

Tăng tỷ trọng

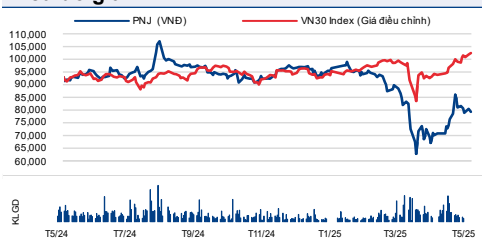
Giá mục tiêu: VNĐ85,300

Tiềm năng tăng/giảm: 7.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/5/2025)	79,300
Mã Bloomberg	PNJ VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	62,800-107,091
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	80,033
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	26,796
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,032
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	31,549	33,506
EBITDA đc (tỷ đồng)	2,751	2,575	2,917
LNTT (tỷ đồng)	2,651	2,448	2,783
LNT ĐC (tỷ đồng)	2,113	1,951	2,219
FCF (tỷ đồng)	(7.22)	1,169	1,814
EPS ĐC (đồng)	5,697	5,485	6,237
DPS (đồng)	2,000	2,001	2,002
BVPS (đồng)	33,309	37,537	42,026
T.trưởng EBITDA (%)	5.39	(6.39)	13.3
T.trưởng EPS ĐC (%)	2.01	(3.71)	13.7
Tăng trưởng DPS (%)	0	0.05	0.05
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.27	8.16	8.71
Tỷ suất LNTT (%)	7.01	7.76	8.31
Tỷ suất LNT ĐC (%)	5.59	6.18	6.62
Tỷ lệ LN trả CT (%)	35.1	36.5	32.1
Nợ thuần/VCSH (%)	21.4	16.7	10.5
ROAE (%)	20.1	16.3	16.5
ROACE (%)	25.3	20.7	20.9
EV/doanh thu (lần)	0.77	0.91	0.84
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.5	11.2	9.64
P/E ĐC (lần)	13.9	14.5	12.7
P/B (lần)	2.38	2.11	1.89
Lợi suất cổ tức (%)	2.52	2.52	2.52

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

Chính phủ yêu cầu bỏ độc quyền vàng miếng

- Tổng Bí thư Tô Lâm chỉ đạo xoá bỏ độc quyền trong sản xuất vàng miếng tại Việt Nam.
- Những điểm sửa đổi bao gồm: chấm dứt sự độc quyền của Nhà nước trong hoạt động sản xuất vàng, cho phép nhập khẩu vàng, và tăng cường tính minh bạch thông qua sàn giao dịch quốc gia và đánh thuế giao dịch vàng, đồng thời hỗ trợ phát triển ngành trang sức.
- Trong dài hạn, PNJ có vị thế tốt để hưởng lợi từ những sửa đổi này mặc dù vẫn còn áp lực lợi nhuận trong ngắn hạn do ảnh hưởng từ giá vàng thế giới tăng cao.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu là 85.300đ.

Sự kiện: Chấm dứt độc quyền vàng miếng

Ngày 28/5/2025, Tổng Bí thư Tô Lâm chỉ đạo chấm dứt sự độc quyền của Nhà nước trong hoạt động sản xuất vàng miếng tại Việt Nam. Mặc dù, Nhà nước sẽ tiếp tục giám sát thị trường, các doanh nghiệp đủ điều kiện sẽ được phép tham gia sản xuất vàng miếng. Mục đích của việc cải cách này nhằm thúc đẩy sự cạnh tranh công bằng, đa dạng hóa nguồn cung và ổn định giá vàng trong nước. Những nội dung chính như sau:

- Chấm dứt tình trạng độc quyền của Nhà nước trong sản xuất vàng miếng, cho phép các doanh nghiệp đủ điều kiện tham gia dưới sự giám sát của Nhà nước nhằm đa dạng hóa nguồn cung và ổn định giá vàng.
- Sửa đổi Nghị định 24/2012 theo mô hình thị trường có kiểm soát để phù hợp hơn với thị trường vàng thế giới.
- Khuyến khích nhập khẩu vàng có quản lý nhằm tăng nguồn cung, thu hẹp chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới, đồng thời ngăn chặn tình trạng buôn lậu.
- Phát triển ngành công nghiệp trang sức vàng thông qua việc chuyển đổi vàng tích trữ thành các sản phẩm có giá trị cao, đồng thời định hình Việt Nam trở thành trung tâm sản xuất và xuất khẩu trang sức vàng chất lượng cao.
- Thành lập sàn giao dịch vàng quốc gia nhằm nâng cao tính minh bạch và hiệu quả hoạt động của thị trường.
- Đánh thuế giao dịch vàng nhằm cải thiện tính minh bạch, nâng cao hiệu quả giám sát thị trường và hạn chế hoạt động đầu cơ.

PNJ có vị thế tốt để hưởng lợi trong dài hạn

Là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức, PNJ đang có vị thế tốt để hưởng lợi khi những cải cách này được áp dụng. Việc thu hẹp chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới cùng với việc cho phép nhập khẩu vàng (dù có hạn ngạch) sẽ giúp giảm áp lực về nguồn nguyên liệu và hỗ trợ ổn định tỷ suất lợi nhuận gộp.

Bên cạnh đó, với việc tiếp cận nguồn nguyên liệu thô dễ dàng hơn, PNJ có thể mở rộng hoạt động xuất khẩu trang sức, lĩnh vực hiện tạo ra khoảng 10 triệu USD mỗi năm.

Ngoài ra, kinh doanh vàng miếng không phải là HĐKD cốt lõi của PNJ do mảng này có tỷ suất lợi nhuận thấp. Mặc dù tác động trực tiếp đến lợi nhuận có thể hạn chế, nhưng việc kinh doanh vàng miếng có thể tăng lượng khách hàng đến các cửa hàng bán lẻ của PNJ, từ đó hỗ trợ doanh thu nói chung.

Nhưng vẫn còn áp lực trong ngắn hạn

Trong ngắn hạn, HSC cho rằng áp lực vẫn còn do giá vàng thế giới ở mức cao - do bất ổn kinh tế toàn cầu - tiếp tục tạo áp lực lên tỷ suất lợi nhuận gộp. Do đó, chúng tôi vẫn giữ quan điểm về lợi nhuận thuần kém tích cực trong năm nay. Dự báo hiện tại cho thấy lợi nhuận thuần giảm 8%.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu là 85.300đ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/5.

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	31,549	33,506	35,863
Lợi nhuận gộp	6,059	6,674	6,632	7,252	7,870
Chi phí BH&QL	(3,529)	(4,003)	(4,150)	(4,437)	(4,775)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,529	2,670	2,482	2,816	3,094
Lãi vay thuần	(40.0)	(2.60)	(57.4)	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	(32.1)	(37.1)
LNTT	2,489	2,651	2,448	2,783	3,057
Chi phí thuế TNDN	(518)	(538)	(497)	(565)	(621)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,971	2,113	1,951	2,219	2,437
Lợi nhuận thuần ĐC	1,971	2,113	1,951	2,219	2,437
EBITDA ĐC	2,610	2,751	2,575	2,917	3,205
EPS (đồng)	5,584	5,697	5,485	6,237	6,851
EPS ĐC (đồng)	5,584	5,697	5,485	6,237	6,851
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	1,191	2,028	3,418
Đầu tư ngắn hạn	810	1,020	1,500	2,000	2,000
Phải thu khách hàng	217	401	364	384	409
Hàng tồn kho	10,941	13,015	13,455	13,914	14,389
Các tài sản ngắn hạn khác	95.9	133	106	112	119
Tổng tài sản ngắn hạn	12,960	15,693	16,616	18,438	20,335
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	654	697	801	909
Tổng tài sản dài hạn	1,470	1,515	1,554	1,659	1,768
Tổng cộng tài sản	14,430	17,208	18,171	20,097	22,103
Nợ ngắn hạn	2,384	3,342	3,155	3,351	3,407
Phải trả người bán	255	624	499	526	561
Nợ ngắn hạn khác	1,418	1,339	1,251	1,371	1,503
Tổng nợ ngắn hạn	4,614	5,942	5,476	5,886	6,167
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	5,952	5,487	5,896	6,178
Vốn chủ sở hữu	9,807	11,255	12,684	14,201	15,925
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	9,807	11,255	12,684	14,201	15,925
Tổng nợ phải trả và VCSH	14,430	17,208	18,171	20,097	22,103
BVPS (đ)	29,891	33,309	37,537	42,026	47,129
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,488	2,219	1,964	1,323	(11.4)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,529	2,670	2,482	2,816	3,094
Khấu hao	(81.1)	(80.8)	(93.3)	(101)	(110)
Lãi vay thuần	(40.0)	(2.60)	(57.4)	0	0.00
Thuế TNDN đã nộp	(466)	(555)	(497)	(565)	(621)
Thay đổi vốn lưu động	(420)	(2,118)	(668)	(323)	(335)
Khác	(181)	8.29	(90.1)	(113)	(128)
LCT thuần từ HKKD	1,503	83.2	1,262	1,916	2,121
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)	(121)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(577)	(211)	(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	(187)	196	56.4
Khác	0	0	(242)	(502)	(3.96)
LCT thuần từ HĐTC	(909)	353	(1,100)	(978)	(619)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	880	896	1,123	1,191	2,028
LCT thuần trong kỳ	16.6	225	68.3	837	1,391
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	1.60	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	896	1,123	1,191	2,028	3,418
Dòng tiền tự do	1,421	(7.22)	1,169	1,814	2,010

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	21.0	21.6	21.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.88	7.27	8.16	8.71	8.94
Tỷ suất LNT (%)	5.95	5.59	6.18	6.62	6.79
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.8	20.3	20.3	20.3	20.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	(2.18)	14.1	(16.6)	6.20	7.03
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	4.23	5.39	(6.39)	13.3	9.86
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	8.88	7.17	(7.66)	13.7	9.84
Tăng trưởng EPS (%)	5.22	2.01	(3.71)	13.7	9.84
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	5.22	2.01	(3.71)	13.7	9.84
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0.05	0.05	0.05
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	35.8	35.1	36.5	32.1	29.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	21.6	20.1	16.3	16.5	16.2
ROACE (%)	27.7	25.3	20.7	20.9	20.5
Vòng quay tài sản (lần)	2.39	2.39	1.78	1.75	1.70
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.59	0.03	0.51	0.68	0.69
Số ngày tồn kho	147	153	197	193	188
Số ngày phải thu	2.93	4.70	5.34	5.34	5.33
Số ngày phải trả	3.43	7.32	7.32	7.32	7.32
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	17.3	21.4	16.7	10.5	1.05
Nợ/tài sản (%)	18.0	20.5	18.2	17.5	16.2
EBIT/lãi vay (lần)	63.2	1,026	43.2	nm	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.99	1.28	1.29	1.21	1.12
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.81	2.64	3.03	3.13	3.30
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.83	0.77	0.91	0.84	0.75
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.5	10.5	11.2	9.64	8.36
P/E (lần)	14.2	13.9	14.5	12.7	11.6
P/E ĐC (lần)	14.2	13.9	14.5	12.7	11.6
P/B (lần)	2.65	2.38	2.11	1.89	1.68
Lợi suất cổ tức (%)	2.52	2.52	2.52	2.52	2.53

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