

CTCP vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Khả quan (Duy trì)

Hàng tiêu dùng

Giá hiện tại	VND108.000
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND108.000/VND72.000
Giá mục tiêu	VND126.700
Giá mục tiêu trước đó	VND114.400
Consensus	13,0%
Tiềm năng tăng giá	17,3%
Tỷ suất cổ tức	1,7%
Tổng tỷ suất sinh lời	19,1%

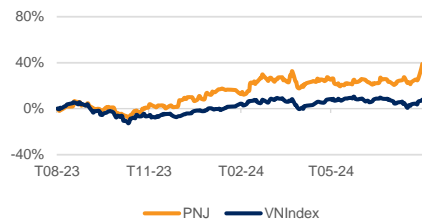
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (tr USD)	1.405
GTGDQB 3 tháng (tr USD)	4,7
Sở hữu NN (tr USD)	0,0
Số CP lưu hành (tr)	328
Số CP sau pha loãng (tr)	328

	PNJ	Ngành	VNI
P/E trượt	16,0x	19,0x	13,5x
P/B hiện tại	3,0x	2,5x	1,7x
ROA	14,7%	7,8%	1,3%
ROE	20,4%	16,5%	4,8%

* dữ liệu ngày 20/8/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
PNJ	12,9	10,9	37,6
Tương quan VNIndex	12,3	11,3	29,6

Cơ cấu sở hữu

Vietnam Enterprise Investments	3,0%
Cao Thị Ngọc Dung	2,8%
Khác	94,2%

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập từ năm 1988, với hơn 30 năm phát triển, PNJ đã trở thành công ty dẫn đầu thị trường trang sức bán lẻ có thương hiệu tại Việt Nam với các mặt hàng có chất lượng cao, kiểu dáng đa dạng.

Chuyên viên phân tích:



Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

Biên LN gộp cải thiện trong nửa cuối năm 2024

- Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với tiềm năng tăng giá 17,3%. Giá mục tiêu tăng 10,8% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 13,1% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu thay đổi do điều chỉnh EPS năm 2024-25.
- PNJ đang giao dịch ở mức P/E là 16,0 lần, vẫn hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng của DN.

Tiêu điểm tài chính

- Doanh thu 6T24 tăng 34,4% svck nhờ tăng trưởng tích cực tại tất cả các mảng. Tuy nhiên, biên LN gộp giảm 2,5 điểm % svck trong nửa đầu năm do tỷ trọng doanh thu vàng 24K trong tổng doanh thu tăng.
- Chúng tôi kì vọng biên LN gộp tăng 1,0 điểm % trong nửa cuối năm 2024 nhờ tỷ trọng mảng vàng 24K giảm và chi phí nguyên liệu đầu vào trong mảng bán lẻ hạ nhiệt.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2024 tăng mạnh 12,1% svck.

Lưu ý đầu tư

Tiềm năng tăng trưởng dài hạn trong bối cảnh thị trường trang sức mở rộng

Chúng tôi cho rằng sự phát triển của tầng lớp trung - thượng lưu cùng với thị trường trang sức Việt Nam dự kiến tăng trưởng kép 4,6% trong giai đoạn 2024-32 sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng chi tiêu cho hàng xa xỉ. PNJ có lợi thế tốt để đón đầu xu hướng này nhờ 1) công ty tiếp tục mở thêm 35/30 cửa hàng mới trong năm 2024-25; 2) tăng cường độ nhận diện thương hiệu; 3) năng lực vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành về thiết kế, sản xuất và triển khai hoạt động marketing.

Biên LN gộp cải thiện trong nửa cuối năm 2024

Chúng tôi cho rằng biên LN gộp giảm trong 6T24 do đóng góp cao hơn từ DT vàng 24K. Chúng tôi dự phóng biên LN gộp tăng 1,0 điểm % trong nửa cuối năm so với 6T24 nhờ 1) tỷ trọng DT vàng 24K trên tổng DT giảm do giá vàng nội địa dự kiến duy trì ở mức ổn định dẫn đến nhu cầu giao dịch vàng hạ nhiệt; 2) chi phí nguyên vật liệu trong mảng bán lẻ giảm.

DT tăng nhanh hơn chi phí nhờ các biện pháp quản lý hiệu quả

Mặc dù doanh thu tăng trưởng mạnh và nhiều hoạt động marketing được triển khai trong 6T24, PNJ vẫn ghi nhận tỷ lệ chi phí BH&QLDN/DT giảm 0,7 điểm % svck, điều này cho thấy doanh nghiệp vẫn đang kiểm soát tốt chi phí hoạt động. Chúng tôi kì vọng PNJ sẽ tiếp tục tối ưu hoá chi phí từ đó hỗ trợ LN ròng tăng trưởng ổn định 12,2%/13,6% svck trong năm 2024-25.

Thị trường vàng dự kiến bình ổn trong nửa cuối năm 2024

Trong bối cảnh giá vàng tăng, NHNN đã quyết định bán vàng trực tiếp thông qua 4 NHTM Nhà nước và công ty SJC. Nhờ đó, giá vàng trong nước giảm 13,3% sv tháng trước vào T6/24 và chúng tôi kì vọng giá vàng sẽ ổn định trong nửa cuối năm.

Trong khi đó, giá cổ phiếu PNJ đi ngang trong T6-T7/24 (hình 14) trong khi giá vàng SJC giảm 10% sv mức trung bình của T5/24. Giá cổ phiếu sau đó tăng 8% vào đầu T8/24 khi giá bán SJC tăng 2,5%. Chúng tôi nhận thấy có mối tương quan giữa giá cổ phiếu và giá vàng trong nước. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng giá vàng trong nước tăng sẽ không có nhiều tác động tích cực đến KQKD của công ty trong bối cảnh biên lợi nhuận mảng bán lẻ bị ảnh hưởng do chi phí đầu vào vàng cao.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT thuần	(2,2%)	22,1%	5,6%	8,6%
Tăng trưởng EPS	(18,4%)	10,0%	13,6%	13,6%
Biên lợi nhuận gộp	18,3%	16,9%	17,7%	18,0%
Biên LN ròng	5,9%	5,5%	5,9%	6,2%
P/E (x)	16,2	14,5	12,9	11,4
Rolling P/B (x)	2,2	1,8	1,6	1,3
ROAE	21,6%	20,3%	18,9%	17,9%
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	15,2%	11,5%	5,8%	(3,7%)

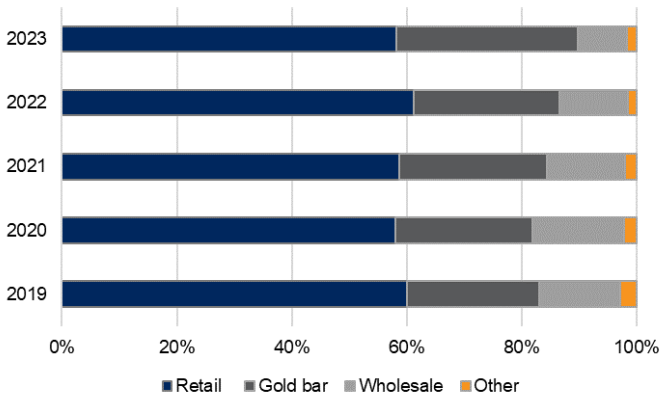
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập từ năm 1988, với hơn 30 năm phát triển, PNJ đã trở thành công ty dẫn đầu thị trường trang sức bán lẻ có thương hiệu tại Việt Nam với các mặt hàng có chất lượng cao, kiểu dáng đa dạng.

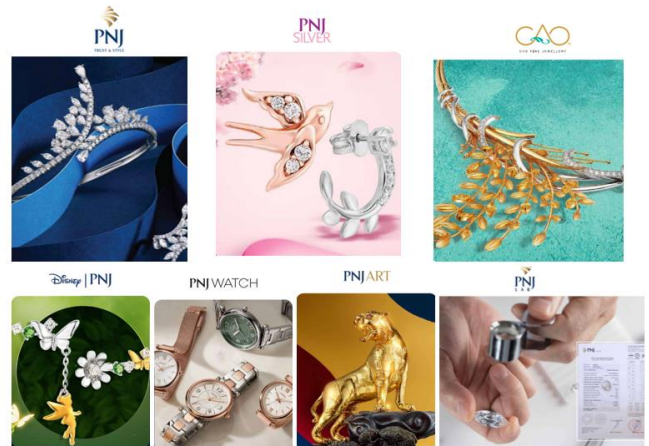
- PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ, cung cấp ra thị trường các sản phẩm trang sức bao gồm trang sức vàng, bạc, kim cương (chiếm khoảng 62% tổng doanh thu). Ngoài ra, công ty còn kinh doanh vàng 24K (chiếm 25,3% doanh thu) và gia công trang sức cho các khách hàng lớn trong nước (chiếm 12% tổng doanh thu).
- So với các doanh nghiệp cùng ngành, PNJ có lợi thế cạnh tranh lớn về năng lực sản xuất khi sở hữu 2 nhà máy ở Gò Vấp và Long Hậu (tổng công suất hơn 4 triệu sản phẩm/năm) với hơn 1.000 nghệ nhân và thợ kim hoàn.
- Tính đến 2023, công ty sở hữu hệ thống bán lẻ rộng khắp cả nước với hơn 400 cửa hàng không ngừng được mở rộng và nâng cấp, hệ thống bán hàng Omnichannel thông qua website và ứng dụng di động mang đến cho khách hàng trải nghiệm toàn diện với các chương trình khuyến mãi và chăm sóc khách hàng được làm mới thường xuyên.
- PNJ sở hữu đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm, nhiệt tình và năng động, đã đồng hành cùng công ty trong suốt 30 năm qua. Hiện tại, công ty đang chiếm lĩnh hơn 55% thị phần trang sức với lượng lớn khách hàng thuộc phân khúc trung đến cao cấp.

Hình 1: Doanh thu của PNJ theo từng mảng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: Danh mục sản phẩm đa dạng của PNJ



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tóm tắt KQKD: Lợi nhuận tăng trưởng tích cực

Hình 3: KQKD Q2/24 và 6T24

Tỷ đồng	Q2/24	% svck	6T24	% svck	2024	6T24/2024	6T23/2023
Doanh thu	9.519	41,9%	22.113	34,4%	36.760	60,2%	49,7%
Bán lẻ	4.586	17,0%	10.946	14,7%	21.360	51,2%	49,8%
Kinh doanh vàng 24K	4.013	103,6%	9.177	81,6%	11.702	78,4%	48,4%
Bán sỉ	868	40,0%	1.813	21,0%	2.901	62,5%	52,7%
Lợi nhuận gộp	1.481	21,5%	3.630	16,7%	6.814	53,3%	51,3%
Chi phí BH&QLDN	938	21,5%	2.141	25,4%	4.024	53,2%	48,4%
LN ròng	429	28,4%	1.167	7,8%	2.184	53,4%	54,9%
Biên LN gộp	15,6%	-2,6đ %	16,4%	-2,5đ %	18,5%	-2,1đ %	0,6đ %
CPBH&QLDN/DT	9,9%	-1,7đ %	9,7%	-0,7đ %	10,9%	-1,3đ %	-0,3đ %
Biên LN ròng	4,5%	-0,5đ %	5,3%	-1,3đ %	5,9%	-0,7đ %	0,6đ %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu ghi nhận tăng trưởng 2 chữ số

Trong Q2/24, PNJ ước tính DT tăng trưởng 41,9% svck lên 9.519 tỷ đồng nhờ tăng trưởng tích cực tại tất cả các mảng kinh doanh:

- DT mảng bán lẻ tăng 17% svck lên 4.586 tỷ đồng nhờ 1) ra mắt bộ sưu tập mới như “Tiny Pearl” và “INSIDE OUT 2”, 2) chiến lược tiếp thị hiệu quả 3) thu hút khách hàng mới và tăng tỷ lệ khách hàng quay trở lại.
- Doanh số bán vàng 24K tăng mạnh 103,6% svck lên 4.013 tỷ đồng do nhu cầu giao dịch vàng tăng. Chúng tôi ước tính sản lượng vàng bán tăng 53,8% svck và giá bán tăng 20% svck trong Q2/24.
- Doanh thu mảng bán sỉ tăng 40% svck lên 868 tỷ đồng do tiêu dùng phục hồi tại phân khúc trang sức được gia công cho khách hàng bán buôn trong nước – các cửa hàng trang sức không có thương hiệu.

Biên lợi nhuận gộp giảm trong bối cảnh giá vàng trong nước tăng

LN gộp Q2/24 tăng 21,5% svck lên 1.481 tỷ đồng. Tuy nhiên, biên LN gộp giảm 2,6 điểm % xuống 15,6%, nguyên nhân chủ yếu do 1) giá vàng nội địa biến động mạnh (+23,8% svck trong Q2/24) và 2) đóng góp cao hơn từ mảng kinh doanh vàng 24K (có biên LN gộp thấp).

Chúng tôi nhận thấy giá vàng trong nước đang hạ nhiệt sau chính sách của chính phủ. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá vàng trong nước sẽ ổn định trong nửa cuối 2024, điều này giúp biên LN gộp của PNJ được cải thiện.

Lợi nhuận ròng tăng trưởng trở lại vào Q2 sau khi đi ngang trong Q1/24

Chúng tôi ước tính chi phí BH&QLDN tăng 25,4% svck do DN triển khai nhiều chiến lược tiếp thị và chương trình bán hàng hiệu quả. Tỷ lệ chi phí BH&QLDN giảm 0,7 điểm % svck trong Q2/24 do đó LN ròng tăng 28,4% svck lên 429 tỷ đồng.

Hình 4: Bảng cân đối kế toán Q2/24

Tỷ đồng	Q2/24	Q1/24	Q4/23	Q3/23	Q2/23
Tiền mặt	1.544	1.762	1.706	1.475	1.499
Số ngày phải thu	1	1	1	1	1
Số ngày tồn kho	108	88	116	156	164
Số ngày phải trả	4	3	2	4	7
Chi phí tài sản cố định	(15)	(5)	(24)	(21)	(12)
Khấu hao	20,5	20	20	20	18
Tài sản cố định	863	867	883	878	878
Nợ / vốn chủ sở hữu	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2024-25

Thay đổi dự phóng 2024-25

Hình 5: Điều chỉnh dự phóng giai đoạn 2024-25

Tỷ đồng	2023	Cũ		Mới				Chú thích
		2024	2025	2024	% svck	2025	% svck	
Doanh thu thuần	33.137	36.760	39.237	40.450	22,1%	42.695	5,6%	
Mãng bán lẻ	19.181	21.360	23.341	21.888	14,1%	24.394	11,4%	
Mãng vàng 24K	10.440	11.702	11.904	14.747	41,3%	14.183	-3,8%	Chúng tôi nâng dự phóng doanh thu bán vàng 24K/cửa hàng lên 26/19,1% trong 2024-25 so với dự phóng trước đó. Trong tháng 6, doanh thu từ bán vàng 24K của PNJ đã giảm 58,6% so với tháng trước sau khi Ngân hàng Nhà nước bán vàng trực tiếp thông qua bốn ngân hàng thương mại Nhà nước và Công ty Vàng Bạc Đá Quý Sài Gòn – SJC. Động thái can thiệp này dẫn đến sự sụt giảm cả về giá vàng và nhu cầu giao dịch vàng.
Mãng bán sỉ	2.844	2.901	3.046	3.128	10,0%	3.284	5,0%	Chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu bán sỉ lên 7,8%/7,8% trong 2024-25 do kết quả kinh doanh tốt hơn dự kiến trong 6T24.
Giá vốn hàng bán	(27.078)	(29.946)	(31.837)	(33.605)	24,1%	(35.120)	4,5%	
Lợi nhuận gộp	6.059	6.814	7.400	6.845	13,0%	7.575	10,7%	
Biên LNG	18,3%	18,5%	18,9%	16,9%	-1,4 đ %	17,7%	0,8 đ %	Điều chỉnh giảm dự phóng biên LN gộp xuống 1,6% so với báo cáo trước đó do tỷ trọng mảng kinh doanh vàng miếng trong tổng doanh thu lớn hơn. Chúng tôi dự phóng mảng kinh doanh vàng miếng đóng góp 36,5%/33% vào tổng doanh thu, cao hơn so với mức 31,8%/30,3% trong dự phóng trước đó.
Chi phí bán hàng	(2.836)	(3.263)	(3.488)	(3.263)	15,1%	(3.488)	6,9%	
Chi phí QLDN	(694)	(761)	(860)	(761)	9,7%	(860)	13,0%	
Chi phí BH&QLDN	(3.530)	(4.024)	(4.348)	(4.024)	14,0%	(4.348)	8,1%	
CP bán hàng / doanh thu	8,6%	8,9%	8,9%	8,1%	-0,5 đ %	8,2%	0,1 đ %	
CP QLDN / doanh thu	2,1%	2,1%	2,2%	1,9%	-0,2 đ %	2,0%	0,1 đ %	
CP BH&QLDN / doanh thu	10,7%	11,0%	11,1%	10,0%	-0,7 đ %	10,2%	0,2 đ %	
Lợi nhuận hoạt động	2.529	2.790	3.052	2.821	11,5%	3.227	14,4%	
Lợi nhuận/Chi phí tài chính	(45)	(37)	(38)	(32)	-28,9%	(57)	78,1%	
Lợi nhuận trước thuế	2.489	2.758	3.018	2.793	12,2%	3.173	13,6%	
Lợi nhuận ròng	1.971	2.184	2.390	2.212	12,2%	2.513	13,6%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

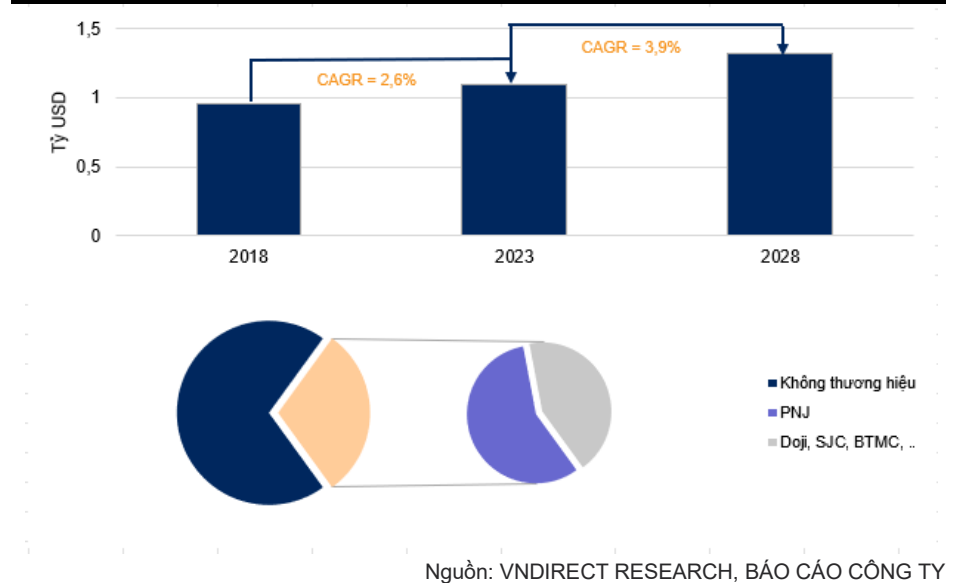
Lợi nhuận tăng trưởng 2 chữ số

Tiếp tục mở rộng thị phần

Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp trang sức bán lẻ có thương hiệu vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng nhờ:

- IMARC Group dự phóng thị trường trang sức Việt Nam dự kiến tăng trưởng 4,6%/năm trong giai đoạn 2024-32. Trong khi đó, các cửa hàng trang sức truyền thống vẫn đang nắm giữ gần 70% thị phần. Chúng tôi cho rằng các DN trang sức có thương hiệu với nhiều lợi thế cạnh tranh như mạng lưới cửa hàng lớn và dòng tiền mạnh, sẽ có vị thế tốt để giành được thị phần từ các cửa hàng trang sức truyền thống trong bối cảnh các cửa hàng này vốn đã bị ảnh hưởng từ sau dịch COVID-19 cũng như sự thanh tra chặt chẽ của chính phủ đối với các hoạt động kinh doanh vàng thời gian gần đây.
- Theo khảo sát về hành vi mua sắm của người tiêu dùng của Cốc Cốc, trang sức thiết kế đang được ưa chuộng trong năm 2023. Do đó, các nhà bán lẻ trang sức có thương hiệu có thể hưởng lợi từ xu hướng này nhờ năng lực sản xuất quy mô lớn cũng như đội ngũ nghệ nhân, thợ kim hoàn có tay nghề cao.

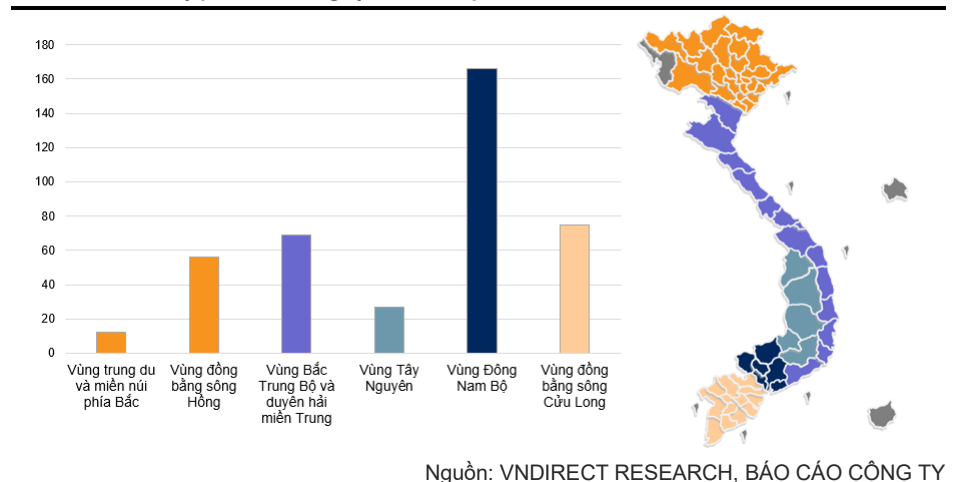
Hình 6: Tăng trưởng thị trường trang sức Việt Nam năm 2023-28. Hiện tại, các thương hiệu trang sức không có thương hiệu chiếm 70% thị phần



Là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường trang sức có thương hiệu, chúng tôi tin rằng PNJ có vị thế tốt để đón đầu xu hướng này nhờ:

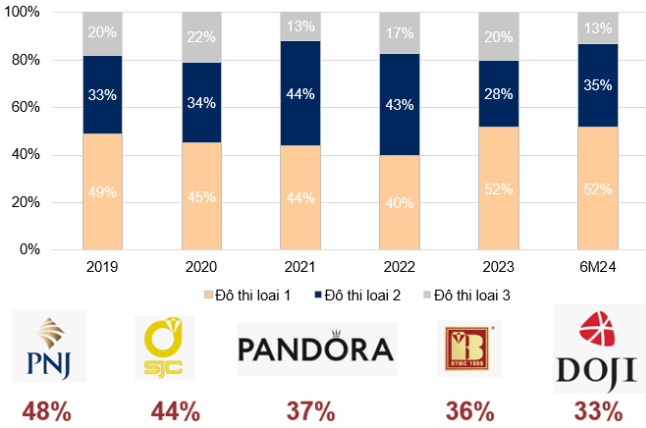
- Chúng tôi kỳ vọng PNJ tiếp tục mở thêm 35/30 cửa hàng mới trong năm 2024/25 nhằm giành thêm thị phần từ các nhà bán lẻ truyền thống. Hiện tại, công ty có tốc độ mở rộng cửa hàng nhanh hơn nhiều so với các thương hiệu trang sức khác trên thị trường.
- Dựa trên khảo sát của Cốc Cốc, PNJ có mức độ nhận diện thương hiệu rộng nhất trên thị trường, tiếp theo là SJC, Pandora và Doji. DN liên tục triển khai các chương trình khuyến mãi để kích cầu và mở rộng hệ thống cửa hàng tại các thành phố cấp 2 và cấp 3 nhằm phát triển tệp khách hàng mới, đồng thời duy trì tỷ lệ khách hàng quay lại.
- So với các DN cùng ngành, PNJ có lợi thế cạnh tranh lớn về năng lực sản xuất với hơn 1.000 nghệ nhân, thợ kim hoàn. Điều này giúp công ty liên tục ra mắt các bộ sưu tập phù hợp với từng nhóm khách hàng.

Hình 7: PNJ có độ phủ cửa hàng tại 56 thành phố



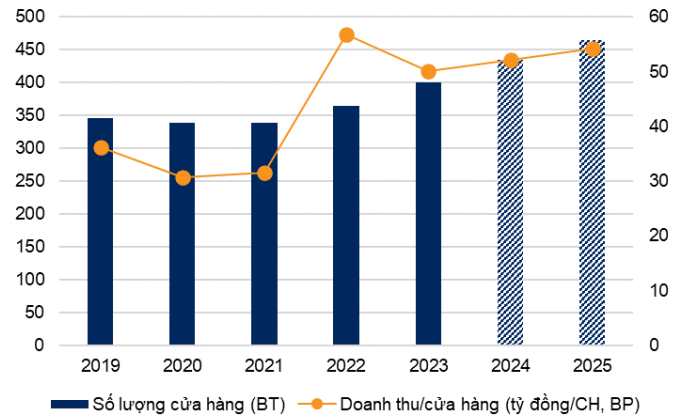
Do đó, chúng tôi kỳ vọng DT bán lẻ của PNJ tăng lần lượt 13,1%/10,7% svck trong năm 2024-25 nhờ số lượng cửa hàng mở mới tăng 8,7%/6,9% svck và doanh thu trên mỗi cửa hàng tăng lần lượt 4,0%/4,0% svck.

Hình 8: PNJ có hệ thống cửa hàng rộng khắp cả nước cùng với độ nhận diện thương hiệu cao so với DN cùng ngành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY, CỐC CỐC

Hình 9: Chúng tôi kì vọng số lượng cửa hàng tăng 8,7% svck trong năm 2024



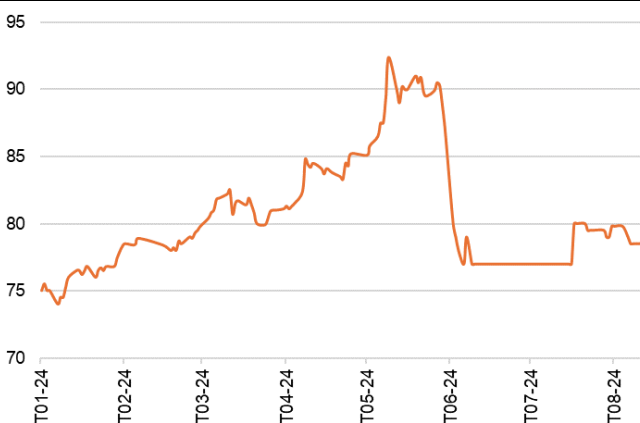
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu vàng 24K hạ nhiệt từ nửa cuối 24

Trong 6T24, giá bán vàng miếng SJC tăng 20,8% svck, cao hơn nhiều so với mức tăng 13,7% của giá vàng thế giới. Chúng tôi cho rằng tình trạng đầu cơ, thao túng đã tạo ra sự khan hiếm vàng miếng ảo trong bối cảnh nhu cầu tích trữ vàng vốn đã tăng cao. Trong bối cảnh giá vàng tăng mạnh, NHNN đã quyết định bán vàng trực tiếp thông qua 4 NHTM Nhà nước và công ty SJC. Điều này giúp thu hẹp khoảng cách giữa giá vàng trong nước và thế giới, đồng thời kiểm soát lượng vàng bán cho mỗi khách hàng nhằm ngăn chặn tình trạng đầu cơ. Ngoài ra, Chính phủ cũng triển khai kế hoạch thanh tra các DN kinh doanh vàng miếng để kiểm soát nguồn gốc vàng. Các biện pháp này đã chứng minh được hiệu quả khi giá vàng trong nước giảm 13,3% sv tháng trước trong T6/24 và giảm 16,3% sv mức đỉnh của đầu T5/24.

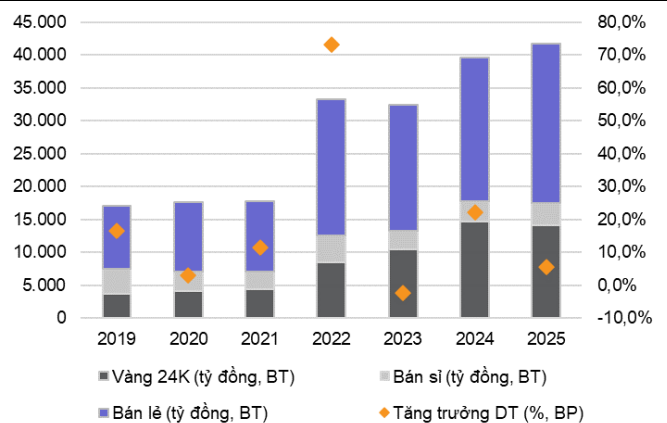
Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ tiếp tục triển khai các biện pháp quản lý thị trường vàng trong nửa cuối 2024 để bình ổn giá vàng và nhu cầu giao dịch vàng miếng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu vàng 24K sẽ tăng mạnh 41,3% svck trong năm 2024 trước khi hạ nhiệt 3,8% svck do nhu cầu giao dịch vàng giảm trong bối cảnh NHNN thắt chặt giao dịch vàng miếng. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu của PNJ tăng lần lượt 22,1%/5,6% svck trong năm 2024-25.

Hình 10: Giá bán vàng SJC giảm mạnh trong T6 (triệu đồng/lượng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 11: Chúng tôi dự phóng DT tăng 22,1%/5,6% svck trong năm 2024-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

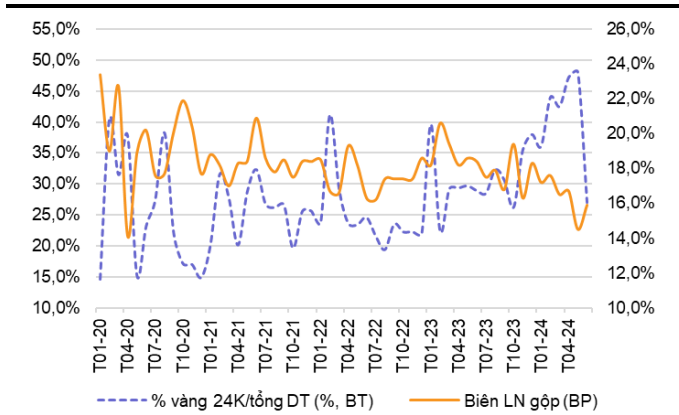
Chúng tôi kì vọng biên LN gộp cải thiện từ nửa cuối năm 2024

Trong 6T24, biên LN gộp của PNJ giảm 2,1 điểm % svck do tỷ trọng DT vàng 24K tăng, chiếm 41,5% tổng DT so với mức 30,7% trong 6T23. Nguyên nhân chủ yếu do giá vàng trong nước cao và bắt đầu chững lại sau khi NHNN bán vàng miếng trực tiếp thông qua các NHTM và công ty SJC.

Giá vàng trong nước vào T6/24 giảm 13,3% sv tháng trước và giảm 16,3% sv mức đỉnh vào đầu T5/24, điều này khiến nhu cầu giao dịch vàng giảm. Do đó, DT mảng vàng 24K của PNJ trong tháng 6 giảm mạnh 58,6% sv tháng trước, giúp giảm tỷ trọng đóng góp vào tổng DT xuống còn 27% từ mức 48,0% trong tháng 5. Nhờ vậy, biên LN gộp của DN cải thiện 1,4 điểm % sv tháng trước.

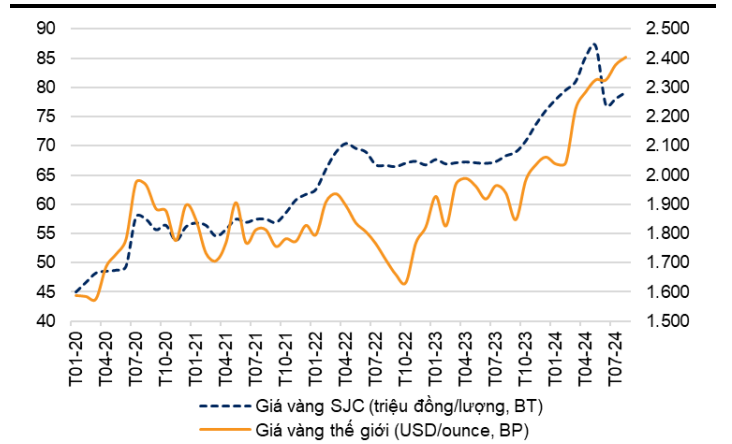
Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp sẽ cải thiện 1,0 điểm % trong nửa cuối năm 24 so với nửa đầu năm nhờ: 1) tỷ trọng DT vàng 24K giảm do giá vàng trong nước ổn định trong những tháng tới, dẫn đến nhu cầu giao dịch vàng hạ nhiệt; và 2) chi phí vật liệu thấp hơn trong mảng bán lẻ. Vào ngày 5/8/2024, giá vàng SJC đã giảm 15,0% sv mức đỉnh của tháng 5 nhưng vẫn cao hơn 6,8% sv đầu năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy những rủi ro tiềm ẩn trong nửa cuối năm 2024 liên quan đến nguồn cung vàng trong nước. Nhu cầu tích trữ vàng miếng của người tiêu dùng tăng cao và việc đóng cửa các cửa hàng trang sức truyền thống có thể đặt ra thách thức cho PNJ trong việc tìm kiếm nguồn cung nguyên liệu đầu vào cho hoạt động kinh doanh bán lẻ.

Hình 12: Biên LN gộp của PNJ theo tháng từ T1/20-T6/24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 13: Kỳ vọng giá vàng nội địa bình ổn trong nửa cuối 2024



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Mặc dù DT tăng trưởng mạnh và PNJ liên tục đẩy mạnh hoạt động MKT trong nửa đầu năm 2024 nhưng tỷ lệ chi phí BH&QLDN/DT giảm 0,7 điểm %, điều này cho thấy nỗ lực tối ưu hoá chi phí của công ty. Chúng tôi kì vọng việc PNJ kiểm soát tốt chi phí sẽ hỗ trợ LN ròng tăng trưởng 12,2%/13,6% svck trong năm 2024-25.

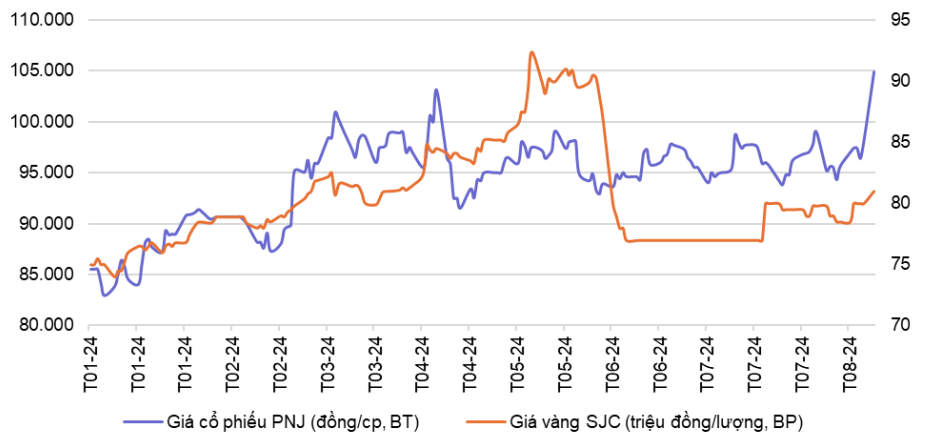
Định giá: Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu **126.700 đồng/cp.**

Chúng tôi đưa giá mục tiêu dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa định giá DCF và phương pháp P/E. Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu thêm 10,8% dựa trên:

- Mô hình DCF: Chúng tôi tăng WACC từ 7,4% lên 7,78% do 1) chúng tôi điều chỉnh tăng lãi suất phi rủi ro từ 2,24% lên 2,79% (dựa trên lãi suất trái phiếu kì hạn 10 năm tính đến ngày 30/06) và phần bù rủi ro vốn cổ phần giảm từ 9,0% xuống 7,8% 2) chúng tôi điều chỉnh tăng hệ số beta từ 0,6x lên 0,7x sau khi thị trường điều chỉnh.
- Phương pháp P/E: P/E mục tiêu 19,0x (P/E trung bình ngành) áp dụng cho EPS năm 2024.

Chúng tôi nhận thấy có mối tương quan giữa giá cổ phiếu và giá vàng trong nước thời gian gần đây. Giá cổ phiếu PNJ đi ngang từ đầu tháng 6 đến cuối tháng 7, khi giá vàng trong nước giảm 10% so với giá bình quân tháng 5. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư đang khá thận trọng khi giá vàng gần như không thay đổi và có thể đang chờ đợi các biện pháp mới từ Chính phủ để quản lý thị trường vàng. Giá cổ phiếu sau đó tăng vọt vào đầu tháng 8 khi giá vàng tăng 2,5%.

Hình 14: Giá cổ phiếu PNJ và giá vàng SJC trong năm 2024



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Động lực tăng giá bao gồm: 1) tốc độ mở cửa hàng nhanh hơn dự kiến; và 2) các dự án/bộ sưu tập/ý tưởng mới kỳ vọng sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng.

Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) tốc độ mở rộng/doanh số cửa hàng chậm hơn dự kiến, đặc biệt là doanh số bán lẻ trang sức của PNJ; và 2) nhu cầu trang sức yếu hơn dự kiến.

Hình 15: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	127.900	50%	63.950
P/E	125.552	50%	62.776
Giá trung bình (đồng)			19
Giá mục tiêu (Làm tròn)			126.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Định giá: Phương pháp P/E

Lợi nhuận sau thuế để tính EPS (tỷ đồng)	2.212
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (CP)	334.729.180
EPS (đồng)	6.608
P/E mục tiêu	19,0
Giá mục tiêu (đồng)	125.552

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Giá định

Chi phí sử dụng vốn	
Beta	0,7
Phần bù rủi ro thị trường	7,8%
Lãi suất phi rủi ro	2,8%
Chi phí vốn CSH	8,1%
Chi phí sử dụng nợ	6,2%
Thuế DN	20,8%
WACC	7,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Giá mục tiêu

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	4.438	tỷ đồng
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	39.755	tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	44.193	tỷ đồng
Tiền và tương đương tiền	1.047	tỷ đồng
Tổng nợ	(2.423)	tỷ đồng
Giá trị vốn CSH	42.817	tỷ đồng
SL cổ phiếu	335	triệu
Giá cổ phiếu	127.900	đồng/cp

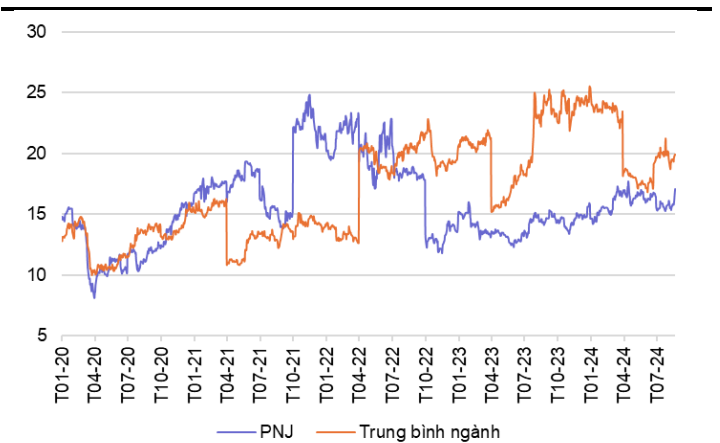
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	2.821	3.227	3.664	4.156	4.474
Khấu hao	87	93	98	108	118
Đầu tư tài sản cố định	(87)	(93)	(163)	(180)	(197)
Thay đổi vốn lưu động	(2.538)	(2.129)	(1.576)	(1.117)	(1.046)
Dòng tiền tự do	(298)	438	1.273	2.116	2.432
Chi phí thuế	(581)	(660)	(750)	(851)	(917)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	(298)	438	1.273	2.116	2.432
Giá trị năm cuối mô hình					56.544
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	(278)	380	1.030	1.596	1.710
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình					39.755

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: P/E của PNJ và các công ty cùng ngành (đơn vị: lần)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: So sánh với các DN khác trong ngành (Dữ liệu ngày 20/08/2024)

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa	Doanh thu trượt 12T	svck	LN ròng trượt 12T	svck	D/E	ROE	P/E trượt 12T	P/E điều chỉnh	P/B
		triệu USD	triệu USD	%	triệu USD	%	x	%	x	x	x
Chow Tai Fook Jewellery Group	Hong Kong	8.577	13.894	14,8	844	20,7	111,8	22,4	10,2	6,6	2,6
Luk Fook Holdings Internationa	Hong Kong	1.123	1.959	28,0	225	37,6	15,8	14,1	5,3	3,4	0,7
Chow Sang Sang Holdings Intern	Hong Kong	562	3.195	21,7	128	123,9	37,5	8,4	3,0	1,9	0,4
Lao Feng Xiang Co Ltd	Trung Quốc	2.878	10.116	4,9	429	14,5	81,0	19,8	10,8	10,3	2,1
Thanga Mayil Jewellery Ltd	Ấn Độ	590	462	21,4	15	54,6	107,9	28,0	39,8	67,3	10,0
Hartadinata Abadi Tbk PT	Indonesia	118	N/a	51,1	21	6,7	131,3	16,5	5,7	12,5	0,9
Zojirushi Corp	Nhật Bản	730	582	3,5	38	49,0	3,8	6,5	23,4	31,0	1,1
Trung vị			2.577	21,4	128	37,6	81,0	16,5	10,2	8,5	1,1
Trung bình			5.035	20,8	243	43,8	69,9	16,5	14,0	19,0	2,5
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	Việt Nam	1.405	1.581	20,8	84	13,4	2,4	20,6	16,0	16,0	3,3

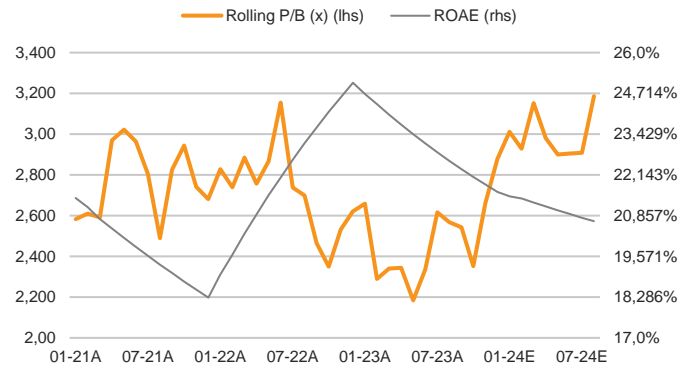
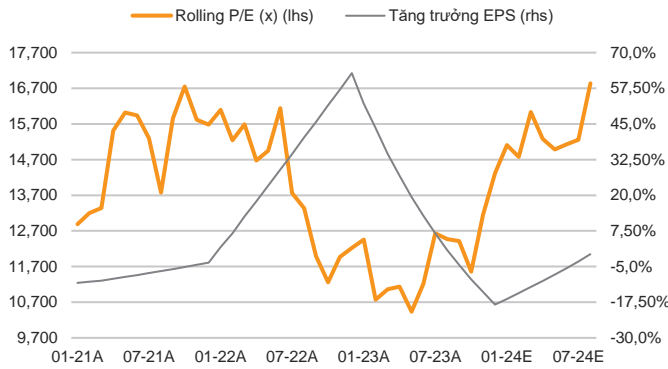
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 22: Phân tích độ nhạy của định giá

Tăng trưởng dài hạn	Chi phí vốn						
	7,2%	7,5%	7,8%	8,1%	8,4%	8,7%	9,0%
1,1%	131.700	127.400	124.800	122.400	120.200	117.000	115.100
1,4%	133.600	129.100	126.300	123.700	121.300	118.000	116.000
1,7%	135.800	130.900	127.900	125.100	122.600	119.100	116.900
2,0%	138.200	132.900	129.700	126.700	124.000	120.200	118.000
2,3%	141.000	135.200	131.700	128.500	125.500	121.500	119.100
2,6%	144.200	137.700	133.900	130.500	127.300	123.000	120.400
2,9%	147.800	140.700	136.500	132.700	129.200	124.600	121.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	33.137	40.450	42.695
Giá vốn hàng bán	(27.078)	(33.605)	(35.120)
Chi phí quản lý DN	(694)	(761)	(860)
Chi phí bán hàng	(2.836)	(3.263)	(3.488)
LN hoạt động thuần	2.529	2.821	3.227
EBITDA thuần	2.610	2.908	3.320
Chi phí khấu hao	(81)	(87)	(93)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	2.529	2.821	3.227
Thu nhập lãi	98	41	43
Chi phí tài chính	(143)	(73)	(100)
Thu nhập ròng khác	5	4	3
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	2.489	2.793	3.173
Thuế	(518)	(581)	(660)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	1.971	2.212	2.513
Thu nhập trên vốn	1.971	2.212	2.513
Cổ tức phổ thông	(611)	(669)	(669)
LN giữ lại	1.360	1.543	1.844

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	896	1.047	1.719
Đầu tư ngắn hạn	810	380	273
Các khoản phải thu ngắn hạn	217	303	349
Hàng tồn kho	10.941	13.368	14.975
Các tài sản ngắn hạn khác	96	521	1.074
Tổng tài sản ngắn hạn	12.960	15.619	18.390
Tài sản cố định	883	882	881
Tổng đầu tư	33	0	0
Tài sản dài hạn khác	554	668	705
Tổng tài sản	14.430	17.169	19.976
Vay & nợ ngắn hạn	2.384	2.423	2.557
Phải trả người bán	255	335	342
Nợ ngắn hạn khác	1.974	2.385	2.538
Tổng nợ ngắn hạn	4.613	5.143	5.437
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	11	9	9
Vốn điều lệ và	3.282	3.347	3.347
LN giữ lại	2.740	4.720	6.938
Vốn chủ sở hữu	9.806	12.017	14.530
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	14.430	17.169	19.976

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
LN trước thuế	2.489	2.793	3.173
Khấu hao	81	87	93
Thuế đã nộp	(466)	(581)	(660)
Các khoản điều chỉnh khác	59	27	56
Thay đổi VLĐ	(660)	(1.957)	(1.469)
LC tiền thuần HKKD	1.503	369	1.193
Đầu tư TSCĐ	(82)	(87)	(93)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	0	0
Các khoản khác	(564)	434	107
Thay đổi tài sản dài hạn khác	68	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(577)	347	14
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	65	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(299)	39	134
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(611)	(669)	(669)
LC tiền thuần HĐTC	(910)	(565)	(535)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	880	896	1.047
LC tiền thuần trong năm	16	151	672
Tiền & tương đương tiền cuối kì	896	1.047	1.719

Các chỉ số cơ bản

	12-23A	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	5,9%	5,5%	5,9%
Vòng quay TS	2,39	2,56	2,30
ROAA	14,2%	14,0%	13,5%
Đòn bẩy tài chính	1,52	1,45	1,40
ROAE	21,6%	20,3%	18,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	0,8	1,0	1,0
Số ngày nắm giữ HTK	147,5	145,6	155,6
Số ngày phải trả tiền bán	3,4	3,6	3,6
Vòng quay TSCĐ	37,55	45,84	48,43
ROIC	16,2%	15,3%	14,7%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,8	3,0	3,4
Khả năng thanh toán nhanh	0,4	0,4	0,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,4	0,3	0,4
Vòng quay tiền	144,8	142,9	153,1
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(2,2%)	22,1%	5,6%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	4,3%	11,5%	14,4%
Tăng trưởng LN ròng	8,8%	12,2%	13,6%
Tăng trưởng EPS	(18,4%)	10,0%	13,6%

Nguồn: VND RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

KHUNG KHUYẾN NGHỊ	
Khuyến nghị cổ phiếu	Định nghĩa:
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%.
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%.
<i>Tổng lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được định nghĩa là tổng: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá hiện tại và (ii) tỷ suất cổ tức ròng kỳ hạn của cổ phiếu. Giá mục tiêu cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.</i>	
Xếp hạng ngành	Định nghĩa:
KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền.

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Võ Minh Chiến – Trưởng phòng

Email: chien.vominh@vndirect.com.vn

Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích

Email: hien.hathu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>