

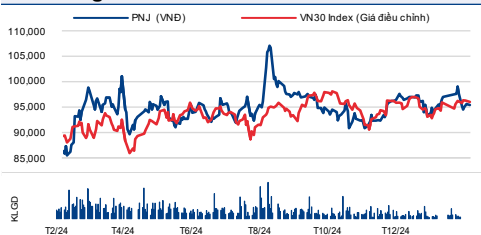
Mua vào

Giá mục tiêu: VNĐ120,500

Tiềm năng tăng/giảm: 26.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/2/2025)	95,400
Mã Bloomberg	PNJ VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	85,518-107,091
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	95,333
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	32,236
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,265
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	C.T.N Dung, gia đình (14.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-24A	12-25F	12-26F
DT thuần (tỷ đồng)	37,823	33,876	36,345
EBITDA đc (tỷ đồng)	2,751	3,185	3,592
LNTT (tỷ đồng)	2,651	3,060	3,463
LNT ĐC (tỷ đồng)	2,115	2,424	2,743
FCF (tỷ đồng)	9,91	1,769	2,105
EPS ĐC (đồng)	5,702	6,814	7,712
DPS (đồng)	2,000	2,001	2,002
BVPS (đồng)	33,314	38,870	44,834
T.trưởng EBITDA (%)	5.39	15.8	12.8
T.trưởng EPS ĐC (%)	2.10	19.5	13.2
Tăng trưởng DPS (%)	0	0.05	0.05
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.27	9.40	9.88
Tỷ suất LNTT (%)	7.01	9.03	9.53
Tỷ suất LNT ĐC (%)	5.59	7.15	7.55
Tỷ lệ LN trả CT (%)	35.1	29.4	26.0
Nợ thuần/VCSH (%)	21.4	12.6	4.74
ROAE (%)	20.1	19.9	19.4
ROACE (%)	25.3	25.3	24.7
EV/doanh thu (lần)	0.91	0.99	0.90
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.5	10.6	9.11
P/E ĐC (lần)	16.7	14.0	12.4
P/B (lần)	2.86	2.45	2.13
Lợi suất cổ tức (%)	2.10	2.10	2.10

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

Buổi họp với chuyên viên phân tích: “Tăng trưởng tốt dù thị trường chung còn chậm”

- BLĐ lưu ý rằng nhu cầu trang sức nói chung vẫn chậm. Trong kịch bản tích cực nhất, nhu cầu sẽ phục hồi trong Q3/2025, trong khi tình trạng thiếu hụt nguồn cung vàng vẫn là một thách thức.
- PNJ đang hoạt động tốt hơn so với toàn ngành, với doanh thu vào ngày Thần tài và Lễ tình nhân đạt mức cao kỷ lục. Công ty đặt mục tiêu mở 12-25 cửa hàng mới trong năm 2025 và ra mắt các sản phẩm thuộc dòng sản phẩm phong cách sống ngoài trang sức trong Q2/2025.
- BLĐ kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ sẽ ổn định trong bối cảnh giá vàng tăng sau nỗ lực tối ưu hóa và sắp xếp lại cơ cấu sản phẩm. PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 15,5 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 120.500đ.

Sự kiện: Buổi họp với chuyên viên phân tích

Vào ngày 17/1/2021, PNJ đã tổ chức buổi họp với các chuyên viên phân tích với những điểm chính sau:

Nhu cầu ngành chưa phục hồi

Theo BLĐ, nhu cầu trang sức nói chung vẫn chưa phục hồi. BLĐ đã tiến hành phân tích kịch bản trong đó kịch bản tích cực nhất dự kiến nhu cầu sẽ phục hồi trong Q3/2025, trong khi kịch bản tiêu cực nhất dự kiến sự phục hồi sẽ chỉ bắt đầu từ Q4/2025.

PNJ tiếp tục vượt trội so với ngành

Một điểm sáng là PNJ đang hoạt động tốt hơn so với toàn ngành. Doanh thu của PNJ vào những dịp quan trọng nhất của Q1, ngày Thần tài (7/2) và Lễ tình nhân (14/2), đã đạt mức cao kỷ lục mới. Đặc biệt, doanh thu vào Lễ tình nhân cao hơn khoảng 20% so với kỷ lục trước đó được thiết lập vào năm 2023.

Trong tất cả các khu vực kinh doanh của PNJ, miền Bắc có mức tăng trưởng nhanh nhất nhờ tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ hơn và thị phần tăng đáng kể. Công ty đã thu hút một lượng lớn khách hàng mới trong suốt năm 2024 và từ đầu năm 2025 đến nay, với mức độ nhận diện thương hiệu ngày càng cao ở khu vực này.

Tình trạng thiếu hụt nguồn cung vàng vẫn là một thách thức

Tình trạng thiếu hụt nguồn cung vàng vẫn là một thách thức đối với toàn ngành nói chung và PNJ nói riêng. Để đối phó với vấn đề này, PNJ đã tăng cường mua lại sản phẩm từ chính khách hàng của mình và tăng cường nhập khẩu thành phẩm được sản xuất bởi các đối tác nước ngoài. Các hoạt động này đã giúp PNJ duy trì tăng trưởng doanh thu vững chắc trong bối cảnh Chính phủ kiểm soát chặt chẽ nguồn cung vàng.

Mở 12-25 cửa hàng mới trong năm 2025 và giới thiệu mặt hàng mới trong Q2/2025

Trong năm 2025, PNJ đặt mục tiêu mở 12-25 cửa hàng mới, thấp hơn so với giá định 30 cửa hàng mới của HSC. Công ty cũng sẽ giới thiệu dòng sản phẩm phong cách sống (không phải trang sức) trong Q2/2025. Đồng thời, PNJ cũng có kế hoạch đẩy mạnh doanh thu mảng trang sức nam (dưới thương hiệu Mancode ra mắt vào Q4/2024).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/2.

(Xem tiếp trang 2)

Tỷ suất lợi nhuận gộp tổng thể sẽ mở rộng do đóng góp của vàng 24k trong doanh thu giảm

BLĐ kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp tổng thể sẽ mở rộng do đóng góp của các sản phẩm vàng 24k vào cơ cấu doanh thu giảm xuống. Việc giảm sản xuất vàng 24k cũng là để cung cấp nhiều nguyên liệu vàng hơn cho sản xuất trang sức.

Để bảo vệ tỷ suất lợi nhuận, PNJ liên tục đẩy mạnh tối ưu hóa hoạt động và sắp xếp lại danh mục sản phẩm theo hướng các sản phẩm có hàm lượng vàng thấp. Trên thực tế, kể từ khi các giải pháp này được triển khai, tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ trong tháng 12/2024 đã cải thiện đáng kể (đạt mức 33% so với 30% trong tháng 12/2023 và 28% trong tháng 11/2024, theo ước tính của HSC).

BLĐ tin tưởng vào triển vọng dài hạn tích cực của ngành

BLĐ cho biết PNJ đã chiếm được thị phần đáng kể trong những năm gần đây nhưng không tiết lộ số liệu cụ thể. Về dài hạn, PNJ kỳ vọng thu nhập khả dụng của người Việt Nam sẽ tăng lên, thúc đẩy nhu cầu trang sức lớn hơn. Theo đó, PNJ có kế hoạch tiếp tục đầu tư vào mở rộng hệ thống cửa hàng, nâng cấp các sản phẩm của mình và nâng cao năng lực sản xuất để củng cố vị thế dẫn đầu trong một ngành có tiềm năng tăng trưởng đáng kể.

Duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 120.500đ

Cho năm 2025, HSC dự báo doanh thu thuần đạt 33.876 tỷ đồng (giảm 10%) và lợi nhuận thuần đạt 2.423 tỷ đồng (tăng trưởng 15%). HSC ước tính doanh thu mảng bán lẻ sẽ tăng trưởng 12% trong khi doanh thu vàng 24k sẽ giảm mạnh 60%.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 120.500đ. PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, thấp hơn 11% hay 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 15,5 lần.

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)	12.6	12.5	10.6	9.11	7.63
P/E (lần)	17.1	16.7	14.0	12.4	10.9
P/E ĐC (lần)	17.1	16.7	14.0	12.4	10.9
P/B (lần)	3.19	2.86	2.45	2.13	1.84
Lợi suất cổ tức (%)	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10

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