

Mua vào (giữ nguyên)

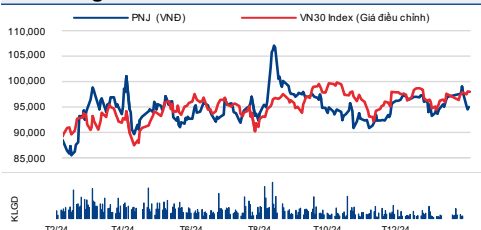
Giá mục tiêu: VNĐ120,500 (từ VNĐ130,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 26.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (13/2/2025)	95,000
Mã Bloomberg	PNJ VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	85,518-107,091
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	94,925
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	32,101
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,261
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	1.25	2.78	6.95
So với chỉ số	(1.73)	0.19	(3.05)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	6,814	7,014	(2.9)
2026F	7,712	8,260	(6.6)
2027F	8,717	9,274	(6.0)

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 tăng trưởng ở mức 13-15%; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC giảm 8% giá mục tiêu xuống 120.500đ sau khi giảm dự báo. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 27% tại giá mục tiêu mới.
- HSC điều chỉnh giảm 10-12% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 xuống lần lượt 2.424 tỷ đồng (tăng trưởng 15%) và 2.743 tỷ đồng (tăng trưởng 13%). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 3.100 tỷ đồng, tăng trưởng 13%. Dự báo mới của HSC thấp hơn một chút so với bình quân dự báo thị trường.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 3 tháng qua, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, rẻ hơn 11% (0,9 độ lệch chuẩn) so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 15,5 lần.

Sự kiện: Đánh giá chi tiết KQKD Q4/2024

Trong Q4/2024, lợi nhuận thuần của PNJ đạt 733 tỷ đồng (tăng 16% so với cùng kỳ nhưng thấp hơn 10% so với dự báo của HSC) và doanh thu thuần đạt 8.581 tỷ đồng (giảm 12% so với cùng kỳ). Doanh thu bán lẻ trong kỳ vẫn tích cực, tăng 11% so với cùng kỳ, trong khi doanh thu bán buôn tăng mạnh hơn với mức tăng 48% so với cùng kỳ nhờ nhu cầu của các khách hàng bán buôn tiếp tục chuyển hướng sang các nhà sản xuất lớn và uy tín. Doanh thu vàng 24k vẫn yếu, giảm 54% so với cùng kỳ do chính sách kiểm soát giá vàng của NHNN từ tháng 6/2024.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

HSC giảm 10-12% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026. Lưu ý, dự báo mới của chúng tôi vẫn cho thấy mức tăng trưởng tốt 15% trong năm 2025 và 13% trong năm 2026 – lợi nhuận thuần đạt lần lượt 2.424 tỷ đồng và 2.743 tỷ đồng, trong khi dự báo lần đầu cho năm 2027 cho thấy mức tăng trưởng 13% đạt 3.100 tỷ đồng. HSC nhận thấy PNJ duy trì mức tăng trưởng vững chắc này dựa trên (1) thị phần giành được từ các cửa hàng nhỏ hơn và (2) tỷ suất lợi nhuận ổn định nhờ tăng doanh thu từ các sản phẩm có hàm lượng vàng thấp hơn trong bối cảnh giá vàng nguyên liệu đang tăng.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 3 tháng qua, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, rẻ hơn 11% (0,9 độ lệch chuẩn) so với bình quân quá khứ ở mức 15,5 lần. PNJ cũng đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 là 14 lần, như thường lệ cao hơn nhiều so với bình quân của các công ty cùng ngành ở mức 9,1 lần.

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, chúng tôi giảm 8% giá mục tiêu xuống 120.500đ. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PNJ với tiềm năng tăng giá 27% tại giá mục tiêu mới.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 14/2.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,610	2,751	3,185 ▼	3,592 ▼	4,061
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,971	2,115	2,424 ▼	2,743 ▼	3,100
EPS ĐC (đồng)	5,584	5,702	6,814 ▼	7,712 ▼	8,717
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,001	2,002	2,003
BVPS (đồng)	29,891	33,314	38,870	44,834	51,802
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.5	12.5	10.5	9.07	7.60
P/E ĐC (lần)	17.0	16.7	13.9	12.3	10.9
Lợi suất cổ tức (%)	2.11	2.11	2.11	2.11	2.11
P/B (lần)	3.18	2.85	2.44	2.12	1.83
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	5.22	2.10	19.5	13.2	13.0
ROAE (%)	21.6	20.1	19.9	19.4	19.0

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

Duy trì khuyến nghị Mua vào và giảm 8% giá mục tiêu xuống 120.500đ

KQKD Q4/2024 tích cực nhưng thấp hơn 10% so với dự báo của HSC. Mặc dù điều chỉnh giảm bình quân 11% dự báo năm 2025-2026 nhưng chúng tôi tin rằng PNJ có thể duy trì mức tăng trưởng lợi nhuận ở mức 13-15% mỗi năm trong 3 năm tới, nhờ (1) thị phần giành được từ các cửa hàng nhỏ và (2) tỷ suất lợi nhuận ổn định nhờ tăng doanh thu từ các sản phẩm có hàm lượng vàng thấp hơn trong bối cảnh giá vàng nguyên liệu đang tăng. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PNJ và giảm 8% giá mục tiêu xuống 120.500đ (tiềm năng tăng giá 27%).

KQKD Q4/2024: Tích cực dù thấp hơn dự báo

Lợi nhuận thuần Q4/2024 của PNJ đạt 733 tỷ đồng, tăng 16% so với cùng kỳ, và doanh thu thuần đạt 8.581 tỷ đồng, giảm 12% so với cùng kỳ. Theo mảng, doanh thu bán lẻ vẫn tích cực với mức tăng 11% so với cùng kỳ; doanh thu bán buôn tăng mạnh 48% so với cùng kỳ nhờ nhu cầu của các khách hàng bán buôn tiếp tục chuyển hướng sang các nhà sản xuất lớn và uy tín. Doanh thu vàng 24k vẫn yếu, giảm 54% so với cùng kỳ do chính sách kiểm soát giá vàng của NHNN từ tháng 6/2024.

Tính chung cả năm 2024, lợi nhuận thuần tăng trưởng 7,3% đạt 2.115 tỷ đồng, và doanh thu thuần đạt 37.823 tỷ đồng, tăng trưởng 14,1% Lợi nhuận thuần thực hiện thấp hơn lần lượt 10% và 4% so với dự báo Q4/2024 và cả năm 2024 của HSC.

Bảng 1: KQKD Q4/2024 & cả năm 2024, PNJ

Lợi nhuận thuần tăng 16% so với cùng kỳ trong Q4 & tăng trưởng 7,3% trong cả năm 2024

Tỷ đồng	Q4/2023	Q4/2024	% so với cùng kỳ	2023	2024	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	9,760	8,581	-12.1%	33,137	37,823	14.1%
Lợi nhuận gộp	1,751	1,791	2.2%	6,059	6,672	10.1%
Chi phí BH&QL	(950)	(913)	-4.0%	(3,529)	(4,002)	13.4%
Lợi nhuận thuần	632	733	15.9%	1,971	2,115	7.3%

Nguồn: PNJ

Bảng 2: Các chỉ số chính, PNJ

Tỷ suất lợi nhuận gộp Q4 tăng nhờ tỷ trọng doanh thu mảng vàng 24k giảm

	Q4/2023	Q4/2024	Chênh lệch (điểm cơ bản)	2023	2024	Chênh lệch (điểm cơ bản)
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.9%	20.9%	292	18.3%	17.6%	(64)
Chi phí BH&QL/ Doanh thu	9.7%	10.6%	90	10.7%	10.6%	(7)
Tỷ suất lợi nhuận thuần	6.5%	8.5%	206	5.9%	5.6%	(36)

Nguồn: PNJ

Bảng 3: Cơ cấu doanh thu thuần, PNJ

Doanh thu bán lẻ tăng 11% so với cùng kỳ trong Q4 & tăng trưởng 14% trong cả năm 2024

Tỷ đồng	Q4/2023	Q4/2024	% so với cùng kỳ	2023	2024	Tăng trưởng
Bán lẻ	5,331	5,901	10.7%	19,053	21,801	14.4%
Bán buôn	750	1,112	48.3%	2,870	3,869	30.2%
Vàng 24k	3,145	1,321	-58.0%	10,194	11,530	13.1%
Mảng khác	535	248	-53.7%	1,020	623	-38.9%
Tổng	9,760	8,581	-12.1%	33,137	37,823	14.1%

Nguồn: PNJ

Bức tranh năm 2025: Các sản phẩm có hàm lượng vàng thấp có thể là giải pháp khi giá vàng cao

Giá vàng tiếp tục tăng trong bối cảnh bất ổn toàn cầu

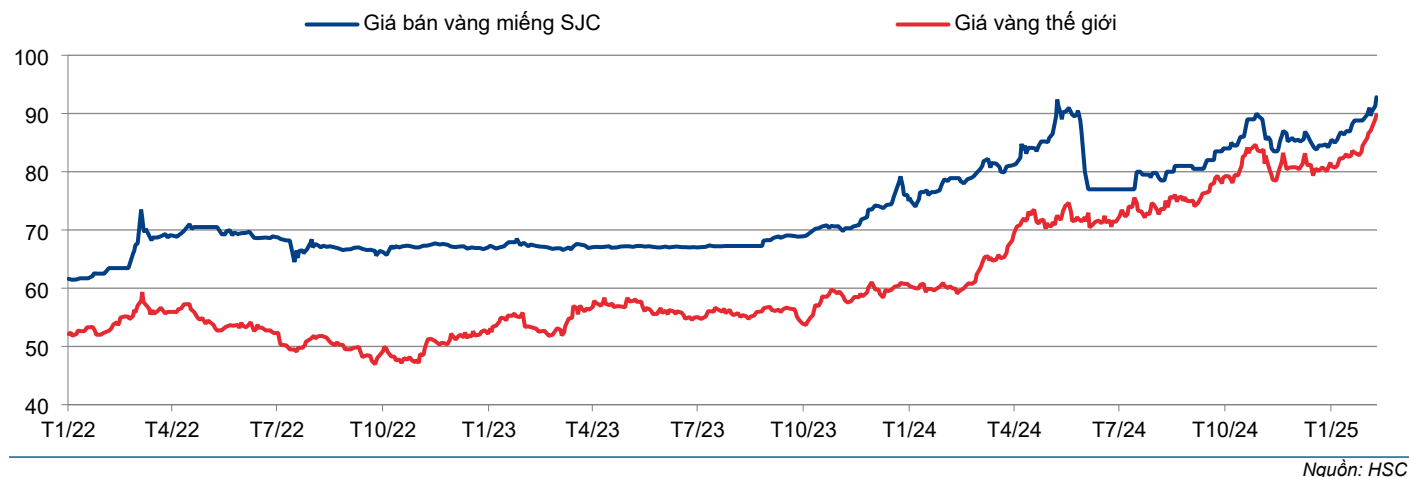
Giá vàng đã tăng mạnh kể từ giữa tháng 12 và đạt mức cao mới 2.917 USD/oz trong bối cảnh nhu cầu đối với các tài sản trú ẩn an toàn tăng lên sau căng thẳng thương mại và bất ổn kinh tế. Tổng thống Mỹ Donald Trump vừa áp thuế 25% (chưa quyết định ngày có hiệu lực) đối với tất cả các loại thép và nhôm nhập khẩu vào Mỹ, báo

hiệu các mức thuế trả đũa mới. Rủi ro địa chính trị cũng gia tăng khi Hamas ngừng thả con tin Israel, với lý do cáo buộc Israel vi phạm lệnh ngừng bắn ở Gaza, làm tăng nguy cơ xung đột mới.

PNJ, với tư cách là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức, sẽ tiếp tục đối mặt với những thách thức từ việc giá vàng nguyên liệu tăng.

Biểu đồ 4: Giá vàng thế giới so với giá vàng miếng SJC

Giá vàng miếng SJC đã và đang được giao dịch sát với giá vàng thế giới



PNJ có thể sẽ tập trung vào phát triển và quảng bá các sản phẩm có hàm lượng vàng thấp hơn

Để bảo vệ tỷ suất lợi nhuận trong bối cảnh giá vàng nguyên liệu đang tăng và sức mua chung chưa tăng mạnh, PNJ đã quyết định phát triển và quảng bá các sản phẩm có hàm lượng vàng thấp hơn, với giá thành thấp hơn và tỷ suất lợi nhuận tốt hơn so với các sản phẩm có hàm lượng vàng cao.

Trong ngành trang sức vàng, sản phẩm được phân thành 4 loại dựa trên hàm lượng vàng:

- Vàng 24k là vàng có độ tinh khiết 99,9%.
- Vàng 18k được làm từ 75% vàng và 25% hợp kim. Vàng 18k là lựa chọn phổ biến trong các thiết kế hiện đại.
- Vàng 14k chứa 58% vàng nguyên chất và 42% hợp kim.
- Vàng 10k chỉ có 41,7% được làm từ vàng nguyên chất.

Theo chiến lược mới, PNJ sẽ tăng cường sản xuất và bán các sản phẩm vàng 18k, 14k và 10k.

Biểu đồ 5 cho thấy tỷ lệ giá vốn vàng/giá bán của các sản phẩm có thiết kế tương tự nhau nhưng được làm từ các loại vàng khác nhau. HSC nhận thấy các sản phẩm có hàm lượng vàng thấp hơn sẽ có tỷ lệ giá vốn vàng/giá bán thấp hơn. Với chiến lược này, HSC kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ có thể đi ngang so với cùng kỳ trong bối cảnh áp lực từ giá vàng tăng.

Về phía doanh thu, thị phần giành được và khách hàng mới tiếp tục là động lực tăng trưởng cho PNJ. HSC tin rằng PNJ sẽ tiếp tục giành được khách hàng mới từ các cửa hàng truyền thống trong bối cảnh các cửa hàng này đang gặp khó khăn do các động thái kiểm soát giá vàng của NHNN.

Bảng 5: Giá & giá vốn vàng của một số sản phẩm, PNJ

Các sản vàng với hàm lượng thấp hơn có tỷ lệ giá vốn vàng/ giá bán thấp hơn

Sản phẩm	Loại vàng	Hàm lượng vàng bên trong (phân)	Giá vốn vàng (triệu đồng, dựa trên giá chào mua, tính đến ngày 11/2)	Giá bán (triệu đồng)	Giá vốn vàng/ Giá bán
	24k	10.73	9.43	13.17	71.6%
	18k	7.30	4.77	7.33	65.1%
	14k	7.13	3.60	5.62	64.1%
	10k	4.99	1.76	3.13	56.2%

Nguồn: HSC

Dự báo mới: Lợi nhuận thuần tăng trưởng 15% cho năm 2025 và 13% cho năm 2026

Do KQKD năm 2024 thấp hơn dự báo, HSC điều chỉnh giảm 9-12% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026, dựa trên việc điều chỉnh giảm 7-8% doanh thu thuần. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần đạt 2.424 tỷ đồng trong năm 2025 và 2.743 tỷ đồng trong năm 2026, với mức tăng trưởng lần lượt là 15% và 13%. Doanh thu thuần dự báo đạt 33.867 tỷ đồng trong năm 2025, giảm 10% và 36.345 tỷ đồng trong năm 2026, tăng trưởng 7%.

- HSC điều chỉnh giảm 4-6% doanh thu bán lẻ nhưng vẫn kỳ vọng mức tăng trưởng 13% trong năm 2025 và 9% trong năm 2026. HSC giả định số lượng cửa hàng sẽ tăng thêm 30 cửa hàng mỗi năm.
- HSC cũng điều chỉnh giảm đáng kể 18% doanh thu vàng 24k mỗi năm. Trong bối cảnh nguồn cung vàng có thể tiếp tục hạn chế và giá vàng tăng mạnh, PNJ có xu hướng cắt giảm sản xuất và tiêu thụ vàng 24k để tiết kiệm nguyên liệu cho sản xuất trang sức.
- Do tỷ trọng doanh thu vàng 24k trong tổng doanh thu giảm, HSC ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ cải thiện lên mức 21,7% trong năm 2025 và 22,1% trong năm 2026, so với mức 17,6% trong năm 2024. Chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ đi ngang ở mức 29,4%.

HSC đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 3.100 tỷ đồng (tăng trưởng 13%), với doanh thu thuần đạt 39.114 tỷ đồng (tăng trưởng 8%).

Chúng tôi tóm tắt những điều chỉnh dự báo trong Bảng 6-9.

Bảng 6: Dự báo cũ & mới, PNJ

HSC điều chỉnh giảm 10-12% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ	2024	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024				
Doanh thu thuần	38,343	37,823	-1.4%	14.1%
Lợi nhuận thuần	2,196	2,115	-3.7%	7.3%
2025F				
Doanh thu thuần	36,366	33,876	-6.8%	-10.4%
Lợi nhuận thuần	2,690	2,424	-9.9%	14.6%
2026F				
Doanh thu thuần	39,592	36,345	-8.2%	7.3%
Lợi nhuận thuần	3,105	2,743	-11.7%	13.2%
2027F – Dự báo lần đầu				
Doanh thu thuần	-	39,114	-	7.6%
Lợi nhuận thuần	-	3,100	-	13.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Dự báo doanh thu thuần cũ và mới, PNJ

HSC điều chỉnh giảm 4-6% dự báo doanh thu mảng bán lẻ

Tỷ đồng	2024		2025F		2026F		2027F
	Cũ	Thực tế	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Lần đầu
Bán lẻ	22,280	21,801	25,389	24,357	28,392	26,628	29,189
Tăng trưởng	16.9%	14.4%	14.0%	11.7%	11.8%	9.3%	9.6%
Điều chỉnh	-	-2.1%	-	-4.1%	-	-6.2%	-
Bán buôn	3,874	3,869	4,261	4,256	4,432	4,427	4,604
Tăng trưởng	35.0%	34.8%	10.0%	10.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Điều chỉnh	-	-0.1%	-	-0.1%	-	4.0%	-
Vàng 24k	11,228	11,530	5,614	4,612	5,614	4,612	4,612
Tăng trưởng	10.0%	13.1%	-50.0%	-60.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh	-	2.7%	-	-17.9%	-	-17.9%	-
Mảng khác	1,052	623	1,102	650	1,154	679	709
Tăng trưởng	4.8%	-38.9%	4.7%	4.4%	4.8%	4.4%	4.4%
Điều chỉnh	-	-40.8%	-	-41.0%	-	-41.2%	-
Tổng	38,434	37,823	36,366	33,876	39,592	36,345	39,114
Tăng trưởng	16.0%	14.1%	-5.4%	-10.4%	11.8%	7.3%	7.6%
Điều chỉnh	-	-1.7%	-	-6.8%	-	-8.2%	-

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 8: Đóng góp vào doanh thu thuần theo mảng kinh doanh, PNJ

Đóng góp từ mảng vàng 24k sẽ giảm trong giai đoạn 2025-2027

	2024	2025F	2026F	2027F
Bán lẻ	57.6%	71.9%	78.6%	86.2%
Bán buôn	10.2%	12.6%	13.1%	13.6%
Vàng 24k	30.5%	13.6%	12.7%	11.8%
Mảng khác	1.6%	1.9%	2.0%	2.1%

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 9: Dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp, PNJ

Tổng tỷ suất lợi nhuận sẽ cải thiện khi đóng góp từ mảng vàng 24k giảm dần qua các năm

	2024	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.6%	21.7%	22.1%	22.5%

Nguồn: HSC ước tính

Giảm 8% giá mục tiêu nhưng duy trì khuyến nghị Mua vào

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, HSC giảm 8% giá mục tiêu xuống 120.500đ (từ 130.200đ). Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 27%, tương đương P/E dự phóng năm 2025 là 17,7 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PNJ.

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá PNJ. Chúng tôi tiếp tục sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro chung của HSC là 4,0%, beta là 0,97, phần bù rủi ro vốn CSH là 7,5% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3,0%. Theo đó, giả định WACC giữ nguyên ở mức 10,6%.

Chúng tôi tóm tắt tính toán FCFF, mô hình DCF và giả định WACC trong Bảng 10-12. 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 13.

Bảng 10: Dự báo dòng tiền tự do của doanh nghiệp, PNJ

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận thuần	2,424	2,743	3,100	3,489	3,872
+ Khấu hao	93	101	110	120	131
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	75	74	79	85	91
- Thay đổi vốn lưu động	(457)	(528)	(589)	(595)	(635)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(94)	(102)	(111)	(121)	(132)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	2,041	2,288	2,590	2,979	3,328

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Định giá, PNJ

Giá mục tiêu là 120.500đ

Tỷ đồng	Giá trị
Giá trị dài hạn (với tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%)	48,266
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	32,224
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	8,426
Giá trị của doanh nghiệp	40,651
Nợ (cuối năm 2025)	2,993
Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn (cuối 2025)	3,059
Giá trị của vốn CSH	40,716
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	338
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	120,497

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 12: Tính toán WACC, PNN

WACC là 10,6%

	Giá trị
Tỷ trọng của 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 13: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, PNJ

Kịch bản cơ sở của chúng tôi 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%	121,913	115,333	109,443	104,139	99,339
	2.5%	128,586	121,198	114,630	108,754	103,466
	3.0%	136,252	127,879	120,497	113,940	108,077
	3.5%	145,148	135,561	127,187	119,810	113,262
	4.0%	155,598	144,486	134,886	126,509	119,137

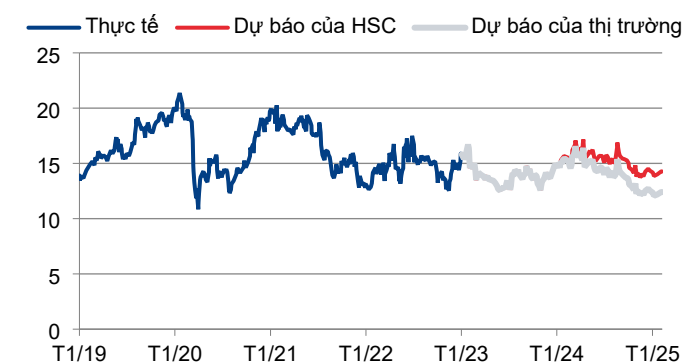
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 3 tháng qua, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, thấp hơn 11% (0,9 độ lệch chuẩn) so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 15,3 lần (Biểu đồ 14-15). PNJ cũng đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 là 14 lần, như thường lệ cao hơn nhiều so với bình quân của các công ty cùng ngành ở mức 9,1 lần (Bảng 16).

Biểu đồ 14: P/E trượt dự phóng 1 năm, PNJ

Dựa trên ước tính của HSC, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần



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

Biểu đồ 15: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, PNJ

...thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 15,5 lần



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

Bảng 16: So sánh các công ty cùng ngành, PNJ

PNJ đang giao dịch với P/E năm 2025 là 14 lần, cao hơn nhiều so với các công ty cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2025
Chow Tai Fook Jewelry Group Ltd	1929:HK	18,319	11.1
Lao Feng Xiang CO. LTD - A	600612:CH	2,887	6.3
Chow Sang Sang Holdings	0116: HK	1,880	5.4
Guangdong CHJ Industry	002345:CH	780	11.4
Chow Tai Seng Jewelry Co Ltd	002867:CH	3,177	11.2
Bình quân		5,409	9.1
PNJ		1,303	14.0

Nguồn: Bloomberg, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	33,137	37,823	33,876	36,345	39,114
Lợi nhuận gộp	6,059	6,672	7,360	8,032	8,789
Chi phí BH&QL	(3,529)	(4,002)	(4,269)	(4,541)	(4,839)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,529	2,670	3,091	3,491	3,950
Lãi vay thuần	(40.0)	(2.60)	(55.0)	0	0.00
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(0.12)	(16.6)	23.6	(27.6)	(35.7)
LNTT	2,489	2,651	3,060	3,463	3,915
Chi phí thuế TNDN	(518)	(537)	(636)	(720)	(814)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,971	2,115	2,424	2,743	3,100
Lợi nhuận thuần ĐC	1,971	2,115	2,424	2,743	3,100
EBITDA ĐC	2,610	2,751	3,185	3,592	4,061
EPS (đồng)	5,584	5,702	6,814	7,712	8,717
EPS ĐC (đồng)	5,584	5,702	6,814	7,712	8,717
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,001	2,002	2,003
Sig CP bình quân (triệu đv)	328	338	338	338	338
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	328	338	338	338	338
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	328	338	338	338	338

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	896	1,123	1,559	2,727	4,706
Đầu tư ngắn hạn	810	1,020	1,500	2,000	2,000
Phải thu khách hàng	217	401	388	414	442
Hàng tồn kho	10,941	13,013	13,258	13,874	14,556
Các tài sản ngắn hạn khác	95.9	133	113	121	129
Tổng tài sản ngắn hạn	12,960	15,691	16,818	19,135	21,833
TSCĐ hữu hình	256	248	249	250	251
TSCĐ vô hình	626	609	608	608	608
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	3.98	3.98	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	583	655	805	921	1,040
Tổng tài sản dài hạn	1,470	1,516	1,663	1,779	1,899
Tổng cộng tài sản	14,430	17,207	18,480	20,914	23,733
Nợ ngắn hạn	2,384	3,342	2,993	3,211	3,456
Phải trả người bán	255	624	249	266	285
Nợ ngắn hạn khác	1,418	1,338	1,453	1,564	1,685
Tổng nợ ngắn hạn	4,614	5,940	5,336	5,754	6,218
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	0.18	0.18	0.18	0.18
Tổng nợ dài hạn	0.22	0.18	0.18	0.18	0.18
Tổng nợ phải trả	4,623	5,950	5,346	5,764	6,228
Vốn chủ sở hữu	9,807	11,257	13,134	15,149	17,504
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	9,807	11,257	13,134	15,149	17,504
Tổng nợ phải trả và VCSH	14,430	17,207	18,480	20,914	23,733
BVPS (đ)	29,891	33,314	38,870	44,834	51,802
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,488	2,219	1,434	484	(1,251)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,529	2,670	3,091	3,491	3,950
Khấu hao	(81.1)	(80.8)	(93.3)	(101)	(110)
Lãi vay thuần	(40.0)	(2.60)	(55.0)	0	0.00
Thuế TNDN đã nộp	(466)	(556)	(636)	(720)	(814)
Thay đổi vốn lưu động	(420)	(2,056)	(483)	(512)	(570)
Khác	(181)	(35.4)	(147)	(153)	(179)
LCT thuần từ HKKD	1,503	100	1,863	2,207	2,497
Đầu tư TS dài hạn	(82.0)	(90.4)	(93.8)	(102)	(111)
Góp vốn & đầu tư	(3.98)	0	0	0	0
Thanh lý	1.08	0.00	0	0	0
Khác	(492)	(138)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(577)	(228)	(93.8)	(102)	(111)
Cổ tức trả cho CSH	(611)	(672)	(672)	(672)	(672)
Thu từ phát hành CP	0	67.2	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(299)	957	(349)	218	245
Khác	0	0	(312)	(483)	20.0
LCT thuần từ HĐTC	(909)	353	(1,333)	(937)	(407)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	880	896	1,123	1,559	2,727
LCT thuần trong kỳ	16.6	225	436	1,168	1,979
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	1.60	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	896	1,123	1,559	2,727	4,706
Dòng tiền tự do	1,421	9.91	1,769	2,105	2,386

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	18.3	17.6	21.7	22.1	22.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.88	7.27	9.40	9.88	10.4
Tỷ suất LNT (%)	5.95	5.59	7.15	7.55	7.93
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.8	20.2	20.8	20.8	20.8
Tăng trưởng doanh thu (%)	(2.18)	14.1	(10.4)	7.29	7.62
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	4.23	5.39	15.8	12.8	13.0
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	8.88	7.26	14.6	13.2	13.0
Tăng trưởng EPS (%)	5.22	2.10	19.5	13.2	13.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	5.22	2.10	19.5	13.2	13.0
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0.05	0.05	0.05
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	35.8	35.1	29.4	26.0	23.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	21.6	20.1	19.9	19.4	19.0
ROACE (%)	27.7	25.3	25.3	24.7	24.2
Vòng quay tài sản (lần)	2.39	2.39	1.90	1.85	1.75
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.59	0.04	0.60	0.63	0.63
Số ngày tồn kho	147	152	183	179	175
Số ngày phải thu	2.93	4.70	5.34	5.33	5.32
Số ngày phải trả	3.43	7.31	3.43	3.43	3.43
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	17.3	21.4	12.6	4.74	(5.71)
Nợ/tài sản (%)	18.0	20.5	17.4	16.5	15.6
EBIT/lãi vay (lần)	63.2	1,026	56.2	nm	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.99	1.28	1.01	0.96	0.91
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.81	2.64	3.15	3.33	3.51
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.99	0.91	0.99	0.90	0.79
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.5	12.5	10.5	9.07	7.60
P/E (lần)	17.0	16.7	13.9	12.3	10.9
P/E ĐC (lần)	17.0	16.7	13.9	12.3	10.9
P/B (lần)	3.18	2.85	2.44	2.12	1.83
Lợi suất cổ tức (%)	2.11	2.11	2.11	2.11	2.11

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