

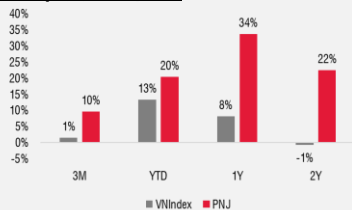
## Công ty Cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ: HOSE)

**Ngày báo cáo:** 28/08/2024  
**NGÀNH:** HÀNG TIÊU DÙNG  
**CVPT cao cấp:** Nguyễn Trần Phương Nga  
**Email:** [ngantp@ssi.com.vn](mailto:ngantp@ssi.com.vn)  
**SĐT:** +84 – 28 3824 2897 ext. 6731

**Khuyến nghị:** **KHẢ QUAN**  
**Giá mục tiêu 1Y:** 120.000 Đồng  
**Giá CP ngày 28/08/2024:** 101.600 Đồng  
**% Tăng giá:** +18,1%

**Giá trị vốn hoá (triệu USD):** 1.374  
**Giá trị vốn hoá (tỷ đồng):** 34.326  
**Số cổ phiếu lưu hành (triệu):** 335  
**KLGD trung bình 3 tháng (cp):** 1.502.395  
**Giá cao/thấp nhất 52T (1000 Đ):** 109,3/71,6  
**GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng):** 147,8  
**Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%):** 49  
**Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):** 0

### Biến động giá cổ phiếu



*Nguồn: SSI Research*

### Thông tin cơ bản về công ty

PNJ là công ty bán lẻ trang sức và đá quý hàng đầu Việt Nam. Hiện nay, PNJ có mạng lưới phân phối rộng khắp với 166 cửa hàng và hơn 3.000 nhà phân phối trên cả nước và có mối quan hệ mật thiết với thị trường Úc, Mỹ, Châu Âu và Nhật Bản. Ngoài việc kinh doanh vàng miếng, PNJ tập trung vào 5 mảng trang sức chính (i) CAO: Chế tác nữ trang cao cấp nhắm tới nhóm KH là nữ doanh nhân thành đạt, (ii) Đá quý: nhân hàng trang sức và phụ kiện thời trang nhắm tới phân khúc KH có thu nhập trung bình và cao, (iii) PNJ Gold: nhắm tới đối tượng KH nữ trên 30 tuổi, (iv) PNJ Silver: nhắm tới đối tượng KH các cô gái trẻ và giới văn phòng, (v) Yabbling: đáp ứng nhu cầu trang sức và phụ kiện của thanh thiếu niên với mức giá thấp.

## Giành thêm thị phần trong bối cảnh kiểm soát chặt nguồn gốc vàng

**Trong tháng 7, PNJ đã đạt 2,5 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần (+4% svck), trong khi lợi nhuận ròng bắt ngờ giảm xuống mức 51 tỷ đồng (-41% svck)** do biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ giảm trong bối cảnh giá vàng nguyên liệu tăng cao, cũng như cơ cấu sản phẩm thay đổi sang hướng sản phẩm có hàm lượng vàng cao hơn, theo chia sẻ của ban lãnh đạo. Lũy kế 7 tháng đầu năm, PNJ đạt doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt là 24,6 nghìn tỷ đồng (+31% svck) và 1,2 nghìn tỷ đồng (+4% svck).

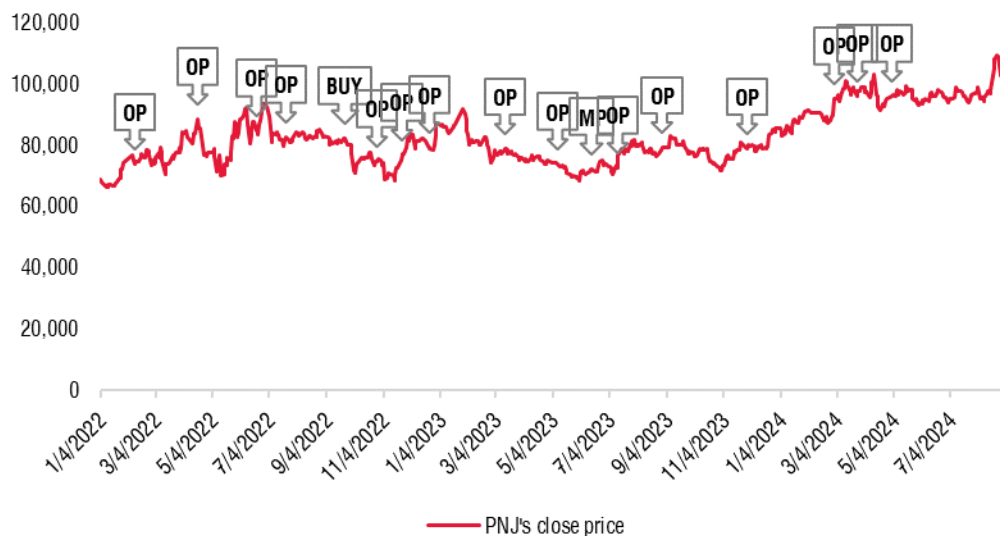
### Doanh thu tháng 7 theo danh mục sản phẩm:

- Doanh thu bán lẻ** tiếp tục đà tăng trưởng ổn định với mức tăng 18% svck trong tháng 7 (so với mức 17% svck trong Q2/2024 và 12% svck trong Q1/2024).
- Doanh thu bán buôn** tăng trưởng nhanh hơn vào tháng 7 (+67% svck vào tháng 7 so với mức 38% svck trong Q2/2024). Chính phủ đã tiến hành thanh tra hoạt động kinh doanh của các cửa hàng bán lẻ vàng và trang sức bắt đầu từ tháng 5, khiến các cửa hàng vàng nhỏ hạn chế giao dịch sản phẩm không truy xuất được nguồn gốc. Thay vào đó, các cửa hàng bán lẻ này đã tăng đơn hàng thông qua PNJ để đảm bảo nguồn gốc sản phẩm hợp lệ. Điều này lý giải cho mức tăng trưởng khả quan về doanh thu bán buôn (46%-67% svck trong tháng 5,6,7 năm 2024).
- Trong khi đó, **doanh thu vàng miếng** âm đậm trong tháng 7 (-36% svck và -39% so với tháng trước). Trong bối cảnh vàng khan hiếm, các ngân hàng thương mại nhà nước bắt đầu bán vàng miếng SJC ra thị trường từ tháng 6/2024, do đó khiến giá vàng miếng SJC giảm xuống gần với mức giá vàng quốc tế. Điều này khiến những nhà đầu cơ vàng ngắn hạn hạn chế tham gia vào thị trường hơn. Do đó, doanh thu vàng miếng của PNJ đã hạ nhiệt vào tháng 6 và tháng 7.

**Xu hướng biên lợi nhuận gộp:** Biên lợi nhuận gộp trong 7T2024 giảm svck (16,4% trong 7T2024 so với 18,7% 7T2023) do tăng trưởng doanh thu mạnh hơn từ danh mục sản phẩm có biên lợi nhuận thấp. Trong 7T2024, doanh thu vàng miếng và bán buôn tăng mạnh lần lượt là 67% svck và 25% svck, trong khi doanh thu bán lẻ tăng với tốc độ chậm hơn là 15% svck. Biên lợi nhuận gộp đối với mảng bán lẻ được duy trì khá ổn định (29,1% trong 7T2024 so với 29,8% trong 7T2023). Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng biên lợi nhuận mảng bán lẻ biến động nhiều hơn trong một số tháng (tháng 6 và tháng 7) do giá nguyên liệu vàng tăng và cơ cấu sản phẩm thay đổi. Giá vàng tăng tốc vào tháng 7 (+5% so với tháng trước), điều này giải thích một phần cho mức giảm mạnh trong biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ vào tháng 7. Vì quý 3 là mùa thấp điểm của ngành trang sức nên công ty gặp khó khăn trong việc điều chỉnh giá bán để bù đắp cho chi phí nguyên liệu vàng tăng. Ban lãnh đạo cũng lưu ý rằng trong bối cảnh thiếu hụt vàng miếng, khách hàng có xu hướng mua sản phẩm trang sức có hàm lượng vàng cao, sản phẩm này thường có biên lợi nhuận thấp hơn trang sức đá quý. Hành vi này được quan sát thấy vào tháng 6 và tháng 7 từ đó làm giảm biên lợi nhuận gộp của doanh số bán lẻ trong giai đoạn này, mặc dù công ty không cung cấp dữ liệu chi tiết về tỷ trọng đóng góp của sản phẩm trang sức có hàm lượng vàng cao. Trong tháng 7, PNJ đã đẩy nhanh mở mới với 4 cửa hàng mới được mở trong tháng (+9 cửa hàng mới so với đầu năm). Do đó, chúng tôi cho rằng PNJ vẫn đang thực hiện đúng kế hoạch mở mới trong năm 2024 (+35 cửa hàng mới).

**Luận điểm đầu tư:** Mặc dù kết quả kinh doanh tháng 7 kém khả quan, chúng tôi lưu ý rằng đặc điểm quý 3 thường là mùa thấp điểm và có thể không ảnh hưởng nhiều đến ước tính cả năm (lợi nhuận quý 3 thường chỉ chiếm 13-14% lợi nhuận năm 2022-2023). Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ sẽ cải thiện trong quý 4 khi quay lại mùa cao điểm, PNJ sẽ giới thiệu bộ sưu tập mới và điều chỉnh giá niêm yết để bù đắp cho chi phí nguyên liệu vàng tăng. Do đó, chúng tôi duy trì ước tính lợi nhuận ròng cho năm 2024-2025 lần lượt là 2,2 nghìn tỷ đồng (+13% svck) và 2,57 nghìn tỷ đồng (+16% svck). Chúng tôi chuyển cơ sở định giá sang năm 2025 (từ mức trung bình 2024-2025) và đưa ra mức giá mục tiêu mới là **120.000 đồng/cổ phiếu** (từ 112.000 đồng) và duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho cổ phiếu PNJ.

#### Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research. Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	880	896	1.852	2.714
+ Đầu tư ngắn hạn	200	810	810	810
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	293	217	573	644
+ Hàng tồn kho	10.506	10.941	13.229	14.786
+ Tài sản ngắn hạn khác	80	96	165	185
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>11.958</b>	<b>12.960</b>	<b>16.630</b>	<b>19.139</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	94	105	199	224
+ GTCL Tài sản cố định	882	883	799	716
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	29	29	29	29
+ Đầu tư dài hạn	0	4	4	4
+ Tài sản dài hạn khác	358	449	735	823
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1.363</b>	<b>1.470</b>	<b>1.766</b>	<b>1.795</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>13.321</b>	<b>14.430</b>	<b>18.397</b>	<b>20.934</b>
+ Nợ ngắn hạn	4.723	4.614	7.144	7.984
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>2.683</i>	<i>2.384</i>	<i>2.976</i>	<i>3.327</i>
+ Nợ dài hạn	10	9	9	9
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>4.733</b>	<b>4.623</b>	<b>7.153</b>	<b>7.994</b>
+ Vốn góp	2.462	3.282	3.347	3.347
+ Thặng dư vốn cổ phần	2.251	1.851	1.851	1.851
+ Lợi nhuận chưa phân phối	2.666	2.740	4.112	5.809
+ Quỹ khác	1.209	1.933	1.933	1.933
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.588</b>	<b>9.807</b>	<b>11.244</b>	<b>12.940</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>13.321</b>	<b>14.430</b>	<b>18.397</b>	<b>20.934</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	94	1.479	968	1.181
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-364	-553	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	792	-909	-12	-319
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>521</b>	<b>16</b>	<b>956</b>	<b>861</b>
Tiền đầu kỳ	355	880	896	1.852
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>880</b>	<b>896</b>	<b>1.852</b>	<b>2.714</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	2,53	2,81	2,33	2,4
Hệ số thanh toán nhanh	0,29	0,42	0,45	0,52
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,23	0,37	0,37	0,44
Nợ ròng / EBITDA	0,84	0,61	0,44	0,25
Khả năng thanh toán lãi vay	25,55	21,99	21,7	25,16
Ngày phải thu	0,6	0,7	0,7	0,7
Ngày phải trả	6,2	3,5	5,1	6,9
Ngày tồn kho	125,8	144,5	133,4	138,3
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,64	0,68	0,61	0,62
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,36	0,32	0,39	0,38
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,55	0,47	0,64	0,62
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,31	0,24	0,26	0,26
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,31	0,24	0,26	0,26

Nguồn: PNJ, SSI ước tính

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>33.876</b>	<b>33.137</b>	<b>39.826</b>	<b>44.736</b>
Giá vốn hàng bán	-27.950	-27.078	-33.072	-36.965
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>5.927</b>	<b>6.059</b>	<b>6.753</b>	<b>7.771</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	59	98	57	65
Chi phí tài chính	-146	-143	-134	-133
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-2.828	-2.836	-3.162	-3.636
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-675	-694	-745	-857
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>2.336</b>	<b>2.485</b>	<b>2.769</b>	<b>3.210</b>
Thu nhập khác	-25	5	4	4
Lợi nhuận trước thuế	2.311	2.489	2.773	3.215
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.807</b>	<b>1.971</b>	<b>2.219</b>	<b>2.572</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>1.807</b>	<b>1.971</b>	<b>2.219</b>	<b>2.572</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EPS cơ bản (VND)	4.981	5.446	6.098	7.069
Giá trị sổ sách (VND)	34.885	29.883	33.591	38.660
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	2.000	2.000	2.000	2.000
EBIT	2.405	2.608	2.907	3.348
EBITDA	2.483	2.688	2.991	3.431
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	73,3%	-2,2%	20,2%	12,3%
EBITDA	70,2%	8,3%	11,2%	14,7%
EBIT	73,8%	8,4%	11,5%	15,2%
Lợi nhuận ròng	75,6%	9,1%	12,5%	15,9%
Vốn chủ sở hữu	42,8%	14,2%	14,7%	15,1%
Vốn điều lệ	8,2%	33,3%	2,0%	0,0%
Tổng tài sản	25,4%	8,3%	27,5%	13,8%
<b>Định giá</b>				
PE	17,7	15,5	16,9	14,6
PB	3,4	2,9	3,1	2,7
Giá/Doanh thu	0,9	0,9	0,9	0,8
Tỷ suất cổ tức	2,2%	2,3%	1,9%	1,9%
EV/EBITDA	12,5	10,7	11,6	10
EV/Doanh thu	0,9	0,9	0,9	0,8
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,5%	18,3%	17,0%	17,4%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	7,1%	7,6%	7,2%	7,3%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	5,3%	5,9%	5,6%	5,7%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	8,3%	8,6%	7,9%	8,1%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,0%	2,1%	1,9%	1,9%
ROE	24,7%	21,4%	21,1%	21,3%
ROA	15,1%	14,2%	13,5%	13,1%
ROIC	18,8%	17,6%	17,6%	17,6%

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

#### Vĩ mô

#### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trường

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

#### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Ngành Hàng tiêu dùng

#### Nguyễn Trần Phương Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

ngantp@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6731

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6737