

Việt Nam: Ngành bán lẻ
6 May 2025
PNJ
MUA

Mức tăng giá mục tiêu	+52,5%
Đóng cửa:	28/04/2025
Giá	70.800 đồng
Mục tiêu 12T	108.000 đồng
Giá mục tiêu trước đó	125.200 đồng
Thay đổi	-13,7%

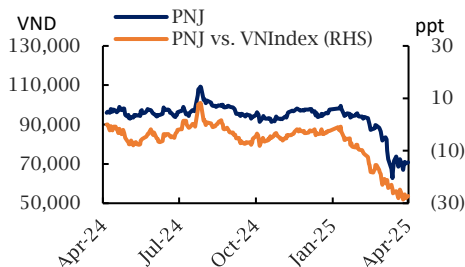
Tiêu điểm

- ▶ NHNN đang hoàn tất khuôn khổ pháp lý cho việc sửa đổi Nghị định 24. Đồng nghĩa với việc một cơ chế mới giúp giải quyết tình trạng thiếu hụt nguồn cung vàng đang được triển khai. Tuy nhiên, thông tin chính thức vẫn chưa được công bố.
- ▶ Tổng doanh thu Q1/2025 giảm -24% YoY, chủ yếu do doanh thu vàng 24K giảm mạnh -66% YoY.
- ▶ Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu và lợi nhuận cho năm 2025E, nhưng vẫn giữ quan điểm tích cực đối với triển vọng năm 2026E.

Quan điểm

- ▶ Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng đối với dự phóng 2025E do tình trạng thiếu hụt nguồn cung vàng vẫn đang diễn ra trên diện rộng.
- ▶ Lợi nhuận được kỳ vọng sẽ cải thiện từ 2026E nhờ đóng góp cao hơn từ mảng bán lẻ trang sức và sự nới lỏng trong chính sách mua bán vàng nhằm tháo gỡ khó khăn về nguồn cung.
- ▶ Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA, với giá mục tiêu 108.000 đồng/cp, tương ứng với P/E 2026E là 13,6x và PEG 2026E là 0,4x.

Hồ sơ doanh nghiệp: PNJ là công ty chế tác và kinh doanh trang sức vàng, bạc và đá quý, hiện đang vận hành một nhà máy với công suất 4,0 triệu sản phẩm mỗi năm. Ngoài ra, PNJ còn đang sở hữu mạng lưới bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam với 429 cửa hàng tính đến cuối Q1/2025 và đặt mục tiêu mở thêm 12-25 cửa hàng mỗi năm trong 2025E.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index


Vốn hóa thị trường	920 triệu USD
GTGD BQ 6T	3,2 triệu USD
SLCP đang lưu hành	338 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	85,0%
Sở hữu nước ngoài	46,8%
Cổ đông lớn	11,1%
EV/EBITDA	6,8x
P/E 2026E	8,9x
Tỷ suất cổ tức 2025E	2,8%
Room ngoại còn lại	2,2%

Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Tình hình tài chính (đơn vị: tỷ đồng)

Đơn vị: Tỷ đồng	2024A	2025E	2026E	2027E
Doanh thu	37.823	32.546	37.056	40.359
Lợi nhuận hoạt động	2.670	2.657	3.483	4.242
Lợi nhuận ròng	2.114	2.019	2.677	3.282
EPS (đồng)	6.320	5.973	7.917	9.709
Tăng/giảm EPS (%)	6%	-5%	33%	23%
P/E (x)	15,5	11,9	8,9	7,3
Tỷ suất cổ tức (%)	2,0%	2,8%	2,8%	2,5%

Nguồn: Fiinpro, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Lưu Bội Di

di.luu@yuantacom.vn

<http://yuantacom.vn>

Bloomberg code: YUTA

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Vững vàng vượt sóng gió

Đặt mục tiêu thận trọng cho năm 2025E trong bối cảnh thị trường không thuận lợi. PNJ đặt kế hoạch kinh doanh thận trọng cho năm 2025E với doanh thu 31,6 nghìn tỷ đồng (-17% YoY) và lợi nhuận ròng 1,96 nghìn tỷ đồng (-7% YoY), phản ánh điều kiện kinh doanh có thể gặp khó khăn.

Thiếu hụt nguồn cung vàng là mối lo chính, theo quan điểm của chúng tôi. NHNN hiện đang trong quá trình hoàn tất khung pháp lý để sửa đổi Nghị định 24/2012/NĐ-CP về quản lý thị trường vàng, với thời hạn trình cơ quan có thẩm quyền trong Q2/2025. Chúng tôi cho rằng mục tiêu chính của việc sửa đổi là để giải quyết tình trạng thiếu hụt nguồn cung vàng và thu hẹp mức chênh lệch giữa giá vàng trong và ngoài nước – hiện đã vượt quá 10% kể từ ngày 10/04. Chúng tôi kỳ vọng sửa đổi sẽ có hiệu lực từ Q1/2026, dù vẫn có khả năng chính sách sửa đổi được ban hành sớm hơn (ví dụ: trong nửa cuối năm 2025).

PNJ đang điều chỉnh chiến lược kinh doanh, cụ thể: (1) ưu tiên sử dụng tồn kho vàng nguyên liệu cho các sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn để duy trì khả năng sinh lợi, và (2) đẩy mạnh các sản phẩm trang sức có hàm lượng vàng thấp hơn (ví dụ: trang sức vàng 10K, 14K) nhằm phù hợp với xu hướng tiêu dùng thận trọng hơn.

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo cho năm 2025E nhưng vẫn giữ khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 108.000 đồng/cp, tương ứng với mức sinh lời 12 tháng là 55,3% (đã bao gồm mức tỷ suất cổ tức 2,8%). Mặc dù nhu cầu đối với vàng 24K đang rất cao, doanh số bán lẻ của PNJ vẫn duy trì ổn định, cho thấy doanh nghiệp vẫn đang tiếp tục gia tăng thị phần và sẽ phục hồi mạnh mẽ khi điều kiện thị trường trở nên thuận lợi hơn – theo dự báo của chúng tôi là từ 2026E.

Ngoài ra, room ngoại còn lại của PNJ hiện đang ở mức 2,2% – mức cao nhất kể từ khi PNJ niêm yết. Định giá cổ phiếu cũng đã giảm về vùng thấp so với lịch sử, cho thấy đây là thời điểm thích hợp để nhà đầu dài hạn tư cần nhắc tích lũy cổ phiếu PNJ.

Yuanta vs. Các bên. Nhìn chung, việc điều chỉnh giảm dự báo giảm đối với năm 2025E của chúng tôi khá thận trọng và phù hợp với kế hoạch kinh doanh của PNJ cũng như kỳ vọng chung của thị trường.

Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi: (1) Tình trạng thiếu hụt vàng kéo dài hơn dự kiến, (2) nhu cầu vàng miếng tiếp tục tăng cao, (3) tốc độ mở rộng chậm hơn kỳ vọng trong bối cảnh sức mua tiêu dùng yếu.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Cập nhật thị trường vàng Việt Nam

Tình trạng thiếu hụt vàng tại Việt Nam làm tăng nhu cầu tích trữ vàng và đẩy giá vàng trong nước lên mức cao kỷ lục, đạt đỉnh 124 triệu đồng/lượng vào ngày 22/04. Giá vàng SJC đã liên tục tăng kể từ ngày 03/06/2024, khi NHNN cho phép 4 ngân hàng TMCP có vốn Nhà nước bán vàng trực tiếp cho người dân.

Mục tiêu là để kiểm soát mức chênh lệch giữa giá vàng trong và ngoài nước, vốn đã duy trì trên 10% trước khi các ngân hàng này được phép bán vàng cho người dân và mức chênh lệch này đã nhanh chóng giảm sau khi hoạt động bán vàng trực tiếp được triển khai.

Tuy nhiên, kể từ ngày 16/04/2025, mức chênh lệch này đã vượt trở lại mốc 10%. Tính theo USD, phần bù giữa giá vàng SJC và giá vàng giao ngay đã đạt đến 15,9% vào ngày 28/04.

Biểu đồ 1: Chênh lệch giá vàng trong và ngoài nước đã vượt 10% vào 16/04/2025



Nguồn: Bloomberg, FiinproX (Dữ liệu được thu thập đến ngày 28/04/2025)

Điều này có bất lợi cho PNJ không? Ở một mức độ nhất định, câu trả lời là có. Giá vàng tăng làm tăng giá vốn hàng bán đối với cả sản phẩm trang sức lẫn vàng miếng. Mặc dù PNJ có thể điều chỉnh giá bán tương ứng với chi phí đầu vào tăng, nhưng tâm lý thận trọng của người tiêu dùng trong bối cảnh sức mua yếu có thể ảnh hưởng đến nhu cầu đối với trang sức có giá trị cao.

Để thích ứng với tình hình này, PNJ đã chuyển hướng chiến lược kinh doanh, tăng tỷ trọng các sản phẩm trang sức có hàm lượng vàng thấp hơn (ví dụ: trang sức 10K hoặc 14K), nhằm tránh những biến động giá đột ngột có thể ảnh hưởng đến người tiêu dùng. Cần lưu ý rằng giá bán thấp hơn là do hàm lượng vàng thấp hơn, chứ không phải chất lượng sản phẩm giảm.

Một rủi ro đáng lo ngại hơn đối với PNJ là việc thiếu hụt nguồn cung vàng nguyên liệu – đây là thách thức chung của toàn ngành, không chỉ riêng PNJ. Nhiều doanh nghiệp, bao gồm PNJ, đã nhiều lần gửi kiến nghị đến NHNN xin phép được nhập khẩu vàng nguyên liệu phục vụ cho hoạt động sản xuất trang sức. Tuy nhiên, đến nay các cơ quan quản lý vẫn chưa chính thức cho phép các doanh nghiệp vàng thực hiện nhập khẩu vàng nguyên liệu.

Nhập khẩu vàng có phải là giải pháp khả thi? Vào năm 2010, NHNN từng cho phép một số doanh nghiệp chế tác trang sức, bao gồm cả PNJ, nhập khẩu vàng với khối lượng hạn chế. Dù không công bố số liệu vàng được nhập khẩu chính thức cho năm 2010, chúng tôi ước tính lượng vàng nhập khẩu trong năm đó chỉ chiếm chưa tới 1% tổng dự trữ vàng tích lũy tại Việt Nam (~1.300 tấn vào năm 2010, theo ước tính của Onus).

Ngoài ra, NHNN cũng từng triển khai các phiên đấu giá vàng vào cuối năm 2013.

Cả hai chính sách này đều nhằm mục tiêu thu hẹp khoảng cách giữa giá vàng trong nước và thế giới – vấn đề hiện đang tái diễn. Do đó, chúng tôi cho rằng khả năng NHNN cho phép nhập khẩu vàng trở lại là điều hoàn toàn có thể xảy ra.

Do đó, theo quan điểm của chúng tôi, rủi ro nằm ở sự không chắc chắn về thời điểm và khối lượng vàng nguyên liệu có thể được nhập khẩu hoặc đấu giá. Hiện tại, PNJ đang ưu tiên tái sử dụng hàng tồn kho cho hoạt động sản xuất trang sức, đồng nghĩa sẽ phải hy sinh mảng vàng miếng có biên lợi nhuận thấp – thể hiện rõ qua mức giảm -66% YoY của doanh thu vàng miếng trong Q1/2025.

Theo ước tính của chúng tôi, tồn kho vàng của PNJ tại thời điểm cuối Q4/2024 có thể đảm bảo cho hoạt động sản xuất kinh doanh trong vòng 3–4 tháng, giả định không có thêm nguồn cung từ hoạt động thu mua lại vàng từ khách hàng – vốn vẫn đang được thực hiện.

Do đó, việc kéo dài thời gian hoàn tất dự thảo sửa đổi Nghị định 24 sẽ là một rủi ro đáng kể đối với kỳ vọng của chúng tôi.

Ngược lại, nếu chính sách thay đổi nhanh hơn dự kiến thì đây sẽ là yếu tố hỗ trợ tích cực cho giá cổ phiếu PNJ. Chúng tôi kỳ vọng chính phủ sẽ ban hành hướng dẫn rõ ràng về việc sửa đổi trước khi kết thúc năm.

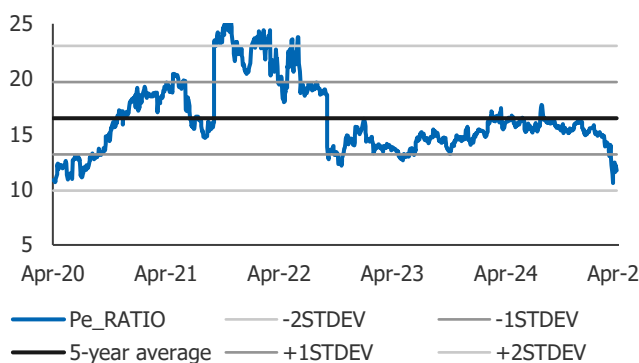
Chúng tôi xem mức giá hiện tại của cổ phiếu PNJ là một cơ hội tích lũy tiềm năng cho các nhà đầu tư dài hạn có khả năng chịu đựng những biến động ngắn hạn. Dù thừa nhận rằng bất ổn vĩ mô vẫn hiện hữu, chúng tôi tin rằng hoạt động cốt lõi bền vững và vị thế dẫn đầu thị trường của PNJ trong mảng bán lẻ trang sức có thương hiệu sẽ giúp công ty hưởng lợi khi điều kiện kinh doanh trở nên thuận lợi hơn. Do đó, chúng tôi vẫn thận trọng trong ngắn hạn nhưng duy trì quan điểm tích cực về triển vọng tăng trưởng dài hạn của mảng bán lẻ trang sức PNJ.

Về dài hạn, chúng tôi vẫn giữ luận điểm đầu tư tích cực trong dài hạn đối với PNJ như đã đề cập trong bản báo cáo cập nhật gần nhất vào [tháng 9/2024](#). PNJ vẫn là đại diện tiêu biểu cho sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành bán lẻ hiện đại tại Việt Nam, trong bối cảnh tầng lớp trung lưu thành thị ngày càng gia tăng với mức thu nhập khả dụng cao hơn. Vui lòng tham khảo trang 2 trong báo cáo cập nhật gần nhất để biết thêm chi tiết.

Xét về định giá, chúng tôi cho rằng thị trường đang phản ứng thái quá trước những biến động ngắn hạn. Giá cổ phiếu PNJ đã giảm -36% kể từ mức đỉnh gần nhất với 97.700 đồng vào ngày 02/02/2025, trước khi phục hồi trở lại 13% từ mức đáy 4 năm (tức từ mức 62.800 đồng vào ngày 09/04). Vì vậy, chúng tôi cho rằng PNJ vẫn còn mức sinh lời rất hấp dẫn ở thời điểm hiện tại

Hiện tại, cổ phiếu PNJ đang giao dịch ở mức thấp hơn mức trung bình PE lũy kế 5 năm từ -2 và -2 độ lệch chuẩn. Mức định giá này hiếm khi xảy ra trong quá khứ và cho thấy thị trường đang tỏ ra quá bi quan – đặc biệt nếu như nhận định về đà sụt giảm lợi nhuận hiện tại chỉ mang tính tạm thời thay vì dài hạn của chúng tôi là đúng.

Trong khi đó, P/E dự phóng 2026E đã phục hồi về mức 10x, cao hơn một chút so với mức trung bình 3 năm – vẫn được xem là hợp lý theo quan điểm của chúng tôi.

Biểu đồ 2: Hệ số P/E lũy kế của PNJ hiện là 11,9x

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 3: Hệ số P/E 2026E của PNJ hiện là 10,0x

Nguồn: Bloomberg

Các yếu tố có thể thúc đẩy giá cổ phiếu:

(1) Chính sách mua lại cổ phiếu quỹ: Đại hội cổ đông thường niên tổ chức ngày 26/04/2025 đã thông qua phương án mua lại cổ phiếu quỹ. PNJ dự kiến sẽ mua lại tối đa 8 triệu cổ phiếu quỹ, tương đương 2,5% tổng số cổ phiếu đang lưu hành. Hội đồng quản trị sẽ được ủy quyền quyết định thời điểm thực hiện và mức giá mua lại, tùy thuộc vào điều kiện thị trường.

Theo ước tính của chúng tôi, PNJ sẽ cần khoảng 566 tỷ đồng để thực hiện mua lại số cổ phiếu này. Tính đến cuối Q1/2025, công ty đang nắm giữ 257 tỷ đồng tiền và tương đương tiền, cùng với 3,8 nghìn tỷ đồng lợi nhuận chưa phân phối.

(2) Các biện pháp tháo gỡ nguồn cung vàng sẽ là yếu tố vô cùng tích cực: Theo báo cáo của NHNN gửi Ủy ban Kinh tế và Tài chính của Quốc hội ngày 18/04, NHNN đã xác nhận việc trình đề xuất lên Thủ tướng về việc sửa đổi Nghị định 24 và hiện đang hoàn tất khung pháp lý sửa đổi, với thời hạn nộp dự thảo vào Q2/2025.

Tuy nhiên, NHNN vẫn chưa đưa ra nhận định chính thức nào về việc cho phép nhập khẩu vàng, dù các doanh nghiệp chế tác trang sức, bao gồm cả PNJ, đã nhiều lần kiến nghị.

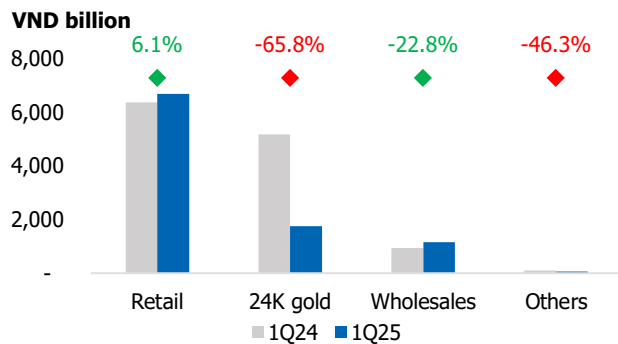
Thông thường, sau khi dự thảo được trình lên Chính phủ, sẽ mất khoảng 3–6 tháng (hoặc có thể kéo dài đến 1 năm) để các quy định sửa đổi chính thức có hiệu lực. Với mức chênh lệch giá vàng trong nước – thế giới hiện tại vẫn đang ở mức cao, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ buộc phải hành động sớm để kiểm soát tình hình. Do đó, chúng tôi kỳ vọng dự thảo sửa đổi sẽ chính thức có hiệu lực từ năm 2026E.

Cập nhật kết quả kinh doanh Q1/2025

PNJ đã điều chỉnh chiến lược kinh doanh từ giữa năm 2024, ưu tiên hiệu quả sinh lời. Trong Q1/2025, công ty ghi nhận doanh thu thuần đạt 9,6 nghìn tỷ đồng (+12% QoQ/-24% YoY). Mức sụt giảm so với cùng kỳ chủ yếu do doanh thu vàng miếng giảm mạnh -66% YoY, chỉ còn 1,7 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, mức giảm này được bù đắp phần nào nhờ doanh thu bán lẻ trang sức tăng +6% YoY, đạt 6,7 nghìn tỷ đồng, chiếm 69,3% tổng doanh thu Q1/2025.

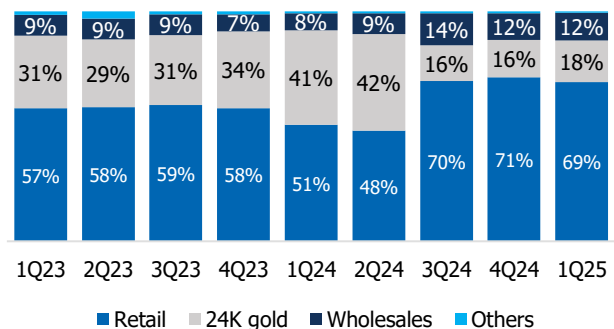
Mức tăng trưởng một chữ số của mảng bán lẻ trang sức được thúc đẩy bởi việc mở thêm cửa hàng mới (+7% YoY trong Q1/2025). Đáng chú ý, mảng bán buôn tiếp tục tăng trưởng tốt với doanh thu đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (+15% QoQ / +23% YoY).

Biểu đồ 4: Doanh thu Q1/2025 theo m



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 5: Tỷ trọng đóng góp của các mảng kinh doanh

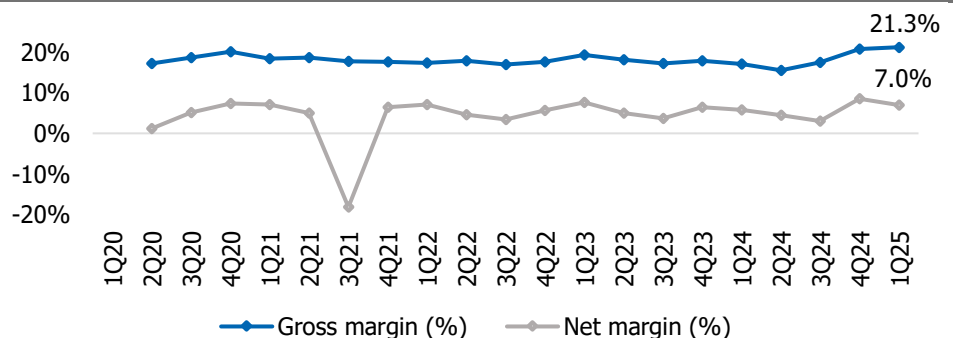


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Kết quả là lợi nhuận tiếp tục được cải thiện, được hỗ trợ bởi mức đóng góp cao hơn từ mảng bán lẻ trang sức. Biên lợi nhuận gộp vẫn duy trì trên mức bình quân 5 năm là 18,2%, đạt 21,3% trong Q1/2025 (+0,4 điểm % QoQ / +4,2 điểm % YoY). Tuy nhiên, tính theo giá trị tuyệt đối, lợi nhuận gộp giảm -4,7% YoY, xuống còn 2,0 nghìn tỷ đồng.

Biên lợi nhuận ròng cũng phục hồi so với cùng kỳ dù giá trị tuyệt đối của lợi nhuận sau thuế vẫn giảm. Lợi nhuận sau thuế đạt 678 tỷ đồng trong Q1/2025 (-7,4% QoQ / -8,1% YoY), trong khi biên lợi nhuận ròng giữ vững ở mức 7,0% (-1,5 điểm % QoQ / +1,1 điểm % YoY), cao hơn +2,7 điểm % so với mức bình quân 5 năm là 4,3%.

Biểu đồ 6: Biên lợi nhuận đã cải thiện kể từ Q3/2024



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Không có cửa hàng được mở mới trong Q1/2025 do điều kiện thị trường không thuận lợi. Trong năm 2024, PNJ đã mở thêm 29 cửa hàng mới, nâng tổng số cửa hàng bán lẻ lên con số 429 cửa hàng tính đến cuối năm. Vào cuối Q1/2025, số lượng cửa hàng vẫn không thay đổi so với đầu năm. Hiện tại, mạng lưới bán lẻ của PNJ bao gồm 421 cửa hàng PNJ Gold, 3 cửa hàng CAO, 4 cửa hàng PNJ Style, và 1 trung tâm bán sỉ. Trong năm 2025E, PNJ đặt mục tiêu có thêm 12–15 cửa hàng mới tùy thuộc vào điều kiện kinh doanh.

Điều chỉnh dự báo

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu 2025E–2026E lần lượt 15% đến 16%, xuống còn 32,5 nghìn tỷ đồng (2025E) và 37,0 nghìn tỷ đồng (2026E) do điều kiện thị trường kém hơn dự kiến. Vui lòng xem bảng 1 phía dưới để biết thêm chi tiết.

- Giảm giả định doanh thu bán lẻ trang sức 2025E/2026E lần lượt -10%/-11% xuống còn 24,0 nghìn tỷ/27,6 nghìn tỷ đồng.
- Giảm mạnh giả định doanh thu vàng miếng 2025E so với dự phóng trước đó (-51%), tương ứng mức giảm -69% YoY trong năm 2025E, nhưng kỳ vọng cải thiện nhẹ trong 2026E (+5,6% YoY) với giả định điều kiện thị trường được cải thiện (tức là nguồn cung vàng nguyên liệu trên thị trường dồi dào hơn).
- Riêng với mảng bán sỉ, chúng tôi nâng giả định doanh thu 2025E-2026E thêm 5%-20%, tương ứng mức tăng trưởng 15%-20% YoY trong giai đoạn này.

Với sự chuyển dịch trong cơ cấu doanh thu, chúng tôi kỳ vọng đóng góp từ mảng bán lẻ trang sức cốt lõi sẽ chiếm 74% tổng doanh thu 2025E (so với 58% trong năm 2024) và tăng lên 85% trong năm 2026E.

Các giả định trên dẫn đến sự cải thiện rõ rệt của biên lợi nhuận gộp. Theo ước tính của chúng tôi, biên lãi gộp sẽ đạt 21,2% trong năm 2025E (so với 17,6% năm 2024) và 21,8% trong năm 2026E. Giá trị tuyệt đối của lợi nhuận gộp đã điều chỉnh cho năm 2025E tăng nhẹ +3,3% YoY, và tiếp tục cho xu hướng tích cực hơn với mức tăng +17% YoY trong năm 2026E.

Chúng tôi cũng kỳ vọng chi phí hoạt động sẽ tăng lần lượt +5,9% YoY trong 2025E và +8,1% YoY trong 2026E, chủ yếu do gia tăng chi phí xử lý và chế tác trang sức và chi phí cho hoạt động marketing nhằm thúc đẩy tâm lý tiêu dùng. Do đó, dự báo EBIT mới cho năm 2025E-2026E được điều chỉnh giảm khoảng 27% so với ước tính trước đó.

Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ (PATMI) đạt 2,0 nghìn tỷ đồng trong 2025E (-4,5% YoY) và 2,7 nghìn tỷ đồng trong 2026E (+33% YoY), tương ứng biên lợi nhuận ròng lần lượt là 6,2% (2025E) và 7,2% (2026E).

Bảng 1: Điều chỉnh dự báo

Điều chỉnh dự báo	Dự báo trước đó		Dự báo hiện tại		+/- (%)		Tăng trưởng YoY	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu (tỷ đồng)	38.682	43.485	32.546	37.056	-15,9%	-14,8%	-14,0%	13,9%
Bán lẻ	26.617	31.169	24.019	27.611	-9,8%	-11,4%	8,9%	15,0%
Vàng 24K	7.387	7.387	3.619	3.823	-51,0%	-48,2%	-68,9%	5,6%
Bán sỉ	4.275	4.275	4.474	5.145	4,7%	20,4%	20,0%	15,0%
Khác	403	443	434	477	7,7%	7,7%	10,0%	10,0%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	7.852	9.340	6.895	8.064	-12,2%	-13,7%	3,3%	17,0%
BLN gộp (%)	20,5%	22,8%	21,2%	21,8%	0,7ppt	-1ppt	3,5ppt	0,6ppt
LNTT (tỷ đồng)	3.630	4.754	2.657	3.483	-26,8%	-26,7%	-0,5%	31,0%
BLN ròng trước thuế (%)	9,5%	11,6%	8,2%	9,4%	-1,3ppt	-2,2ppt	1,1ppt	1,2ppt
LNST (tỷ đồng)	2.898	3.792	2.019	2.677	-30,3%	-29,4%	-4,5%	32,6%
BLN ròng sau thuế (%)	7,6%	9,3%	6,2%	7,2%	-1,4ppt	-2ppt	0,6ppt	1ppt

Nguồn: Yuantan Việt Nam

Yuanta vs. Các bên vs. Kế hoạch kinh doanh của PNJ

Nhìn chung, dự báo năm 2025E của chúng tôi vẫn mang tính thận trọng và tương đối phù hợp với ước tính của các bên cũng như mức mục tiêu mà PNJ đặt ra.

Cụ thể, dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng 2025E của chúng tôi thấp hơn lần lượt -1,7% và -1,0% so với ước tính của Các bên, nhưng đều cao hơn 3,0% so với kế hoạch của PNJ. Một điểm chung giữa Yuanta, Các bên và PNJ là: tất cả đều kỳ vọng biên lợi nhuận ròng năm 2025E sẽ đạt mức 6,2%.

Mức giá mục tiêu đã điều chỉnh của chúng tôi hiện cao hơn mức bình quân của các bên là 3,3%, nhưng thấp hơn 10% so với mức giá mục tiêu cao nhất được đưa ra trên thị trường (120.500 đồng/cổ phiếu).

Bảng. 2: Yuanta Việt Nam vs. Các bên / Mức mục tiêu của PNJ

Ước tính / mục tiêu 2025E (tỷ đồng)	YSVN	Các bên	Mục tiêu của PNJ
Doanh thu	32.546	33.101	31.607
Lợi nhuận gộp	6.895	6.821	6.714
LNTT	2.524	2.724	2.475
LNST	2.019	2.040	1.960
Chỉ số sinh lời (%)			
Biên lợi gộp	21,2%	20,6%	21,2%
Biên lợi ròng	6,2%	6,2%	6,2%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Định giá và rủi ro

Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống còn 108.000 đồng/cổ phiếu... (-14% so với mức giá mục tiêu trước đó là 125.200 đồng). Mức giá mục tiêu mới được tính toán dựa trên phương pháp định giá kết hợp: 70% trọng số cho phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và 30% cho phương pháp định giá P/E.

Mức giá mục tiêu mới này tương ứng với mức P/E 2026E là 13,6x và tỷ suất sinh lời 12 tháng là 55,3% (đã bao gồm 2,8% mức tỷ suất cổ tức).

... nhưng vẫn giữ khuyến nghị MUA đối với PNJ. Chúng tôi cho rằng đợt điều chỉnh giá vừa qua là cơ hội để các nhà đầu tư dài hạn tích lũy cổ phiếu.

Rào cản lớn nhất ở thời điểm hiện tại là việc thiếu hụt nguồn cung vàng nguyên liệu, trong bối cảnh nhu cầu nắm giữ vàng tăng mạnh do căng thẳng địa chính trị đã đẩy giá vàng toàn cầu lên mức kỷ lục.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây chỉ là những thách thức trong ngắn hạn: việc tháo gỡ các vướng mắc về chính sách cho phép nhập khẩu vàng sẽ là yếu tố giúp làm dịu tình trạng thiếu hụt nguồn cung vàng trong nước, theo quan điểm của chúng tôi. Thêm vào đó, khi điều kiện thị trường được cải thiện, hoạt động kinh doanh cốt lõi của PNJ – tức mảng bán lẻ trang sức – sẽ có vị thế vượt trội so với toàn ngành.

Bảng 3: Chúng tôi hạ giá mục tiêu nhưng vẫn giữ khuyến nghị MUA đối với PNJ

Unit: VND	Target price	Weight
FCFF	117,000	70%
PER Multiple	87,100	30%
Overall	108,000	
Implied P/E	13.6	
Previous target price	125,200	
% change vs previous TP	-13.7%	
Up (down) size	52.5%	
12-month TSR	55.3%	

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Các giả định của phương pháp định giá FCFF. Chúng tôi sử dụng WACC ở mức 13,2%, dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro 4,6%, phần bù rủi ro thị trường là 10,4%, và hệ số Beta là 1,0x. Với giả định thận trọng về mức tăng trưởng trong dài hạn là 2,9%, những giả định này đưa ra mức định giá là 116.900 đồng/cổ phiếu.

Phương pháp định giá P/E. Chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu cho năm 2026E là 11,0x – thấp hơn mức trung vị khu vực hiện tại là 13,4x. Dù đánh giá cao triển vọng của PNJ, chúng tôi cho rằng mức chiết khấu trên là hợp lý do dự báo ROE 2026E của PNJ thấp hơn 2,7 điểm % so với mức trung vị của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực (theo ước tính của Các bên, Bloomberg).

Bảng 4: PNJ vs. Các công ty cùng ngành trong khu vực

Company	Ticker	Market cap (US\$mn)	Revenues (US\$mn)	2025E PE	2026E PE	2026E ROE	2026E ROA
Chow Tai Seng Jewellery Co Lt	002867 CH Equity	2,006	2,300	11.8	11.8	16.9	14.1
LUK FOOK HOLD	590 HK Equity	1,261	1,959	6.4	7.2	9.0	7.3
Kalyan Jewellers India Ltd	KALYANKJ IN Equity	6,286	2,232	n/a	47.7	21.3	6.7
Vivara Participacoes SA	VIVA3 BZ Equity	877	480	9.0	7.3	21.3	#N/A N/A
Lovisa Holdings Ltd	LOV AU Equity	1,707	458	27.1	24.1	120.5	22.0
Aurora Design PCL	AURA TB EQUITY	658	926	n/a	14.2	20.2	7.2
CHOW TAI FOOK	1929 HK equity	12,103	13,894	15.5	13.4	24.9	8.9
Median		1,707	1,959	11.8	13.4	21.3	8.1
Phu Nhuan Jewelry JSC	PNJ VN Equity	920	1,510	11.6	10.0	18.6	15.8

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi

- 1) **Tình trạng thiếu hụt nguồn cung vàng kéo dài.** PNJ hiện đang chấp nhận hy sinh mảng kinh doanh vàng miếng để ưu tiên nguồn lực cho mảng bán lẻ trang sức. Bất kỳ động thái nào từ phía NHNN nhằm cho phép các doanh nghiệp nhập khẩu vàng nguyên liệu để chế tác trang sức sẽ là tín hiệu rất tích cực đối với thị trường trang sức nói chung và PNJ nói riêng.
- 2) **Nhu cầu vàng miếng tiếp tục tăng cao.** Bất ổn toàn cầu là yếu tố chính thúc đẩy nhu cầu nắm giữ vàng – không chỉ tại Việt Nam mà còn tại nhiều quốc gia khác. Bên cạnh đó, mức chênh lệch giá vàng trong nước so với thế giới vẫn ở mức cao cũng là một yếu tố thúc đẩy nhu cầu đầu tư vàng.
- 3) **Tốc độ mở rộng chậm hơn kỳ vọng do sức mua yếu.** Chúng tôi đã hạ giả định số cửa hàng mở mới trong năm 2025E xuống còn 15 cửa hàng (từ mức 20 trước đó), trong khi vẫn giữ nguyên kế hoạch mở 20 cửa hàng trong năm 2026E. Mạng lưới bán lẻ rộng lớn giúp mở rộng khả năng tiếp cận khách hàng mới, nhưng kịch bản nền kinh tế rơi vào tình trạng suy thoái (hoặc tăng trưởng trì trệ kéo dài) vẫn có thể xảy ra, và điều này chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến tâm lý tiêu dùng trong thời gian tới.

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)					
Năm tài chính	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Doanh thu	33.137	37.823	32.546	37.056	40.359
Bán lẻ	19.286	22.051	24.019	27.611	30.462
Vàng miếng	10.438	11.649	3.619	3.823	3.712
Bán sỉ	2.850	3.728	4.474	5.145	5.660
Khác	563	394	434	477	525
Giá vốn hàng bán	(27.078)	(31.152)	(25.651)	(28.993)	(31.312)
Lợi nhuận gộp	6.059	6.671	6.895	8.064	9.046
Chi phí hoạt động	(3.530)	(4.002)	(4.238)	(4.581)	(4.805)
Lợi nhuận hoạt động	2.529	2.670	2.657	3.483	4.242
Chi phí lãi vay	(45)	(18)	(132)	(136)	(137)
Lãi/lỗ từ hoạt động đầu tư	-	-	-	-	-
Thu nhập khác ròng	5	(1)	(1)	(1)	(1)
Lợi nhuận trước thuế	2.489	2.651	2.524	3.346	4.103
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(518)	(537)	(505)	(669)	(821)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	1.971	2.114	2.019	2.677	3.282
EBITDA	2.610	2.751	2.755	3.584	4.349
EPS (đồng)	5.985	6.320	5.973	7.917	9.709

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH					
Năm tài chính	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Tăng trưởng (% YoY)					
Doanh thu	-2,2%	14,1%	-14,0%	13,9%	8,9%
Bán lẻ	-7,0%	14,3%	8,9%	15,0%	10,3%
Vàng miếng	21,8%	11,6%	-68,9%	5,6%	-2,9%
Bán sỉ	-29,9%	30,8%	20,0%	15,0%	10,0%
Khác	10,9%	30,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Lợi nhuận hoạt động	4,3%	5,6%	-0,5%	31,0%	21,8%
EBITDA	4,2%	5,4%	0,1%	30,1%	21,4%
Lợi nhuận ròng	8,9%	7,3%	-4,5%	32,6%	22,6%
EPS (đồng)	3,7%	5,6%	-5,5%	32,6%	22,6%
Chỉ số đo lường lợi nhuận (%)					
Biên lợi nhuận gộp	18,3%	17,6%	21,2%	21,8%	22,4%
Biên lợi nhuận hoạt động	7,6%	7,1%	8,2%	9,4%	10,5%
Biên EBITDA	7,9%	7,3%	8,5%	9,7%	10,8%
Biên lợi nhuận ròng	5,9%	5,6%	6,2%	7,2%	8,1%
ROA	20,1%	18,8%	16,2%	18,8%	19,7%
ROE	13,7%	12,3%	11,0%	13,1%	14,1%
Chỉ số đo lường thanh khoản tài chính					
Nợ ròng/VCSH (x)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Tỷ lệ thanh toán lãi vay (x)	21	57	16	20	23
Tỷ lệ thanh toán lãi vay và nợ ngắn hạn (x)	1,0	0,8	0,7	0,9	1,0
Vòng quay tiền mặt	144	139	162	134	137
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (x)	4,6	3,7	4,0	4,2	4,4
Tỷ lệ thanh toán nhanh (x)	0,7	0,6	1,7	1,8	2,0
Tiền mặt/(nợ) ròng (tỷ đồng)	(1.488)	(2.219)	1.764	1.967	3.501
Chỉ số đo lường hiệu suất hoạt động					
Vòng quay khoản phải thu	3	3	5	6	5
Vòng quay hàng tồn kho	145	140	163	132	135
Vòng quay khoản phải trả	3	4	6	3	3

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, YSVN

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)					
Năm tài chính	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Tổng tài sản	14.428	17.207	18.423	20.491	23.294
Tiền và tương đương tiền	896	1.123	5.306	5.709	7.442
Đầu tư tài chính ngắn hạn	810	1.020	1.224	1.469	1.763
Phải thu ngắn hạn	215	401	552	628	463
Hàng tồn kho	10.941	13.013	9.839	11.121	12.010
Tài sản ngắn hạn khác	96	133	115	131	142
Tài sản cố định ròng	883	857	820	788	770
Khác	587	659	568	646	703
Nợ phải trả	4.621	5.950	5.984	6.265	6.657
Phải trả ngắn hạn	2.814	4.216	4.249	4.531	4.922
Phải trả người bán ngắn hạn	257	624	357	305	332
Nợ vay ngắn hạn	2.384	3.342	3.542	3.742	3.942
Phải trả ngắn hạn khác	172	250	351	485	649
Phải trả dài hạn	1.808	1.734	1.734	1.734	1.734
Nợ vay dài hạn	0	0	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	1.808	1.734	1.734	1.734	1.734
Vốn chủ sở hữu	9.806	11.257	12.439	14.226	16.637
Vốn góp của chủ sở hữu	5.133	5.331	5.331	5.331	5.331
Cổ phiếu quỹ	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Khác	1.936	2.626	3.030	3.565	4.222
LNST chưa phân phối	2.740	3.303	4.081	5.333	7.088

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)					
Năm tài chính	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Đồng tiền từ HĐKD	1.508	33	5.000	1.400	2.730
Thu nhập ròng	1.971	2.115	2.019	2.677	3.282
Khấu hao	81	81	97	101	108
Tăng/giảm vốn lưu động	(305)	(2.056)	2.815	(1.365)	(665)
Khác	(239)	(106)	69	(13)	4
Đồng tiền từ HĐ đầu tư	(578)	(228)	(127)	(351)	(368)
Chi tiêu vốn	(81)	(90)	(60)	(60)	(60)
Thay đổi trong ĐT dài hạn	(564)	(160)	(102)	(332)	(358)
Chi tiêu tài sản dài hạn khác	66	22	35	42	50
Đồng tiền sau đầu tư	929	(195)	4.873	1.049	2.361
Đồng tiền từ HĐ tài trợ	(913)	422	(690)	(645)	(628)
Thay đổi trong vốn góp	-	67	-	-	-
Thay đổi trong nợ	(299)	957	200	200	200
Thay đổi khác trong nợ dài hạn	(614)	(603)	(890)	(845)	(828)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	17	227	4.183	403	1.733
Đồng tiền đầu kỳ	880	896	1.123	5.306	5.709
Đồng tiền cuối kỳ	896	1.123	5.306	5.709	7.442

HỆ SỐ ĐỊNH GIÁ					
Năm tài chính	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (x)	14,6	15,5	11,9	8,9	7,3
PE pha loãng (x)	14,6	15,5	11,9	8,9	7,3
PB (x)	2,9	2,9	1,9	1,7	1,2
EBITDA/cổ phiếu (đồng)	7.802	8.223	8.152	10.606	12.871
Cổ tức/cổ phiếu (đồng)	1.875	1.987	1.999	1.999	1.799
Tỷ suất cổ tức (%)	2,2%	2,0%	2,8%	2,8%	2,5%
EV/EBITDA (x)	12,6	13,7	8,9	6,8	5,3
EV/EBIT (x)	13,0	14,1	9,3	7,0	5,5

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2019 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, No. 157,
Section 3, Ren'ai Road, Taipei 106
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Di Luu

Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Giang Hoang

Assistant Analyst

giang.hoang@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (3855)

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (3941)

dat.bui@yuanta.com.vn

Hien Le

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868

hien.le@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (3940)

vi.truong@yuanta.com.vn