

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ130,200 (từ VNĐ129,500)

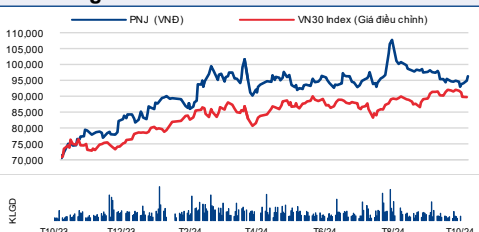
Tiềm năng tăng/giảm: 35.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/10/2024) 96,300

Mã Bloomberg	PNJ VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	70,559-107,748
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	95,100
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	32,540
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,286
Slg CP lưu hành (tr.đv)	338
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	166
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	49.0%
Tỷ lệ freefloat	74.1%
Cổ đông lớn	↳ T.N Dung , gia đình (14.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(1.33)	0.92	33.5
So với chỉ số	(0.08)	(2.86)	6.71
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	6,174	6,358	(2.9)
2025F	7,563	7,817	(3.2)
2026F	8,731	9,120	(4.3)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức hàng đầu Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA

Trưởng phòng
giang.bnc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Triển vọng vẫn tích cực; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PNJ với giá mục tiêu mới là 130.200đ (cao hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi ở mức 129.500đ). Theo quan điểm của chúng tôi, triển vọng tích cực của PNJ vẫn không thay đổi, nhờ KQKD vững chắc của mảng bán lẻ và bán buôn.
- Sau khi giảm nhẹ 2-4% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026, dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 11%, 23%, và 15% trong năm 2024, 2025 và 2026.
- Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 1 tháng và 3 tháng qua, PNJ được định giá thấp và đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn (tương đương 15%) so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 15,3 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q3/2024

PNJ công bố KQKD Q3/2024 với doanh thu thuần đạt 7.130 tỷ đồng, tăng 3,1% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 216 tỷ đồng, giảm 15% so với cùng kỳ. Doanh thu bán lẻ vẫn vững chắc và tăng 20% so với cùng kỳ. Doanh thu bán buôn tăng mạnh 54% so với cùng kỳ do PNJ tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng khách hàng bán buôn chuyển sang mua hàng từ các nhà sản xuất lớn và có uy tín. Trong khi đó, doanh thu vàng 24k giảm mạnh 46% so với cùng kỳ do chính sách kiểm soát giá vàng của NHNN từ tháng 6/2024. Mặc dù lợi nhuận trong quý giảm so với cùng kỳ, chúng tôi vẫn nhận thấy điểm sáng trong lợi nhuận tháng 9/2024 của Công ty, với chuyển biến tích cực sau 2 tháng giảm liên tiếp.

Tác động: Giảm nhẹ dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

HSC giảm nhẹ 2-4% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026 xuống mức thấp hơn một chút so với bình quân dự báo thị trường. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2024, 2025, và 2026 tăng lần lượt 11%, 23%, và 15% so với cùng kỳ đạt 2.196 tỷ đồng, 2.690 tỷ đồng, và 3.105 tỷ đồng.

Trong khi đó, dự báo mới cho năm 2024 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2024 dự kiến đạt 814 tỷ đồng, tăng 28% so với cùng kỳ, nhờ doanh thu bán lẻ và bán buôn tiếp tục tăng.

Định giá và khuyến nghị

Với thị giá hiện tại, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn hoặc 15% so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 15,3 lần. Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2025 của PNJ là 12,5 lần, như thường lệ cao hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 7,7 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PNJ với giá mục tiêu mới là 130.200đ (từ mức giá mục tiêu 129.500đ) do tác động tích cực từ việc thay đổi các giả định định giá lớn hơn tác động tiêu cực từ việc giảm nhẹ dự báo lợi nhuận. Chúng tôi sử dụng phần bù rủi ro điều chỉnh giảm xuống 10,6% từ mức 10,8%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 30/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,504	2,610	2,864	3,511	4,045
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,811	1,971	2,196	2,690	3,105
EPS ĐC (đồng)	5,307	5,584	6,174	7,563	8,731
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,001	2,002
BVPS (đồng)	25,738	29,891	33,835	39,650	46,633
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.3	12.7	11.1	8.65	7.22
P/E ĐC (lần)	18.1	17.2	15.6	12.7	11.0
Lợi suất cổ tức (%)	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
P/B (lần)	3.74	3.22	2.85	2.43	2.07
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	82.5	5.22	10.6	22.5	15.4
ROAE (%)	25.0	21.6	20.7	21.7	21.3

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

KQKD Q3/2024 thể hiện sự chuyển biến tích cực trong tháng 9/2024

PNJ công bố KQKD Q3/2024 với doanh thu thuần đạt 7.130 tỷ đồng, tăng 3,1% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 216 tỷ đồng, giảm 15% so với cùng kỳ. Doanh thu bán lẻ vẫn vững chắc và doanh thu bán buôn tăng mạnh. Trong khi đó doanh thu vàng 24k giảm mạnh, đúng như dự báo. Mặc dù lợi nhuận trong quý giảm so với cùng kỳ, chúng tôi vẫn nhận thấy điểm sáng trong lợi nhuận tháng 9/2024 của Công ty, với chuyển biến tích cực sau 2 tháng giảm liên tiếp. Chúng tôi tái khẳng định quan điểm rằng PNJ sẽ tiếp tục lấy thêm nhiều khách hàng mới từ các cửa hàng kinh doanh hộ gia đình truyền thống khi các cửa hàng này gặp khó khăn trước hoạt động kiểm soát giá vàng của NHNN. Chúng tôi giảm nhẹ dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026 nhưng tăng giá mục tiêu lên 130.200đ (tiềm năng tăng giá 35%), sau khi chúng tôi đưa ra giả định định giá mới. Duy trì khuyến nghị Mua vào.

Phân tích KQKD nửa đầu năm 2024

Doanh thu bán lẻ và bán buôn vững chắc, với chuyển biến tích cực trong tháng 9/2024

PNJ công bố KQKD Q3/2024 với doanh thu thuần đạt 7.130 tỷ đồng, tăng 3,1% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 216 tỷ đồng, giảm 15% so với cùng kỳ. Doanh thu bán lẻ vẫn vững chắc và tăng 20% so với cùng kỳ. Doanh thu bán buôn tăng mạnh 54% so với cùng kỳ do PNJ tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng khách hàng bán buôn chuyển sang mua hàng từ các nhà sản xuất lớn và có uy tín. Trong khi đó, doanh thu vàng 24k giảm mạnh 46% so với cùng kỳ do chính sách kiểm soát giá vàng của NHNN từ tháng 6/2024.

Mặc dù lợi nhuận trong quý giảm so với cùng kỳ, chúng tôi vẫn nhận thấy điểm sáng trong lợi nhuận tháng 9/2024 của Công ty, với chuyển biến tích cực sau 2 tháng giảm liên tiếp. Trong tháng 9/2024, doanh thu và lợi nhuận thuần tăng 5,6% và 10% so với cùng kỳ đạt 2.377 tỷ đồng và 102 tỷ đồng.

Thuế thu nhập doanh nghiệp cao bất thường kéo giảm lợi nhuận thuần

HSC cũng phân tích kỹ hơn KQKD Q3/2024 sau khi Công ty công bố BCTC hoàn chỉnh (lưu ý: chúng tôi đã phát hành Báo cáo nhanh liên quan đến KQKD Q3/2024 vào ngày 22/10/2024, ngay sau khi Công ty công bố KQKD hàng tháng nhưng trước khi BCTC hoàn chỉnh được công bố) và nhận thấy việc ghi nhận thuế thu nhập doanh nghiệp cao bất thường trong Q3/2024. Cụ thể, LNTT tăng 2% so với cùng kỳ đạt 318 tỷ đồng, nhưng thuế thu nhập doanh nghiệp tăng mạnh 70% so với cùng kỳ lên 103 tỷ đồng, do thu nhập chịu thuế cũng tăng 70%. Từ đó, lợi nhuận thuần giảm 15% so với cùng kỳ xuống 216 tỷ đồng.

Theo đó, Công ty tạm thời trích lập dự phòng cho một số chi phí có thể không đáp ứng đủ điều kiện để được khấu trừ thuế. Số tiền thuế cuối cùng phải nộp sẽ do cơ quan thuế quyết định và có khả năng một phần của 103 tỷ đồng thuế sẽ được hoàn lại nếu cơ quan thuế quyết định một phần trong khoản trên được khấu trừ.

Bảng 1: KQKD Q3/2024 & 9 tháng đầu năm 2024, PNJ

Lợi nhuận thuần giảm 15% so với cùng kỳ trong Q3/2024 nhưng tăng 3% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2024

Tỷ đồng	Q3/2023	Q3/2024	% so với cùng kỳ	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	6,918	7,130	3.1%	23,377	29,242	25.1%
Lợi nhuận gộp	1,198	1,251	4.4%	4,307	4,881	13.3%
Chi phí BH&QL	872	948	8.6%	2,579	3,089	-2.6%
Lợi nhuận thuần	253	216	-14.8%	1,340	1,382	3.2%

Nguồn: PNJ

Bảng 2: Các chỉ số quan trọng, PNJ

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng trong Q3/2024 nhờ đóng góp của mảng vàng 24k giảm

	Q3/2023	Q3/2024	Chênh lệch (điểm cơ bản)	9T2023	9T2024	Chênh lệch (điểm cơ bản)
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.3%	17.5%	23	18.4%	16.7%	(173)
Chi phí BH&QL / Doanh thu	12.6%	13.3%	68	11.0%	10.6%	(47)
Tỷ suất lợi nhuận thuần	3.7%	3.0%	(64)	5.7%	4.7%	(100)

Nguồn: PNJ
Bảng 3: Cơ cấu doanh thu thuần, PNJ

Trong Q3, doanh thu mảng bán lẻ duy trì vững chắc trong khi mảng bán buôn ghi nhận doanh thu tăng mạnh

Tỷ đồng	Q3/2023	Q3/2024	% so với cùng kỳ	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
Bán lẻ	4,166	5,004	20.1%	13,724	15,900	15.9%
Bán buôn	623	962	54.3%	2,120	2,758	30.2%
Vàng 24k	2,002	1,083	-45.9%	7,050	10,209	44.8%
Khác	126	81	-35.8%	482	375	-22.2%
Tổng	6,918	7,130	3.1%	23,377	29,242	25.1%

Nguồn: PNJ
Bảng 4: Hạch toán thuế thu nhập doanh nghiệp, PNJ

Thuế thu nhập doanh nghiệp tăng đáng kể trong Q3/2024

Tỷ đồng	Q3/2023	Q3/2024	% so với cùng kỳ	9T2023	9T2024	% so với cùng kỳ
LNTT	313	318	1.5%	1,692	1,788	5.7%
Thu nhập chịu thuế	301	513	70.2%	1,762	2,074	17.7%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	60	103	70.3%	352	415	17.8%
<i>Thuế suất (tính trên thu nhập chịu thuế)</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>		<i>20%</i>	<i>20%</i>	
Lợi nhuận thuần	253	215	-14.9%	1,340	1,382	3.2%

Nguồn: PNJ

Dự báo: Bối cảnh thị trường thuận lợi cho PNJ – hưởng lợi từ việc tăng cường giám sát giá vàng

Tốc độ tăng trưởng doanh thu bán lẻ của PNJ có cải thiện đáng kể từ đầu năm đến nay. Tốc độ tăng trưởng (so với cùng kỳ) đạt 12% trong Q1/2024, sau đó tăng 17% trong Q2.2024, và tăng 20% trong Q3/2024. Hơn nữa, doanh thu bán buôn cũng ghi nhận kết quả tích cực, tăng 8% so với cùng kỳ trong Q1/2024 sau đó tăng 18% trong tháng 4/2024. Kể từ tháng 5/2024, doanh thu bán buôn hàng tháng tăng mạnh 46% – 60% so với cùng kỳ, vì khách hàng bán buôn chuyển sang mua hàng từ các nhà sản xuất lớn và có uy tín như PNJ trong bối cảnh NHNN thanh tra thị trường vàng.

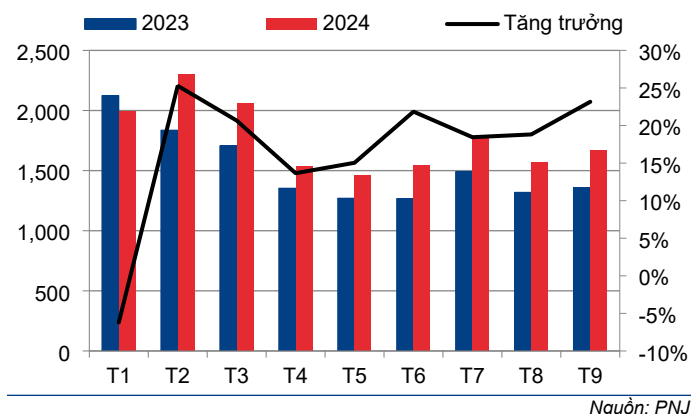
Chúng tôi tái khẳng định quan điểm rằng PNJ sẽ tiếp tục có thêm nhiều khách hàng mới từ các cửa hàng kinh doanh hộ gia đình truyền thống khi các cửa hàng này gặp khó khăn trước hoạt động kiểm soát giá vàng của NHNN.

Hoàn tất thanh tra thị trường vàng; ít ảnh hưởng lợi nhuận, không ảnh hưởng lên vận hành

Liên quan đến chiến dịch thanh tra thị trường vàng từ ngày 23/5/2024 đến ngày 10/9/2024, PNJ công bố vào ngày 4/10/2024 rằng Công ty bị phạt một khoản tiền nhỏ 1,3 tỷ đồng do thiếu các quy trình nội bộ chặt chẽ để tuân thủ luật chống rửa tiền và do một số lỗi dữ liệu. Với mức phạt nhỏ và không có hạn chế nào khác từ NHNN, HSC nhận thấy không có tác động nào đến hoạt động và triển vọng của PNJ.

Biểu đồ 5: Doanh thu hàng tháng mảng bán lẻ, PNJ

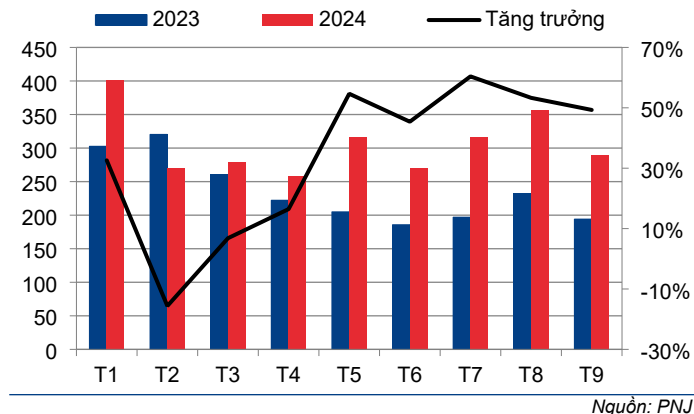
Doanh thu mảng bán lẻ duy trì tăng trưởng vững chắc



Nguồn: PNJ

Biểu đồ 6: Doanh thu hàng tháng mảng bán buôn, PNJ

Doanh thu mảng bán buôn bắt đầu tăng mạnh từ tháng 5



Nguồn: PNJ

Điều chỉnh giảm nhẹ dự báo cho giai đoạn 2024-2026

HSC giảm nhẹ 2-4% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 nhằm phản ánh việc giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp của kênh bán lẻ. Hiện tại, chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận gộp kênh bán lẻ là 29% từ mức 29,7% trong dự báo trước đó. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2024, 2025, và 2026 tăng lần lượt 11%, 23%, và 15% so với cùng kỳ đạt 2.196 tỷ đồng, 2.690 tỷ đồng, và 3.105 tỷ đồng.

Trong khi đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 9-11% dự báo doanh thu sau khi giảm mạnh dự báo doanh thu vàng 24k. Đáng lưu ý, doanh thu vàng 24k giảm mạnh so với cùng kỳ sau khi NHNN kiểm soát giá vàng miếng, và chúng tôi kỳ vọng mức doanh như hiện tại sẽ không đổi trong thời gian tới. Mặt khác, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu bán buôn sau khi doanh thu ghi nhận trong 9 tháng đầu năm cao hơn dự báo. Chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ dự báo doanh thu bán lẻ. Nhìn chung, doanh thu thuần dự báo đạt lần lượt 38.434 tỷ đồng cho năm 2024 (tăng trưởng 16%), 36.366 tỷ đồng cho năm 2025 (tăng trưởng 5%) và 39.592 tỷ đồng cho năm 2026 (tăng trưởng 9%).

Dự báo mới cho năm 2024 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2024 dự kiến đạt 814 tỷ đồng, tăng 28% so với cùng kỳ, nhờ doanh thu bán lẻ và bán buôn tiếp tục tăng. Trong khi đó, doanh thu thuần Q4/2024 dự kiến giảm 6% so với cùng kỳ xuống 9.192 tỷ đồng do doanh thu vàng 24k tiếp tục giảm so với cùng kỳ.

Bảng 7: Tóm tắt dự báo giai đoạn 2024-2026, PNJ

HSC giữ nguyên phần lớn dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024F				
Doanh thu thuần	42,079	38,434	-8.7%	16.0%
Lợi nhuận thuần	2,228	2,196	-1.5%	11.4%
2025F				
Doanh thu thuần	41,029	36,366	-11.4%	-5.4%
Lợi nhuận thuần	2,798	2,690	-3.9%	22.5%
2026F				
Doanh thu thuần	44,278	39,592	-10.6%	8.9%
Lợi nhuận thuần	3,230	3,105	-3.8%	15.4%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Dự báo doanh thu theo mảng kinh doanh, PNJ

Chúng tôi hạ dự báo doanh thu mảng vàng 24k nhưng nâng dự báo doanh thu đối với mảng bán lẻ & bán buôn

Tỷ đồng	2023	2024F		2025F		2026F	
	Thực tế	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Bán lẻ	19,055	22,081	22,280	25,162	25,389	28,137	28,392
Tăng trưởng		15.9%	16.9%	14.0%	14.0%	11.8%	11.8%
Điều chỉnh			0.9%		0.9%		0.9%
Bán buôn	2,870	3,587	3,874	3,946	4,261	4,104	4,432
Tăng trưởng		25.0%	35.0%	10.0%	10.0%	4.0%	4.0%
Điều chỉnh			8.0%		8.0%		4.0%
Vàng 24k	10,208	15,311	11,228	10,718	5,614	10,718	5,614
Tăng trưởng		50.0%	10.0%	-30.0%	-50.0%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh			-26.7%		-47.6%		-47.6%
Khác	1,004	1,099	1,052	1,204	1,102	1,319	1,154
Tăng trưởng		9.5%	4.8%	9.5%	4.7%	9.5%	4.8%
Điều chỉnh			-4.3%		-8.5%		-12.5%
Tổng	33,137	42,079	38,434	41,029	36,366	44,278	39,592
Tăng trưởng		27.0%	16.0%	-2.5%	-5.4%	7.9%	8.9%
Điều chỉnh			-8.7%		-11.4%		-10.6%

Nguồn: HSC ước tính

Duy trì khuyến nghị Mua vào, với giá mục tiêu mới là 130.200đ

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PNJ với giá mục tiêu mới là 130.200đ (từ mức giá mục tiêu 129.500đ) do thay đổi các giả định định giá. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 35% từ thị giá hiện tại và P/E dự phóng năm 2025 là 17 lần.

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá PNJ và sử dụng lãi suất phi rủi ro tiêu chuẩn 4%, hệ số beta 0,97 lần, nhưng hạ giả định phần bù rủi ro vốn CSH xuống 7,5% (từ 8,5%), phù hợp với tiêu chuẩn nội bộ mới của chúng tôi. Do đó, ước tính WACC đạt 10,6% so với mức 10,8% trong dự báo trước đó. Chúng tôi cũng duy trì giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%.

Tính toán FCFF, mô hình DCF và giả định WACC được trình bày trong Bảng 9-11. HSC thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro trong Bảng 12.

Bảng 9: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, PNJ

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Thu nhập thuần	2,196	2,690	3,105	3,495	3,763	4,030
+ Khấu hao	87	95	103	112	122	133
+ Chi phí lãi vay * (1 - thuế suất)	31	47	48	52	56	61
- Thay đổi vốn lưu động	1,037	(106)	(691)	(695)	(827)	(895)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(74)	(95)	(104)	(113)	(123)	(134)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	3,277	2,631	2,462	2,851	2,992	3,195

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: Định giá, PNJ

Giá mục tiêu là 130.200đ

Tỷ đồng	Giá trị
Giá trị dài hạn (với tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%)	46,345
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	40,338
Nợ (cuối năm 2025)	1,455
Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn (cuối năm 2025)	5,107
Giá trị của vốn CSH	43,991
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	338
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	130,187

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Tính toán WACC, PNJ

WACC là 10,6%

	Giá định
Tỷ trọng vốn CSH	90%
Beta	1.0
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Chi phí vốn CSH	11.3%
Tỷ trọng nợ	10%
Chi phí nợ	6.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.8%
WACC	10.6%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Phân tích độ nhạy, PNJ

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%	131,574	125,242	119,573	114,466	109,844
	2.5%	137,982	130,873	124,553	118,897	113,807
	3.0%	145,342	137,289	130,187	123,877	118,234
	3.5%	153,885	144,665	136,610	129,513	123,213
	4.0%	163,919	153,235	144,003	135,946	128,854

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Với thị giá hiện tại, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn hoặc 15% so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 15,3 lần. Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2025 của PNJ là 12,5 lần, cao hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành ở mức 7,7 lần (Bảng 15).

Biểu đồ 13: P/E trượt dự phóng 1 năm, PNJ

Dựa trên ước tính của chúng tôi, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13 lần



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2019
Nguồn: HSC, Bloomberg

Biểu đồ 14: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, PNJ

...thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 15,3 lần



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2019
Nguồn: HSC, Bloomberg

Bảng 15: So sánh các công ty cùng ngành, PNJ

Như thường lệ, PNJ đang giao dịch với P/E cao hơn nhiều so với các công ty cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2024	P/E 2025
Chow Tai Fook Jewelry Group Ltd	1929:HK	18,319	11.1	10
Lao Feng Xiang CO. LTD - A	600612:CH	2,887	5.9	5.2
Chow Sang Sang Holdings	0116: HK	1,880	6.4	5.4
Guangdong CHJ Industry	002345:CH	780	11.2	9.5
Chow Tai Seng Jewelry Co Ltd	002867:CH	3,177	9.7	8.5
Bình quân		5,409	8.9	7.7
PNJ		1,296	15.4	12.5

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	33,876	33,137	38,434	36,366	39,592
Lợi nhuận gộp	5,927	6,059	6,862	7,729	8,619
Chi phí BH&QL	(3,502)	(3,529)	(4,085)	(4,313)	(4,677)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,425	2,529	2,777	3,416	3,942
Lãi vay thuần	(73.9)	(40.0)	(4.22)	(19.8)	0
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(38.6)	(0.12)	0	0	(20.8)
LNTT	2,312	2,489	2,773	3,397	3,921
Chi phí thuế TNDN	(502)	(518)	(577)	(706)	(815)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,811	1,971	2,196	2,690	3,105
Lợi nhuận thuần ĐC	1,811	1,971	2,196	2,690	3,105
EBITDA ĐC	2,504	2,610	2,864	3,511	4,045
EPS (đồng)	5,307	5,584	6,174	7,563	8,731
EPS ĐC (đồng)	5,307	5,584	6,174	7,563	8,731
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,001	2,002
Slg CP bình quân (triệu đv)	328	328	338	338	338
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	328	328	338	338	338
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	328	328	338	338	338

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	880	896	2,248	3,607	4,934
Đầu tư ngắn hạn	200	810	1,000	1,500	2,000
Phải thu khách hàng	301	217	239	231	243
Hàng tồn kho	10,506	10,941	10,103	10,309	11,150
Các tài sản ngắn hạn khác	79.9	95.9	110	99.5	108
Tổng tài sản ngắn hạn	11,966	12,960	13,700	15,747	18,434
TSCĐ hữu hình	240	256	244	244	245
TSCĐ vô hình	643	626	626	626	625
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	3.98	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	488	583	647	638	683
Tổng tài sản dài hạn	1,371	1,470	1,516	1,508	1,554
Tổng cộng tài sản	13,337	14,430	15,216	17,255	19,988
Nợ ngắn hạn	2,683	2,384	1,537	1,455	1,584
Phải trả người bán	277	255	297	269	291
Nợ ngắn hạn khác	1,408	1,418	1,309	1,420	1,550
Tổng nợ ngắn hạn	4,883	4,614	3,773	3,847	4,221
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22
Tổng nợ dài hạn	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22
Tổng nợ phải trả	4,893	4,623	3,783	3,857	4,230
Vốn chủ sở hữu	8,444	9,807	11,433	13,398	15,758
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	8,444	9,807	11,433	13,398	15,758
Tổng nợ phải trả và VCSH	13,337	14,430	15,216	17,255	19,988
BVPS (đ)	25,738	29,891	33,835	39,650	46,633
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,803	1,488	(711)	(2,153)	(3,350)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	2,425	2,529	2,777	3,416	3,942
Khấu hao	(79.5)	(81.1)	(87.1)	(94.7)	(103)
Lãi vay thuần	(73.9)	(40.0)	(4.22)	(19.8)	0
Thuế TNDN đã nộp	(464)	(466)	(577)	(706)	(815)
Thay đổi vốn lưu động	(1,729)	(420)	1,041	(108)	(689)
Khác	(137)	(181)	(125)	(110)	(135)
LCT thuần từ HKKD	101	1,503	3,199	2,567	2,405
Đầu tư TS dài hạn	(52.4)	(82.0)	(74.0)	(95.2)	(104)
Góp vốn & đầu tư	0	(3.98)	0	0	0
Thanh lý	1.50	1.08	0	0	0
Khác	(320)	(492)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(371)	(577)	(74.0)	(95.2)	(104)
Cổ tức trả cho CSH	(617)	(611)	(608)	(608)	(608)
Thu từ phát hành CP	1,447	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(38.9)	(299)	(847)	(82.7)	129
Khác	0	0	(317)	(422)	(496)
LCT thuần từ HĐTC	792	(909)	(1,773)	(1,113)	(976)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	355	880	896	2,248	3,607
LCT thuần trong kỳ	522	16.6	1,352	1,359	1,326
Ảnh hưởng của tỷ giá	2.66	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	880	896	2,248	3,607	4,934
Dòng tiền tự do	48.2	1,421	3,125	2,472	2,302

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	17.5	18.3	17.9	21.3	21.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.39	7.88	7.45	9.65	10.2
Tỷ suất LNT (%)	5.34	5.95	5.71	7.40	7.84
Thuế TNDN hiện hành (%)	21.7	20.8	20.8	20.8	20.8
Tăng trưởng doanh thu (%)	73.3	(2.18)	16.0	(5.38)	8.87
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	68.8	4.23	9.71	22.6	15.2
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	76.0	8.88	11.4	22.5	15.4
Tăng trưởng EPS (%)	82.5	5.22	10.6	22.5	15.4
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	82.5	5.22	10.6	22.5	15.4
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0.05	0.05
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	37.7	35.8	32.4	26.5	22.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	25.0	21.6	20.7	21.7	21.3
ROACE (%)	33.4	27.7	26.1	27.5	27.0
Vòng quay tài sản (lần)	2.83	2.39	2.59	2.24	2.13
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.04	0.59	1.15	0.75	0.61
Số ngày tồn kho	137	147	117	131	131
Số ngày phải thu	3.93	2.93	2.76	2.94	2.86
Số ngày phải trả	3.62	3.43	3.43	3.43	3.43
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	24.0	17.3	(4.06)	(14.3)	(19.6)
Nợ/tài sản (%)	21.8	18.0	11.7	9.78	9.19
EBIT/lãi vay (lần)	32.8	63.2	659	172	nm
Nợ/EBITDA (lần)	1.16	0.99	0.62	0.48	0.45
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.45	2.81	3.63	4.09	4.37
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.99	1.00	0.83	0.84	0.74
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.3	12.7	11.1	8.65	7.22
P/E (lần)	18.1	17.2	15.6	12.7	11.0
P/E ĐC (lần)	18.1	17.2	15.6	12.7	11.0
P/B (lần)	3.74	3.22	2.85	2.43	2.07
Lợi suất cổ tức (%)	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn