

CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ)

- 8T24, lợi nhuận (LN) ròng của PNJ tăng nhẹ 3% svck, ghi nhận 1,281 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp PNJ bị ảnh hưởng từ nhu cầu vàng 24k tăng đột biến. LN ròng 8T24 hoàn thành 59% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Lợi nhuận ròng dự báo tăng 10%/16%/14% trong giai đoạn 2024-26 nhờ vào sự phục hồi của thị trường trang sức và tiềm năng mở rộng thị phần của PNJ.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho PNJ với giá mục tiêu 114,300 đồng/cổ phiếu

6T24, lợi nhuận ròng chỉ tăng 7% svck do ảnh hưởng từ nhu cầu đột biến từ vàng 24k.

6T24, tổng doanh thu ghi nhận 22,113 tỷ đồng chủ yếu nhờ vào sự tăng trưởng đột biến của doanh thu vàng miếng. PNJ hiện có 405 cửa hàng, tăng 6% svck. Doanh thu trung bình/cửa hàng đạt 4.3 tỷ đồng/tháng, giảm nhẹ 1% svck chủ yếu do nhu cầu tiêu thụ chưa khả quan, khiến cho tổng doanh thu bán lẻ chỉ tăng 7% svck, ghi nhận 10,246 tỷ đồng. Biên LN gộp đạt 16.4% (giảm 2.5d% svck). Chi phí tài chính giảm 51% svck do quy mô nợ vay ngắn hạn giảm 88% svck. Lợi nhuận ròng đạt 1,167 tỷ đồng (+7% svck). Lũy kế 8T24, tổng doanh thu và lợi nhuận ròng đạt 26,866/1,281 tỷ đồng, hoàn tất 61%/59% dự phóng năm 2024 của chúng tôi.

Lợi nhuận ròng dự phóng tăng 10%/16%/14% trong năm 2024-26 chủ yếu nhờ vào tiềm năng tăng trưởng mảng bán lẻ.

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán lẻ tăng 12% svck nhờ vào (1) tốc độ tăng trưởng cửa hàng đạt 5% svck, PNJ sẽ sở hữu 420 cửa hàng, (2) doanh thu/cửa hàng tăng 7% svck chủ yếu nhờ vào việc giá bán sản phẩm tăng cao (ước tính tăng 5% svck). Với sự hỗ trợ từ sự đột biến từ doanh thu vàng miếng (+27% svck), tổng doanh thu PNJ dự báo tăng 18% svck. Tuy nhiên do biên LN gộp ước tính thấp hơn svck do tỷ trọng mảng vàng miếng tăng cao, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng tăng 10% svck, ghi nhận 2,161 tỷ đồng. Trong năm 25-26, nhờ vào (1) nhu cầu tăng tốt hơn so với mức nền thấp năm 2024 sẽ hỗ trợ cải thiện sản lượng tiêu thụ trang sức, (2) tốc độ tăng trưởng cửa hàng đạt 6%/5% svck, lợi nhuận ròng của PNJ dự báo tăng 16%/14% svck.

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu **114,300 đồng/cổ phiếu**.

Giá mục tiêu tương đương so với báo cáo trước do chúng tôi (1) chuyển mô hình định giá sang 2024-25, (2) giảm EPS 24-25 xuống 8%/5% so với dự phóng trước. Giá cổ phiếu đã giảm khoảng 10% so với thời điểm cao nhất và hiện đang ở mức nền giá của năm 2024. Chúng tôi tin rằng mức giá hiện tại đã phản ánh hầu hết yếu tố tiêu cực về kết quả kinh doanh T7-T8 khi tháng 9 bắt đầu vào mùa cao điểm mua sắm trang sức, nhu cầu tiêu thụ có thể sự phục hồi tại thời điểm này. Vì vậy, chúng tôi nhận thấy đây là thời điểm thích hợp để đầu tư PNJ cho trung - dài hạn. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) Nhu cầu tiêu thụ yếu hơn kỳ vọng (2) Tỷ trọng chi phí bán hàng và QLDN/tổng DT cao hơn mức 10%.

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	33,137	39,178	41,638	45,973
Lợi nhuận ròng	1,971	2,161	2,505	2,868
Tăng trưởng doanh thu thuần	-2%	18%	6%	10%
Tăng trưởng LN ròng	9%	10%	16%	14%
Biên LN gộp	18%	17%	18%	18%
Biên EBITDA	8%	7%	8%	8%
ROAE	22%	20%	21%	20%
ROAA	14%	15%	16%	16%
EPS (VND/cổ phiếu)	6,008	6,392	7,411	8,485
BVPS (VND/cổ phiếu)	29,883	33,501	38,689	44,919

Nguồn:PNJ, MBS Research

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

VND114,300

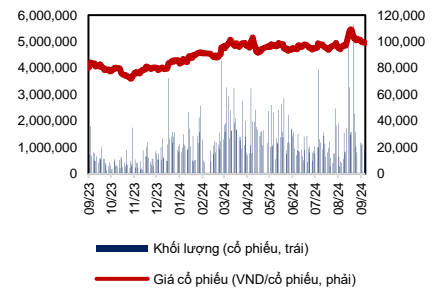
Tiềm năng tăng giá
(bao gồm thị suất cổ
tức)

17.6%

Thay đổi trọng yếu báo cáo:

- Giảm dự báo EPS 24-25 xuống 8%/5%

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	98,900
Cao nhất 52 tuần (VND)	109,300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	71,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	33,087
P/E (TTM)	16.0
P/B	3.1
Thị suất cổ tức (%)	2.0
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	49

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu (%)

Dragon Capital Việt Nam	9.6
Sprucegrove Investment Management Ltd.	5.1

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Quỳnh Ly

Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn

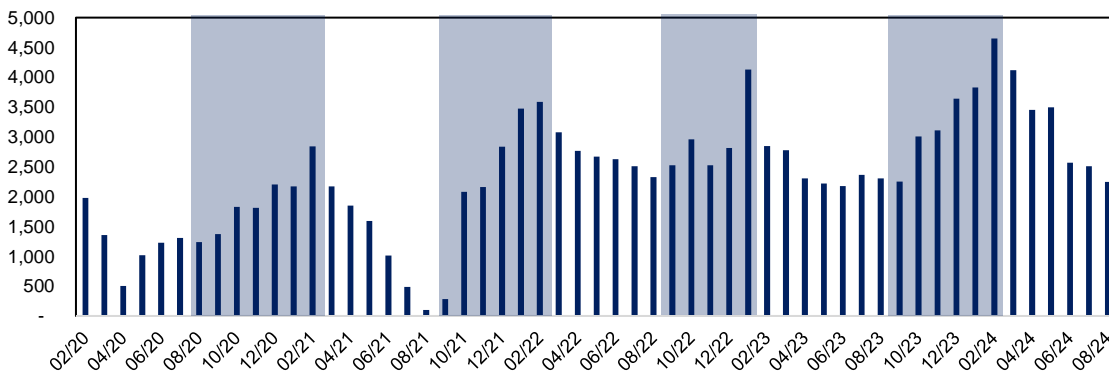
CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Doanh nghiệp sở hữu vị thế đầu ngành trang sức Việt Nam với hơn 405 cửa hàng, được phủ sóng rộng rãi ở 58 tỉnh thành. Với thế mạnh về tiềm lực tài chính và giá trị thương hiệu, chúng tôi dự báo tốc độ gia tăng cửa hàng mới đạt 5%/6%/5%, giúp cho tổng số cửa hàng đạt mức 420/445/467 trong năm 2024-26.
- Chúng tôi dự báo thị trường bán lẻ trang sức phục hồi khoảng 5% svck và nhu cầu tiêu thụ sẽ cải thiện tốt hơn vào Q4/24. Bên cạnh đó, chi phí hoạt động được tối ưu sẽ giúp cho lợi nhuận ròng năm 2024 tăng 10% svck. Trong năm 2025-26, với các điều kiện thuận lợi hơn bao gồm (1) kỳ vọng nhu cầu phục hồi tốt hơn khi nền kinh tế cải thiện so với năm 2024, (2) PNJ sẽ thâm nhập thêm các khu vực mới giúp cho PNJ tiếp cận đến nhiều hơn các tệp khách hàng tiềm năng mới, lợi nhuận ròng dự báo tăng 16%/15% svck, ghi nhận 2,505/2,868 tỷ đồng.
- Trong trung-dài hạn, chúng tôi nhận thấy PNJ còn tiềm năng mở mới thêm cửa hàng ở các khu vực mới và gia tăng thị phần trong bối cảnh độ bao phủ của các thương hiệu trang sức trên tổng thị trường còn rất thấp (<10%).
- Tháng 9 là khởi điểm của mùa cao điểm mua sắm trang sức trong năm (mùa cưới bắt đầu), chúng tôi kỳ vọng vào thời điểm tới, nhu cầu tiêu thụ trang sức sẽ có sự khả quan.

Hình 1: Doanh thu/cửa hàng/tháng của PNJ bắt đầu vào mùa cao điểm kể từ tháng 9 (Đơn vị: tỷ đồng)

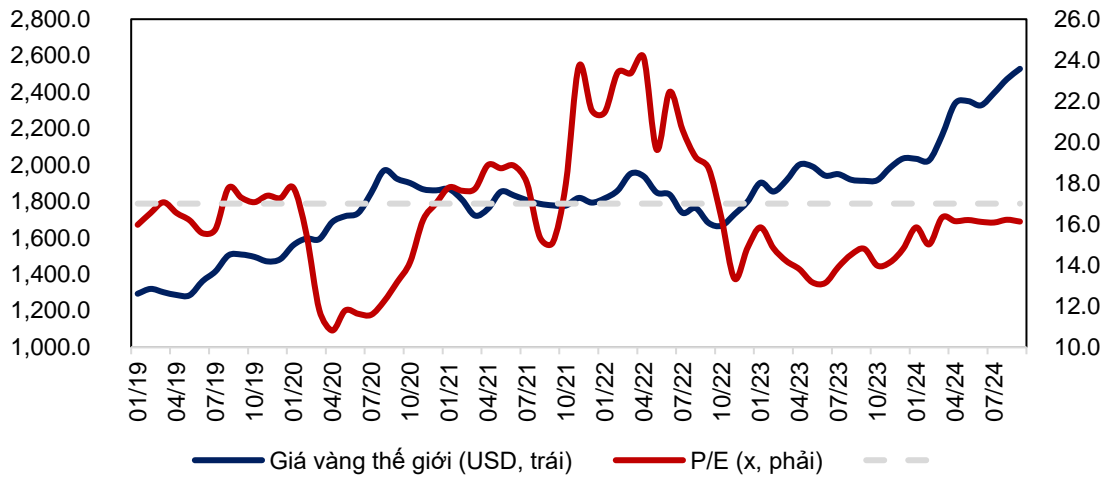


Nguồn: PNJ, MBS Research

Khuyến nghị và định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp 2 phương pháp DCF (WACC: 10.3%) và P/E (P/E mục tiêu 17x) để đưa ra mức giá hợp lý cho PNJ là 114,300 đồng/cổ phiếu (+15.6%, chưa bao gồm 2% thị suất cổ tức). Với P/E, chúng tôi sử dụng P/E trung bình tương đương giai đoạn mở rộng cửa hàng PNJ 21-23 bao gồm yếu tố COVID-19. Chúng tôi nhận thấy giai đoạn này phù hợp với (1) sự mở rộng cửa hàng của giai đoạn 24-26, (2) sự phục hồi về thu nhập và nhu cầu. Với phương pháp DCF (WACC: 10.3%), chúng tôi thay đổi một số chỉ số bao gồm (1) chi phí nợ vay = 13%, (2) D/E = 30% vì vậy WACC cao hơn so với báo cáo trước.

Hình 2: Biến động P/E và giá vàng thế giới.



Nguồn: FiinX, MBS Research

Hình 3: Phương pháp DCF

	2024	2025	2026	2027	///	2033
EBIT	2,729	3,163	3,622	4,134		13,395
(+) Khấu hao	84	98	117	136		163
(-) CAPEX	125	138	130	133		153
(-) Thay đổi vốn lưu động	310	1,445	1,079	1,211		1,944
Dòng tiền tự do (FCF)	2,430	1,021	1,776	2,066		8,675
Giá trị cuối cùng (Terminal value)						40,009
PV của FCFF	2,204	839	1,324	1,396		3,256
PV của giá trị cuối cùng						15,015
Giá trị doanh nghiệp (EV)						36,613
(+) Tiền và tương đương tiền						1,568
(-) Nợ vay						406
Giá trị VCSH						37,774
Tổng số cổ phiếu (triệu cp)						338
Giá cổ phiếu (VND)						111,252

Hình 4: Phương pháp DCF

WACC và tăng trưởng dài hạn	
Tăng trưởng dài hạn	2.0%
Chi phí VCSH	13.0%
Chi phí nợ vay	5.0%
E/V	70%
D/V	30%
Mức thuế	20.00%
WACC	10.30%

Nguồn: MBS Research

Hình 5: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VND)
P/E (P/E = 17x)	50%	117,327
DCF (WACC = 10.3%)	50%	111,252
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)		114,300

Nguồn: MBS Research

Rủi ro giảm giá:

- Nhu cầu tiêu thụ trang sức yếu hơn kỳ vọng, ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu bán lẻ trang sức
- Chi phí hỗ trợ bán hàng và quảng cáo cao hơn so với dự báo của chúng tôi, do đó tỷ trọng chi phí bán hàng và QLDN/tổng doanh thu cao hơn 10%.

Hình 6: Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên doanh nghiệp	Mã BBG	Vốn hóa	P/E (x)		P/B (x)		ROA%		ROE (%)	
		USDmn	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Chow Tai Cook Jewellery Group Ltd	1929 HK Equity	8,034	17.8	8.8	4.5	2.2	7.4	8.5	22.4	26.3
Signet Jewelers Ltd	SIG US Equity	4,102	6.5	8.9	2.1	1.9	12.1	n/a	41.7	n/a
Titan Co Ltd	TTAN IN Equity	39,523	96.5	82.6	36.0	26.1	12.0	12.9	32.9	34.1
Trung bình			40.3	33.4	14.2	10.1	10.5	10.7	32.3	30.2
CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận	PNJ VN	1,346	15.6	13.5	3.0	2.6	15.0	16.4	20.5	20.5

Nguồn: MBS Research

KQKD 6T24: Lợi nhuận chỉ tăng 7% svck do ảnh hưởng từ biến động nhu cầu vàng miếng.

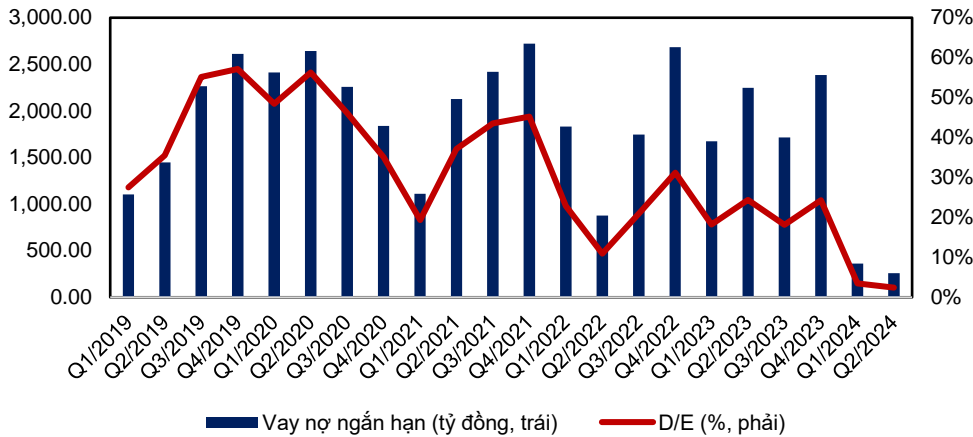
Hình 7: Kết quả kinh doanh Q2/24 và 6T24

Các tiêu chí KQKD	Q2/2024	Sv quý liên trước (%)	svck (%)	6T24	svck (%)	% vs báo cáo trước	Đánh giá
Tổng số cửa hàng bán lẻ	405	1.0%	6.3%			92%	PNJ mở mới 31 cửa hàng mới, chủ yếu ở khu vực 1 và 2
Doanh thu bán lẻ/cửa hàng/tháng	3.7	-22.3%	7.1%	4.3	-0.9%	95%	Ước tính giá bán sản phẩm tăng nhẹ 5-7% svck do ảnh hưởng từ biến động giá vàng thế giới trong ngắn hạn, do đó doanh thu/cửa hàng tăng 7% svck. Tuy nhiên, do yếu tố mùa vụ doanh thu/cửa hàng trong Q2/24 giảm 22% svck
<i>Doanh thu thuần</i>	9,519	-24.4%	42.9%	22,113	34.3%	57%	
-Vàng miếng	4,438	-29.0%	125.1%	10,686	111.5%	95%	Nhu cầu mua bán vàng miếng tăng đột biến khi giá vàng SJC biến động 14% chỉ trong vòng 2 tháng, do đó tổng doanh thu vàng 24k tăng 125% svck
-Bán lẻ	4,497	-21.8%	14.8%	10,246	7.3%	43%	
Bán sỉ	861	-11.3%	38.8%	1,831	22.2%	58%	Doanh thu bán sỉ tăng mạnh 39% svck nhờ vào (1) mở rộng thêm khách hàng mới, (2) nhu cầu trang sức của các cửa hàng trang sức nhỏ cải thiện so với mức nền thấp cùng kỳ
Lợi nhuận gộp	1,481	-31.1%	22.4%	3,630	16.8%	51%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	15.6%	-1.5đ%	-2.6đ%	16.4%	-2.5đ%		Tỷ trọng doanh thu vàng 24k tăng mạnh (mảng kinh doanh có biên LN gộp thấp) khiến cho biên LN gộp giảm 2.6đ% svck
Chi phí bán hàng	759	-22.2%	23.3%	1,735	26.1%	53%	
Chi phí quản trị DN	179	-21.1%	14.6%	406	22.8%	48%	
<i>% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu</i>	9.9%	0.3đ%	-1.7đ%	19.4%	-1.7đ%		
Doanh thu tài chính	8	-41.8%	-77.1%	22	-55.2%	18%	Doanh thu tài chính giảm 77% svck, chủ yếu do các khoản đầu tư ngắn hạn giảm từ 1,000 tỷ đồng chỉ còn 0.17 tỷ đồng
Chi phí tài chính	14	-41.1%	-63.6%	38	-50.6%	24%	Chi phí tài chính giảm 51% svck chủ yếu do quy mô nợ vay giảm 88% svck
LNTT	533	-43.0%	22.3%	1,469	6.5%	49%	
Thuế TNDN	114	-42.2%	16.1%	312	6.6%	51%	
LN ròng	429	-41.9%	27.0%	1,167	7.4%	50%	Lợi nhuận ròng bị ảnh hưởng chủ yếu bởi sự biến động của giá vàng thế giới, khiến cho nhu cầu vàng 24k tăng vọt và ảnh hưởng trực tiếp tới lợi nhuận gộp. Kết quả, lợi nhuận ròng đạt 1,167 tỷ đồng (7% svck). Kết quả này phù hợp với dự phóng và hoàn tất 53% dự phóng năm 2024 của chúng tôi

6T24, tỷ lệ D/E ghi nhận dưới 5% nhờ vào dòng tiền dồi dào từ hoạt động sản xuất kinh doanh.

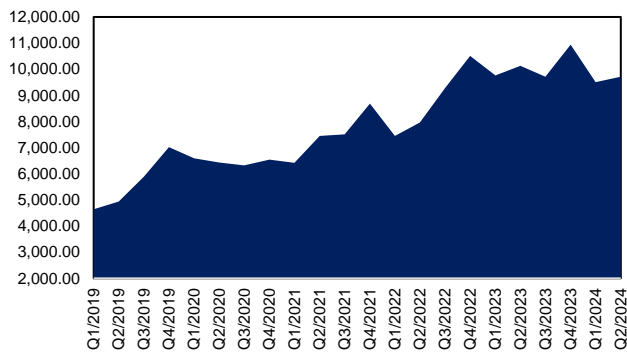
Q2/24, vay nợ ngắn hạn giảm 88% svck, giảm chỉ còn khoảng 260 tỷ đồng, do đó tỷ lệ D/E chỉ còn khoảng 2.4%, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 19% trong giai đoạn Q1/22-Q1/24. Trong giai đoạn giá nguyên liệu vàng biến động mạnh, tồn kho của PNJ cũng giảm 4% svck và giảm 11% so với đỉnh điểm vào Q4/23. Thêm vào đó, số cửa hàng mở mới ròng trong Q2/24 ghi nhận là 13, giảm 38% svck. Mặc dù nhu cầu gặp khó khăn và bị ảnh hưởng từ thị trường vàng, chúng tôi nhận thấy dòng tiền từ hoạt động vẫn dồi dào và đủ cho hoạt động kinh doanh của PNJ.

Hình 8: Vay nợ ngắn hạn trong 6T24 ghi nhận ở mức thấp nhất



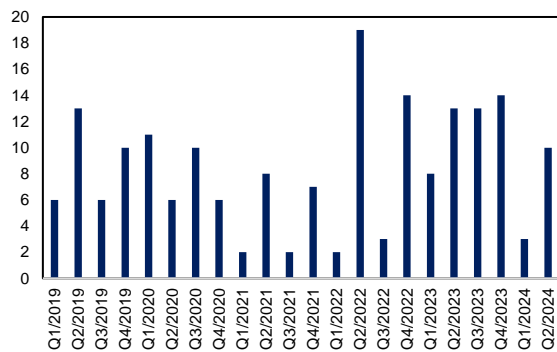
Nguồn: PNJ, MBS Research

Hình 9: Hàng tồn kho giảm dần từ Q1/24 sau khi đạt đỉnh vào Q4/23 (tỷ đồng)



Nguồn: PNJ, MBS Research

Hình 10: Số cửa hàng mở mới theo quý, theo đó trong 6T24, PNJ vẫn mở mới 13 cửa hàng.



Nguồn: PNJ, MBS Research

Lợi nhuận ròng PNJ dự tăng 10%/16%/15% svck trong 2024F-26F nhờ vào khả năng mở rộng cửa hàng tốt và sự phục hồi nhu cầu tiêu thụ trang sức

Kỳ vọng PNJ đạt được 420/445/467 cửa hàng trong năm 2024-26

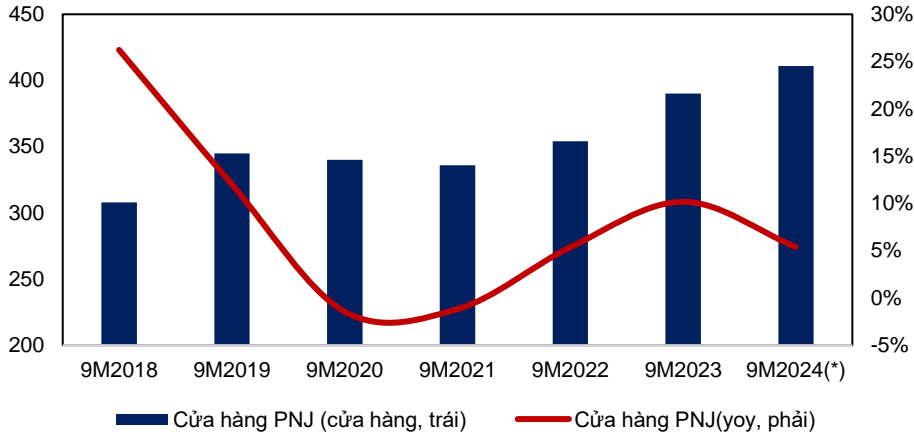
9T24, PNJ có được tốc độ tăng trưởng cửa hàng tốt nhất trên thị trường trang sức Việt Nam.

9T24, PNJ tiếp tục chiến lược mở rộng cửa hàng để tăng thị phần từ khách hàng mới và tăng cường độ bao phủ trên toàn quốc. Tuy nhiên, chúng tôi nhìn thấy một vài yếu tố (giá thuê cửa hàng cao hơn và nhu cầu yếu đi) không được thuận lợi như năm 2023, ảnh hưởng trực tiếp đến tốc độ mở cửa hàng mới. Do vậy, tổng số cửa hàng bán lẻ trang sức PNJ chỉ tăng 5% svck, ghi nhận 411 cửa hàng trên toàn quốc.

Chúng tôi nhận thấy PNJ sở hữu (1), dòng tiền khỏe mạnh, (2) công suất sản xuất nữ trang lớn, (3) giá trị thương hiệu bán lẻ tốt, giúp doanh nghiệp có thể gia tăng thị phần bằng cách thâm nhập vào các khu vực/thị trường mới. Trong lúc đó, các chuỗi bán lẻ trang sức khác tập trung vào tăng trưởng tỷ trọng trang

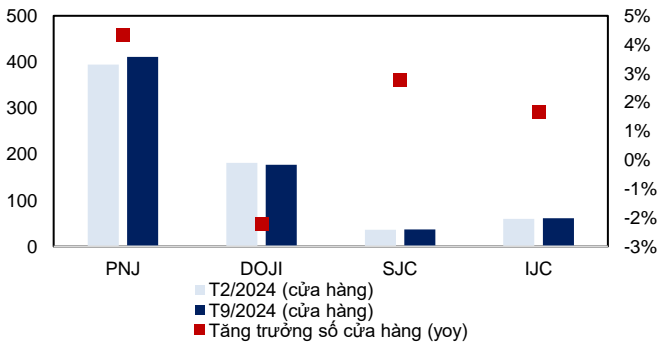
sức trong danh mục sản phẩm (sản phẩm có biên lợi nhuận tốt hơn) và duy trì thị phần trong bối cảnh nhu cầu chung yếu. Ở thị trường các doanh nghiệp nội địa Việt Nam kinh doanh vàng và trang sức, PNJ vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng cửa hàng và độ bao phủ cửa hàng tốt nhất trong 9T24

Hình 11: Tốc độ cửa hàng chậm hơn svck trong 9T24 tuy nhiên vẫn cao hơn mức trung bình 5 năm.



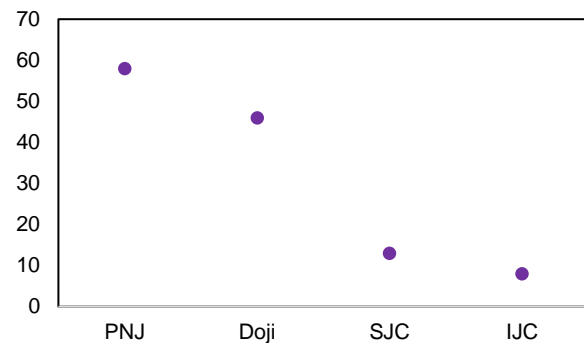
Nguồn: PNJ, MBS Research

Hình 12: PNJ vẫn sở hữu tốc độ tăng trưởng cửa hàng tốt nhất trên thị trường trang sức Việt Nam.



*Số liệu lấy từ website các thương hiệu
 Nguồn: PNJ, Doji, SJC, IJC, MBS Research

Hình 13: Tính đến thời điểm hiện tại, PNJ đứng đầu về khả năng bao phủ cửa hàng tại gần 60 tỉnh thành tại Việt Nam



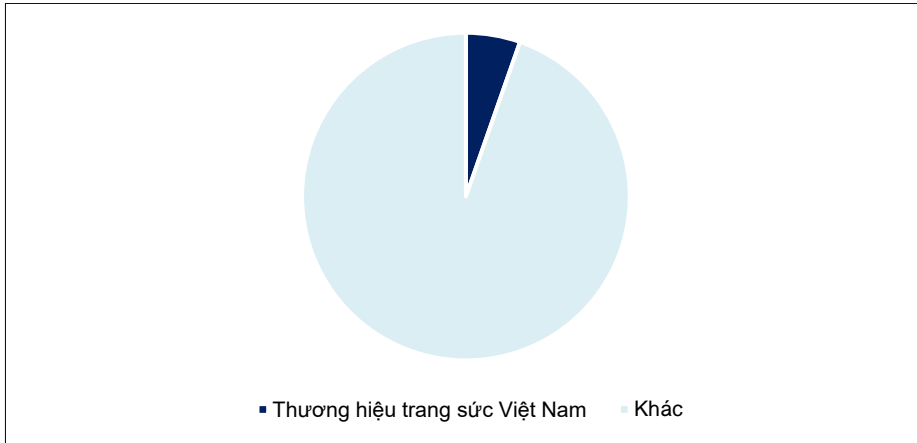
Nguồn: PNJ, MBS Research

Chúng tôi ước tính PNJ mở 20/25/22 cửa hàng mới trong năm 2024-26 (+5%/6%/5% svck) khi tỷ lệ bao phủ cửa hàng của các thương hiệu trang sức còn thấp

Theo Tổng cục Thuế, hiện có 12,516 doanh nghiệp tham gia vào lĩnh vực kinh doanh và sản xuất vàng (tính đến năm 2023). Tính đến T5/24, chỉ có 5,835 cửa hàng kinh doanh vàng bạc áp dụng hóa đơn điện tử từ máy tính tiền. Dựa trên dữ liệu này, với các chuỗi trang sức Việt Nam hiện chỉ chiếm 5% tổng thị trường vàng và trang sức, điều này cho thấy tiềm năng mở rộng đáng kể dành cho chuỗi trang sức hiện đại trong trung và dài hạn.

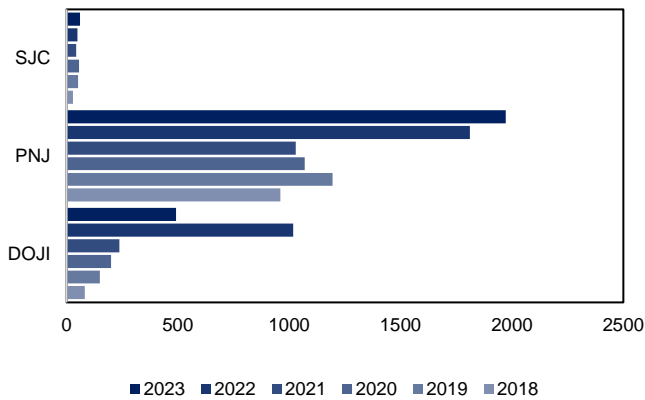
Chúng tôi nhận thấy mỗi chuỗi trang sức và vàng đều có những thế mạnh và sở thích khách hàng riêng. Việc tập trung mạnh vào trang sức có thể giúp doanh nghiệp chiếm lĩnh thị phần và duy trì tăng trưởng lợi nhuận tốt hơn. Thêm vào đó, các doanh nghiệp nhắm đến các phân khúc tiêu dùng mới (chẳng hạn như Gen Z) với những lợi thế về sản xuất (tay nghề cao, thiết kế đa dạng, phong cách hiện đại, nhà máy công suất lớn) và nguyên liệu chất lượng cao sẽ có lợi thế đáng kể trong trung và dài hạn.

Hình 14: Tỷ lệ bao phủ của các chuỗi trang sức Việt Nam trên tổng thị trường còn rất thấp



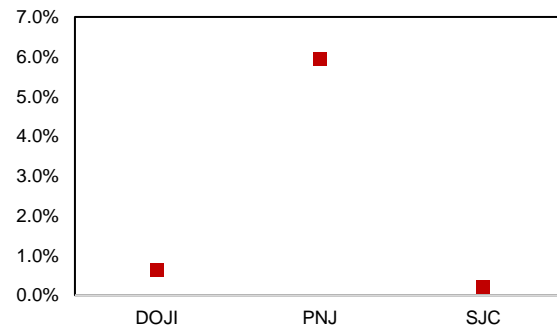
Nguồn: MBS Research

Hình 15: Lợi nhuận ròng một số doanh nghiệp bán vàng và trang sức tại Việt Nam (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: PNJ, Doji, SJC, MBS Research

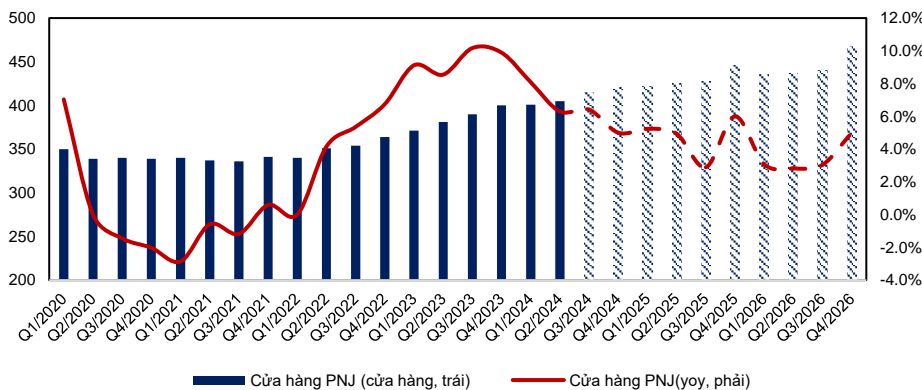
Hình 16: Với thế mạnh về sản xuất, thiết kế và cơ cấu bán lẻ, PNJ có được biên LN ròng tốt nhất.



Nguồn: PNJ, MBS Research

PNJ vận hành 2 nhà máy với công suất 4 triệu sản phẩm/năm và có hơn 1,000 nhân viên tay nghề cao. Thiết kế đa dạng và đa dạng các phân khúc sản phẩm của PNJ sẽ giúp công ty thu hút thêm nhiều khách hàng tiềm năng khi tiếp tục mở rộng vào các khu vực mới. Bên cạnh đó, với mục tiêu tăng thị phần trong lĩnh vực trang sức bán lẻ, chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ tăng trưởng và mở thêm các cửa hàng tập trung vào bán lẻ trang sức (như Trung Tâm Kim Hoàn và PNJ Next). Chúng tôi ước tính rằng tốc độ mở cửa hàng mới trong năm 2024 sẽ chậm hơn so với năm 2023 do điều kiện kém thuận lợi, đạt 420/445/467 cửa hàng mới (+5%/6%/5% svck) trong giai đoạn 2024F-2026F.

Hình 17: Dự phóng tổng cửa hàng PNJ trong thời gian tới.



Nguồn: PNJ, MBS Research

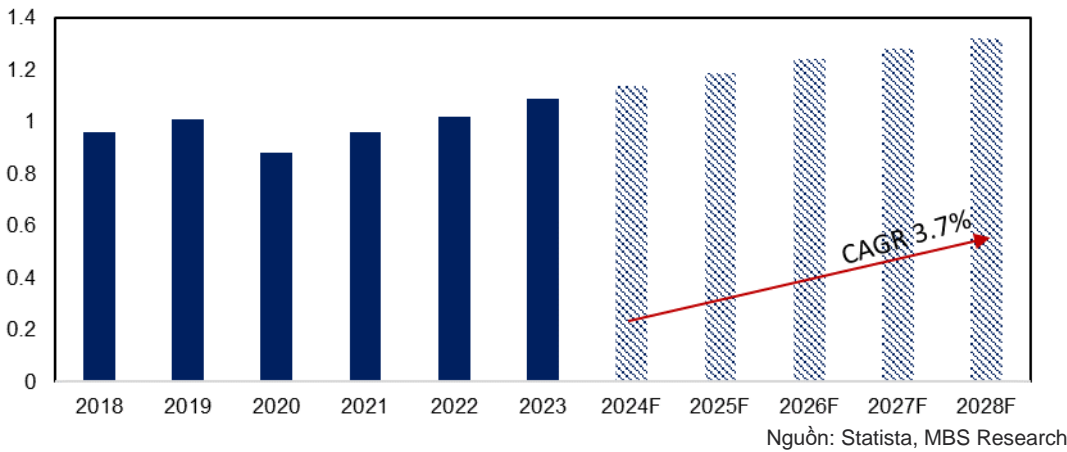
Doanh thu/cửa hàng chỉ tăng dưới 10% khi chúng tôi nhận thấy nhu cầu tiêu thụ trang sức thấp hơn svck

Thị trường trang sức có thể đạt tốc độ tăng trưởng kép 3.7% trong giai đoạn 24-28

Chúng tôi kỳ vọng thị trường trang sức Việt Nam có thể đạt được tốc độ tăng trưởng 3.7% trong năm 24-28 nhờ vào:

- Chúng tôi nhận thấy nhu cầu tiêu thụ trang sức trong năm 24F sẽ thấp hơn giai đoạn 2022-23 bởi nền kinh tế Việt Nam phục hồi khá chậm. Nhu cầu có thể cải thiện trong năm 2025-26 khi thu nhập người dân cải thiện, khu vực sản xuất tại Việt nam phục hồi rõ rệt.
- Giá bán sản phẩm ảnh hưởng bởi sự tăng nhẹ của giá vàng thế giới, theo Goldman Sachs, giá vàng được dự báo tăng 5%/5% trong năm 2025-26

Hình 18: Thị trường bán lẻ trang sức Việt Nam được kỳ vọng tăng trưởng 4% trong năm 2024-26 (đơn vị: tỷ USD)



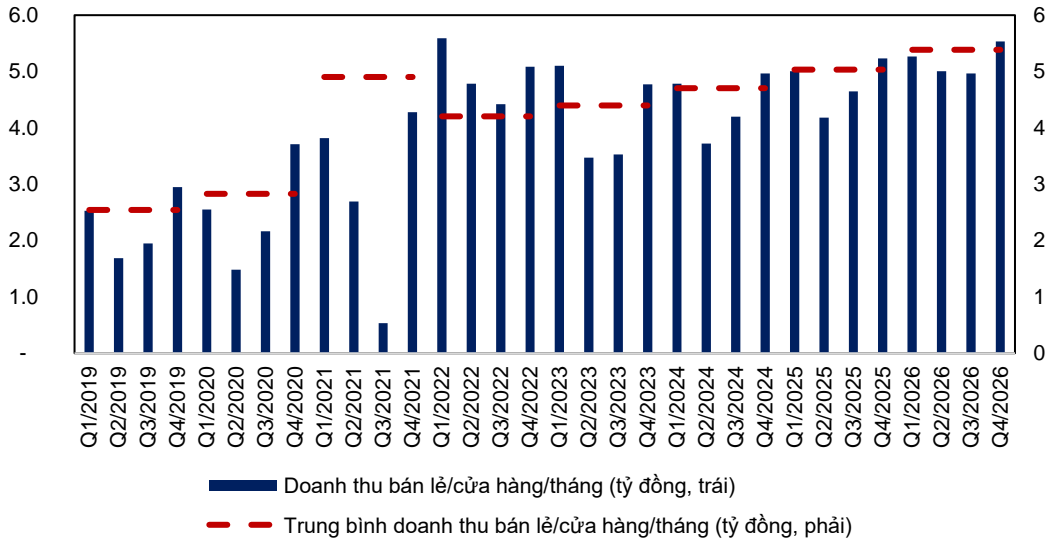
Doanh thu PNJ/cửa hàng dự báo sẽ có tốc độ tăng trưởng tốt hơn so với thị trường trang sức chung.

8T24, doanh thu/cửa hàng ghi nhận 4.2 tỷ đồng/tháng, tăng 8% svck khi giá vàng SJC tang 19% svck. Chúng tôi nhận thấy doanh thu/cửa hàng tang phần lớn là do giá bán sản phẩm cao hơn svck, khi giá bán sản phẩm bị ảnh hưởng bởi biến động lớn của giá vàng trong nước và thế giới. Bên cạnh đấy đến từ việc tốc độ tang trưởng cửa hàng tăng thấp hơn svck (5%, cùng kỳ 10%). Ngoài ra, hiện tăng trưởng doanh thu bán lẻ hàng hóa chỉ đạt khoảng 5% (loại bỏ yếu tố về giá, thấp hơn mức trung bình trước covid-19) cho thấy nhìn chung nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng xa xỉ sẽ còn nhiều khó khăn. Bên cạnh đấy, nhu cầu trang sức cũng sẽ chậm lại chậm lại do ảnh hưởng bởi nhu cầu mua bán đột biến từ thị trường vàng miếng, khi giá vàng biến động mạnh trong thời gian ngắn.

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu trang sức sẽ ổn định hơn trong 4 tháng cuối năm. Bên cạnh đấy, do sự tăng mạnh trong thời gian ngắn của giá nguyên vật liệu, PNJ có thể sẽ phải tăng giá bán 5-7% svck trong năm 2024. Chúng tôi ước tính doanh thu/cửa hàng sẽ đạt 4.6 tỷ đồng/tháng trong 4 tháng cuối năm với (1) thể mạnh chiến lược sản phẩm, (2) sự hiệu quả của các chiến dịch marketing vào mùa cao điểm cuối năm. Tổng kết, chúng tôi kỳ vọng doanh thu/cửa hàng cho cả năm 2024 là khoảng 4.4 tỷ đồng/tháng (+4.5% svck)

Với thế mạnh về chiến lược marketing, thiết kế sản phẩm và công suất sản xuất, chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán lẻ PNJ sẽ tăng trưởng tốt hơn so với mức trung bình của thị trường. Trong năm 25-26, nhờ vào sự phục hồi rõ rệt hơn của nền kinh tế Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng (1) nhu cầu cải thiện <10% từ mức nền thấp của năm 2024, (2) giá bán ước tính tăng 2% svck, nhờ đó, doanh thu/cửa hàng tăng 7%/7% svck, ghi nhận 4.7 tỷ đồng/5.0 tỷ đồng.

Hình 19: Ước tính doanh thu/cửa hàng/tháng

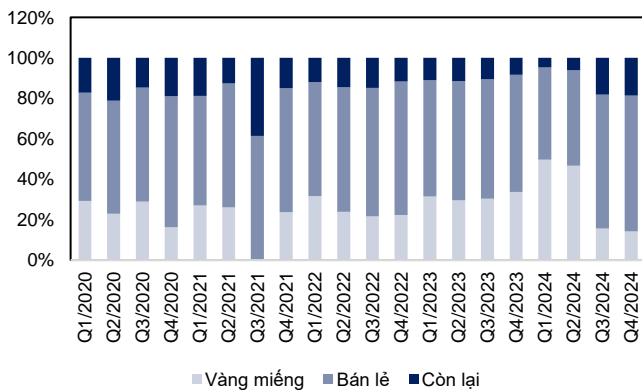


Nguồn: PNJ, MBS Research

Điều chỉnh dự phóng 2024-26

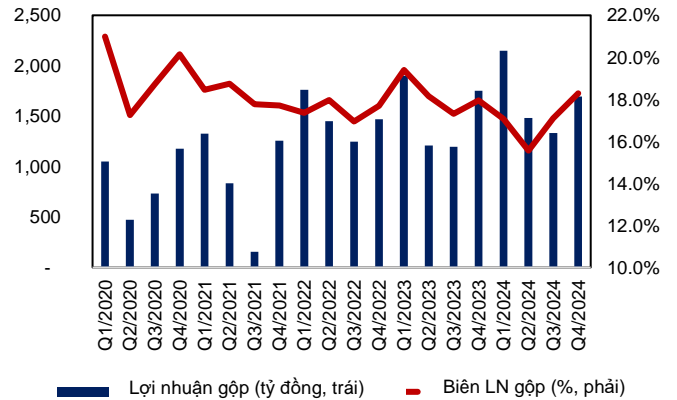
Tỷ đồng	2024F	svck%	Δ%	2025F	svck%	Δ%	2026F	svck%	Đánh giá
Tổng số cửa hàng bán lẻ	420	5.0%	-5%	445	6.0%	-4%	467	5.0%	Điều chỉnh giảm tổng số cửa hàng PNJ do nhu cầu tiêu thụ yếu hơn do với dự báo cũ, ảnh hưởng trực tiếp đến tốc độ mở mới cửa hàng.
Doanh thu bán lẻ/cửa hàng/tháng	4.4	4.5%	-2%	4.7	7.0%	-3%	5.0	7.0%	
Doanh thu thuần	39,178	18.2%	1%	41,638	6.3%	-3%	45,973	10.4%	
Vàng miếng	13,215	26.6%	18%	12,488	-5.5%	4%	13,375	7.1%	Nhu cầu mua bán vàng miếng cao hơn so với kỳ vọng cũ nên chúng tôi điều chỉnh tăng sản lượng tiêu thụ cho năm 2024
Bán lẻ	21,631	12.2%	-9%	24,421	12.9%	-9%	27,564	12.9%	Điều chỉnh giảm nhu cầu tiêu dùng trang sức do nhu cầu thực trong 6T24 yếu hơn kỳ vọng khi giá vàng biến động mạnh mẽ trong ngắn hạn.
Bán sỉ	3,758	31.9%	19%	4,143	10.3%	19%	4,438	7.1%	Điều chỉnh tăng doanh thu bán buôn chủ yếu do (1) khách hàng mom&pop shop mới tăng, (2) nhu cầu tiêu thụ của khách mom&pop shop cao hơn so với mức nền thấp cùng kỳ
Lợi nhuận gộp	6,659	9.9%	-6%	7,476	12.3%	-6%	8,416	12.6%	
Biên lợi nhuận gộp	17.0%	-1.3%	-8%	18%	1.0%	-3%	18%	0.4%	
Chi phí bán hàng	3,127	10.3%	-4%	3,529	12.8%	-2%	3,898	10.5%	Điều chỉnh giảm chi phí bán hàng theo tốc độ tăng trưởng cửa hàng năm 2024
Chi phí quản trị DN	788	13.7%	-7%	860	9.1%	-9%	951	10.6%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	10.0%	-0.7%	-6%	11%	0.5%	-1%	11%	0.0%	
Doanh thu tài chính	78	-20.1%	-36%	125	59.4%	-4%	138	10.4%	Điều chỉnh giảm doanh thu tài chính do chúng tôi ước tính khoản đầu tư tài chính ngắn hạn giảm 50% svck.
Chi phí tài chính	99	-30.8%	-39%	55	-44.2%	-70%	89	61.4%	
LNTT	2,729	9.6%	-8%	3,163	15.9%	-5%	3,622	14.5%	
Thuế TNDN	567	9.6%	-8%	658	15.9%	-5%	753	14.5%	
LN ròng	2,161	9.6%	-8%	2,505	15.9%	-5%	2,868	14.5%	

Hình 20: Doanh thu quý theo từng mảng kinh doanh



Nguồn: PNJ, MBS Research

Hình 21: Lợi nhuận gộp theo quý



Nguồn: PNJ, MBS Research

Báo cáo tài chính

Báo cáo kết quả HKKD	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Doanh thu thuần	33,137	39,178	41,638	45,973	LN trước thuế	2,489	2,729	3,163	3,622
Giá vốn hàng bán	(27,078)	(32,519)	(34,162)	(37,557)	Khấu hao	81	84	98	117
Lợi nhuận gộp	6,059	6,659	7,476	8,416	Thuế đã nộp	(518)	(567)	(658)	(753)
Chi phí quản lý DN	(694)	(788)	(860)	(951)	Các khoản điều chỉnh khác	(75)	5	2	3
Chi phí bán hàng	(2,836)	(3,127)	(3,529)	(3,898)	Thay đổi VLD	(475)	1,073	(1,474)	(1,112)
LN từ HKKD	2,529	2,744	3,088	3,566	LCTT từ HKKD	1,503	3,323	1,131	1,876
EBITDA thuần	2,610	2,828	3,186	3,683	Đầu tư TSCĐ	(82)	(125)	(138)	(130)
LN trước thuế & lãi vay	2,529	2,744	3,088	3,566	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	-	-	-
Thu nhập lãi	98	78	125	138	LCTT từ đầu tư	(577)	(195)	(213)	(217)
Chi phí tài chính	(143)	(99)	(55)	(89)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	99	-	-
Thu nhập ròng khác	5	5	6	6	Tiền vay ròng nhận được	(299)	(1,978)	172	1,061
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
LN trước thuế	2,489	2,729	3,163	3,622	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(611)	(676)	(676)	(676)
Thuế TNDN	(518)	(567)	(658)	(753)	LCTT từ hoạt động TC	(909)	(2,555)	(504)	385
Lợi nhuận sau thuế	1,971	2,161	2,505	2,868	Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	880	896	1,470	1,884
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	LC tiền thuần trong năm	17	574	414	2,044
Lợi nhuận ròng	1,971	2,161	2,505	2,868	Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	896	1,470	1,884	3,929
Chi trả cổ tức	(611)	(676)	(676)	(676)	Các chỉ số cơ bản	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Lợi nhuận giữ lại	1,361	1,485	1,829	2,192	Tăng trưởng doanh thu thuần	-2.2%	18.2%	6.3%	10.4%
Bảng cân đối kế toán	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	Tăng trưởng EBITDA	4.2%	8.3%	12.7%	15.6%
Tiền và tương đương tiền	896	1,470	1,884	3,929	Tăng trưởng LN từ HKKD	4.3%	8.5%	12.5%	15.5%
Đầu tư ngắn hạn	810	-	-	-	Tăng trưởng LN trước thuế	7.6%	9.6%	15.9%	14.5%
Phải thu khách hàng	69	83	87	96	Tăng trưởng LN ròng	8.9%	9.6%	15.9%	14.5%
Hàng tồn kho	10,941	10,948	12,315	13,540	Tăng trưởng EPS	8.9%	6.4%	15.9%	14.5%
Tổng tài sản ngắn hạn	12,960	12,791	14,586	17,901	Biên LN gộp	18.3%	17.0%	18.0%	18.3%
Tài sản cố định	256	315	371	402	Biên EBITDA	8.1%	7.4%	7.9%	8.3%
Xây dựng cơ bản dở dang	29	29	29	29	Biên LN ròng	5.9%	5.5%	6.0%	6.2%
BDS đầu tư	-	-	-	-	ROAE	21.6%	20.5%	20.5%	20.3%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAA	14.2%	15.0%	16.4%	16.0%
Đầu tư vào công ty LD, LK	-	-	-	-	ROIC	16.2%	18.4%	18.3%	17.0%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	558	636	669	728	Vòng quay tài sản	2.4	2.7	2.7	2.6
Tổng tài sản dài hạn	1,470	1,589	1,661	1,734	Cổ tức chi trả/LN ròng	31.0%	31.3%	27.0%	23.6%
Tổng tài sản	14,430	14,380	16,248	19,635	Tổng nợ vay/VCSH	24.3%	3.6%	4.4%	10.8%
Vay & nợ ngắn hạn	2,384	406	579	1,640	Nợ vay ròng/VCSH	15.2%	-9.4%	-10.0%	-15.1%
Phải trả người bán	255	301	329	359	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	10.3%	-7.4%	-8.0%	-11.7%
Phải trả ngắn hạn khác	1,049	1,083	1,132	1,219	Khả năng thanh toán lãi vay	21.3	39.3	125.4	64.3
Tổng nợ ngắn hạn	4,614	3,045	3,159	4,440	Số ngày phải thu	0.8	0.8	0.8	0.8
Vay & nợ dài hạn	-	-	-	-	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	147.5	122.9	131.6	131.6
Các khoản phải trả khác	9	9	9	9	Số ngày phải trả tiền bán	3.4	3.4	3.5	3.5
Tổng Nợ dài hạn	9	9	9	9	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.8	4.2	4.6	4.0
Tổng nợ	4,623	3,054	3,168	4,449	Khả năng thanh toán nhanh	0.4	0.6	0.7	1.0
Vốn điều lệ	3,282	3,381	3,381	3,381	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.4	0.5	0.6	0.9
Thặng dư vốn cổ phần	1,851	1,851	1,851	1,851	Định giá				
Cổ phiếu quỹ	(3)	(3)	(3)	(3)	EPS	6,008	6,392	7,411	8,485
LN giữ lại	2,740	3,414	4,381	5,678	BVPS	29,883	33,501	38,689	44,919
Các quỹ thuộc VCSH	1,936	2,683	3,470	4,279	P/E	14.8	15.6	13.5	11.8
Vốn chủ sở hữu	9,807	11,326	13,080	15,186	P/B	3.0	3.0	2.6	2.2
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-					
Tổng vốn chủ sở hữu	9,807	11,326	13,080	15,186					
Tổng nợ và VCSH	14,430	14,380	16,248	19,635					

Nguồn: MBS Research ước tính

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

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 -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng
Nghiêm Phú Cường
Đình Hà Anh
Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến
Nguyễn Đức Hải

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức
Lê Hải Thành
Nguyễn Minh Trí

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng
Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly