

**Ngành: Tiêu dùng- bán lẻ | BSC RESEARCH**

KHUYẾN NGHỊ		MUA	CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHẬN - (HSX: PNJ) TRONG NGUY CỐ CƠ			
Giá hiện tại:	98,800	Ngày viết báo cáo:	23/09/2024	<b>CƠ CẤU CỔ ĐÔNG</b>		
Giá mục tiêu trước:	118,000	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	334	CTCP QLQĐT DC VN	9.65%	
Giá mục tiêu mới:	118,000	Vốn hóa (tỷ VND)	33,054	Trương Ngọc Phượng	8.06%	
Tỷ suất cổ tức	2%	Thanh khoản BQ 30n (Tỷ VND):	75	Vinacapital	4.3%	
<b>Tiềm năng tăng giá</b>	<b>+19%</b>	Sở hữu nước ngoài	49%	Trần Phương Ngọc Hà	3.8%	

**Bộ phận Research:**

**Phạm Thị Minh Châu**  
(Ngành Tiêu dùng – bán lẻ)  
Chauptm@bsc.com.vn

**QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ**

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PNJ với giá mục tiêu 1 năm = 118,000 VNĐ/CP (Upside +19% so với giá đóng cửa ngày 20/9/2024) dựa trên PP DCF và PE với tỷ lệ 40/60 – Tương tự như giá mục tiêu đã đề cập trong báo cáo ngành ([link](#)).

**TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG ĐỊNH GIÁ**

- Mở rộng thị phần của mảng trang sức nhưng vẫn đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận tuyệt đối
- Tiềm năng từ mảng kinh doanh mới (Lifestyle)

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

- 2025F kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng +18%YoY** nhờ (1) khai thác và mở rộng thị phần theo hướng tăng độ phủ cửa hàng và cải thiện DT/CH hiện hữu (2) tối ưu hóa chi phí hoạt động
- Kỳ vọng nâng tầm định giá hậu giai đoạn chứng minh năng lực tăng trưởng bất chấp giai đoạn thuận lợi (2022) và bất lợi (2023-2024):** PE FW 2025 =14.1 lần – thấp hơn trung bình lịch sử 5 năm là 17 lần.

**CẬP NHẬT KQKD T7 + T8/2024**

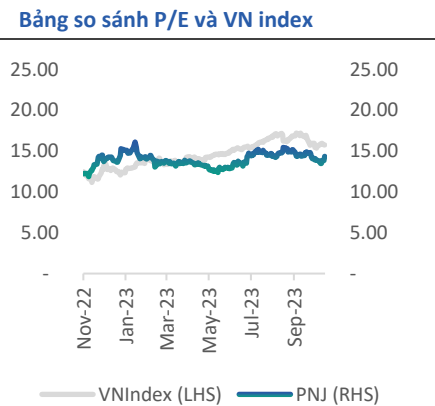
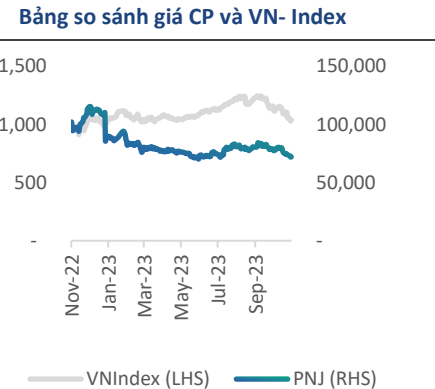
DTT và LNST T7 + T8/2024 lần lượt đạt 4,753 tỷ VND (+1.8%YoY) và 114 tỷ VND (-29%YoY Trong đó:

- Mảng bán lẻ tiếp tục mở rộng thị phần trong bối cảnh các quy định quản lý thị trường vàng được thắt chặt dẫn đến sự phân hóa theo “hình chữ K”:** mảng bán lẻ +18.3%YoY
- Biên LNST giảm từ 3.4% xuống còn 2.4%,** nguyên nhân đến từ các chi phí liên quan đến việc thu hút khách hàng trong mua thấp điểm và triển khai các cửa hàng mới đón đầu sự phục hồi mang tính chất mùa vụ nửa cuối năm 2025.

**RỦI RO:**

KQKD thấp hơn kì vọng do áp lực cạnh tranh và bối cảnh kinh tế;

Thiếu hụt nguồn nguyên vật liệu đầu vào ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất và KQKD của PNJ



Chỉ số	2023	2024	2025	VNIndex
PE (x)	18.2	17.1	14.1	14.4
PB (x)	3.3	3.0	2.6	1.8
ROE (%)	14%	15%	15%	2%
ROA (%)	20%	19%	20%	12%

KQKD	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	33,876	33,137	40,041	36,218
Lợi nhuận gộp	5,927	6,059	6,764	7,067
NPATMI	1,811	1,971	2,137	2,529
EPS	5,093	5,434	5,787	7,026

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH T7 + T8/2024

**Điểm nhấn:** Duy trì quan điểm về xu hướng chuyển dịch trong nhu cầu từ tiêu dùng trang sức sang đầu tư và mảng bán lẻ tiếp tục mở rộng thị phần ngành kinh doanh trang sức.

Lũy kế KQKD 6T/2024 DTT và LNST lần lượt đạt 22,113 tỷ VND (+34.3%YoY) và 1,167 tỷ VND (+ 7.4%YoY) (đã được cập nhật tại [link](#))

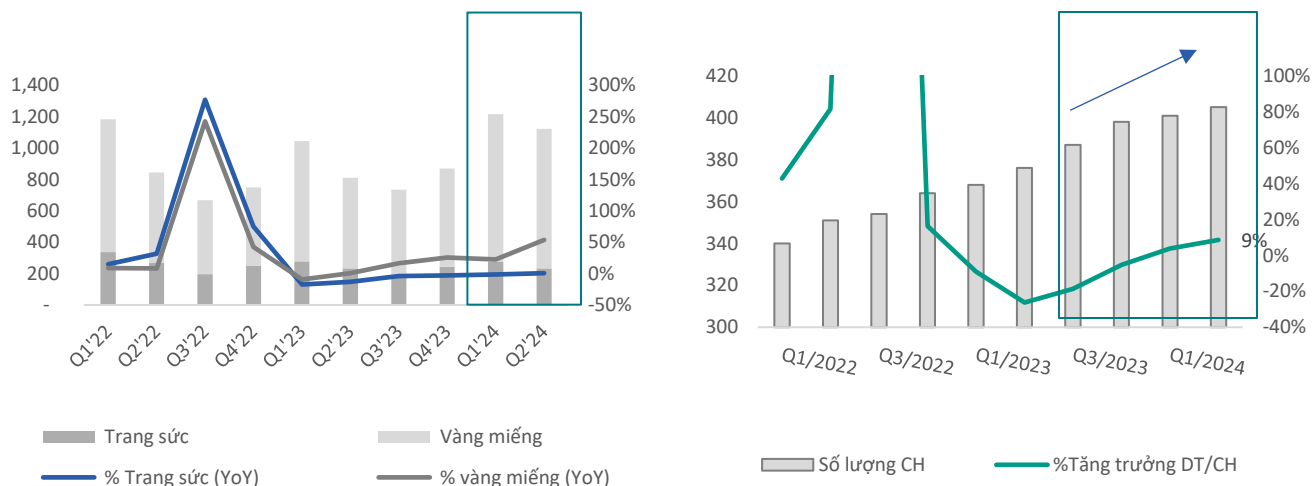
Riêng T7 và T8/2024 : DTT và LNST lần lượt đạt 4,753 tỷ VND (+1.8%YoY) và 114 tỷ VND (-29%YoY). Trong đó:

**(1) Mảng bán lẻ tiếp tục mở rộng thị phần trong bối cảnh các quy định quản lý thị trường vàng được thắt chặt dẫn đến sự phân hóa theo “hình chữ K”:**

- Doanh thu bán lẻ +18.3%YoY – Hoạt động tăng trưởng SLCH (ròng) +30CH so với cùng kỳ vẫn đảm bảo DT/CH/tháng từ +9% đến 11% YoY nhờ (i) ra mắt các bộ sưu tập đa dạng và hiệu quả của chiến lược marketing đáp ứng thị hiếu khách hàng và (ii) tuân thủ các yêu cầu về hoạt động kinh doanh trang sức (về hóa đơn, nguồn gốc sản phẩm,...) đảm bảo quyền lợi khách hàng giúp PNJ duy trì tập khách hàng cũ và tăng trưởng hai chữ số về tập khách hàng mới.
- Tuy nhiên, Doanh thu mảng vàng 24K ghi nhận xu hướng giảm (-48%YoY) do giao dịch trên thị trường vàng miếng hạ nhiệt, sau khi NHNN và các cơ quan chức năng liên quan tăng cường công tác quản lý thị trường vàng trong bối cảnh tâm lý đầu cơ vàng diễn biến phức tạp vào 6T/2024.

**(2) Biên LNST giảm từ 3.4% xuống còn 2.4%, nguyên nhân đến từ các chi phí liên quan đến việc thu hút khách hàng trong mua thấp điểm và triển khai các cửa hàng mới đón đầu sự phục hồi mang tính chất mùa vụ nửa cuối năm 2025.**

Hình: Ngành kinh doanh vàng bước vào giai đoạn phân hóa khi các quy định quản lý thị trường vàng được thắt chặt, trong bối cảnh này PNJ đã nắm bắt cơ hội mở rộng thị phần



Nguồn: PNJ, BSC

**Quan điểm của BSC:** duy trì kỳ vọng từ đầu năm 2024 ([link](#)): trong bối cảnh các quy định về quản lý thị trường vàng thắt chặt, sẽ là cơ hội lớn cho các DN đầu ngành như PNJ mở rộng thị phần nhờ tăng trưởng tập khách hàng mới và tăng độ phủ CH trong trung hạn.

Tuy nhiên, **các biện pháp thanh tra, quản lý thị trường vàng diễn ra từ giữa Q2/2024 đã và đang tác động đến hoạt động kinh doanh và vận hành của hầu hết các doanh nghiệp kinh doanh vàng trong năm 2024-2025**, khi

(i) Phía nhu cầu tích trữ và đầu tư vẫn còn lớn do những diễn biến khó lường của bối cảnh thế giới, khiến các giao dịch trên thị trường chậm lại sau giai đoạn tăng nóng.

(ii) Phía nguồn cung: vàng SJC được điều tiết theo hướng minh bạch và công tác thanh tra, xử phạt vàng trang sức, vàng nguyên liệu không rõ nguồn gốc, khiến nguồn cung vàng nguyên liệu bị thắt chặt và giá vàng nguyên liệu neo cao. Các yếu tố này đã tác động đến hơn 12,516 cơ sở kinh doanh và 5,506 hộ gia công vàng trên cả nước.

Đối với PNJ, chúng tôi cho rằng những khó khăn ngắn hạn này cũng được phản ánh qua biên LNG 8T/2024 thấp hơn -2 điểm phần trăm so với cùng kỳ. **Tuy nhiên, PNJ đã có chuẩn bị các kịch bản liên quan đến thiếu hụt nguồn cung và không ngừng tìm kiếm các phương án khắc phục khó khăn ngắn hạn:**

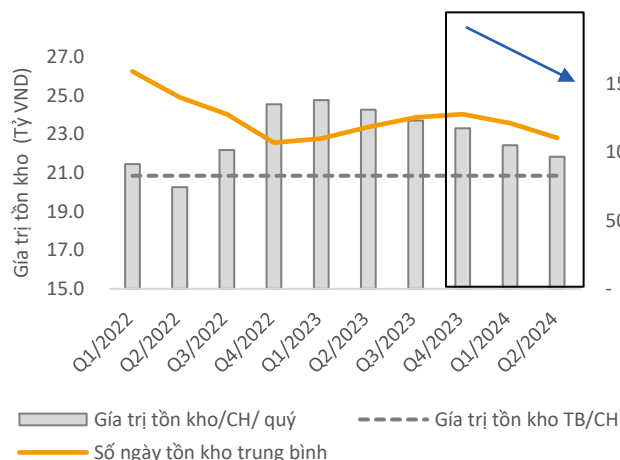
(\*) cân đối cơ cấu sản phẩm phù hợp với nhu cầu vào mùa cao điểm và đảm bảo hiệu quả về lợi nhuận;

(\*\*) duy trì giá trị hàng tồn kho thành phẩm và hàng hóa trên mức trung bình tại các cửa hàng hiện hữu và cửa hàng mới, đảm bảo nguồn cung trang sức phục vụ cho giai đoạn cao điểm Q4/2024.

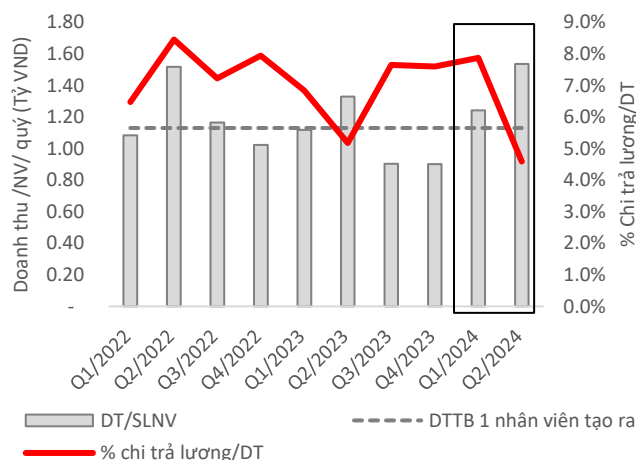
(\*\*\*) sở hữu kinh nghiệm và vị thế hàng đầu trong ngành, PNJ có thể chủ động tìm kiếm nguồn mua hàng uy tín và cơ hội mua vàng nguyên liệu trong giai đoạn giá vàng điều chỉnh, nhằm đảm bảo hoạt động chế tác trang sức.

Bên cạnh đó, Cơ sở để chúng tôi kỳ vọng PNJ có thể giải quyết các vấn đề về nguồn cung nguyên liệu đến từ (1) việc nhân rộng số lượng cửa hàng trong T7+T8/2024 tăng 11 CH/24 CH mở mới 8T/2024 đưa tổng số cửa hàng lên 414 CH (+10%YoY) và tăng 11.3% YoY về số lượng nhân viên, (2) tăng cường các hoạt động marketing hấp dẫn thu hút tập khách hàng trẻ, là cơ sở minh chứng hiệu quả quản trị của PNJ.

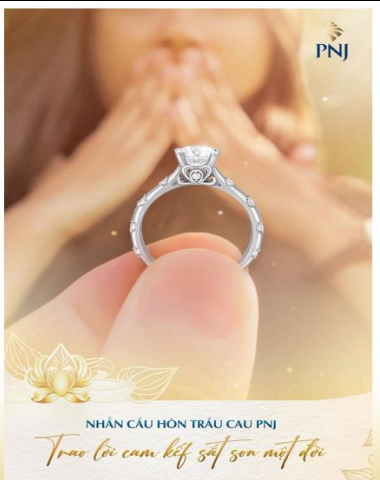
Hình: Đối mặt với rủi ro thiếu hụt nguồn cung, PNJ đã chủ động điều tiết cơ cấu sản phẩm, đảm bảo duy trì tăng trưởng doanh thu bán lẻ trang sức T7+T8/2024



Hình: PNJ vẫn đảm bảo được hiệu quả hoạt động và thu nhập của nhân viên trong 1H/2024, bối cảnh ngành nhiều yếu tố bất định.



Hình: PNJ triển khai đa dạng các chương trình marketing hấp dẫn, nhằm thu hút tập khách hàng mới



Nguồn: PNJ, BSC

## BSC TĂNG DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH.

**Tóm tắt:** Duy trì kỳ vọng tích cực về khả năng mở rộng thị phần mảng trang sức của PNJ và điều chỉnh giảm dự phóng mảng vàng miếng dựa theo bối cảnh thị trường

**(1) Chúng tôi điều chỉnh kỳ vọng DTT và LNST năm 2024 lần lượt -0.7% và -1% so với báo cáo trước, Thay đổi chính đến từ:**

- Chúng tôi nâng dự phóng về mảng trang sức của PNJ tiếp tục mở rộng thị phần và sức mạnh thương hiệu của PNJ cũng được chứng minh trong bối cảnh các quy định quản lý được xiết chặt, yếu tố này dẫn dắt tăng trưởng mảng bán sỉ và bán lẻ của PNJ với %DT/CH TB ước tính tăng từ 6.3% lên 10%.
- Mảng vàng 24k điều chỉnh dựa trên diễn biến phức tạp của thị trường đã được phản ánh vào KQKD tháng 7 và tháng 8/2024. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng PNJ vẫn đảm bảo khả năng đáp ứng nhu cầu đầu tư của khách hàng thông qua các sản phẩm vàng nhẫn và vàng tài lộc của PNJ

**(2) Dự phóng năm 2025:** Duy trì triển vọng tích cực về mảng thị phần bán lẻ và điều chỉnh giảm kỳ vọng mảng bán lẻ vàng 24K theo bối cảnh thị trường.

**(3) Duy trì CAGR LNST 2024-2026 từ 19% nhằm phản ánh hiệu quả mở rộng thị phần 2021-2024 tích cực hơn kỳ vọng nhờ:**

- Số lượng CH mở mới giai đoạn 2021-2024, được kỳ vọng bước vào giai đoạn trưởng thành và chứng minh hiệu quả (ước tính hơn 140CH, ~30%SLCH của PNJ trong giai đoạn 2025-2026).
- Duy trì DT TB/CH trung hạn +5% cao nhờ tăng trưởng tiêu dùng của tầng lớp trung lưu và khẳng định sức mạnh thương hiệu.

	2023	2024	% điều chỉnh	2025	% điều chỉnh
DT bán lẻ	19,286	22,604	1.7%	26,288	3%
%YoY	-7%	17%		16%	
DT bán sỉ	2,850	3,511	6.6%	3,802	7%
%YoY	-30%	23%		8%	
DT vàng miếng	10,331	12,834	-11.4%	5,828	-17%
%YoY	22%	24%		-55%	
DTT	33,137	40,041	-0.7%	36,218	-3%
%YoY	-2%	21%		-10%	
GPM	18.3%	16.9%		19.5%	
SG&A/Rev	10.7%	10.1%		10.8%	
EBIT	2,529	2,715	-0.9%	3,174	-1%
Biên EBIT	7.6%	6.8%	0.0%	8.8%	0%
LNST	1,971	2,137	-0.9%	2,529	-1%
Biên LNST	5.9%	5.3%	0.0%	7.0%	0%
%YoY	9%	8.4%		18.4%	
EPS	5,434	5,787		7,026	
P/E	18.2	17.1		14.1	

Ngoài ra, chúng tôi lưu ý diễn biến của cơn bão số 3 Yagi, khiến một số cửa hàng trang sức của PNJ từ **16h ngày 6/9/2024** tại **Hà Nội, Quảng Ninh, Hải Phòng, Hải Dương, Bắc Ninh, Bắc Giang, Vĩnh Phúc, Phú Thọ, Thái Nguyên, Tuyên Quang** phải hoạt động online có thể ảnh hưởng ngắn hạn đến doanh số của PNJ

Nguồn: PNJ, BSC Research

## ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu **PNJ** với giá mục tiêu trung hạn = **118,000 VNĐ/CP (Upside +19% so với giá đóng cửa ngày 20/9/2024)** dựa trên PP DCF và PE với tỷ lệ 40/60 – Tương tự như giá mục tiêu đã đề cập trong báo cáo ngành ([link](#)).

Phương pháp DCF	2024	2025	2026
Dòng tiền tự do công ty (FCFF)	2,411	2,603	2,886
Tổng giá trị chiết khấu dòng tiền tự do 5 năm	2,352	2,333	2,376
Gía trị cuối cùng	39,278	Chi phí sử dụng vốn	
Chiết khấu giá trị cuối cùng	32,343	Rf	3.0%
Tổng giá trị chiết khấu	39,403	Beta	0.84
(-) Nợ	(477)	Ke	10%
(+) Tiền mặt	1,624	Kd	6%
Tổng giá trị công ty	40,550	E/A	20%
SLCP Lưu hành( tỷ cp )	0.3	D/A	80%
<b>Gía trị hợp lý</b>	<b>121,144</b>	<b>WACC</b>	<b>9%</b>
Phương pháp P/E			
EPS Pha loãng 2025F	6,455		
P/E mục tiêu	18.0		
<b>Gía hợp lý</b>	<b>115,869</b>		
Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Gía bình quân
DCF	121,144	40%	48,458
P/E	115,869	60%	69,521
<b>Gía mục tiêu</b>			<b>118,000</b>
Gía Hiện tại			98,800
Upside			19%
<b>Khuyến nghị</b>			<b>MUA</b>

Nguồn: BSC Research

## PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	LCTT (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	33,876	33,137	40,041	36,218	(Lỗ)/LNST				
Giá vốn hàng bán	(27,949)	(27,078)	(33,278)	(29,151)	Khấu hao và phân bổ	80	81	87	92
Lợi nhuận gộp	5,927	6,059	6,764	7,067	Thay đổi vốn lưu động	(1,788)	(409)	218	43
Chi phí bán hàng	(2,828)	(2,836)	(3,285)	(3,158)	Điều chỉnh khác	(571)	(693)	(561)	(664)
Chi phí QLDN	(674)	(694)	(764)	(735)	LCTT từ HĐ KD	103	1,511	2,444	2,668
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>2,425</b>	<b>2,529</b>	<b>2,715</b>	<b>3,174</b>					
Doanh thu tài chính	54	98	74	91	Tiền chi mua TSCĐ	(52)	(83)	(83)	(83)
Chi phí tài chính	(141)	(143)	(96)	(76)	Đầu tư khác	(318)	(495)	486	-
Chi phí lãi vay	(94)	(119)	(63)	(23)	LCTT từ HĐ Đầu tư	(371)	(578)	403	(83)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-					
Lãi/lỗ khác	(25)	5	5	5	Tiền chi trả cổ tức	(617)	(615)	(669)	(669)
Lợi nhuận trước thuế	2,312	2,489	2,698	3,193	Tiền từ vay ròng	(39)	(299)	(1,907)	95
Thuế thu nhập DN	(502)	(518)	(561)	(664)	Tiền thu khác	792	(914)	(538)	(669)
LN sau thuế	1,811	1,971	2,137	2,529	LCTT từ HĐ Tài chính	792	(914)	(2,446)	(574)
CĐTS	-	-	-	-					
LNST - CĐTS	1,811	1,971	2,137	2,529	Dòng tiền đầu kỳ	355	880	896	1,299
EBITDA	2,506	2,613	2,805	3,269	Tiền trong kì	524	18	402	2,010
EPS	5,093	5,434	5,787	7,026	Dòng tiền cuối kỳ	882	899	1,299	3,311

CĐKT (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025	Chỉ số (%)	2022	2023	2024	2025
Tiền và tương đương tiền	880	896	1,299	3,311	Khả năng thanh toán				
Đầu tư ngắn hạn	200	810	324	324	Hsố TT ngắn hạn	2.45	2.81	4.02	4.24
Phải thu ngắn hạn	301	215	238	215	Hsố TT nhanh	0.28	0.42	0.58	1.09
Tồn kho	10,506	10,941	11,004	10,956					
TS ngắn hạn khác	80	96	116	105	<b>Cơ cấu vốn</b>				
TS ngắn hạn	11,966	12,958	12,981	14,973	Hsố Nợ/TTS	0.20	0.17	0.03	0.03
TS hữu hình	882	883	879	870	Hsố Nợ/VCSH	0.32	0.24	0.04	0.04
Khấu hao	(433)	(491)	(491)	(491)					
TS dở dang dài hạn	31	29	29	29	Năng lực hoạt động				
ĐT dài hạn	-	4	4	4	Số ngày HTK	112.1	119.3	99.3	109.3
TS dài hạn khác	364	449	449	449	Số ngày phải thu	3.2	2.3	2.1	2.1
TS dài hạn	1,371	1,469	1,466	1,457	Số ngày phải trả	3.6	3.5	3.5	4.5
Tổng TS	13,337	14,428	14,447	16,429	CCC	111.7	118.1	97.9	106.9
Nợ phải trả	277	257	316	357					
Vay ngắn hạn	2,683	2,384	477	572	Tỉ suất lợi nhuận				
Nợ ngắn hạn khác	1,761	1,798	2,063	1,984	Lợi nhuận gộp	17.5%	18.3%	16.9%	19.5%
<b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>	<b>4,883</b>	<b>4,612</b>	<b>3,232</b>	<b>3,530</b>	Lợi nhuận LNST	5.3%	5.9%	5.3%	7.0%
Vay dài hạn	-	-	-	-	ROE	21.4%	20.1%	19.1%	19.6%
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	ROA	13.6%	13.7%	14.8%	15.4%
Tổng Nợ dài hạn	10	9	9	9					
Tổng Nợ	4,893	4,621	3,241	3,539	<b>Định Giá</b>				
Vốn góp	2,462	3,282	3,347	3,347	PE	19.42	18.20	17.09	14.08
Thặng dư vốn cổ phần	2,251	1,851	1,917	1,917	PB	2.88	3.31	2.95	2.57
LN chưa phân phối	2,522	2,740	3,154	3,984					
Vốn chủ khác	-	-	-	-	<b>Tăng trưởng</b>				
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-	Tăng trưởng DTT	73.3%	-2.2%	20.8%	-9.5%
Tổng Vốn chủ sở hữu	8,444	9,806	11,206	12,890	Tăng trưởng EBIT	72.1%	4.3%	7.3%	16.9%
Tổng nguồn vốn	13,337	14,428	14,447	16,429	Tăng trưởng LNNT	80.8%	7.6%	8.4%	18.4%
Số lượng cổ phiếu lưu hành	0	0	0	0	Tăng trưởng EPS	73.1%	6.7%	6.5%	21.4%

Nguồn: BSC Research.



## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings  
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà President palace, 93 Nguyễn Du  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

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

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

