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	11	9	9
Vốn điều lệ và	3.282	3.282	3.282
LN giữ lại	2.740	4.720	6.908
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>9.806</b>	<b>11.990</b>	<b>14.380</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>14.430</b>	<b>17.113</b>	<b>19.815</b>

### Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-23A	12-24E	12-25E
<b>LN trước thuế</b>	<b>2.489</b>	<b>2.758</b>	<b>3.018</b>
Khấu hao	81	87	93
Thuế đã nộp	(466)	(574)	(628)
Các khoản điều chỉnh khác	59	71	77
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(660)</b>	<b>(2.044)</b>	<b>(1.458)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>1.503</b>	<b>298</b>	<b>1.102</b>
Đầu tư TSCĐ	(82)	(87)	(93)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	0	0
Các khoản khác	(564)	420	62
Thay đổi tài sản dài hạn khác	68	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(577)</b>	<b>333</b>	<b>(31)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(299)	259	139
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(611)	(656)	(656)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(910)</b>	<b>(397)</b>	<b>(517)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	880	896	1.138
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>16</b>	<b>234</b>	<b>554</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	896	1.130	1.692

### Các chỉ số cơ bản

	12-23A	12-24E	12-25E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	5,9%	5,9%	6,1%
Vòng quay TS	2,39	2,33	2,13
ROAA	14,2%	13,8%	12,9%
Đòn bẩy tài chính	1,52	1,45	1,40
ROAE	21,6%	20,0%	18,1%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	0,8	1,0	1,0
Số ngày nắm giữ HTK	147,5	161,7	170,2
Số ngày phải trả tiền bán	3,4	3,7	3,6
Vòng quay TSCĐ	37,55	41,65	44,51
ROIC	16,2%	14,9%	13,9%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,8	3,1	3,4
Khả năng thanh toán nhanh	0,4	0,5	0,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,4	0,3	0,4
Vòng quay tiền	144,8	159,0	167,6
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(2,2%)	10,9%	6,7%
Tăng trưởng LN từ HKKD	4,3%	10,3%	9,4%
Tăng trưởng LN ròng	8,8%	10,8%	9,4%
Tăng trưởng EPS	(10,2%)	(3,0%)	9,4%

Nguồn: VND RESEARCH

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. 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. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, 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 này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, 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 VNDIRECT.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

**Khuyến nghị cổ phiếu** Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

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.

**Khuyến nghị ngành** Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: [chien.vominh@vndirect.com.vn](mailto:chien.vominh@vndirect.com.vn)

Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích

Email: [hien.hathu@vndirect.com.vn](mailto:hien.hathu@vndirect.com.vn)

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>