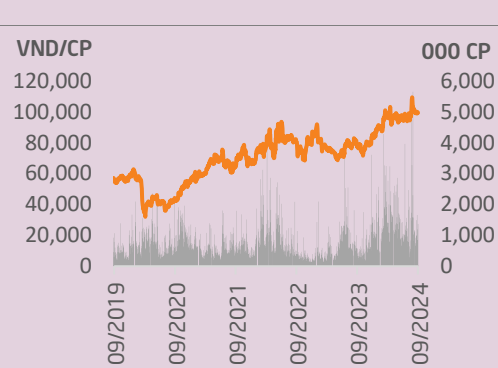


Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	119,000
Lợi nhuận kỳ vọng	20.4%
Giá ngày 30/09/2024	98,800

Thông tin cổ phiếu	
Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP)	109,300
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/CP)	71,575
Vốn hóa (Tỷ VND)	33,088
SLCP lưu hành (triệu CP)	334.56
KLGD BQ 3 tháng (triệu CP)	1.25
Freefloat	85.0%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	3,347
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49%
Giới hạn room nước ngoài (%)	49%

Diễn biến giá



Thông tin cơ bản về công ty

Công ty Cổ phần Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (PNJ) có tiền thân là cửa hàng kinh doanh vàng bạc Phú Nhuận trực tiếp thuộc UBND Quận Phú Nhuận, được thành lập vào ngày 28/04/1988. PNJ chuyên sản xuất, kinh doanh trang sức bằng vàng, bạc, đá quý. Công ty chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2004. PNJ hiện quản lý và vận hành 2 nhà máy với tổng công suất sản xuất đạt trên 4 triệu sản phẩm/năm. Tại thời điểm cuối tháng 8.2024, PNJ có 414 cửa hàng tại 55/63 tỉnh thành phố. Sản phẩm của PNJ đã được xuất khẩu tới 13 quốc gia và vùng lãnh thổ. PNJ được niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố hồ chí minh từ năm 23/03/2009.

### Triển vọng khả quan nhờ sự phục hồi của mảng bán lẻ trang sức.

**Doanh thu thuần tăng trưởng mạnh mẽ trong 8 tháng đầu năm 2024.** Doanh thu thuần 8T.2024 ghi nhận 26,866 tỷ VND, +27.2%yoy, đạt 72.3% kế hoạch. Trong đó, nhóm bán lẻ trang sức ghi nhận 14,239 tỷ VND, +15.6%yoy; nhóm bán sỉ trang sức ghi nhận 2,472 tỷ VND, +28.6%yoy và nhóm vàng miếng ghi nhận 9,914 tỷ VND, +53.4%yoy. Biên lợi nhuận gộp giảm từ 18.6% trong 8T.2023 xuống còn 16.6% trong 8T.2024 do đóng góp của **tỷ trọng vàng miếng (mảng có biên lợi nhuận thấp) trong doanh thu tăng**. Trong bối cảnh nền kinh tế bất định, nhiều NHTW trên toàn cầu tăng dự trữ vàng và rủi ro địa chính trị vẫn duy trì trong năm 2024, do đó nhiều nhà đầu tư lựa chọn vàng làm kênh trú ẩn.

**Doanh thu mảng bán lẻ phục hồi nhờ số lượng và doanh thu trên mỗi cửa hàng tăng lên.** Do nền kinh tế chưa phục hồi mạnh ở những tháng đầu năm, thị hiếu mua vàng miếng để dự trữ cao, và các cửa hàng bán lẻ trang sức mở mới chưa hoạt động ở mức tối ưu nên doanh thu bình quân trên mỗi cửa hàng ghi nhận giảm nhẹ từ 5.4 tỷ VND/tháng trong 2T.2024 còn 4.3 tỷ VND/tháng trong 8T.2024. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu trên mỗi cửa hàng của PNJ sẽ tăng lên trong những tháng còn lại của năm 2024, đặc biệt là lễ tết nguyên đán đang tới gần. Bên cạnh đó, số lượng của hàng bán lẻ trang sức của PNJ cũng đang có xu hướng tăng nhanh ở những tháng cuối năm khi nền kinh tế Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng ngày càng cao, xuất khẩu cũng đang phục hồi mạnh mẽ, đặc biệt là sau khi Fed cắt giảm lãi suất đã và đang đem lại thu nhập ổn định cho người tiêu dùng. Hơn nữa, đô thị hóa của Việt Nam đang ở giai đoạn tăng trưởng cao không chỉ thúc đẩy nhiều cửa hàng bán lẻ trang sức (khách hàng sỉ của PNJ) mà còn tạo ra nhiều dư địa hơn cho PNJ mở thêm các cửa hàng mới và tăng doanh thu trên các cửa hàng hiện hữu. Bên cạnh đó, khi mảng kinh doanh vàng miếng hạ nhiệt, PNJ sẽ dồn nhiều nguồn lực hơn cho mảng kinh doanh bán lẻ và bán sỉ.

**Triển vọng dài hạn:** Ngành công nghiệp trang sức còn rất nhiều tiềm năng phát triển ở Việt Nam do tầng lớp trung lưu ngày càng tăng, thu nhập của người dân ngày càng nâng cao cũng thúc đẩy xu hướng chi tiêu nhiều hơn cho các mặt hàng xa xỉ như vàng và trang sức. Bên cạnh đó, vàng và các sản phẩm về vàng không chỉ là trang sức mà còn là tài sản dự trữ của người dân Việt Nam. Trong khi đó, ngành công nghiệp trang sức vẫn còn khá mới ở Việt Nam nên chưa có nhiều lao động kỹ năng và doanh nghiệp lớn & có thương hiệu lâu đời như PNJ.

**Định giá:** Chúng tôi kết hợp phương pháp DCF, P/E và PB để đưa ra giá mục tiêu PNJ là 119,000 đồng/cp, upside 20.4% so với giá đóng cửa 30/09/2024.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro về tỷ giá, (2) Rủi ro về diễn biến giá đầu vào phức tạp.

Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	33,137	39,477	43,323
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	6,059	6,916	8,630
Chi phí bán hàng và QLDN	Tỷ đồng	3,530	4,201	4,578
EBITDA	Tỷ đồng	2,923	4,300	4,653
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	1,971	2,116	3,200
Biên lợi nhuận gộp	%	18.3%	17.5%	19.9%
Biên LNST	%	5.9%	5.4%	7.4%
ROE	%	20.3%	27.4%	26.9%
ROA	%	13.6%	18.4%	18.5%
EPS	VND	5,939	8,895	9,678
BV	VND	30,808	34,388	38,427
P/E	x	16.6	11.1	10.2
P/B	x	3.21	2.87	2.57

Nguồn: PNJ & TPS Research

## 1. KẾT QUẢ KINH DOANH 8T.2024

KQKD khả quan nhờ nền kinh tế phục hồi, biên lợi nhuận gộp giảm do tăng tỷ trọng vàng miếng trong doanh thu.

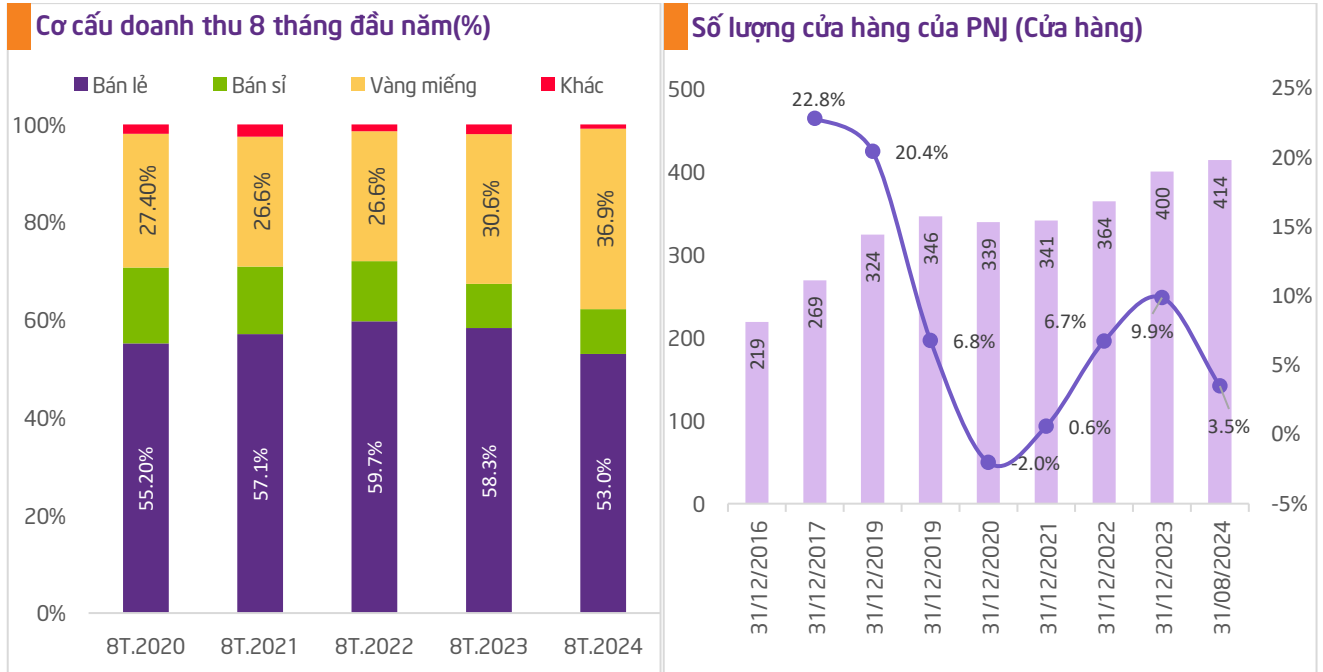
Tỷ VND	Q2.2024	% YoY	6T.2024	% YoY	8T.2024	% YoY	Đạt KH	Diễn giải
Doanh thu thuần	9,519	42.9%	22,113	34.3%	26,866	27.2%	72.3%	Doanh thu thuần tăng 27.2%yoy trong 8T.2024 là do sự tăng mạnh của mảng kinh doanh vàng miếng. Bên cạnh đó, mảng kinh doanh bán sỉ và bán lẻ ghi nhận mức tăng trưởng tích cực được thúc đẩy bởi sự phục hồi của nền kinh tế.
Bán lẻ	4,586	17.8%	10,946	15.0%	14,239	15.6%		Bán lẻ ghi nhận mức tăng trưởng 15.6%yoy trong 8T.2024 do: (1) Nền kinh tế bắt đầu phục hồi, (2) PNJ tăng mở rộng cửa hàng bán lẻ - mở thêm 14 cửa hàng trong 8T.2024, (3) Thành công trong chiến lược marketing và tung ra nhiều bộ sưu tập mới phù hợp với thị hiếu khách hàng, giúp gia tăng khách hàng mới và tăng cường tỉ lệ khách hàng cũ quay lại.
Bán sỉ	869	41.7%	1,813	21.6%	2,472	28.6%		Mảng kinh doanh bán sỉ tăng 28.6%yoy trong 8T.2024 là do mạng lưới khách hàng sỉ của PNJ được mở rộng và đơn đặt hàng từ các khách hàng sỉ hiện hữu cũng tăng lên nhờ thị trường vàng sôi động trong những tháng đầu năm 2024.
Vàng miếng	4,013	105.6%	9,177	82.3%	9,914	53.4%		Mảng kinh doanh vàng miếng (vàng 24K) tăng 53.4%yoy trong 8T.2024 là do nhiều nhà đầu tư lựa chọn vàng làm kênh trú ẩn trong bối cảnh nền kinh tế bất định, nhiều NHTW trên toàn cầu tăng dự trữ vàng và rủi ro địa chính trị trong 5 tháng đầu năm 2024.
Khác	51	-75.3%	177	-57.4%	242	-42.8%		
Lợi nhuận gộp	1,481	22.4%	3,630	16.8%	4,464	13.9%	68.2%	Tăng trưởng 8T.2024 của lợi nhuận gộp ghi nhận 13.9%yoy, thấp hơn rất nhiều so với tăng trưởng của doanh thu (27.2%yoy) là do tăng tỷ trọng của vàng miếng (24K) trong cơ cấu doanh thu. Biên lợi nhuận của mảng kinh doanh vàng miếng rất thấp.
Chi phí SG&A	(938)	21.5%	(2,141)	25.5%				

Lợi nhuận từ HĐKD	537	123.5%	1,474	7.1%				
Lãi/lỗ từ hoạt động khác	(10)	672.7%	(1)	-97.8%				
Lợi nhuận trước thuế	533	122.3%	1,469	6.5%				
Lợi nhuận sau thuế	428	126.9%	1,166	7.4%	1,281	2.7%	61.3%	
Lợi nhuận thuộc về CĐ công ty mẹ	428	126.9%	1,166	7.4%				
Biên lợi nhuận gộp	15.6%		16.4%		16.6%			Biên lợi nhuận gộp trong 8T.2024 là 16.6%, thấp hơn biên lợi nhuận gộp 8T.2023 (18.6%) là do tỷ trọng mảng kinh doanh vàng miếng (vàng 24K) trong cơ cấu doanh thu tăng lên. Tỷ trọng vàng miếng trong cơ cấu doanh thu tăng từ 30.7% trong 8T.2023 lên 36.9% trong 8T.2024. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp của mảng vàng miếng rất thấp – chỉ khoảng 1%.
Chi phí SG&A/DTT	-9.9%		-9.7%					
Biên lợi nhuận ròng	4.5%		5.3%					

Nguồn: PNJ & TPS Research

- Doanh thu thuần Q2.2024 ghi nhận 9,519 tỷ VND, +42.9%yoy. Kết quả tích cực của quý 2 được sự đóng góp của hầu hết các nhóm ngành kinh doanh của PNJ. Cụ thể, nhóm hàng trang sức bán lẻ ghi nhận 4,586 tỷ VND, +17.8%yoy; nhóm hàng trang sức bán sỉ ghi nhận 869 tỷ VND, +41.7%yoy; mảng kinh doanh vàng miếng ghi nhận 4,013 tỷ VND, +105.6%yoy (do thị trường sôi động trong nửa đầu năm trong bối cảnh vàng trở thành kênh trú ẩn khi kinh tế và chính trị thế giới trở nên bất ổn). Theo đó, doanh thu thuần 6T.2024 ghi nhận 22,113 tỷ VND, +34.3%yoy. Trong đó, nhóm hàng trang sức bán lẻ trang sức ghi nhận 10,946 tỷ VND, +15%yoy; nhóm hàng bán sỉ trang sức ghi nhận 1,813 tỷ VND, +21.6%yoy và nhóm hàng vàng miếng ghi nhận 9,177 tỷ VND, +82.3%yoy. Tính chung 8T.2024, doanh thu thuần của PNJ ghi nhận 26,866 tỷ VND, +27.2%yoy, đạt 72.3% kế hoạch. Trong đó, nhóm bán lẻ trang sức ghi nhận 14,239 tỷ VND, + 15.6%yoy; nhóm bán sỉ trang sức ghi nhận 2,472 tỷ VND, +28.6%yoy và nhóm vàng miếng ghi nhận 53.4%yoy. Về thị phần, PNJ chiếm trên 55% thị phần trang sức.
- Lợi nhuận gộp Q2.2024 ghi nhận 1,481 tỷ VND, +22.4%yoy. Theo đó, lợi nhuận gộp 6T.2024 ghi nhận 3,630 tỷ VND, +16.8%yoy; lợi nhuận gộp 8T.2024 ghi nhận 4,464 tỷ VND, +13.9%yoy, đạt 68.2% kế hoạch. Tỷ suất lợi nhuận gộp Q2.2024 của PNJ ghi nhận 15.6% thấp hơn tỷ suất lợi nhuận gộp Q2.2023. Tỷ suất lợi nhuận gộp Q2.2024 giảm chủ yếu là do tăng tỷ trọng đóng góp vào doanh thu của nhóm Vàng 24K trong Q2.2024. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp 8T.2024 ghi nhận 16.6% thấp hơn tỷ suất lợi nhuận gộp 8T.2023(18.6%).
- Chi phí lãi vay trên doanh thu thuần Q2.2024 ở mức 0.04% so với mức 0.49% trong Q2.2023. Theo đó, chi phí lãi vay trên doanh thu 6T.2024 ghi nhận 0.08% so với mức 0.41% trong 6T.2023 do công ty giảm bớt nợ vay.

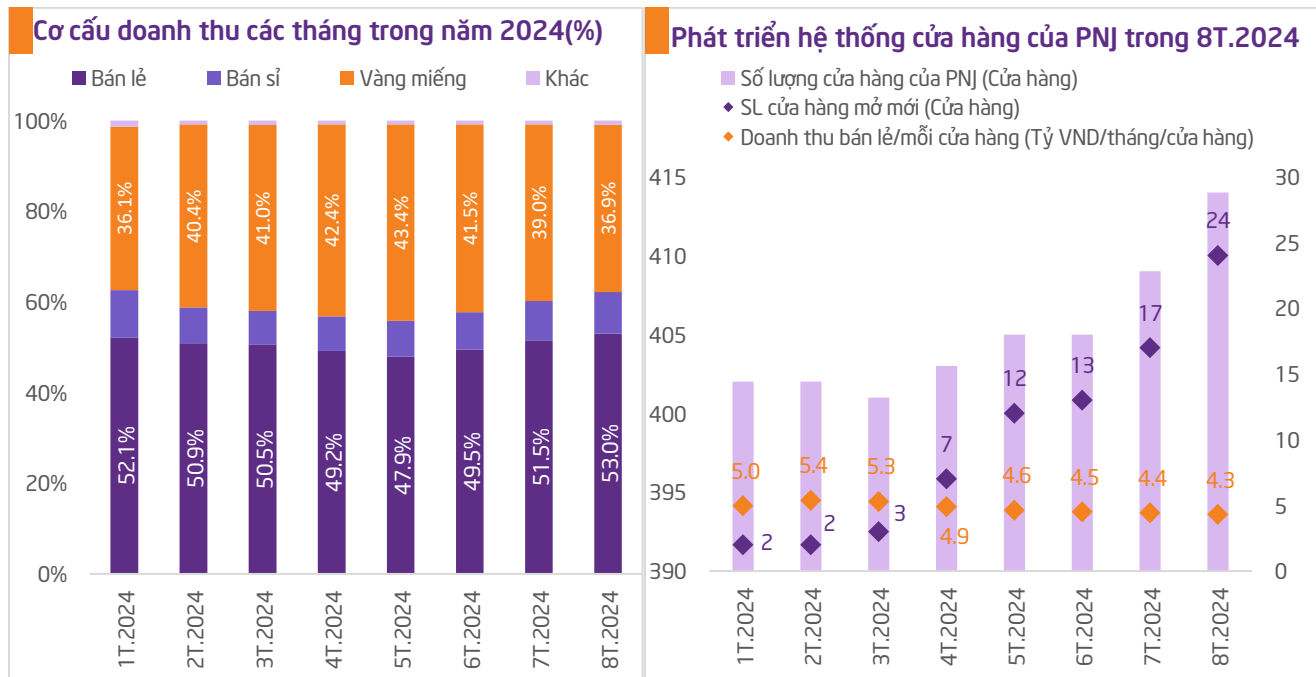
- Mặc dù chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) Q2.2024 tăng 21.5%yoy và 6T.2024 tăng 25.5%yoy nhưng tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) trên doanh thu giảm mạnh từ 11.6% trong Q2.2023 còn 9.9% trong Q2.2024 và từ mức 10.4% trong 6T.2023 còn 9.7% trong 6T.2024 do tốc độ tăng doanh thu thuần nhanh hơn rất nhiều so với tốc độ tăng của SG&A.
- Lợi nhuận sau thuế Q2.2024 của PNJ ghi nhận 428 tỷ VND, tăng 126.9%yoy. Theo đó, lợi nhuận sau thuế 6T.2024 ghi nhận 1,166 tỷ VND, tăng 7.4%yoy và 8T.2024 ghi nhận 1,281 tỷ VND, tăng 2.7%yoy, đạt 61.3% kế hoạch cả năm.
- Trong 8T.2024, PNJ mở mới 24 cửa hàng và đóng 10 cửa hàng nâng tổng số cửa hàng lên 414 cửa hàng, tăng 14 cửa hàng so với đầu năm.



Nguồn: PNJ & TPS Research

## 2. TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC NHỜ SỰ PHỤC HỒI CỦA MẢNG BÁN LẺ TRANG SỨC

**Doanh thu mảng bán lẻ phục hồi nhờ số lượng và doanh thu trên mỗi cửa hàng tăng lên.** Do nền kinh tế chưa phục hồi mạnh ở những tháng đầu năm, thị hiếu mua vàng miếng để dự trữ tăng lên, và các cửa hàng bán lẻ trang sức mới mở chưa hoạt động ở mức tối ưu nên doanh thu bình quân trên mỗi cửa hàng có giảm nhẹ từ 5.4 tỷ VND/tháng trong 2T.2024 còn 4.3 tỷ VND/tháng trong 8T.2024. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu trên mỗi cửa hàng của PNJ sẽ tăng lên trong những tháng còn lại của năm 2024, đặc biệt là lễ tết nguyên đán đang tới gần. Bên cạnh đó, số lượng cửa hàng bán lẻ trang sức của PNJ cũng đang có xu hướng tăng nhanh ở những tháng cuối năm khi nền kinh tế Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng ngày càng cao, xuất khẩu cũng đang phục hồi mạnh mẽ, đặc biệt là sau khi Fed cắt giảm lãi suất đã và đang đem lại thu nhập ổn định cho người tiêu dùng. Hơn nữa, đô thị hóa của Việt Nam đang ở giai đoạn tăng trưởng cao không chỉ thúc đẩy nhiều cửa hàng bán lẻ trang sức (khách hàng sỉ của PNJ) mà còn tạo ra nhiều dư địa hơn cho PNJ mở thêm các cửa hàng mới và tăng doanh thu trên các cửa hàng hiện hữu. Bên cạnh đó, khi mảng kinh doanh vàng miếng hạ nhiệt, PNJ sẽ dồn nhiều nguồn lực hơn cho mảng kinh doanh bán lẻ và bán sỉ.



Nguồn: PNJ & TPS Research

**Biên lợi nhuận gộp được kỳ vọng tăng do mức đóng góp của mảng kinh doanh vàng miếng và tỷ giá giảm.** Biên lợi nhuận gộp của PNJ được dự báo sẽ cải thiện dần trong những tháng còn lại của năm 2024 và 2025 khi tỷ trọng đóng góp của mảng kinh doanh vàng miếng giảm dần và tỷ giá hạ nhiệt. Với kỳ vọng giá vàng miếng tiếp tục tăng trong năm tới, người dân có xu hướng tiếp tục giữ vàng, dẫn tới thiếu hụt nguồn cung. Vì vậy, tỷ trọng đóng góp của mảng kinh doanh vàng miếng có thể giảm bớt trong những năm tới. Ngoài ra, 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 liệu này được nhập khẩu chủ yếu từ nước ngoài, với các nguồn cung ứng khá ổn định. Do đó, tỷ giá ảnh hưởng khá lớn tới chi phí sản xuất và biên lợi nhuận gộp của PNJ. Tỷ giá NHTM tại ngày 26/09/2024 là 24,760, tăng 1.4%ytd và giảm 2.9% so với mức cao nhất kể từ đầu năm (23/04/2024). Bên cạnh đó, sự phục hồi của ngành bán lẻ - mảng đem lại biên lợi nhuận gộp cao cho PNJ, cũng có tác động khá tích cực tới biên lợi nhuận gộp của PNJ trong thời gian tới.

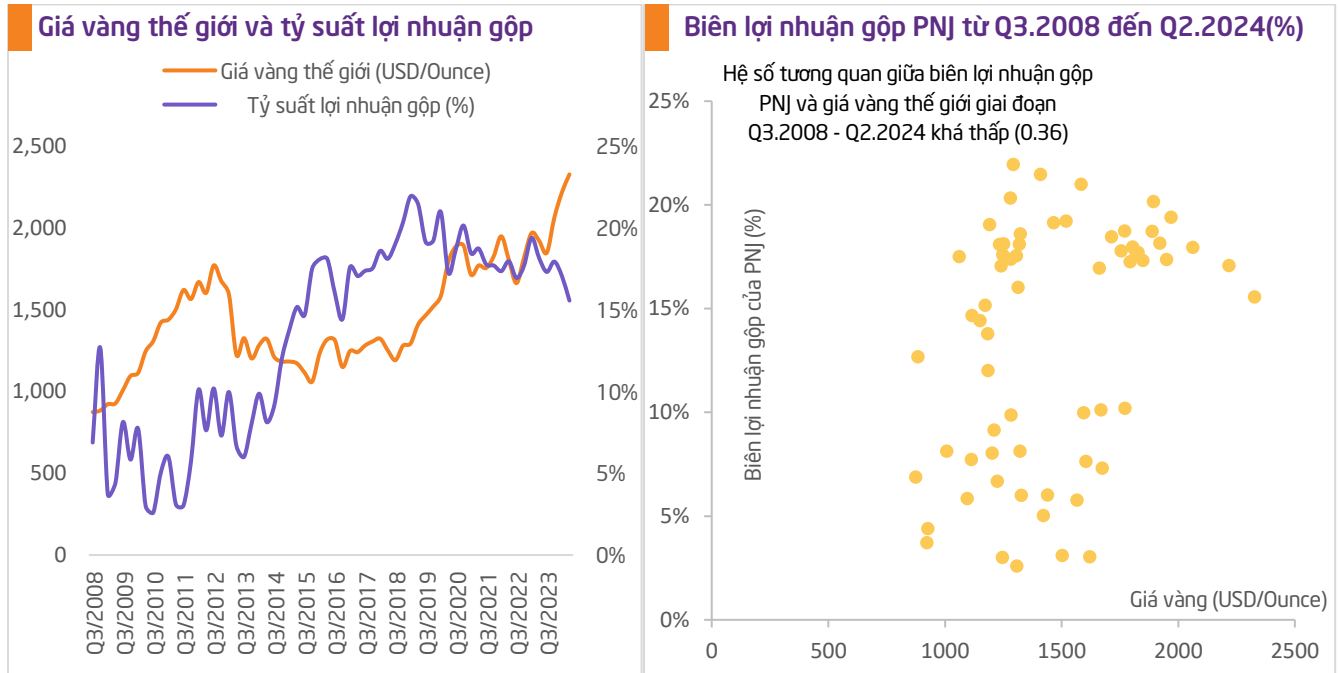
Tên nguyên liệu	Xuất xứ	Tên nhà cung cấp
Vàng nguyên liệu	Thụy sỹ, Hồng Kông, Việt Nam	Công ty Bipielle, công ty Mitsui, Khách vãng lai
Bạc nguyên liệu	Việt Nam	Công ty Gia Kim
Vàng miếng	Việt Nam	Khách vãng lai
Đá quý	Hồng Kông, Thailand	Công ty RMC (HK), Công ty Creative Gems(BKK)
Kim cương	Hồng Kông, Belgium, Việt Nam	Công ty Yakubov (HK), Công ty Forte (HK), Công ty Fischler (Belgium), Khách vãng lai

Nguồn: PNJ & TPS Research

**Giá vàng tăng có thể ảnh hưởng tới biên lợi nhuận gộp của PNJ nhưng không nhiều.**

- Nguyên vật liệu trong hoạt động kinh doanh chính của PNJ là vàng, bạc và đá quý. Các nguyên vật liệu này được nhập khẩu chủ yếu từ nước ngoài, còn lại vẫn mua trong nước. Các nguồn cung ứng đều khá ổn định. Giá vàng biến động khá bất thường kể từ đầu năm đã ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của công ty. Giá vàng thế giới tăng gần 30% và giá vàng trong nước tăng 13% kể từ đầu năm. Điều này cũng làm cho biên lợi nhuận gộp của PNJ giảm xuống còn 16.6% trong

8T.2024 so với mức 18.6% trong 8T.2023. Tuy nhiên, từ kết quả tính toán hệ số tương quan giữa giá vàng thế giới và biên lợi nhuận gộp của PNJ cho thấy, mối tương quan giữa giá vàng và biên lợi nhuận gộp của công ty là khá thấp (0.36). Như vậy, biên lợi nhuận gộp PNJ giảm trong 8T.2024 là do tỷ trọng đóng góp vào doanh thu của mảng kinh doanh vàng miếng tăng đột biến chứ không phải hoàn toàn là do giá vàng tăng lên.

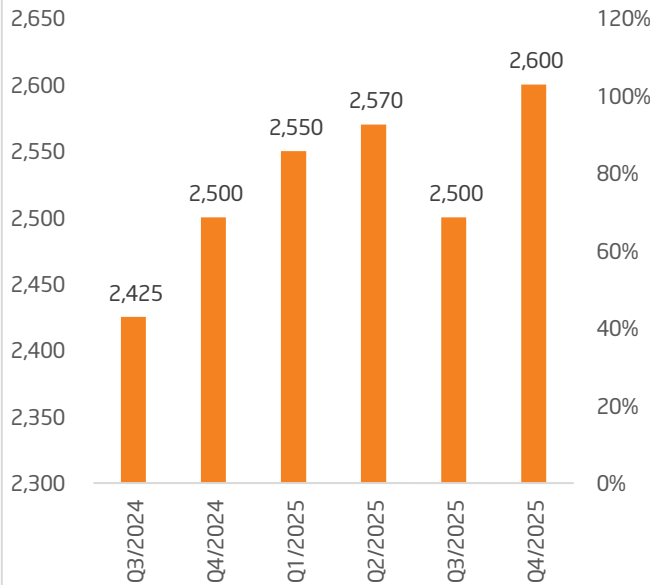


Nguồn: PNJ & TPS Research

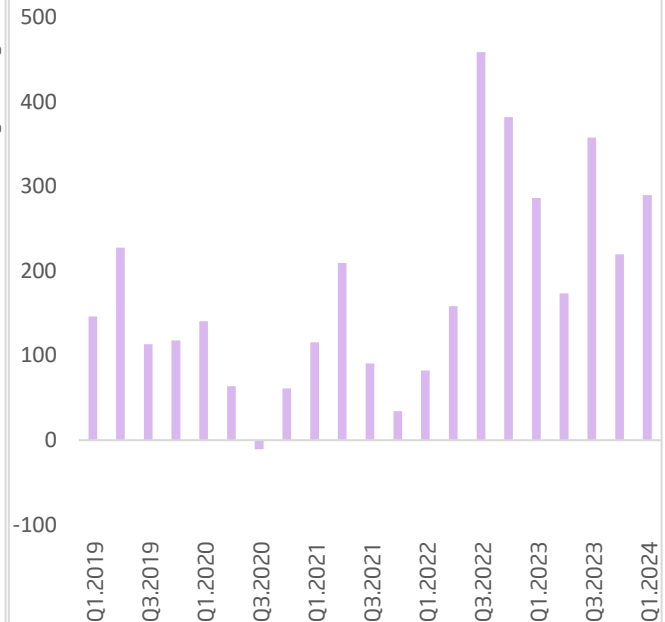
- Giá vàng thế giới được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trong quý còn lại của 2024 và năm 2025. JPMorgan dự báo, giá vàng thế giới có thể lên tới 2,500 USD/Ounce trong quý 4/2024 và 2,600 USD/Ounce trong quý 4/2025. Dự báo này được JPMorgan dựa trên giả định lạm phát lõi của Hoa Kỳ ở mức 3.5% trong năm 2024 và 2.6% trong năm 2025.
- Trong thời gian tới, giá vàng được thúc đẩy bởi các yếu tố như: (1) Fed cắt giảm lãi suất, (2) Lạm phát dai dẳng so với mục tiêu 2% của Fed, (3) bất ổn địa chính trị, (4) Hoạt động mua vàng để dự trữ của NHTW, (5) Hoạt động mua bán vàng của các quỹ ETF.
  - **Fed cắt giảm lãi suất:** Cục Dự trữ liên bang Mỹ (Fed) quyết định cắt giảm lãi suất 0.5 điểm phần trăm, bắt đầu chu kỳ nói lỏng chính sách tiền tệ - đây là yếu tố lớn nhất thúc đẩy giá vàng trong thời gian tới. Fed cắt giảm lãi suất làm cho đồng USD yếu đi. Song song với sự yếu đi của đồng USD, giá vàng được kỳ vọng sẽ tăng lên. Bởi vì, khi đồng USD yếu đi, nhiều nhà đầu tư sẽ lựa chọn vàng để đầu tư vì đây là kênh trú ẩn an toàn.
  - **Lạm phát dai dẳng so với mục tiêu 2% của Fed:** Mặc dù lạm phát đã giảm khá mạnh so với giai đoạn đỉnh điểm năm 2022 – 2023. Tuy nhiên, lạm phát có thể tiếp tục dai dẳng để đạt mục tiêu 2% mà Fed đề ra. Khi lạm phát tiếp tục dai dẳng, cầu về đầu tư các tài sản rủi ro sẽ giảm xuống và nhà đầu tư sẽ lựa chọn vàng làm kênh đầu tư trú ẩn, thúc đẩy giá vàng tăng.
  - **Bất ổn địa chính trị:** Bất ổn về địa chính trị Nga- Ukraine, trung đông và xu hướng phi đô la hóa đã thúc đẩy cầu các tài sản dự trữ khác ngoài đô la, bao gồm vàng tăng lên. Rủi ro địa chính trị ngày càng khó lường và thành viên nhóm BRICS ngày càng tăng sẽ là một trong những yếu tố thúc đẩy giá vàng tiếp tục tăng trong thời gian tới.
  - **Hoạt động mua bán vàng của NHTW:** Hoạt động mua vào kỷ lục của các ngân hàng trung ương, dẫn đầu là Trung Quốc, Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ đã thúc đẩy giá vàng tăng trong nửa quý đầu tiên năm 2024. Ngân hàng Trung Quốc đã

mua 1,037 tấn vàng vào năm 2023, 290 tấn vàng trong quý 1.2024. Nâng tỷ lệ dự trữ vàng trong tổng tỷ lệ dự trữ quốc gia lên 4.91% trong Quý 2.2024 từ mức 3.51% trong quý 2.2022. Trung Quốc đã tạm dừng các giao dịch mua vàng dự trữ được báo cáo vào tháng 5, chấm dứt đợt mua vàng ồ ạt kéo dài trong 18 tháng. Tuy nhiên, các ngân hàng trung ương và nhà đầu tư dự kiến vẫn tiếp tục mua vào mạnh mẽ khi giá vàng giảm.

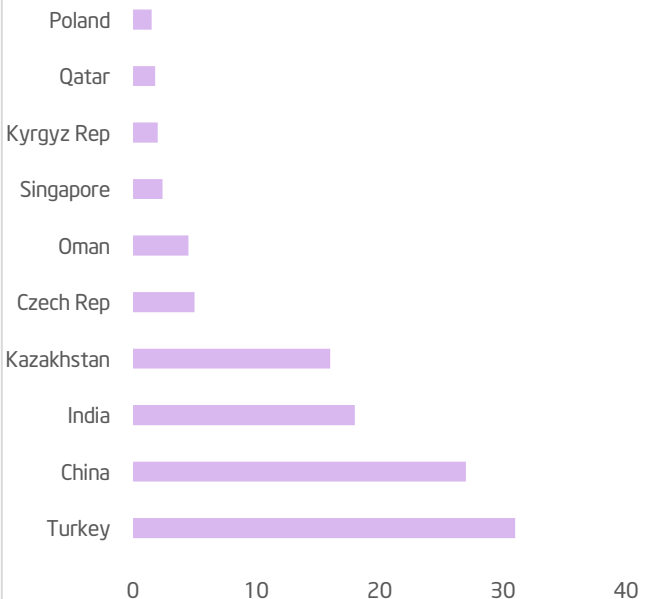
**Dự báo giá vàng của JPMorgan (USD/Ounce)**



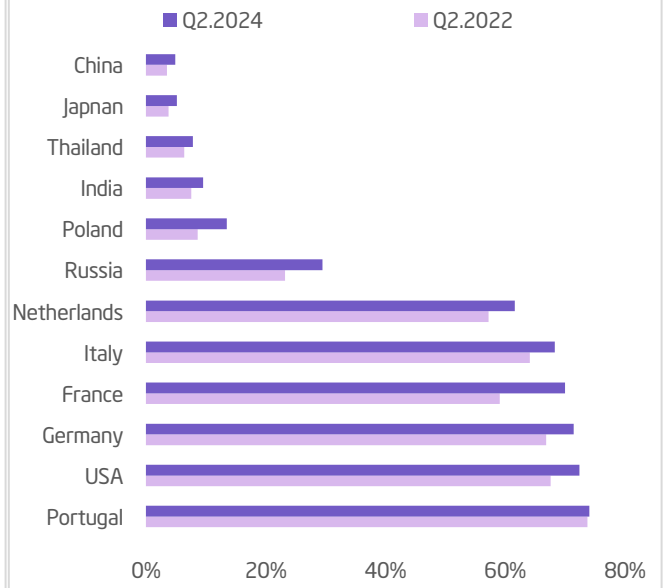
**Lượng vàng mua vào của các NHTW (Tấn)**



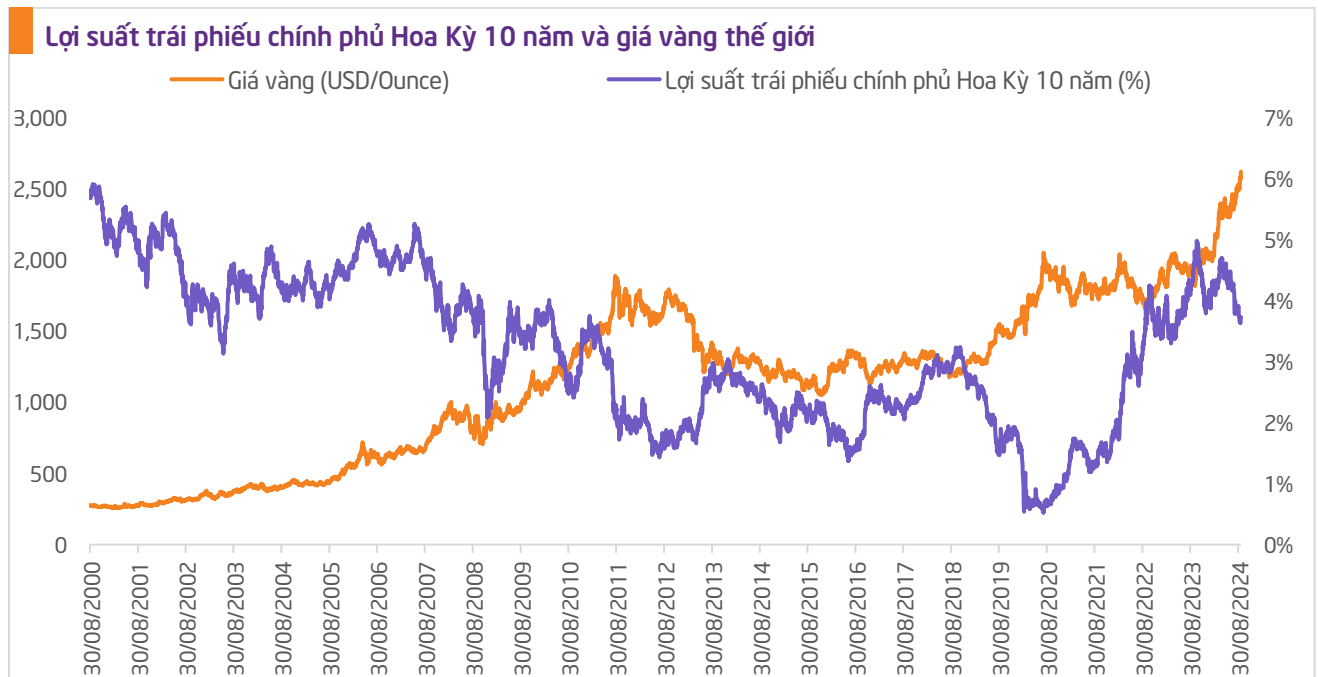
**Mua/bán vàng ròng các NHTW trong Q1.2024 (Tấn)**



**Tỷ lệ dự trữ vàng trong tổng dự trữ của các ngân hàng trung ương (%)**

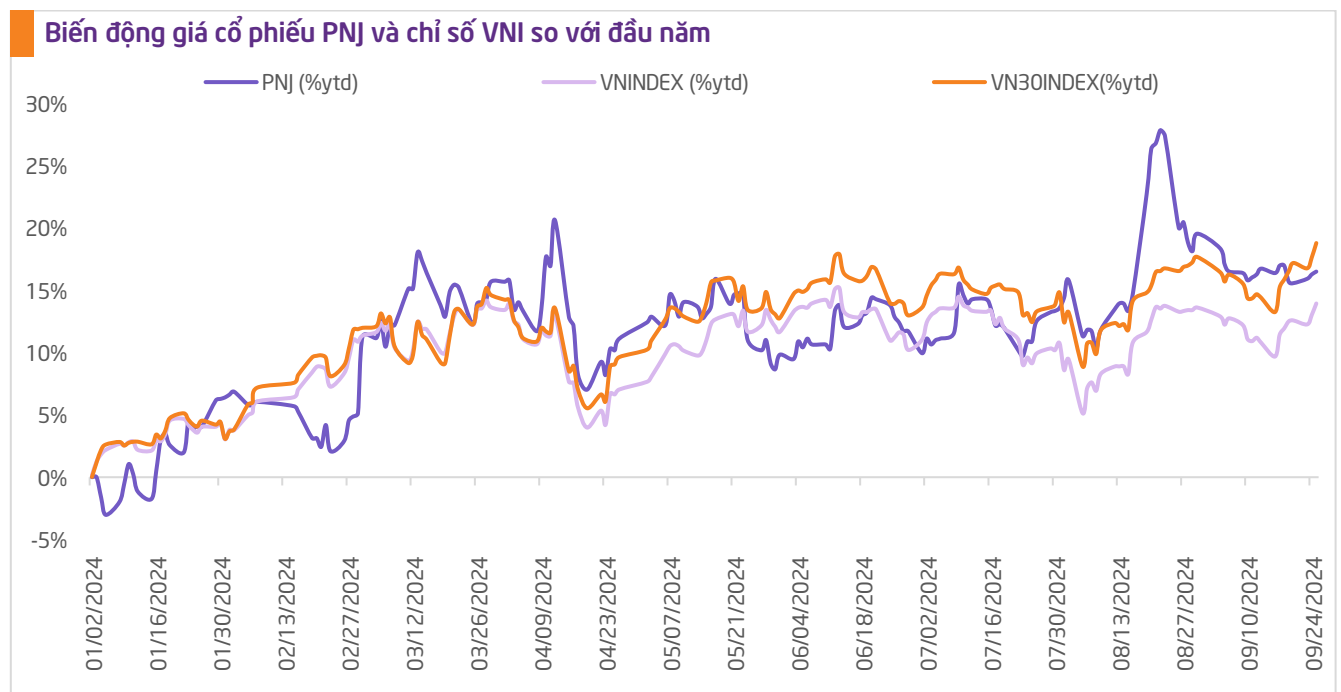






Nguồn: JPMorgan & TPS Research

Là doanh nghiệp kinh doanh vàng hàng đầu trên sàn HOSE, định giá vẫn còn hấp dẫn. Giá đóng cửa của PNJ tại ngày 27/09/2024 là 99,000 VND/CP, tăng 15.8% so với đầu năm cao hơn so với mức tăng của chỉ số VNINDEX (14.3%ytd) và thấp hơn so với mức tăng của chỉ số VN30 (19.5%ytd). PNJ đang giao dịch ở mức PE là 15.98 lần, thấp hơn 4.5 lần so với bình quân của các doanh nghiệp kinh doanh vàng trang sức và đá quý ở Ấn Độ (Bình quân PE của các doanh nghiệp kinh doanh vàng trang sức và đá quý ở Ấn Độ là 71.01 lần).





Tên doanh nghiệp	Lĩnh vực kinh doanh	Quốc gia	PE ratio
Titan Company Ltd	Titan Company Ltd được thành lập năm 1984, là một trong những công ty kinh doanh trang sức lớn của Ấn Độ. Các sản phẩm kinh doanh chính gồm đồng hồ, trang sức, kính mắt. Titan Company Ltd là công ty vàng lớn nhất Ấn Độ, với biên lợi nhuận ròng khoảng 6.77%/năm.	India	95.58
Kalyan Jewellers India Ltd	Kalyan Jewellers Ltd được thành lập năm 1993, là một trong những chuỗi bán lẻ trang sức lớn nhất Ấn Độ. Các sản phẩm kinh doanh chính gồm các trang sức bằng vàng, kim cương và platinum. Biên lợi nhuận ròng của công ty khoảng 3.21%/năm.	India	123.61
Ethos Ltd	Ethos Ltd được thành lập năm 2003, là nhà bán lẻ vàng, cung cấp nhiều nhãn hàng xa xỉ toàn cầu. Biên lợi nhuận ròng của công ty là 8.14%/năm.	India	99.42
Thanga Mayil Jewellery Ltd	Thanga Mayil Jewellery Ltd được thành lập năm 2000, điều hành các cửa hàng bán lẻ trang sức ở Nam Ấn Độ. Các sản phẩm kinh doanh chính gồm trang sức về vàng, bạc, và kim cương. Biên lợi nhuận ròng của công ty khoảng 3.22%/năm.	India	50.20
Goldiam International Ltd	Goldiam International Ltd được thành lập 1986, là công ty sản xuất và xuất khẩu các trang sức về vàng, bạc tới Hoa Kỳ, Châu Âu. Biên lợi nhuận ròng của công ty khoảng 14.72%.	India	45.38
D P Abhushan Ltd	D P Abhushan Ltd được thành lập 1990. Các sản phẩm chính bao gồm các trang sức về vàng, bạc và kim cương. Biên lợi nhuận gộp của công ty khoảng 2.64%/năm.	India	62.08
Sky Gold Ltd	Sky Gold Ltd được thành lập năm 2008, là công ty chuyên sản xuất các trang sức vàng, đặc biệt là các trang sức vàng truyền thống và thiết kế. Biên lợi nhuận ròng của công ty khoảng 2.31%.	India	92.23
Tribhovandas Bhimji Zaveri Ltd	Tribhovandas Bhimji Zaveri Ltd được thành lập 1864, là một công ty danh tiếng và lâu đời nhất của Ấn Độ về chuỗi trang sức. Các sản phẩm kinh doanh chính gồm vàng, kim cương và bạc. Biên lợi nhuận ròng của công ty khoảng 2.35%/năm.	India	40.17
Radhika Jeweltech Ltd	Radhika Jeweltech Ltd được thành lập năm 2014. Các sản phẩm kinh doanh chính bao gồm trang sức về vàng và kim cương. Biên lợi nhuận ròng của công ty khoảng 9.08%/năm.	India	30.39

Nguồn: TPS Research

Kỳ vọng doanh thu thuần năm 2024 tăng 19.1%ytd, đạt 106% kế hoạch, lợi nhuận sau thuế tăng 7.3%ytd, đạt 101% kế hoạch.

Đơn vị tính: tỷ đồng	2023	2024F	%yoy	2025F	%yoy	Diễn giải
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>33,137</b>	<b>39,477</b>	<b>19.1%</b>	<b>43,323</b>	<b>9.7%</b>	
Bán lẻ	19,286	22,518	16.8%	25,220	12.0%	Dự báo doanh thu thuần của nhóm bán lẻ trang sức 2024 được đưa ra dựa trên cơ sở số lượng cửa hàng mở mới rỗng trong năm 2024 là 14, doanh thu trên mỗi cửa hàng bình quân 4.5 tỷ VND/cửa hàng/tháng.
Bán sỉ	2,850	3,562	25.0%	3,384	-5.0%	Kinh tế phục hồi, đô thị hóa tăng nên số lượng các cửa hàng bán lẻ trang sức – nhóm khách hàng nhập sản phẩm từ PNJ cũng tăng lên.
Vàng miếng	10,438	13,048	25.0%	14,352	10.0%	Mảng kinh doanh này tăng mạnh trong 5 tháng đầu năm 2024, nhưng đang có xu hướng hạ nhiệt dần về cuối năm khi nhiều ngân hàng trung ương toàn cầu giảm lượng mua vào dự trữ khi nền kinh tế toàn cầu ổn định hơn.
Khác	563	349	-38.0%	367	5.0%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>6,059</b>	<b>6,916</b>	<b>14.2%</b>	<b>8,630</b>	<b>24.8%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>18.3%</i>	<i>17.5%</i>		<i>19.9%</i>		Do thay đổi cơ cấu sản phẩm của PNJ so với năm 2023. Trong năm 2024, tỷ trọng đóng góp của vàng miếng (có biên lợi nhuận thấp) tăng lên. Thay vào đó, tỷ trọng đóng góp của mảng kinh doanh trang sức bán lẻ (biên lợi nhuận cao) giảm xuống trong 5 tháng đầu năm 2024.
Chi phí bán hàng và QLDN	3,530	4,201	19.0%	4,578	9.0%	
<b>Lợi nhuận từ Hoạt động kinh doanh</b>	<b>2,529</b>	<b>2,715</b>	<b>7.4%</b>	<b>4,052</b>	<b>49.2%</b>	
Lãi/lỗ từ hoạt động tài chính	-45	-61	35.3%	-42	-30.6%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,971</b>	<b>2,116</b>	<b>7.3%</b>	<b>3,200</b>	<b>51.3%</b>	

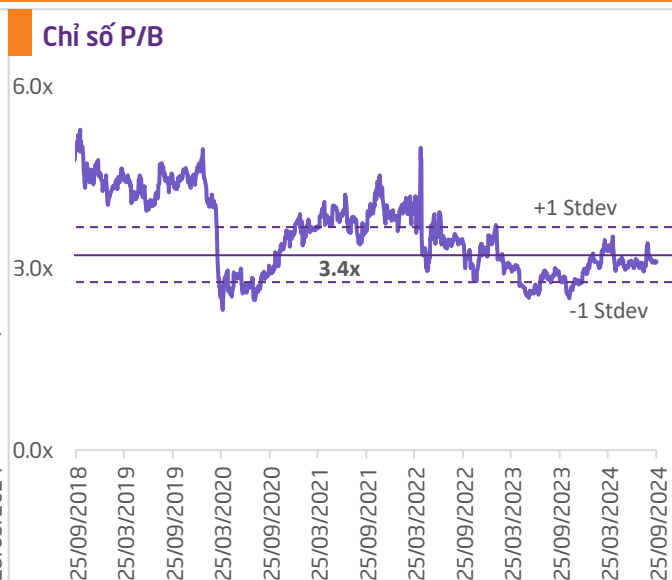
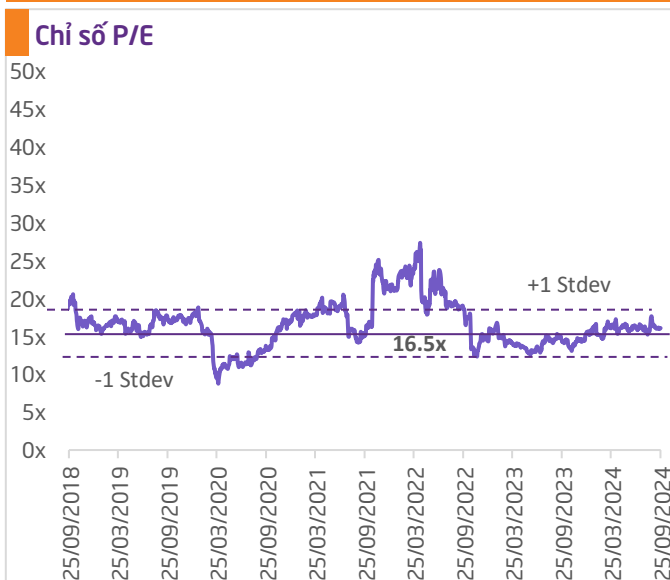
Nguồn: PNJ & TPS Research

### 3. ĐỊNH GIÁ VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp DCF, P/E và PB để đưa ra giá mục tiêu của PNJ là 119,000 VND, upside 20.4% so với giá đóng cửa ngày 30/09/2024. Theo đó, cổ phiếu PNJ đang giao dịch ở mức P/E và PB forward khoảng 11.2 lần và 2.9 lần thấp hơn mức trung bình 5 năm lịch sử 16.5 lần và 3.4 lần. Với triển vọng phục hồi tích cực mảng bán lẻ - mảng đóng góp trên 53% doanh thu 8T.2024 của công ty, PNJ là cổ phiếu có thể xem xét cho chiến lược đầu tư dài hạn.

Phương pháp	Giá trị (VND/CP)	Tỷ trọng	Đóng góp (VND/CP)
FCFF	128,930	60%	77,358
P/E	106,745	20%	21,349
P/B	103,163	20%	20,633
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>100%</b>	<b>119,000</b>
SLCP lưu hành (triệu)			335
Giá thị trường (30/09/2024)			98,800
<b>Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng</b>			<b>20.4%</b>

Phương pháp P/E	Giá trị	Phương pháp P/B	Giá trị
EPS	8,895	Book value	34,388
P/E trung bình	16.5x	P/B trung bình	3.4x
P/E mục tiêu	12.0x	P/B mục tiêu	3.0x
P/E forward	11.2x	P/B forward	2.9x
STDEV	3.3x	STDEV	0.5x
+1 Stdev	19.8x	+1 Stdev	3.8x
-1 Stdev	13.2x	-1 Stdev	2.9x
Giá mục tiêu	106,745	Giá mục tiêu	103,163



Nguồn: PNJ & TPS Research

#### 4. RỦI RO

- **Diễn biến giá đầu vào phức tạp:** Mảng kinh doanh trang sức (bao gồm bán lẻ và bán sỉ) chiếm khoảng 66.8% trong tổng doanh thu của PNJ năm 2023 và 62.2% trong 8T.2024. Vì vậy, kết quả kinh doanh của PNJ sẽ bị ảnh hưởng trong bối cảnh diễn biến giá vàng vẫn chưa ổn định.
- **Rủi ro về tỷ giá:** Các nguyên liệu đầu vào của PNJ chủ yếu là nhập khẩu. Vì vậy, sự biến động của tỷ giá hối đoái sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới tình hình hoạt động của Công ty.

## Chỉ số tài chính

Kết quả kinh doanh	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	19,547	33,876	33,137	39,477	43,323
Giá vốn hàng bán	15,949	27,949	27,078	32,561	34,693
Lợi nhuận gộp	3,598	5,927	6,059	6,916	8,630
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18.4%	17.5%	18.3%	17.5%	19.9%
Lãi/lỗ từ hoạt động tài chính	(102)	(87)	(45)	(61)	(42)
Chi phí lãi vay	104	94	119	134	148
Chi phí bán hàng và QLDN	2,189	3,502	3,530	4,201	4,578
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	1,409	2,425	2,529	2,715	4,052
Lợi nhuận khác	9	9	12	10	11
Lợi nhuận trước thuế	1,279	2,312	2,489	2,645	4,000
Lợi nhuận sau thuế	1,029	1,811	1,971	2,116	3,200
LNST của cổ đông Công ty mẹ	903	1,649	1,799	1,968	2,976

Bảng cân đối kế toán	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>9,292</b>	<b>11,966</b>	<b>12,958</b>	<b>15,095</b>	<b>16,419</b>
Tiền và tương đương tiền	355	880	896	1,280	1,746
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	200	810	810	810
Các khoản phải thu ngắn hạn	112	301	215	288	310
Hàng tồn kho	8,755	10,506	10,941	12,603	13,428
Tài sản ngắn hạn khác	70	80	96	114	125
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>1,327</b>	<b>1,371</b>	<b>1,469</b>	<b>1,611</b>	<b>1,668</b>
Phải thu dài hạn	84	94	105	125	137
Tài sản cố định	910	882	883	865	851
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	4	4	4
Tài sản dài hạn khác	333	394	478	617	677
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>10,619</b>	<b>13,337</b>	<b>14,428</b>	<b>16,706</b>	<b>18,088</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>4,606</b>	<b>4,893</b>	<b>4,621</b>	<b>5,660</b>	<b>5,803</b>
Nợ ngắn hạn	4,563	4,883	4,612	5,631	5,768
Nợ dài hạn	43	10	9	28	35
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6,013</b>	<b>8,444</b>	<b>9,806</b>	<b>11,046</b>	<b>12,284</b>
Vốn điều lệ	2,276	2,462	3,282	3,282	3,282
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>10,619</b>	<b>13,337</b>	<b>14,428</b>	<b>16,706</b>	<b>18,088</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2021	2022	2023	2024F	2025F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	(722)	101	1,508	36	1,003
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(48)	(371)	(578)	377	174
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	704	792	(914)	(29)	(711)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(67)	522	15	384	466
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	422	355	880	896	1,280
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	355	880	896	1,280	1,746

Nguồn: PNJ & TPS Research

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên TPS không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo.

Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. Báo cáo này không phải là báo cáo phục vụ cho nghiệp vụ tư vấn đầu tư chứng khoán theo quy định pháp luật. TPS và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của TPS và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này.

TPS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. TPS sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. TPS nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của TPS.

### Deputy head of Equity & Market Research

Phan Thị Liên

028 7301 3839 (Ext 574)

lienpt@tps.com.vn

### Head of Research

Ngô Thị Lệ Thanh

028 7301 3839 (Ext 121)

thanhntl@tps.com.vn

## LIÊN HỆ

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH - CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TIỀN PHONG (TPS)



028 7301 3839



tt.pt@tpbs.com.vn



<https://www.tpbs.com.vn/>