

10/02/2025

KHUYẾN NGHỊ

Giá hợp lý	111,700
Giá hiện tại	98,200
Tiềm năng tăng/giảm	17%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	338
Free float (%)	51%
Vốn hóa (tỷ VND)	32,371
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	1.1
Sở hữu nước ngoài (%)	49%
Ngày niêm yết đầu tiên	23/03/2009

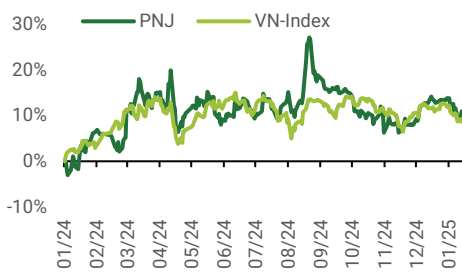
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

CTCP QLQĐT Dragon Capital Vietnam	9.6%
Sprucegrove Investment Management Ltd	5.1%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	6,696
BVPS (VND)	34,138
Nợ/VCSH (%)	0.4
ROA (%)	15.4%
ROE (%)	21.5%
P/E	14.3
P/B	2.8
Tỷ suất cổ tức (%)	2.3%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

PNJ là công ty trang sức hàng đầu Việt Nam với 400 cửa hàng và hơn 3.000 nhà phân phối. Công ty hiện đang kinh doanh 5 mảng trang sức dành cho các đối tượng khách hàng khác nhau. Trong đó, hoạt động bán lẻ trang sức luôn đóng góp tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận.

KHỐI PHÂN TÍCH

Tổ Đình Hiền Viên
viento@phs.vn

CẢI THIỆN ĐÀ TĂNG TRƯỞNG SO VỚI CÙNG KỲ

- Trong 2024, PNJ ghi nhận doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 37.8 ngàn tỷ đồng (+14%YoY) và 2.1 ngàn tỷ đồng (+7%YoY), lần lượt hoàn thành 102% và 101% kế hoạch đặt ra.
- Trong 2025F, chúng tôi đưa ra quan điểm **KHẢ QUAN** đối với hoạt động kinh doanh của PNJ chủ yếu dựa trên quan điểm tiềm năng tăng trưởng khả quan đến từ đóng góp của mảng bán lẻ trang sức nhờ mở rộng thị phần trong bối cảnh ngành đang phân hóa.
- Chúng tôi ước tính doanh thu thuần và LNST-CĐTS trong 2025F lần lượt đạt 36.4 ngàn tỷ đồng (-4%YoY) và 2.4 ngàn tỷ đồng (+15%YoY), qua đó đưa PE dự phóng 2025 về mức 15.0x – thấp hơn so với bình quân 2020- 2024.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** với giá mục tiêu là 111,700 VND với tiềm năng tăng giá là 17% so với giá đóng cửa tại ngày 10/02/2025.

Cập nhật kết quả kinh doanh 2024

Trong 2024, PNJ ghi nhận doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 37.8 ngàn tỷ đồng (+14%YoY) và 2.1 ngàn tỷ đồng (+7%YoY), lần lượt hoàn thành 102% và 101% kế hoạch đặt ra. Một số điểm chính cần lưu ý như sau:

- Doanh thu thuần tăng trưởng khả quan +14%YoY chủ yếu đến từ mảng bán lẻ trang sức mở rộng thị phần và mảng kinh doanh vàng miếng tăng nhờ hoạt động đầu cơ vàng diễn ra trong 6 tháng đầu năm 2024.
- Biên lợi nhuận gộp sụt giảm nhẹ -0.6 bsp YoY chủ yếu do gia tăng tỷ trọng vàng miếng với biên lợi nhuận thấp.
- LNST-CĐTS ghi nhận mức tăng nhẹ +7%YoY nhờ hoạt động kinh doanh chính cải thiện +6%YoY.

Dự báo kết quả kinh doanh 2025F

Chúng tôi ước tính **doanh thu thuần và LNST-CĐTS trong 2025F** lần lượt đạt **36.4 ngàn tỷ đồng (-4%YoY)** và **2.4 ngàn tỷ đồng (+15%YoY)**. Chủ yếu dựa trên các giả định:

- Doanh thu bán lẻ trang sức tăng +17%YoY chưa thể bù đắp sự sụt giảm -46%YoY của doanh thu mảng kinh doanh vàng miếng.** Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu thuần chung giảm nhẹ -4%YoY.
- Tuy nhiên, **biên lợi nhuận gộp ước tính tăng +3.3 bsp YoY đến từ tiềm năng đóng góp của mảng bán lẻ trang sức** vốn có biên lợi nhuận gộp cao hơn mảng vàng miếng.
- LNST-CĐTS cải thiện tích cực +15%YoY** nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện so với cùng kỳ.

Luận điểm đầu tư:

- Doanh thu mảng bán lẻ trang sức 2025F dự phóng tăng trưởng khả quan +17%YoY nhờ mở rộng thị phần thông qua** (i) Nhân rộng số lượng cửa hàng nhằm gia tăng độ phủ sóng và (ii) Đa dạng hóa danh mục sản phẩm giúp doanh thu/cửa hàng/quý cải thiện.
- Biên lợi nhuận gộp ước tính cải thiện tích cực +3.3 bsp YoY** nhờ (i) Tăng tỷ trọng mảng bán lẻ trang sức có biên lợi nhuận gộp cao và hạ tỷ trọng cơ cấu vàng miếng vốn có biên lợi nhuận gộp thấp trong bối cảnh thị trường vàng miếng tiếp tục giao dịch ảm đạm do các quy định

siết chặt về hoạt động mua bán vàng và (ii) Doanh nghiệp đầu ngành có lợi thế trong phát triển sản phẩm và khả năng tìm kiếm nguồn cung vàng khi nguồn cung dự kiến vẫn tiếp tục thu hẹp trong 2025F.

Rủi ro

(1) Thiếu hụt nguồn cung vàng làm nguyên liệu đầu vào cho hoạt động kinh doanh sản xuất cao hơn so với dự kiến.

(2) Cầu tiêu dùng hồi phục chậm hơn so với kỳ vọng.

Định giá và khuyến nghị

Định giá về vùng hấp dẫn: Với P/E FW 2025F ở mức 15.0x – thấp hơn so với P/E bình quân giai đoạn 2020 – 2024 (15.7x lần) – chúng tôi lưu ý đây là giai đoạn phản ánh về nỗ lực mở rộng thị phần bất chấp giai đoạn cầu tiêu dùng suy yếu trong 2023.

Chúng tôi sử dụng kết hợp 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền và so sánh để xác định giá mục tiêu với tỷ trọng 50%:50%. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG với giá mục tiêu là 111,400 VND với tiềm năng tăng giá là 17% so với giá đóng cửa tại ngày 10/02/2025.

Bảng 1: Chỉ tiêu tài chính của PNJ giai đoạn 2024F-2026F

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	33,876	33,137	37,823	36,495	39,440
LNST (tỷ VND)	1,811	1,971	2,115	2,433	2,705
EPS (VND/ cổ phiếu)	5,358	5,437	5,654	6,553	7,258
Giá trị sổ sách (VND/cp)	27,064	29,881	33,305	36,119	38,779
ROE (%)	21.4%	20.1%	18.8%	19.9%	20.6%
ROA (%)	13.6%	13.7%	12.3%	13.2%	13.7%
P/E (x)	15.6	14.5	16.9	15.0	13.5
P/B (x)	3.1	2.6	2.9	2.7	2.5

Nguồn: PNJ, PHS tổng hợp và dự phóng

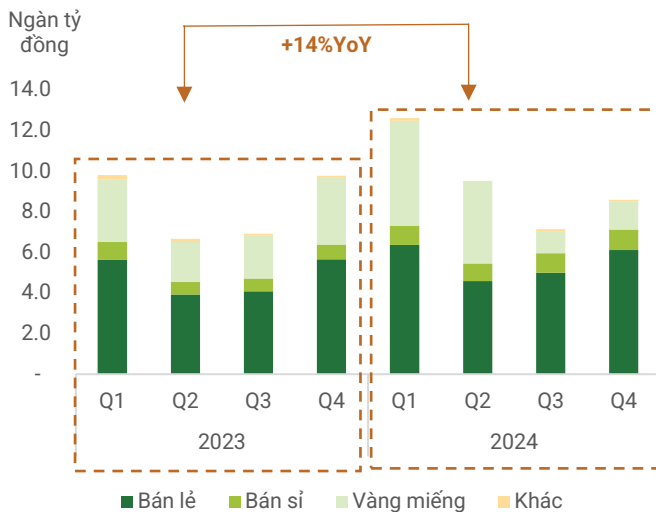
KẾT QUẢ KINH DOANH 2024

Trong Q4/2024, PNJ ghi nhận DTT và LNST-CĐTTS lần lượt đạt 8.5 ngàn tỷ đồng (-12%YoY, +20%QoQ) và 733 tỷ đồng (+16%YoY, +239%QoQ). **Theo đó, cả năm DTT đạt 37.8 ngàn tỷ đồng (+14%YoY) và LNST-CĐTTS đạt 2.1 ngàn tỷ đồng (+7%YoY)**, lần lượt hoàn thành 102% và 101% kế hoạch năm 2024.

Một số điểm lưu ý đối với kết quả kinh doanh năm 2024 của PNJ như sau:

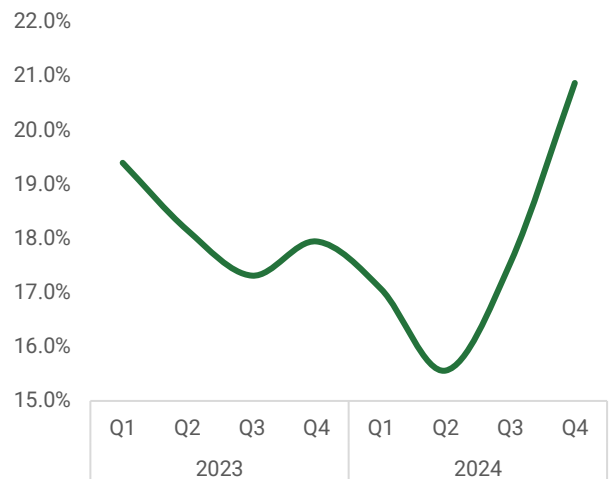
- Doanh thu thuần 2024 tăng trưởng khả quan +14.1%YoY**, trong đó chủ yếu đến từ đóng góp tăng +14.3%YoY của mảng trang sức bán lẻ nhờ tiếp tục mở thêm 29 cửa hàng (+7%YoY) và doanh thu vàng miếng 24k tăng +11.6%YoY phần lớn đến từ đóng góp tích cực của 6 tháng đầu năm trong bối cảnh đầu cơ vàng gia tăng. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý doanh thu vàng miếng trong Q3.24 có sự sụt giảm mạnh -48%YoY chủ yếu do (i) Ngân hàng nhà nước và các cơ quan chức năng tăng cường hoạt động quản lý thị trường vàng trước hoạt động đầu cơ vàng trong giai đoạn 6 tháng đầu năm 2024 và (ii) Khách hàng có xu hướng nắm giữ vàng trong giai đoạn lên giá khiến cho thị trường giao dịch vàng miếng tương đối ảm đạm.
- Biên lợi nhuận gộp 2024 giảm nhẹ -0.6 bsp YoY** chủ yếu do ảnh hưởng của tăng tỷ trọng vàng miếng với biên lợi nhuận thấp trong 6 tháng đầu năm – khi hoạt động đầu cơ vàng diễn ra sôi nổi.
- Hoạt động kinh doanh chính cải thiện nhẹ +6%YoY** nhờ đẩy mạnh hoạt động bán hàng trong Q3 nhằm đón đầu cho mùa cao điểm Q4 hằng năm.

Hình 1: Doanh thu thuần 2024 ghi nhận kết quả khả quan chủ yếu nhờ chiến lược kinh doanh kết hợp tập trung cả chiều sâu lẫn chiều rộng



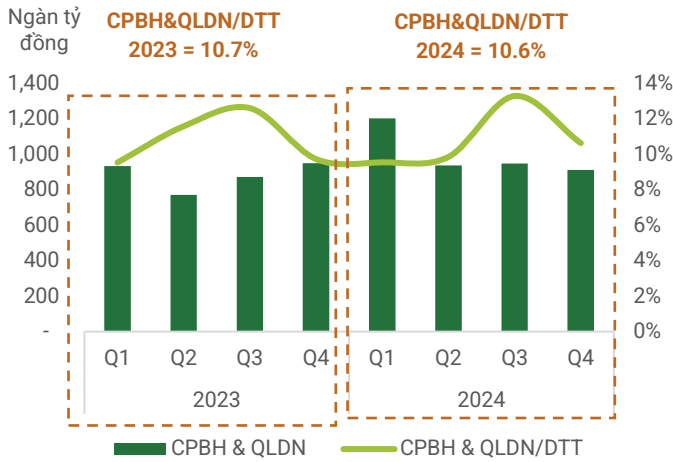
Nguồn: PNJ, PHS tổng hợp

Hình 2: Biên lợi nhuận gộp 2024 giảm nhẹ -0.6 bsp YoY chủ yếu do ảnh hưởng của mảng vàng miếng với biên gộp thấp trong 6 tháng đầu năm 2024.



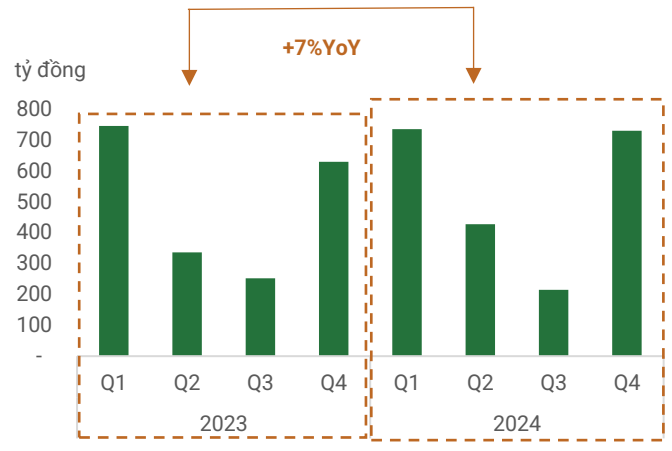
Nguồn: PNJ, PHS tổng hợp

Hình 3: PNJ kiểm soát chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trong 2024 tương đối hiệu quả với tỷ lệ (CPBH&QLDN/DTT) gần như không thay đổi so với cùng kỳ.



Nguồn: PNJ, PHS tổng hợp

Hình 4: LNST-CĐTTS tăng trưởng nhẹ nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện thông qua chiến lược kinh doanh hiệu quả



Nguồn: PNJ, PHS tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Doanh thu bán lẻ vàng trang sức 2025F ước tính tăng trưởng khả quan +17%YoY nhờ mở rộng thị phần thông qua:

1.1. Nhân rộng số lượng cửa hàng nhằm gia tăng độ phủ sóng:

Theo báo cáo của World Gold Council, tốc độ tăng trưởng mức tiêu thụ trang sức tại Việt Nam tính đến 9T2024 ghi nhận mức tăng trưởng kém khả quan -12%YoY trong khi tốc độ tăng trưởng mảng bán lẻ trang sức của PNJ duy trì ở mức tương đối tích cực với mức tăng +17%YoY. Điều này cho thấy PNJ đã mở rộng thị phần trong bối cảnh ngành chung vẫn chưa có nhiều cải thiện. Bên cạnh đó, tính đến hết Q3/2024, số lượng cửa hàng mở mới của PNJ đã tiếp tục tăng thêm 30 cửa hàng (+8%YoY). **Chúng tôi cho rằng hoạt động nhân rộng số lượng cửa hàng một cách có hiệu quả là nhân tố chính góp phần thúc đẩy khả năng mở rộng thị phần của PNJ trong giai đoạn vừa qua.**

Trong 2025F, PNJ tiếp tục duy trì hoạt động mở rộng cửa hàng, tập trung chủ yếu tại các khu vực phía Bắc và miền Trung nhằm gia tăng độ phủ sóng và tìm kiếm nguồn tăng trưởng mới. Theo đó, chúng tôi ước tính PNJ dự kiến sẽ tiếp tục mở thêm 25 cửa hàng trên cả nước (+6%YoY). **Chúng tôi kỳ vọng đóng góp vào doanh thu của 30 cửa hàng mở trong 2024 sẽ được phản ánh đầy đủ hơn trong 2025F và 25 cửa hàng dự kiến mở mới trong 2025F ước tính đóng góp thêm khoảng +8% vào doanh thu mảng bán lẻ trang sức trong thời gian tới.**

1.2. Đa dạng hóa danh mục sản phẩm giúp doanh thu/cửa hàng/quý cải thiện.

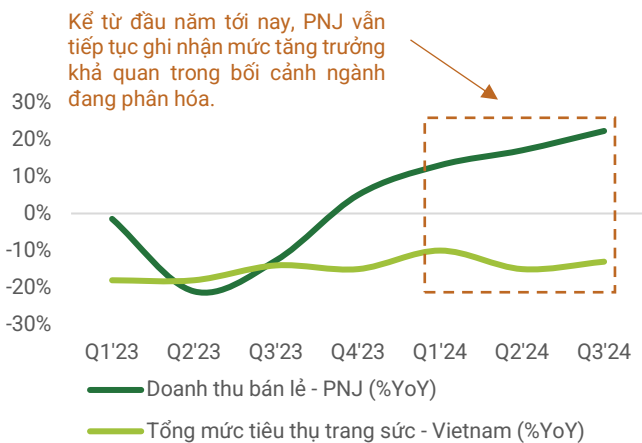
Trong 9T2024, ngoài việc gia tăng số lượng cửa hàng một cách hiệu quả, PNJ còn tiếp tục đẩy mạnh chiến lược đa dạng hóa danh mục sản phẩm thông qua ra mắt các bộ sưu tập mới nhằm đáp ứng

nhu cầu của các tệp khách hàng khác nhau. **Điều này được phản ánh thông qua doanh thu/cửa hàng/quý ở các quý vừa qua trong năm 2024F vẫn luôn duy trì tăng trưởng so với cùng kỳ** (biểu đồ bên dưới)

Bước sang 2025F, chúng tôi ước tính doanh thu/cửa hàng/quý bình quân tiếp tục cải thiện nhẹ +9%YoY nhờ (i) cầu tiêu dùng tiếp tục hồi phục, giúp sức mua được cải thiện trong thời gian tới (ii) hiệu quả từ chiến lược marketing giúp thu hút thêm các khách hàng mới và giúp các khách hàng cũ quay trở lại và (iii) giá trị thương hiệu mang lại cho khách hàng.

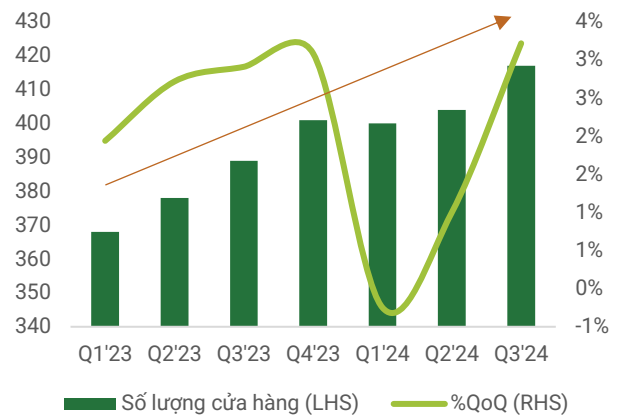
⇒ Theo đó, chúng tôi kỳ vọng động lực tăng trưởng của PNJ trong mảng bán lẻ trang sức trong thời gian tới chủ yếu đến từ cộng hưởng từ các yếu tố tích cực nói trên khi mà cầu tiêu dùng tiếp tục duy trì đà cải thiện sẽ giúp thúc đẩy sức mua trong 2025F.

Hình 5: Thị phần bán lẻ PNJ mở rộng trong bối cảnh các doanh nghiệp trang sức nhỏ lẻ bị thu hẹp do quy định kiểm soát nguồn gốc, xuất xứ các loại vàng.



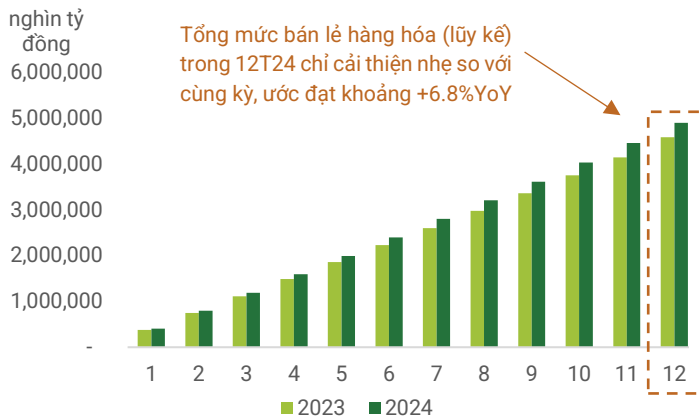
Nguồn: PNJ, WGC, PHS tổng hợp

Hình 6: PNJ đẩy mạnh nhân rộng số lượng cửa hàng nhờ đó giúp tăng mức độ phủ sóng



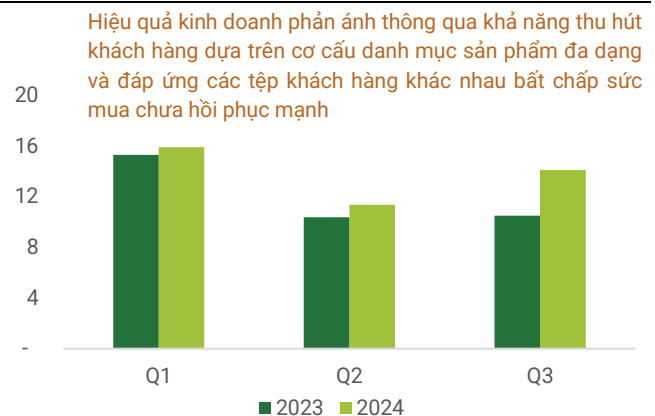
Nguồn: PNJ, PHS tổng hợp

Hình 7: Mặc dù tổng mức tiêu thụ hàng hóa bán lẻ (lũy kế) năm 2024 hồi phục chậm cho thấy sức mua vẫn còn yếu...



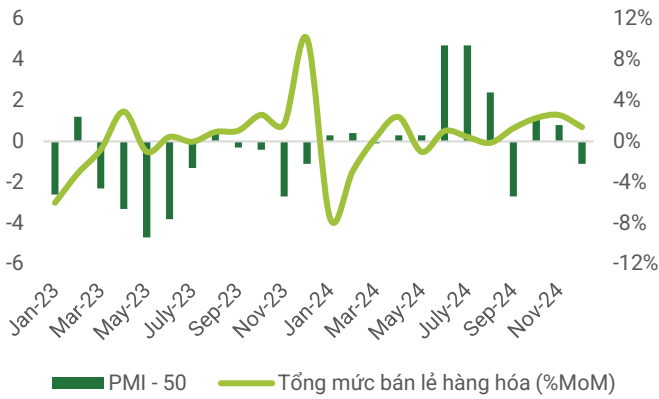
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hình 8: ... nhưng tốc độ tăng trưởng doanh thu/cửa hàng/quý vẫn luôn duy trì đà cải thiện khả quan về phía cuối năm



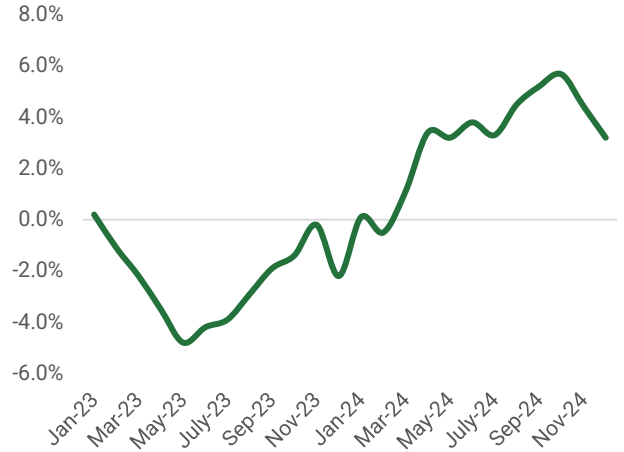
Nguồn: PNJ, PHS ước tính và tổng hợp

Hình 9: Số liệu PMI tháng 12/2024 chỉ đạt 49.8 điểm, cho thấy ngành sản xuất Việt Nam có dấu hiệu suy giảm nhưng...



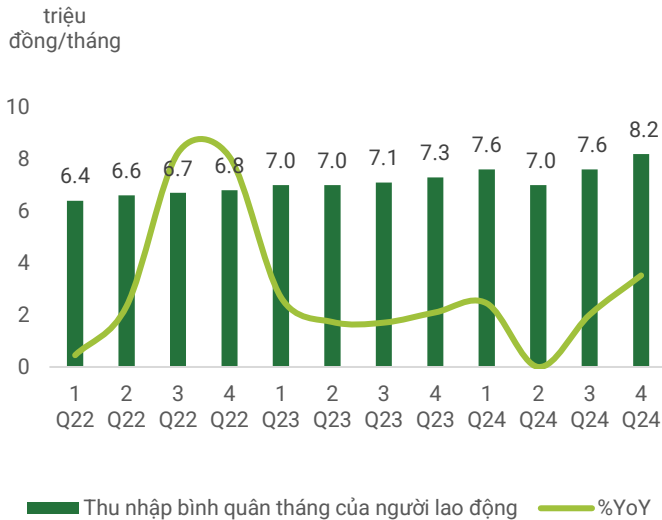
Nguồn: GSO.vn, PHS tổng hợp

Hình 10: ...số lượng lao động làm việc tại các doanh nghiệp công nghiệp trong 2024 trên cả nước vẫn duy trì đà cải thiện so với tháng trước đó và cùng kỳ, cho thấy tín hiệu nhu cầu về sản xuất dự kiến cải thiện trong thời gian tới.



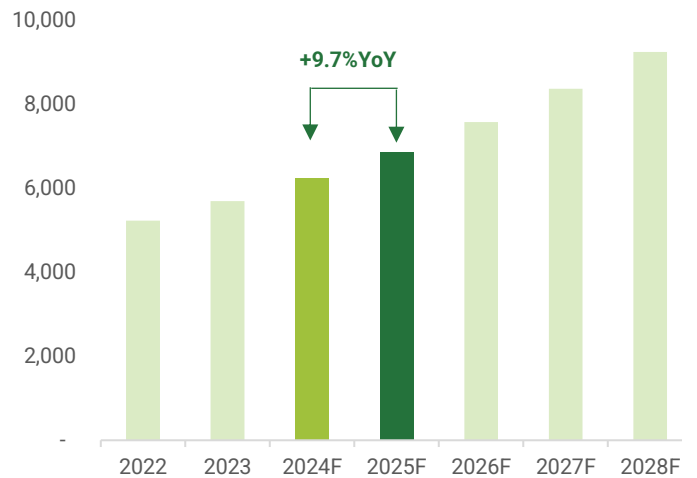
Nguồn: GSO.vn, PHS tổng hợp

Hình 11: Đồng thời, sự tăng trưởng trong thu nhập trong các quý cuối năm 2024 kỳ vọng tạo đà hỗ trợ cho cầu tiêu dùng trong năm sau



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Hình 12: Ước tính thu nhập bình quân dự kiến tăng trưởng 9.7%YoY, qua đó cải thiện sức mua trong 2025F.



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

2. Biên lợi nhuận gộp cải thiện +3.3 bsp YoY được dẫn dắt bởi:

2.1. Tăng tỷ trọng mảng bán lẻ trang sức có biên lợi nhuận gộp cao và hạ tỷ trọng mảng vàng miếng có biên lợi nhuận thấp trong bối cảnh thị trường vàng miếng tiếp tục giao dịch âm đạm do các quy định siết chặt về hoạt động mua bán vàng

Trong 6 tháng cuối năm 2024, nhà nước đã tăng cường hoạt động quản lý và giám sát đối với việc quản lý nguồn gốc vàng, thông qua các hoạt động như: Xử lý vi phạm đối với các doanh nghiệp không có hóa đơn mua bán vàng, rút giấy phép kinh doanh đối với các doanh nghiệp không

áp dụng hóa đơn điện tử. Việc thu hẹp hoạt động kinh doanh vàng trong thời gian vừa qua, dẫn đến nguồn cung vàng được thắt chặt và giá vàng tiếp tục neo ở mức cao.

Đối với PNJ, doanh thu mảng bán lẻ trang sức và mảng vàng miếng 24k chiếm tỷ trọng bình quân lần lượt khoảng hơn 50% và 30% trong tổng cơ cấu doanh thu. Mặt bằng biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ trang sức dao động khoảng 26% - 30% trong khi biên lợi nhuận gộp mảng vàng miếng luôn duy trì ở mức thấp, chỉ khoảng 0.9% - 2%.

Dựa trên tình hình kinh doanh chưa có nhiều khởi sắc của mảng vàng miếng vốn có biên lợi nhuận thấp cũng như tiềm năng tăng trưởng khả quan đến từ mảng bán lẻ trang sức có biên lợi nhuận gộp cao. **Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp chung cải thiện +3.4bsp YoY trong 2025F được dẫn dắt chủ yếu do thay đổi cơ cấu doanh thu so với 2024.**

Cụ thể:

(i) **Chúng tôi ước gia tăng tỷ trọng cơ cấu doanh thu mảng bán lẻ trang sức với tỷ trọng đóng góp trong doanh thu thuần từ 58% trong 2024F lên 71% trong 2025F** – tương đương với doanh thu đạt khoảng 25.8 ngàn tỷ đồng (+17%YoY) dựa trên khả năng nắm bắt cơ hội gia tăng thị phần bán lẻ trong bối cảnh ngành đang phân hóa (đã được đề cập tại phía trên).

(ii) Đồng thời, chúng tôi cũng hạ tỷ trọng doanh thu mảng vàng miếng giảm xuống còn 6.3 ngàn tỷ đồng (-46%YoY) do tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong 2H2024 sẽ tiếp tục duy trì trong năm 2025F.

2.2. Doanh nghiệp đầu ngành có lợi thế trong phát triển sản phẩm và khả năng tìm kiếm nguồn cung vàng khi nguồn cung dự kiến vẫn tiếp tục thu hẹp trong 2025F.

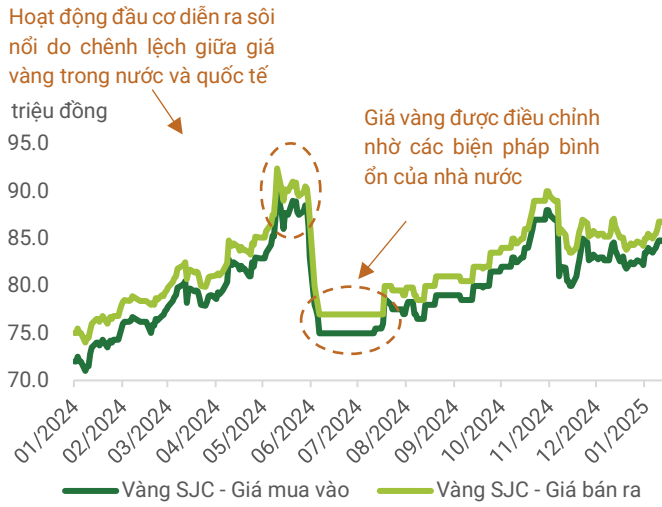
Do nguồn cung vàng sẽ vẫn được thắt chặt trong 2025F, vì vậy giá vàng vẫn tiếp tục được neo ở mức nền cao, dự kiến sẽ gia tăng chi phí nguyên liệu đầu vào cho hoạt động chế tác trang sức mảng bán lẻ trong ngành nói chung. Thông thường, đối với PNJ, vàng nguyên liệu đầu vào cho chế tác trang sức chiếm khoảng 40% - 45% cơ cấu chi phí giá vốn, do đó việc giá vàng nguyên liệu tăng cũng ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp nói chung và biên gộp mảng bán lẻ trang sức nói riêng.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng PNJ có thể khắc phục các khó khăn này trong ngắn hạn dựa trên:

- (i) **Khả năng cơ cấu các danh mục sản phẩm phù hợp với xu hướng và tình hình thị trường.** Chúng tôi lưu ý các sản phẩm bán lẻ của PNJ có biên gộp cao nhờ vào lợi thế trong thiết kế trang sức, các dịch vụ chăm sóc khách hàng cũng như là giá trị thương hiệu hơn là đến từ hàm lượng vàng có trong sản phẩm.
- (ii) **Sở hữu vị thế doanh nghiệp tốt giúp nâng cao khả năng tìm kiếm và đàm phán giá cả cho nguồn nguyên liệu đầu vào.**

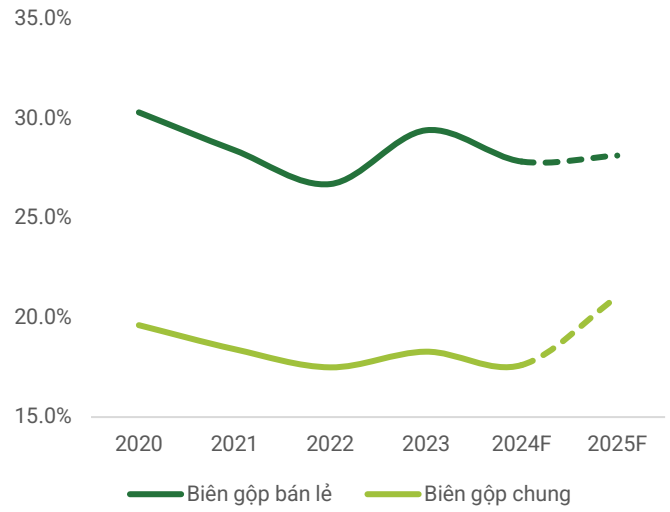
⇒ Theo đó, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp vẫn tiếp tục duy trì cải thiện tích cực +3.3 bsp YoY trong 2025F nhờ gia tăng tỷ trọng doanh thu sản phẩm bán lẻ và hiệu quả trong quản trị chi phí.

Hình 13: Giá vàng SJC hiện đang vẫn thiết lập ở mức nền cao do nguồn cung vàng đang thắt chặt.



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Hình 14: Biên lợi nhuận gộp chung tăng cao được hỗ trợ đến từ giảm tỷ trọng mảng vàng miếng có biên lợi nhuận thấp.



Nguồn: PNJ, PHS ước tính và tổng hợp

Bảng 2: Dự phóng kết quả kinh doanh trong 2024/2025

Tỷ đồng	2023	2024F	%YoY	2025F	%YoY	Chú thích
Doanh thu thuần	33,137	37,823	14%	36,495	-4%	Doanh thu ước tính giảm nhẹ -4%YoY chủ yếu do giảm tỷ trọng cơ cấu doanh thu doanh thu mảng vàng miếng 24k trong 2025F. Chúng tôi dự phóng mảng bán lẻ tăng +17%YoY trong đó: Các cửa hàng bước vào giai đoạn trưởng thành ước tính đóng góp khoảng 25.6 ngàn tỷ đồng (+20%YoY) và 25 cửa hàng mở mới trong 2025F ước tính đóng góp đạt khoảng 0.2 ngàn tỷ đồng (-14%YoY) do số lượng cửa hàng mở mới trong 2025F giảm -17%YoY.
Bán lẻ	19,286	22,051	14%	25,860	17%	
Bán sỉ	2,850	3,782	33%	3,971	5%	
Vàng miếng 24k	10,438	11,649	12%	6,332	-46%	
Khác	563	341	-39%	331	-3%	
GVHB	(27,078)	(31,152)	15%	(28,869)	-7%	Chúng tôi dự phóng mảng vàng miếng giảm -46%YoY do nguồn cung vàng thiếu hụt trên thị trường tiếp tục tiếp diễn trong 2025F
LNG	6,059	6,672	10%	7,626	14%	
CPBH	(2,836)	(3,207)	13%	(3,714)	16%	Lợi nhuận gộp dự phóng tăng trưởng +14%YoY nhờ gia tăng tỷ trọng cơ cấu doanh thu mảng trang sức bán lẻ từ 58% lên và 71% hạ tỷ trọng cơ cấu vàng miếng 24k từ 31% xuống 17% trong 2025F
CPQLDN	(694)	(795)	15%	(767)	-4%	
LNHĐKD chính	2,529	2,670	6%	3,144	18%	
DTTC	98	77	-21%	99	28%	
CPTC	(143)	(95)	-33%	(73)	-23%	
TN khác	5	(1)	124%	(1)	-4%	
Lợi nhuận trước thuế	2,489	2,651	7%	3,169	20%	
Lợi nhuận sau thuế	1,971	2,115	7%	2,433	15%	
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	
LNST-CĐTS	1,971	2,115	7%	2,433	15%	Dự phóng LNST-CĐTS hồi phục +15%YoY chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh chính cải thiện +18%YoY.
Biên lợi nhuận gộp	18.3%	17.6%	(0.6)	20.9%	3.3	
%SG&A/DTT	10.7%	10.6%	(0.1)	12.3%	1.7	
Biên lợi nhuận ròng	5.9%	5.6%	(0.4)	6.7%	1.1	

Nguồn: PNJ, PHS dự phóng và tổng hợp

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu PNJ được tái định giá nhờ (i) tiềm năng tăng trưởng khả quan trong 2025F với LNST-CĐTTS ước tính tăng +15%YoY, cùng với (ii) giá cổ phiếu đang giao dịch ở vùng định giá hấp dẫn với P/E FW 2025F ở mức 14.5x lần – thấp hơn so với giai đoạn tương tự với P/E bình quân giai đoạn 2020 – 2024 là 15.7x lần – chúng tôi lưu ý đây là giai đoạn xuyên suốt phản ánh về nỗ lực mở rộng thị phần bất chấp giai đoạn cầu tiêu dùng suy yếu trong 2023.

Chúng tôi sử dụng kết hợp 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền và so sánh để xác định giá mục tiêu với tỷ trọng 50%:50%. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** với giá mục tiêu là 111,700 VND với tiềm năng tăng giá là 17% so với giá đóng cửa tại ngày 10/02/2025.

Bảng 3: Tóm tắt định giá

PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	112,000	50%	56,000
P/E	111,400	50%	55,700
Giá mục tiêu			111,700
Giá đóng cửa tại ngày 10/02/2025			95,200
%Upside			17%

Nguồn: PHS ước tính và tổng hợp

Bảng 4: Giá định WACC

Giá định WACC	
Lãi suất phi rủi ro	6%
Beta	1
Phần bù rủi ro thị trường	8%
Chi phí VCSH	14%
Chi phí vay nợ	4%
Nợ/(Nợ + VCSH)	85%
Thuế	20%
WACC	12%
Tăng trưởng dài hạn	2%

Nguồn: PHS ước tính và tổng hợp

Bảng 5: Phương pháp FCFF

PHƯƠNG PHÁP FCFF	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT*(1-t)	2,482	2,756	3,134	3,459	3,766	4,092
(+) Khấu hao	104	102	109	117	125	134
(-) Capex	(102)	(127)	(152)	(179)	(209)	(241)
(-) Thay đổi vốn lưu động	(187)	(261)	(398)	(466)	(627)	(649)
Unleveraged Free Cash Flow	2,296	2,471	2,694	2,931	3,055	3,336
Giá trị hiện tại của dòng tiền	2,296	2,213	2,160	2,104	1,963	1,919
Terminal value	27,606					
Giá trị doanh nghiệp	38,341					
(-) Nợ vay	(3,547)					
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	3,120					
(-) Cổ đông thiểu số	0					
Giá trị vốn chủ	37,915					
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ)	338					
Giá trị hợp lý	112,000					

Nguồn: PHS ước tính và tổng hợp

Bảng 6: Phương pháp P/E

PHƯƠNG PHÁP P/E	2025
EPS Pha loãng 2025F	6,553
P/E mục tiêu	17
Giá hợp lý	111,400

Nguồn: PHS ước tính và tổng hợp

Hình 15: Định giá theo P/E giai đoạn 2020 – 2024


Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	33,876	33,137	37,823	36,495	39,440
Giá vốn hàng bán	(27,949)	(27,078)	(31,152)	(28,869)	(31,018)
Lợi nhuận gộp	5,927	6,059	6,672	7,626	8,422
Chi phí bán hàng và QLDN	(3,502)	(3,530)	(4,002)	(4,481)	(4,843)
Lợi nhuận từ HĐKD	2,425	2,529	2,670	3,144	3,579
Lợi nhuận tài chính	54	98	77	99	21
Chi phí tài chính	(141)	(143)	(95)	(73)	(77)
Thu nhập khác, ròng	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	(25)	5	(1)	(1)	(1)
Lợi nhuận sau thuế	2,312	2,489	2,651	3,169	3,522
LNST của cổ đông Công ty mẹ	1,811	1,971	2,115	2,433	2,705
Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tài Sản Ngắn Hạn	11,966	12,958	15,691	16,936	18,315
Tiền và tương đương tiền	880	896	1,123	2,100	3,145
Đầu tư tài chính ngắn hạn	200	810	1,020	1,020	1,020
Phải thu ngắn hạn	301	215	401	427	448
Hàng tồn kho	10,506	10,941	13,013	13,221	13,521
Tài sản ngắn hạn khác	80	96	133	167	181
Tài Sản Dài Hạn	1,371	1,469	1,516	1,479	1,449
Phải thu dài hạn	94	105	116	116	116
Tài sản cố định	882	883	857	855	826
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Chi phí xây dựng dở dang	31	29	-	33	33
Đầu tư tài chính dài hạn	-	4	4	-	-
Tài sản dài hạn khác	364	449	475	475	475
Tổng cộng tài sản	13,337	14,428	17,207	18,414	19,764
Nợ phải trả	4,893	4,621	5,950	6,206	6,657
Nợ ngắn hạn	4,883	4,612	5,940	6,196	6,646
Nợ dài hạn	10	9	11	10	10
Vốn chủ sở hữu	8,444	9,806	11,257	12,208	13,107
Vốn góp và lợi nhuận giữ lại	2,462	3,282	3,381	3,380	3,380
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Khác	5,982	6,524	7,876	8,828	9,727
Tổng nguồn vốn	13,337	14,428	17,207	18,414	19,764

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	101	1,508	100	1,615	1,729
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(371)	(578)	(228)	(288)	(303)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	792	(914)	353	(349)	(382)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	524	17	227	978	1,044
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	355	880	896	1,123	2,100
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	880	896	1,123	2,100	3,145
Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng					
Lợi nhuận sau thuế	73.3%	-2.2%	14.1%	-3.5%	8.1%
Tổng tài sản	68.2%	1.5%	4.0%	15.9%	10.7%
Doanh thu	25.6%	8.2%	19.3%	7.0%	7.3%
Tổng vốn chủ sở hữu	40.4%	16.1%	14.8%	8.4%	7.4%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	18.4%	17.5%	18.3%	17.6%	20.9%
Tỷ suất EBIT	7.2%	7.2%	7.6%	7.1%	8.6%
Tỷ suất lãi ròng	5.3%	5.3%	5.9%	5.6%	6.7%
ROA	13.6%	13.7%	12.3%	13.2%	13.7%
ROE	21.4%	20.1%	18.8%	19.9%	20.6%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	3.2	2.4	3.9	4.3	4.1
Số ngày tồn kho	137.2	147.5	152.5	167.2	159.1
Số ngày phải trả	3.6	3.5	7.3	8.0	8.0
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.5	2.8	2.6	2.7	2.8
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	2%	2%	4%	3%	3%
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	58%	47%	53%	51%	51%
Vay ngắn hạn/VCSH	32%	24%	30%	29%	29%
Vay dài hạn/VCSH	0%	0%	0%	0%	0%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Tô Đình Hiền Viên, Chuyên viên phân tích** - Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

MUA: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

TĂNG TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

NẮM GIỮ: Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

GIẢM TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

BÁN: Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

KHÔNG XẾP HẠNG: Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,

8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,

458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận

3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,

251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân

Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,

N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,

Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,

107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7,

Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,

18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải

Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801