

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

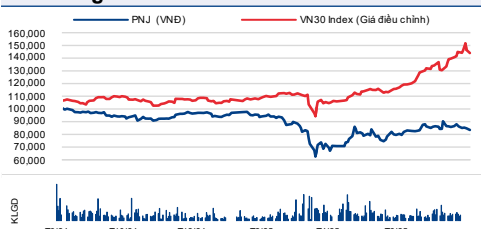
Giá mục tiêu: VNĐ97,000 (từ VNĐ85,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 16.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (25/8/2025)	83,500
Mã Bloomberg	PNJ VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	62,800-100,918
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	84,633
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	28,215
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,073
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	(3.36)	5.70	(21.7)
So với chỉ số	(9.52)	(16.5)	(42.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	5,967	5,937	0.5
2026F	6,708	6,838	(1.9)
2027F	7,457	7,999	(6.8)

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

Tăng giá mục tiêu nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PNJ nhưng tăng 14% giá mục tiêu lên 97.000đ, với tiềm năng tăng giá 16%.
- Lợi nhuận thuần Q2/2025 cao hơn 7% so với dự báo của chúng tôi nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp mảng bán lẻ cải thiện. Theo đó, chúng tôi tăng 8-9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, mặc dù vẫn lưu ý rằng giá vàng cao vẫn là yếu tố quan ngại. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 8%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 3 tháng qua, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,9 lần, thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn (hoặc 14%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 15 lần.

Sự kiện: Cập nhật sau khi công bố KQKD Q2/2025

Lợi nhuận thuần Q2/2025 của PNJ đạt 442 tỷ đồng, tăng 3% so với cùng kỳ, cao hơn 7% so với kỳ vọng của chúng tôi nhờ sự cải thiện của tỷ suất lợi nhuận gộp mảng bán lẻ. Đáng lưu ý, doanh thu thuần trong quý giảm 20% so với cùng kỳ xuống 7.582 tỷ đồng, chủ yếu do doanh thu vàng 24K giảm mạnh trong bối cảnh thiếu hụt nguyên liệu thô.

Cụ thể, chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp mảng bán lẻ đã cải thiện lên khoảng 32% (so với mức khoảng 30% trong Q2/2024), cao hơn kỳ vọng của HSC ở mức khoảng 29%. Đại diện Công ty cho biết, giá trị thu hồi từ hoạt động tái chế các sản phẩm được mua lại có cải thiện so với năm trước, thúc đẩy tỷ suất lợi nhuận gộp mảng bán lẻ.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Mặc dù giá vàng cao vẫn là một yếu tố bất lợi, HSC điều chỉnh tăng 8-9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 để phản ánh sự cải thiện của tỷ suất lợi nhuận gộp mảng bán lẻ, được hỗ trợ bởi sự cải thiện của giá trị thu hồi từ hoạt động tái chế các sản phẩm được mua lại. Dự báo lợi nhuận thuần mới cho giai đoạn 2025-2027 – thấp hơn một chút so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận tăng trưởng 0,4% trong năm 2025, 12% trong năm 2026 và 11% trong năm 2027 (tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 8%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 3 tháng qua, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,9 lần (theo ước tính của chúng tôi), thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn (hoặc 14%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 15 lần. Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2026 của PNJ ở mức 12,5 lần, thấp hơn 8% so với bình quân của các công ty cùng ngành.

HSC tăng 14% giá mục tiêu đối với PNJ lên 97.000đ, với tiềm năng tăng giá 16% và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. Chúng tôi cho rằng Công ty vẫn có triển vọng tích cực trong dài hạn. Nếu dự thảo sửa đổi Nghị định 24 về kinh doanh vàng được thông qua, PNJ sẽ là đơn vị hưởng lợi. Là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức hàng đầu, PNJ dường như có đủ điều kiện để được cấp giấy phép nhập khẩu vàng. Điều này sẽ giúp cải thiện khả năng tiếp cận nguồn nguyên liệu thô nhằm đảm bảo tính ổn định trong sản xuất và hỗ trợ cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp trong dài hạn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,610	2,751	2,796 ▲	3,130 ▲	3,465 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,971	2,113	2,122 ▲	2,386 ▲	2,652 ▲
EPS ĐC (đồng)	5,584	5,697	5,967 ▲	6,708 ▲	7,457 ▲
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,001	2,002	2,003
BVPS (đồng)	29,891	33,309	38,019	42,978	48,687
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.1	11.1	10.6	9.22	7.88
P/E ĐC (lần)	15.0	14.7	14.0	12.4	11.2
Lợi suất cổ tức (%)	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40
P/B (lần)	2.79	2.51	2.20	1.94	1.72
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	5.22	2.01	4.74	12.4	11.2
ROAE (%)	21.6	20.1	17.6	17.4	17.1

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

Tăng 14% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Lợi nhuận thuần Q2/2025 của PNJ cao hơn 7% so với kỳ vọng của HSC nhờ sự cải thiện của tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ, trong khi doanh thu thuần sát với kỳ vọng. Mặc dù giá vàng cao vẫn là trở ngại, HSC điều chỉnh tăng 8-9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 để phản ánh sự cải thiện trong tỷ suất lợi nhuận gộp mảng bán lẻ, nhờ cải thiện giá trị thu hồi từ hoạt động tái chế sản phẩm mua lại. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng lần lượt 0,4%, 12%, và 11% trong năm 2025, 2026, và 2027. Chúng tôi tăng 14% giá mục tiêu lên 97.000đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 16%.

KQKD Q2/2025: Vượt dự báo, nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện

PNJ công bố lợi nhuận thuần Q2/2025 đạt 442 tỷ đồng, tăng 3% so với cùng kỳ. Trong khi đó, doanh thu thuần giảm 20% so với cùng kỳ xuống 7.582 tỷ đồng, chủ yếu do doanh thu vàng 24K giảm mạnh trong bối cảnh thiếu hụt nguyên liệu thô. Doanh thu bán lẻ tăng 4,6%, doanh thu bán buôn tăng 5%, trong khi doanh thu vàng 24k giảm mạnh 42% so với cùng kỳ.

Mặc dù doanh thu thuần sát với dự báo, lợi nhuận thuần cao hơn 7% so với dự báo ở mức 415 tỷ đồng nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ cải thiện. Chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ đã cải thiện lên khoảng 32% (so với mức khoảng 30% trong Q2/2024 và Q1/2025), cao hơn kỳ vọng của HSC ở mức khoảng 29%. Đại diện Công ty cho biết, giá trị thu hồi từ hoạt động tái chế các sản phẩm được mua lại có cải thiện so với năm trước, thúc đẩy tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ.

Tính chung 6 tháng đầu năm 2025, doanh thu thuần giảm 22% so với cùng kỳ đạt 17.218 tỷ đồng và lợi nhuận thuần giảm 4% so với cùng kỳ đạt 1.119 tỷ đồng, hoàn thành 57% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi.

Phân tích bối cảnh toàn ngành

Ngắn hạn: Bất chấp áp lực từ giá vàng, tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn kỳ vọng sẽ thúc đẩy việc tăng dự báo lợi nhuận

Giá vàng thế giới vẫn duy trì ở mức cao khoảng 3.300-3.400 USD/ounce kể từ tháng 5/2025. Giá vàng trong nước bám sát theo giá vàng thế giới, với mức chênh lệch còn khá lớn (Biểu đồ 1-2). Trong báo cáo mới nhất, các tổ chức toàn cầu dự báo giá vàng sẽ neo ở mức cao trong năm 2025 và 2026 (Bảng 3). Do đó, chúng tôi cho rằng PNJ vẫn phải đối mặt với áp lực từ giá nguyên liệu cao.

Tuy nhiên, nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q2/2025 cao hơn kỳ vọng nhờ giá trị thu hồi từ hoạt động tái chế sản phẩm mua lại có cải thiện so với năm trước như đã thảo luận ở phần trên, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp mảng bán lẻ năm 2025 sẽ cao hơn dự báo trước đó. Theo đó, chúng tôi tăng giá định tỷ suất lợi nhuận gộp mảng bán lẻ.

Hình 1: Giá vàng thế giới

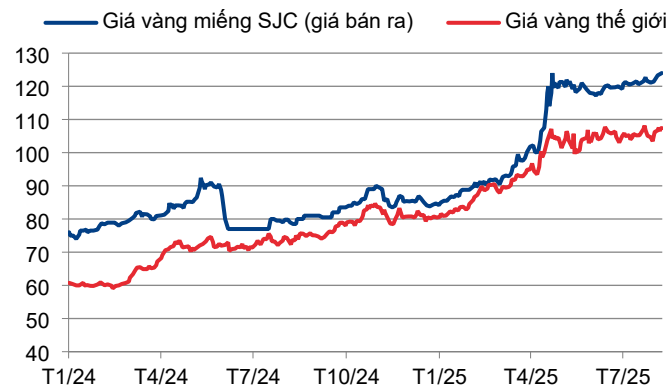
Giá vàng thế giới duy trì ở mức cao



Nguồn: Trading Economics

Biểu đồ 2: Giá vàng miếng SJC* (triệu đồng/lượng)

Giá vàng miếng SJC vẫn duy trì khoảng cách đáng kể với giá vàng thế giới



Ghi chú: * Công ty Vàng bạc Đá quý Sài Gòn (doanh nghiệp tư nhân, chưa niêm yết).

Nguồn: HSC collects

Bảng 3: Dự báo giá vàng thế giới

Nhiều tổ chức dự báo giá vàng sẽ duy trì ở mức cao trong nửa cuối năm 2025 và năm 2026

Nguồn	Dự báo giá vàng	Ngày đưa ra dự báo
UBS	3.500 USD vào cuối năm 2025, 3.700 USD vào cuối năm 2026	19-8-25
Goldman Sachs	3.700 USD vào cuối năm 2025	T5-25
Investing Haven	3.500 USD trong năm 2025 và 3.900 USD trong năm 2026	4-8-25
HSBC	Bình quân 3.125 USD trong năm 2025 và 2026	1-7-25
J.P. Morgan	Bình quân 3.675 USD vào Q4/2025, trên 4.000 USD vào giữa năm 2026	T6-25
Citigroup	3.300 – 3.600 USD trong nửa cuối năm 2025	3-8-25

Nguồn: HSC ước tính

Dài hạn: PNJ sẽ hưởng lợi từ các chính sách sửa đổi

Dự thảo Nghị định sửa đổi Nghị định 24 đề xuất bỏ độc quyền sản xuất vàng miếng và cho phép các doanh nghiệp và tổ chức tín dụng được cấp phép sản xuất vàng miếng. Dự thảo đề xuất NHNN cấp giấy phép cho một số doanh nghiệp, tổ chức tín dụng đáp ứng điều kiện nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất vàng miếng, vàng trang sức mỹ nghệ hoặc bán lại cho các nhà sản xuất được cấp phép. Các sửa đổi được đề xuất là một bước quan trọng hướng đến sự tự do và tính ổn định của thị trường vàng trong nước, đồng thời hỗ trợ ngành trang sức.

Các doanh nghiệp có thể được NHNN cấp phép sản xuất vàng miếng nếu đáp ứng các điều kiện như sau: (a) có giấy phép kinh vàng; (b) có vốn điều lệ từ 1.000 tỷ đồng trở lên; (c) không bị xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực kinh doanh mua, bán vàng miếng; và (d) có quy trình nội bộ về sản xuất vàng miếng.

Chúng tôi giữ nguyên quan điểm rằng PNJ, nhà sản xuất và bán lẻ trang sức hàng đầu, sẽ là một trong số các doanh nghiệp đủ điều kiện được cấp phép nhập khẩu vàng. Với việc tiếp cận nguồn nguyên liệu dễ dàng hơn, hoạt động sản xuất của Công ty sẽ ổn định, từ đó duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp trong dài hạn. Ngoài ra, với việc tiếp cận nguyên liệu được cải thiện, PNJ có thể mở rộng HKKD xuất khẩu trang sức. Doanh thu xuất khẩu hàng năm của Công ty ở mức 10 triệu USD, đóng góp 8% vào tổng doanh thu.

Tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 để phản ánh biên lợi nhuận gộp tốt hơn kỳ vọng

HSC điều chỉnh tăng 8-9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 sau khi điều chỉnh tăng dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp mảng bán lẻ. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần đạt lần lượt 2.122 tỷ đồng (tăng trưởng 0,4%), 2.386 tỷ đồng (tăng trưởng 12%), và 2.652 tỷ đồng (tăng trưởng 11%) trong năm 2025, 2026, và 2027. Trong khi đó, chúng tôi tăng 5-6% dự báo doanh thu thuần sau khi điều chỉnh tăng doanh thu vàng 24K, dựa trên mức doanh thu cao hơn kỳ vọng trong 6 tháng đầu năm 2025.

Chi tiết về các dự báo được trình bày trong Bảng 4-6.

Bảng 4: Điều chỉnh dự báo cho giai đoạn 2025-2027, PNJ

HSC điều chỉnh tăng 7-8% dự báo lợi nhuận thuần

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu thuần	31,549	33,431	6.0%	-11.6%
Lợi nhuận thuần	1,951	2,122	8.8%	0.4%
2026F				
Doanh thu thuần	33,506	35,357	5.5%	5.8%
Lợi nhuận thuần	2,219	2,386	7.5%	12.4%
2027F				
Doanh thu thuần	35,863	37,680	5.1%	6.6%
Lợi nhuận thuần	2,437	2,652	8.8%	11.2%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 5: Dự báo doanh thu thuần theo mảng kinh doanh, PNJ

HSC nâng dự báo cho mảng vàng 24k trong khi giữ nguyên phần lớn dự báo cho mảng bán lẻ & bán buôn

Tỷ đồng	2024	2025F		2026F		2027F	
		Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Bán lẻ	21,801	22,990	22,958	24,741	24,706	26,883	26,844
Tăng trưởng	14.4%	5.5%	5.3%	7.6%	7.6%	8.7%	8.7%
Điều chỉnh			-0.1%		-0.1%		-0.1%
Bán buôn	3,869	4,450	4,450	4,628	4,628	4,813	4,813
Tăng trưởng	34.8%	15.0%	15.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Điều chỉnh			0.0%		0.0%		0.0%
Vàng 24k	11,530	3,459	5,650	3,459	5,650	3,459	5,650
Tăng trưởng	13.1%	-70.0%	-51.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh			63.3%		63.3%		63.3%
Màng khác	622	650	373	678	373	708	373
Tăng trưởng	-38.9%	4.4%	-40.0%	4.4%	0.0%	4.4%	0.0%
Điều chỉnh			-42.5%		-45.0%		-47.3%
Tổng	33,431	31,549	33,431	33,506	35,357	35,863	37,680
Tăng trưởng	14.1%	-17.6%	0.0%	6.2%	5.8%	7.1%	6.6%
Điều chỉnh			6.0%		5.5%		5.1%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: Dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp, PNJ

Chúng tôi điều chỉnh tăng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp mảng bán lẻ

	2024	2025F		2026F		2027F	
		Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.6%	21.0%	20.7%	21.6%	21.2%	21.9%	21.6%
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng bán lẻ	29.4%	28.0%	29.5%	28.5%	29.8%	28.5%	29.8%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Dự báo 6 tháng cuối năm 2025, PNJ

HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng 6% trong 6 tháng cuối năm 2025

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	6T đầu 2024	6T đầu 2025	% so với cùng kỳ	6T cuối 2024	6T cuối 2025	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	9,519	7,582	-20.3%	22,113	17,218	-22.1%	15,710	16,213	3.2%
Giá vốn hàng bán	(8,037)	(5,948)	-26.0%	(18,482)	(13,536)	-26.8%	(12,667)	(12,978)	2.5%
Lợi nhuận gộp	1,481	1,634	10.3%	3,630	3,682	1.4%	3,043	3,235	6.3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15.6%	21.6%		16.4%	21.4%		19.4%	20.0%	
Lỗ tài chính	(6)	(22)	280.2%	(16)	(22)	38.4%	(2)	(19)	650.0%
Chi phí BH&QL	(938)	(1,059)	12.8%	(2,141)	(2,258)	5.5%	(1,862)	(1,956)	5.0%
Chi phí BH&QL/Doanh thu	0	0		0	0		11.9%	12.1%	
Lợi nhuận HĐ	537	553	2.9%	1,474	1,402	-4.8%	1,179	1,261	7.0%
LNTT	533	552	3.5%	1,469	1,406	-4.3%	1,182	1,257	6.3%
Lợi nhuận thuần	429	442	3.0%	1,167	1,119	-4.1%	946	1,003	6.0%

Nguồn: HSC ước tính

Nửa cuối năm 2025: HSC kỳ vọng lợi nhuận sẽ tăng 6% so với cùng kỳ, với Q3/2025 tăng mạnh hơn nhờ so với mức nền thấp trong Q3/2024

Dựa trên tất cả các giả định mới cho năm 2025, HSC dự báo lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2025 đạt 1.000 tỷ đồng (tăng trưởng 6%), trên doanh thu thuần 16.521 tỷ đồng (tăng trưởng 5%). Trong đó, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần Q3/2025 tăng lần lượt 3% và 18% so với cùng kỳ đạt 7.306 tỷ đồng và 255 tỷ đồng.

Trong Q3/2024, lợi nhuận thuần của PNJ giảm 15% so với cùng kỳ mặc dù doanh thu bán lẻ tăng mạnh 20%. Lợi nhuận giảm chủ yếu do chi phí không thường xuyên từ việc trích lập dự phòng khoảng 195 tỷ đồng, ghi nhận trong giá vốn hàng bán, gây áp lực đáng kể lên lợi nhuận. Chúng tôi kỳ vọng sẽ không có khoản chi phí này trong Q3/2025.

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, nhưng tăng 14% giá mục tiêu

Sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận, HSC tăng 14% giá mục tiêu lên 97.000đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá 16% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2026 là 14,5 lần.

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá cổ phiếu PNJ, Giả định WACC được giữ nguyên ở mức 11,7%. Chúng tôi tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro chung 4% cũng như phần bù rủi ro vốn CSH chung 8,75%, và hệ số beta 1 lần. Giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn được giữ nguyên ở mức 3%.

Bảng 8: Giá mục tiêu giữa năm 2026, PNJ

Giá mục tiêu là 97.000đ/cp

Tỷ đồng	Giá trị
Giá trị dài hạn (với tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%)	36,873
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	25,057
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	7,008
Giá trị của doanh nghiệp	32,065
Nợ	3,439
Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	4,153
Giá trị của vốn CSH	32,779
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	338
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	97,007

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Tính toán WACC, PNJ

WACC là 11,7%

	Giá trị
Tỷ trọng vốn CSH	90%
Beta	1.0
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	12.5%
Tỷ trọng nợ	10%
Chi phí nợ	6.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.8%
WACC	11.7%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, PNJ

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận thuần	2,122	2,386	2,652	2,903	3,166
+ Khấu hao	93	101	110	120	131
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	80	82	85	87	91
- Thay đổi vốn lưu động	(263)	(331)	(352)	(367)	(378)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(94)	(102)	(111)	(121)	(132)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	1,938	2,137	2,385	2,623	2,878

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, PNJ

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và 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%	97,861	93,413	89,377	85,699	82,334
	2.5%	102,357	97,430	92,985	88,955	85,284
	3.0%	107,428	101,933	97,007	92,565	88,540
	3.5%	113,191	107,016	101,518	96,592	92,153
	4.0%	119,800	112,798	106,614	101,112	96,186

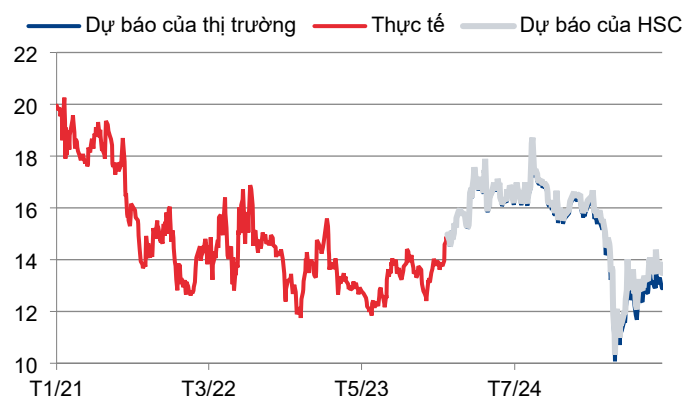
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 3 tháng qua, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,9 lần (theo ước tính của chúng tôi), thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn (hoặc 14%) so với mức bình quân 15 lần (tính từ tháng 1/2021) (Biểu đồ 12-13). Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2026 của PNJ ở mức 12,5 lần, thấp hơn 8% so với bình quân của các công ty cùng ngành (Bảng 14).

Biểu đồ 12: P/E trượt dự phóng 1 năm, PNJ

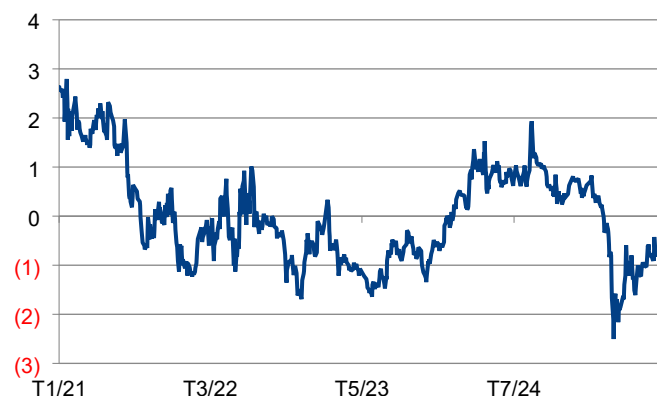
PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,9 lần (dựa trên ước tính của chúng tôi) ...



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021.
Nguồn: HSC, Bloomberg

Biểu đồ 13: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, PNJ

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



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021.
Nguồn: HSC, Bloomberg

Bảng 14: So sánh các công ty cùng ngành, PNJ

PNJ đang giao dịch với chiết khấu 8% so với các công ty cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2025	P/E 2026
Chow Tai Fook Jewelry Group Ltd	1929:HK	18,319	17.5	15.8
Lao Feng Xiang CO. LTD - A	600612:CH	2,887	8.1	7.4
Chow Sang Sang Holdings	0116: HK	1,880	9.4	8.2
Guangdong CHJ Industry	002345:CH	780	30.1	25.3
Chow Tai Seng Jewelry Co Ltd	002867:CH	3,177	13.3	11.2
Bình quân		5,409	15.7	13.6
PNJ		1,128	14.0	12.5

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

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	33,431	35,357	37,680
Lợi nhuận gộp	6,059	6,674	6,917	7,508	8,147
Chi phí BH&QL	(3,529)	(4,003)	(4,214)	(4,479)	(4,792)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,529	2,670	2,703	3,029	3,355
Lãi vay thuần	(40.0)	(2.60)	(40.3)	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)	0	(35.2)	(26.7)
LNTT	2,489	2,651	2,663	2,994	3,328
Chi phí thuế TNDN	(518)	(538)	(541)	(608)	(675)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,971	2,113	2,122	2,386	2,652
Lợi nhuận thuần ĐC	1,971	2,113	2,122	2,386	2,652
EBITDA ĐC	2,610	2,751	2,796	3,130	3,465
EPS (đồng)	5,584	5,697	5,967	6,708	7,457
EPS ĐC (đồng)	5,584	5,697	5,967	6,708	7,457
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	1,902	2,904	4,492
Đầu tư ngắn hạn	810	1,020	1,500	2,000	2,000
Phải thu khách hàng	217	401	384	403	427
Hàng tồn kho	10,941	13,015	13,124	13,576	14,058
Các tài sản ngắn hạn khác	95.9	133	113	119	126
Tổng tài sản ngắn hạn	12,960	15,693	17,024	19,002	21,103
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	710	814	922
Tổng tài sản dài hạn	1,470	1,515	1,568	1,672	1,781
Tổng cộng tài sản	14,430	17,208	18,592	20,675	22,884
Nợ ngắn hạn	2,384	3,342	3,343	3,536	3,580
Phải trả người bán	255	624	531	558	592
Nợ ngắn hạn khác	1,418	1,339	1,243	1,365	1,500
Tổng nợ ngắn hạn	4,614	5,942	5,734	6,142	6,442
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	5,745	6,152	6,433
Vốn chủ sở hữu	9,807	11,255	12,847	14,523	16,452
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	9,807	11,255	12,847	14,523	16,452
Tổng nợ phải trả và VCSH	14,430	17,208	18,592	20,675	22,884
BVPS (đ)	29,891	33,309	38,019	42,978	48,687
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,488	2,219	1,441	632	(912)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,529	2,670	2,703	3,029	3,355
Khấu hao	(81.1)	(80.8)	(93.3)	(101)	(110)
Lãi vay thuần	(40.0)	(2.60)	(40.3)	0	0.00
Thuế TNDN đã nộp	(466)	(555)	(541)	(608)	(675)
Thay đổi vốn lưu động	(420)	(2,118)	(293)	(318)	(336)
Khác	(181)	8.29	(126)	(116)	(117)
LCT thuần từ HKKD	1,503	83.2	1,797	2,089	2,336
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	1.60	193	43.9
Khác	0	0	(253)	(506)	(9.71)
LCT thuần từ HĐTC	(909)	353	(923)	(985)	(637)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	880	896	1,123	1,902	2,904
LCT thuần trong kỳ	16.6	225	780	1,002	1,588
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	1.60	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	896	1,123	1,902	2,904	4,492
Dòng tiền tự do	1,421	(7.22)	1,703	1,987	2,225

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	20.7	21.2	21.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.88	7.27	8.36	8.85	9.20
Tỷ suất LNT (%)	5.95	5.59	6.35	6.75	7.04
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.8	20.3	20.3	20.3	20.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	(2.18)	14.1	(11.6)	5.76	6.57
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	4.23	5.39	1.65	11.9	10.7
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	8.88	7.17	0.45	12.4	11.2
Tăng trưởng EPS (%)	5.22	2.01	4.74	12.4	11.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	5.22	2.01	4.74	12.4	11.2
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0.05	0.05	0.05
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	35.8	35.1	33.5	29.8	26.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	21.6	20.1	17.6	17.4	17.1
ROACE (%)	27.7	25.3	22.4	22.1	21.6
Vòng quay tài sản (lần)	2.39	2.39	1.87	1.80	1.73
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.59	0.03	0.66	0.69	0.70
Số ngày tồn kho	147	153	181	178	174
Số ngày phải thu	2.93	4.70	5.28	5.29	5.28
Số ngày phải trả	3.43	7.32	7.32	7.32	7.32
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	17.3	21.4	12.5	5.56	(4.41)
Nợ/tài sản (%)	18.0	20.5	18.9	18.0	16.5
EBIT/lãi vay (lần)	63.2	1,026	67.1	nm	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.99	1.28	1.25	1.19	1.09
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.81	2.64	2.97	3.09	3.29
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.87	0.80	0.89	0.82	0.72
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.1	11.1	10.6	9.22	7.88
P/E (lần)	15.0	14.7	14.0	12.4	11.2
P/E ĐC (lần)	15.0	14.7	14.0	12.4	11.2
P/B (lần)	2.79	2.51	2.20	1.94	1.72
Lợi suất cổ tức (%)	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40

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