

CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận

- Năm 2023, LN ròng PNJ vượt mức kỷ lục năm 2022, đạt 1,971 tỷ đồng (+9.1% svck) nhờ biên LNG cải thiện và kiểm soát tốt hoạt động tài chính.
- Chúng tôi dự báo LN ròng của PNJ tăng 19%/12% trong năm 2024/25 nhờ vào dự địa mở rộng và sự phục hồi chung của thị trường bán lẻ trang sức.
- Chúng tôi khuyến nghị **Khả quan** với giá mục tiêu 115,400 đồng/cp.

LN ròng năm 2023 vượt mức kỷ lục, đạt 1,971 tỷ đồng

Trong bối cảnh sức cầu chung suy giảm, PNJ vẫn tiếp tục mở rộng, giúp tổng số cửa hàng chạm mốc 400 (+10% svck) vào năm 2023, nhờ đó, doanh thu bán lẻ chỉ giảm 8% svck – ít hơn nhiều so với thị trường hàng không thiết yếu nói chung. Tổng doanh thu năm 2023 ghi nhận 33,137 tỷ đồng (-2% svck). Biên LN gộp đạt 18.3% (+0.8 điểm % svck) nhờ tăng tỷ trọng các sản phẩm có biên LN gộp tốt như trang sức bạc, trang sức vàng tầm trung. Doanh thu tài chính tăng 65% svck nhờ vào khoản tiền gửi ngắn hạn tăng gấp 3 lần so với cuối năm 2022 trong khi chi phí tài chính giảm nhẹ 3% nhờ vào (1) tổng nợ vay giảm 11% svck, (2) mức nền lãi suất cho vay thấp hơn svck. Tổng hợp các yếu tố trên đã giúp cho LN ròng PNJ đã vượt mức kỷ lục của năm 2022, ghi nhận 1,971 tỷ đồng (+9.1% svck). Kết quả doanh thu và LN ròng hoàn thành 98%/107% dự phóng của MBS trong năm 2023.

Chúng tôi dự báo LN ròng tăng 19%/12% trong năm 2024-25 nhờ vào sự phục hồi của thị trường trang sức và việc mở rộng cửa hàng của PNJ

Dựa trên mức nền tiêu dùng thấp của năm 2023, kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận 2024 của PN tăng trưởng 17%/20% svck nhờ (1) Tiếp tục chiến dịch mở rộng địa bàn bán lẻ trang sức, nâng lên 440 cửa hàng (+10% svck) (2) Thị trường bán lẻ trang sức phục hồi giúp cho doanh thu/cửa hàng/tháng đạt 4.5 tỷ đồng, tăng 6% svck. Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ bắt đầu mở rộng ra miền Bắc, kết hợp với thị trường tiêu dùng tiếp tục phục hồi theo bước đà năm 2024, dự báo doanh thu và LN ròng tăng trưởng 11%/12% svck.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 115,400 đồng/cổ phiếu

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên phương pháp DCF và phương pháp P/E với P/E mục tiêu là 17x. Giá mục tiêu tăng 27% so với báo cáo trước do (1) tăng dự phóng EPS 2024-25 thêm 20%/21% so với dự báo trước (2) chuyển mô hình định giá sang 2024. Tiềm năng tăng giá bao gồm (1) PNJ thành công mở rộng thị trường miền Bắc sớm hơn dự kiến, (2) Sức mua trang sức phục hồi sớm hơn kỳ vọng ban đầu là Q3/24. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) PNJ phải chi nhiều hơn cho các chi phí quảng cáo, bán hàng, ảnh hưởng trực tiếp đến LN ròng, (2) Sức tiêu thụ trang sức trong các ngày lễ hội ít hơn so với năm 2024.

Chỉ tiêu tài chính	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Doanh thu thuần	33,876	33,137	38,622	42,924
Lợi nhuận ròng	1,811	1,971	2,353	2,627
Tăng trưởng doanh thu thuần	73%	-2%	17%	11%
Tăng trưởng LN ròng	76%	9%	19%	12%
Biên LN gộp	17%	18%	18%	18%
Biên EBITDA	7%	8%	8%	8%
ROAE	25%	22%	22%	22%
ROAA	15%	14%	15%	15%
EPS (VND/cổ phiếu)	5,518	6,008	7,170	8,004
BVPS (VND/cổ phiếu)	25,731	29,883	34,595	39,831

Nguồn:PNJ, MBS Research

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

VND115,400

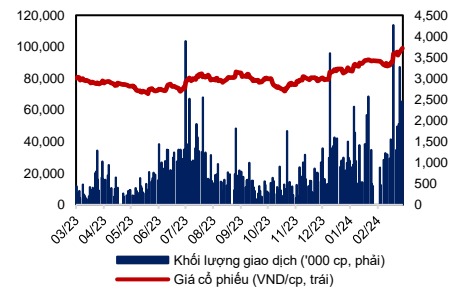
Tiềm năng tăng giá

15%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng dự báo LN ròng năm 24-25 thêm 21%/22%

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	100,300
Cao nhất 52 tuần (VND)	99,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	68,981
Vốn hóa (tỷ VND)	33,188
P/E (TTM)	15.4
P/B	3.0
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

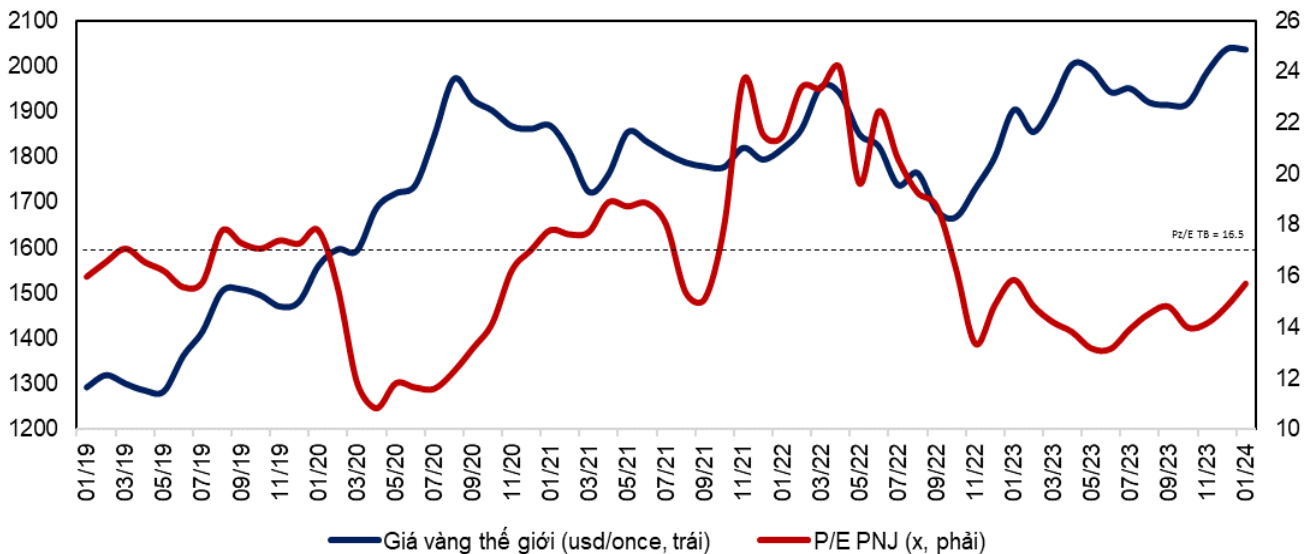
Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu PNJ bởi các yếu tố:

- Doanh nghiệp sở hữu vị thế đầu ngành với khoảng 50% thị phần bán lẻ trang sức Việt Nam, tiếp tục phủ sóng rộng rãi cửa hàng trong bối cảnh tiêu dùng còn nhiều khó khăn trong năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng PNJ tiếp tục mở mới cửa hàng, tăng độ phủ sóng trên toàn quốc, đạt được 440/462 cửa hàng trong năm 24/25
- Chúng tôi dự báo thị trường bán lẻ trang sức phục hồi khoảng 5% so với cùng kỳ khi mức tiêu dùng chung phục hồi kể từ Q2/24, kết hợp với các chiến lược bán hàng hiệu quả của PNJ, tiếp tục khai thác sâu tệp khách hàng mới có trong năm 2023 sẽ giúp LN ròng tăng 19%/12% svck, tương ứng ghi nhận
- PNJ vẫn còn triển vọng phủ rộng ra ngoài miền Bắc trong trung – dài hạn khi mật độ bao phủ thị trường bán lẻ trang sức tại đây vẫn chưa lớn.

Hình 1: Biến động P/E của PNJ so với biến động của giá vàng thế giới



Nguồn: MBS Research

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho cổ phiếu PNJ với giá mục tiêu là 115,400 đồng/cổ phiếu, sử dụng kết hợp phương pháp P/E (P/E mục tiêu 17x, tương đương P/E trong giai đoạn 21-23) và phương pháp chiết khấu dòng tiền (WACC: 9%). Giá mục tiêu cao hơn 21% so với báo cáo trước do (1) Tăng EPS năm 2024-25 lên 21%/22% so với định giá trước, (2) chuyển model định giá sang 2024.

Chúng tôi sử dụng P/E ở mức 17x tương đương mức P/E trung bình trong giai đoạn PNJ mở rộng trở lại 21-23 sau đại dịch COVID-19, mức định giá này là

phù hợp trong bối cảnh PNJ tiếp tục phủ sóng mạnh mẽ và chi tiêu hàng không thiết yếu đang trong giai đoạn phục hồi.

Hình 2: Dự phóng dòng tiền FCFF (Đơn vị: Tỷ đồng)

	2024	2025	2026	2027	///	2033
(+) LNST	2,353	2,627	3,258	4,131		9,855
(+) CP phi tiền mặt	94	107	121	136		179
(-) Lãi vay sau thuế	- 105	- 123	- 146	- 172		- 332
(-) CAPEX	- 174.76	- 129.76	- 109.41	- 110.45		- 126.66
(+) Thay đổi VLD	- 1,249	- 1,020	- 1,996	- 1,600		- 2,688
FCFF	939	1,335	985	1,815		3,067

Hình 3: Định giá theo FCFF

WACC và tăng trưởng dài hạn		Định giá theo FCFF		
Tỷ trọng VCSH	93%	(+) Giá trị hiện tại giai đoạn 2024-2027	tỷ đồng	18,762
Tỷ trọng nợ	7%	(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	tỷ đồng	19,147
Chi phí VCSH	9.7%	Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	37,909
Chi phí nợ	5%	(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	1,706
Mức thuế	20%	(-) Nợ vay ngắn và dài hạn	tỷ đồng	-2,384
WACC	9%	Giá trị VCSH	tỷ đồng	37,235
Tăng trưởng dài hạn	2%	Số lượng cổ phiếu	triệu cp	335
		Giá mục tiêu theo FCFF	đồng/cp	111,240

Nguồn: MBS Research

Nguồn: MBS Research

Hình 4: Tóm tắt các phương pháp định giá

Tổng hợp phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá (VNĐ/cp)
P/E với P/E mục tiêu trung bình 5 năm = 17x	50%	119,501
FCFF	50%	111,240
Giá mục tiêu làm tròn		115,400

Nguồn: MBS Research

Rủi ro giảm giá

- Sự phục hồi của nền kinh tế Việt Nam chậm hơn kỳ vọng do ảnh hưởng của nền kinh tế các quốc gia lớn.
- PNJ phải chi nhiều hơn cho các chi phí quảng cáo, bán hàng, ảnh hưởng trực tiếp đến LN ròng
- Sức tiêu thụ trang sức trong các ngày lễ hội ít hơn so với năm 2024.

Tiềm năng tăng giá

- PNJ thành công mở rộng thị trường miền Bắc sớm hơn dự kiến
- Sức mua trang sức phục hồi sớm hơn kỳ vọng ban đầu là Q3/24.

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Vốn hóa	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)	
		Tỷ VND	TTM	2024	hiện tại	2024	TTM	2024	TTM	2024
Chow Tai Cook Jewellery Group	1929 HK Equity	460,249	19.4	15.6	3.9	3.4	7.5	9.6	22.8	24.3
Signet Jewelers Ltd	SIG US Equity	73,908	10.8	n/a	2.8	n/a	7.4	n/a	29.4	n/a
Titan Co Ltd	TTAN IN Equity	837,226	99.4	87.4	27.4	18.7	13.5	11.8	30.7	27.8
Trung bình			43.2	51.5	11.4	11.1	9.5	10.7	27.6	26.1
CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận	PNJ VN	25,551	14.8	13.7	3.0	2.8	14.2	15.0	21.6	22.1

Nguồn: MBS Research

Cập nhật KQKD 2023: Lợi nhuận ròng tiếp tục tăng trưởng ổn định

Hình 6: So sánh KQKD Q4/23 và 2023 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q4/2023	Tăng trưởng svck (%)	Tăng trưởng sv quý trước (%)	Lũy kế từ đầu năm	Tăng trưởng svck (%)	sv dự phóng (%)	Đánh giá
Doanh thu	9,760	17.6%	41.1%	33,137	-2.2%	97.8%	
Vàng miếng	3,285	78.1%	56.4%	10,438	21.8%	111%	Trong bối cảnh nền kinh tế có nhiều biến động, giá vàng thế giới tăng 8% svck khiến cho giá vàng miếng trong nước tăng khoảng 13% svck, từ đó, nhu cầu giao dịch vàng của người dân cũng cải thiện hơn so với 2022
Bán lẻ	5,657	3.2%	38.6%	19,286	-7.4%	94%	So với cuối năm trước, PNJ tăng 36 cửa hàng (+10% svck) tuy nhiên do sức mua vẫn còn yếu, doanh thu/cửa hàng giảm 6% svck nên tổng doanh thu chỉ tăng nhẹ 3% svck.
Bán sỉ	722	-21.4%	14.8%	2,850	-29.9%	86%	Lượng khách hàng sĩ duy trì thấp kể từ đầu năm khi sức tiêu dùng chung chưa có sự phục hồi
Lợi nhuận gộp	1,751	19.2%	46.2%	6,059	2.2%	99%	
Biên lợi nhuận gộp	17.9%	0.2 điểm %	0.6 điểm %	18.3%	0.8 điểm %	99%	Do bối cảnh ít thuận lợi, PNJ phải đẩy mạnh tỷ trọng doanh thu các sản phẩm có giá trị thấp (bạc, trang sức vàng tầm trung) ở nhưng lại hỗ trợ biên LN gộp tốt hơn, giúp cho biên LN gộp cải thiện svck
Chi phí bán hàng	763	8.0%	9.4%	2,836	0.3%	96%	
Chi phí quản trị	187	24.3%	7.0%	694	2.8%	99%	
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	9.7%	-0.6 điểm %	-2.9 điểm %	10.7%	0.4 điểm %		
Doanh thu tài chính	20	-45.3%	-24.8%	97	65.1%	83%	Trong Q4/23, mức nền lãi suất huy động giảm mạnh svck
Chi phí tài chính	29	-49.0%	-19.0%	142	-2.9%	96%	So với cuối năm ngoái, chi phí tài chính giảm mạnh do (1) Tổng vay nợ giảm 11% svck, (2) Mức nền lãi suất cho vay thấp hơn 0.6-3.7% svck. Điều này đã giúp cho tổng chi phí tài chính cả năm giảm nhẹ (trong khi 3 quý đầu năm, DN tăng tổng nợ vay nên chi phí lãi vay tăng 30% svck)

LNTT	797	34.7%	154.3%	2,489	7.7%	107%	
Thuế TNDN	165	31.8%	174.7%	518	2.6%	108%	
LNST	632	35.5%	149.5%	1,971	9.1%	107%	Nhờ vào việc thực hiện chiến lược về thay đổi cơ cấu sản phẩm tốt vào trong mùa cao điểm cuối năm, PNJ đã có sự tăng trưởng tốt về cả mặt doanh thu và biên LN gộp, kết hợp với việc tối ưu chi phí hoạt động giúp cho LN ròng có mức tăng trưởng tốt sv cùng quý. Thêm vào đó, PNJ có sự tăng trưởng tốt so với mức nền thấp năm ngoái. Mức LN ròng này vượt qua kỳ lục năm 2022, hoàn thành 102% kế hoạch mục tiêu của PNJ và vượt 7% so với dự phóng của chúng tôi.

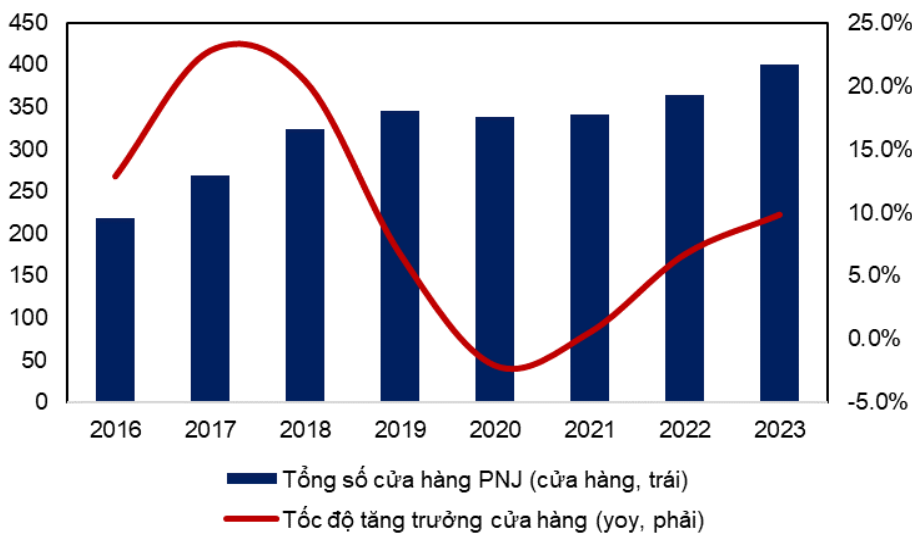
Triển vọng 24-25: Kỳ vọng LN ròng tăng trưởng 19%/12% trong năm 24-25

Chúng tôi kỳ vọng PNJ tiếp tục duy trì tốc độ mở mới, đưa tổng số cửa hàng tăng 10%/5% svck trong năm 2024-25

Trong năm 2023, PNJ đã thành công mở mới 36 cửa hàng trong khi các chuỗi bán lẻ lớn khác vẫn đang dậm chân tại chỗ.

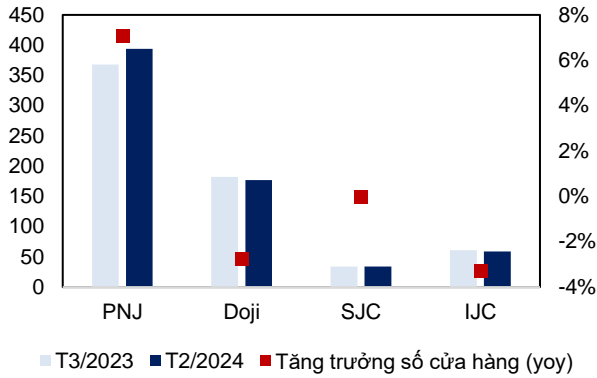
Sau đại dịch COVID-19, PNJ tiếp tục chiến lược mở rộng cửa hàng nhằm gia tăng thị phần khách hàng mới và tăng độ bao phủ trên toàn quốc. Tính đến T1/24, PNJ đã chạm mốc 402 cửa hàng và bao phủ trên 58 tỉnh thành, cách xa các chuỗi bán lẻ trang sức khác. Tuy không đạt được tốc độ tăng trưởng tương đương giai đoạn 2017-18 (giai đoạn đẩy mạnh tốc độ bao phủ của PNJ) nhưng bất chấp bối cảnh sức cầu tiêu dùng khó khăn, ảnh hưởng lớn nhất là tiêu dùng các mặt hàng không thiết yếu, PNJ vẫn có chiến lược phù hợp để có thể tiếp cận được các tệp khách hàng mới ở các khu vực loại 2 và loại 3. Trong lúc đó, hầu hết các đối thủ đều đang cố gắng duy trì để giữ lấy thị phần của mình.

Hình 7: PNJ đã đạt được tốc độ tăng trưởng cửa hàng tốt nhất kể từ năm 2019.

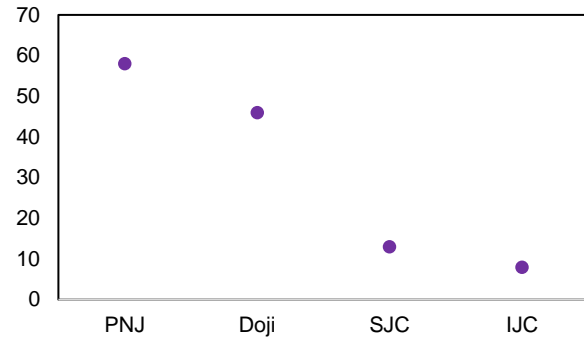


Nguồn: PNJ, MBS Research

Hình 8: Số lượng cửa hàng của các chuỗi bán lẻ trang sức hàng đầu tại Việt Nam



Hình 9: Tính đến thời điểm hiện tại, PNJ đang dẫn đầu sự bao phủ ở toàn quốc với sự xuất hiện ở gần 60 tỉnh thành.



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

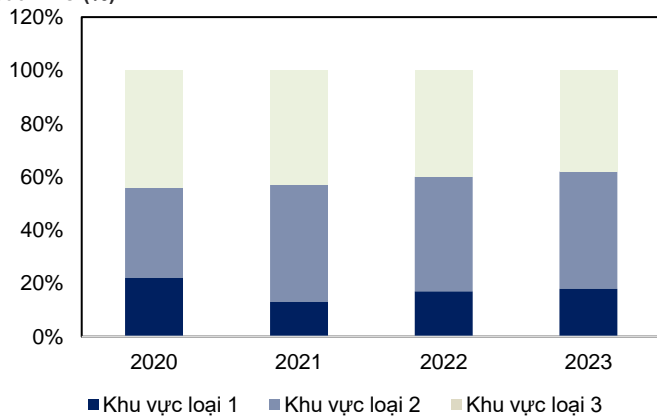
Nguồn: PNJ, MBS Research

Với thế mạnh về doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực bán lẻ trang sức, chúng tôi kỳ vọng PNJ mở mới 40/22 cửa hàng trong năm 2024-25

Hiện tại, PNJ đã có hơn 50% thị phần về bán lẻ trang sức trên toàn quốc với độ bao phủ đạt 58/63 tỉnh thành. Tuy nhiên, tỷ lệ về doanh thu tại TP.HCM và Bình Dương (các khu vực loại 1 ở khu vực phía Nam) vẫn khá lớn và chiếm khoảng 40% tổng doanh thu PNJ. Hiện nay, ngoài Bắc mức độ thu nhập tương đương, trong khi tổng 2 nhà bán lẻ trang sức lớn nhất chưa có đến 100 cửa hàng tại Hà Nội (Doji: 35 cửa hàng, PNJ 31 cửa hàng) thì ở TP.HCM, PNJ đã sở hữu gần 110 cửa hàng. Vì thế, chúng tôi nhận thấy tiềm năng khai thác ra khu vực Hà Nội và các tỉnh miền Bắc rất lớn dành cho PNJ trong trung và dài hạn.

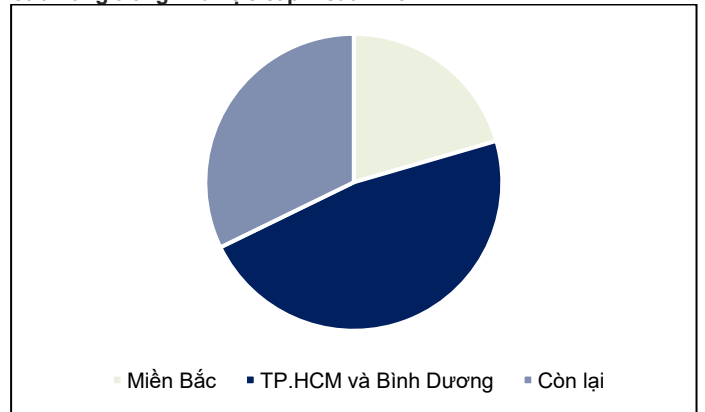
Trong năm 24/25, với mục tiêu hướng đến là gia tăng thị phần về bán lẻ trang sức, chúng tôi kỳ vọng PNJ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng, mở thêm các cửa hàng có thế mạnh về giới thiệu và bán lẻ trang sức (Trung Tâm Kim Hoàn, PNJ Next). Nhờ đó có thể gia tăng thêm sức mạnh thương hiệu và duy trì thị phần trên thị trường để sau này có thể dễ dàng phủ sóng mạnh mẽ ra khu vực miền Bắc. Chúng tôi dự báo số lượng cửa hàng có thể đạt 440/462 cửa hàng vào năm 24/25, tăng trưởng 10%/5% svck.

Hình 10: Tỷ trọng doanh thu tại các khu vực cấp 1, cấp 2 và cấp 3 của PNJ (%)



Nguồn: PNJ, MBS Research

Hình 11: TP.HCM và Bình Dương vẫn đang chiếm đa số tổng số cửa hàng trong khu vực cấp 1 của PNJ



Nguồn: PNJ, MBS Research

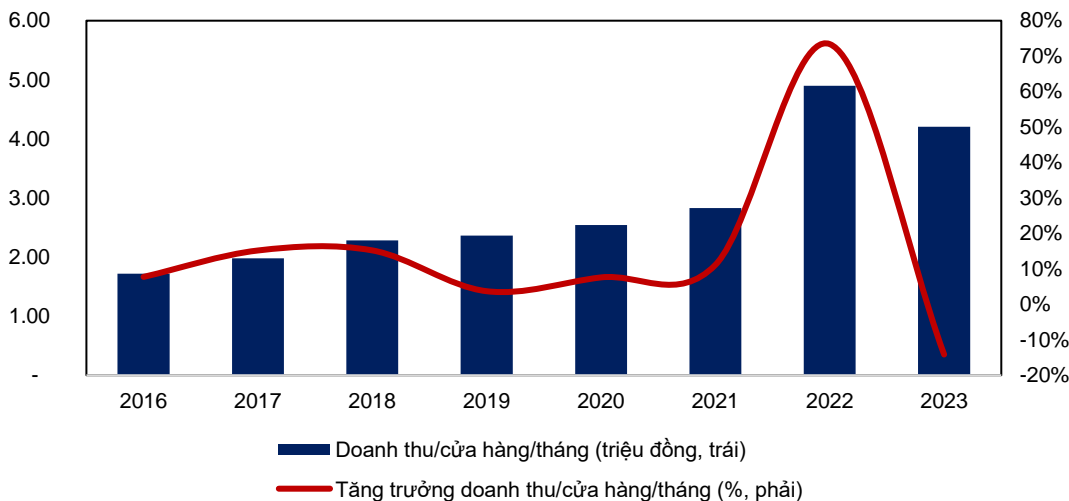
Doanh thu/cửa hàng duy trì ở mức cao nhờ vào việc thực hiện các chiến lược tiếp cận khách hàng hợp lý

Năm 2023, doanh thu bán lẻ của PNJ có mức giảm thấp hơn thị trường chung nhờ vào việc thực hiện chiến lược bán hàng hiệu quả.

Tổng doanh thu bán lẻ của PNJ trong cả năm giảm 7% svck – ít hơn so với mức giảm chung của các ngành hàng không thiết yếu khác (ngành hàng ICT giảm 21% svck, ngành hàng ô tô giảm 21% svck). Trong đó, doanh thu/cửa hàng/tháng của PNJ giảm khoảng 14% trên mức nền kỹ lục của năm 2022.

Đối mặt với sức cầu suy yếu trong năm 2023, PNJ đã chọn chiến lược đẩy mạnh tăng tiêu thụ các mặt hàng thế mạnh của công ty như trang sức bạc, trang sức vàng tầm trung với lợi thế về biên LN gộp cao, đẩy mạnh việc khai thác thêm các tệp khách hàng mới để tăng số lượng giao dịch/cửa hàng. Vì thế kết thúc năm 2023, tuy có giảm so với mức nền kỹ lục của năm 2022 nhưng doanh thu bán lẻ/cửa hàng/tháng của PNJ vẫn đạt 4.2 tỷ đồng, cao hơn mức trung bình 3 năm là 3.4 tỷ đồng/tháng

Hình 12: Do sức cầu tiêu dùng suy yếu, doanh thu/cửa hàng/tháng có ghi nhận giảm 14% svck tuy nhiên vẫn duy trì ở mức nền cao trong năm 2023



Nguồn: PNJ, MBS Research

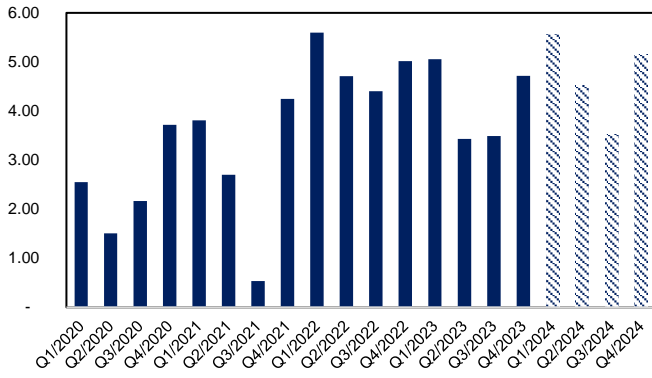
Kỳ vọng doanh thu/cửa hàng đạt 4.5/4.8 tỷ đồng (+7%/8%) trong năm 2024-25

Thị trường tiêu dùng nói chung và thị trường bán lẻ trang sức được dự kiến phục hồi vào nửa cuối năm 2024, tuy nhiên mức phục hồi sẽ khá chậm và tốt hơn trong năm 2025. Nhờ vào thế mạnh về và sản xuất trang sức, chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ có thêm các chiến lược bán hàng phù hợp, khai thác sâu được tệp khách hàng mới có trong năm 2023, chúng tôi nhận thấy đây là tệp khách trẻ, tiềm năng lớn cho PNJ trong trung và dài hạn. Kết hợp với mức phục hồi thị trường bán lẻ trang sức khoảng 5% svck, chúng tôi kỳ vọng doanh thu/cửa hàng/tháng đạt khoảng 4.5 tỷ đồng trong năm 2024 (+7% svck).

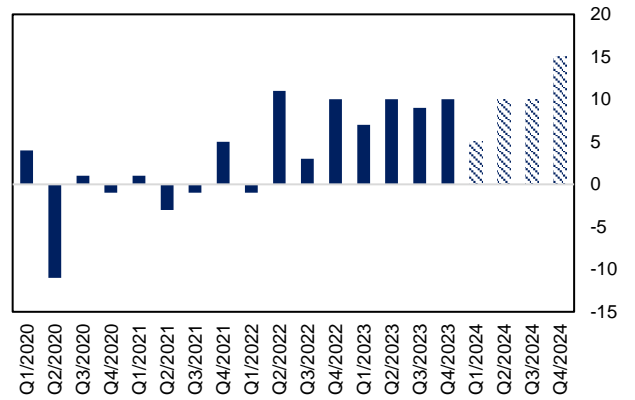
Sau đó nhờ sự phục hồi tiêu dùng mạnh mẽ hơn trong năm 2025, doanh thu/cửa hàng/tháng đạt khoảng 4.8 tỷ đồng/tháng, tăng 8% svck.

Hình 13: Doanh thu bán lẻ/cửa hàng/tháng cả năm 2023 tiếp tục giữ vững ở mức nền cao và kỳ vọng tiếp tục duy trì trong năm 2024

Hình 14: Số cửa hàng mở mới của PNJ mỗi quý, kỳ vọng tiếp tục duy trì tăng trưởng trong năm 2024.



Nguồn: PNJ, MBS Research

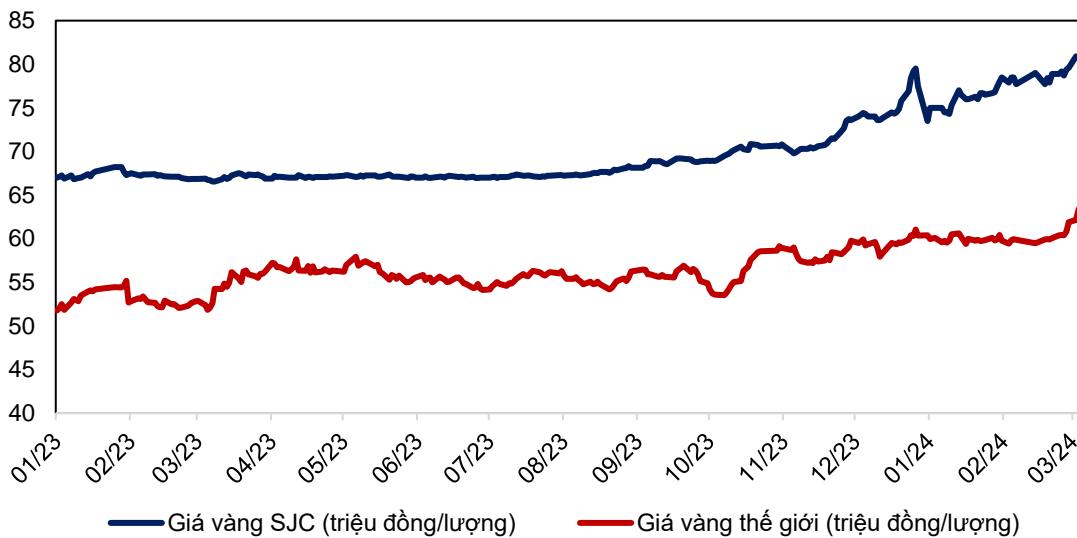


Nguồn: PNJ, MBS Research

Bỏ độc quyền vàng miếng SJC không có nhiều tác động tới hoạt động của PNJ

Hiện tại, giá vàng miếng SJC đang neo ở mức nền cao nhất và chênh lệch khoảng 18 triệu đồng/lượng so với giá vàng thế giới, ngoài ra chênh lệch giữa giá mua – giá bán cũng liên tục tạo ra khoảng cách lớn và duy trì ở mức 2-3 triệu đồng/lượng. Đây là một vấn đề bất cập trong giao dịch thị trường vàng miếng. Theo chúng tôi đánh giá, việc sửa đổi Nghị định 24/2012/NĐ-CP hướng đến bỏ độc quyền thương hiệu vàng miếng SJC với mục tiêu chính là tạo sự cân bằng trong giao dịch vàng miếng, điều tiết giá vàng miếng SJC (hiện đang là thương hiệu quốc gia) để không quá chênh lệch với giá vàng thế giới. Vì thế, thông tin này không có nhiều tác động tới PNJ. Chúng tôi đánh giá việc sửa đổi sẽ có lợi nếu như các doanh nghiệp bán lẻ trang sức được phép nhập khẩu vàng nguyên liệu thế giới để sản xuất vàng trang sức.

Hình 15: Chênh lệch giá vàng Việt Nam và thế giới duy trì ở mức cao, tăng lên khoảng 15 triệu đồng/lượng từ đầu năm 2023 và đạt mức gần 20 triệu đồng/lượng kể từ đầu năm 2024



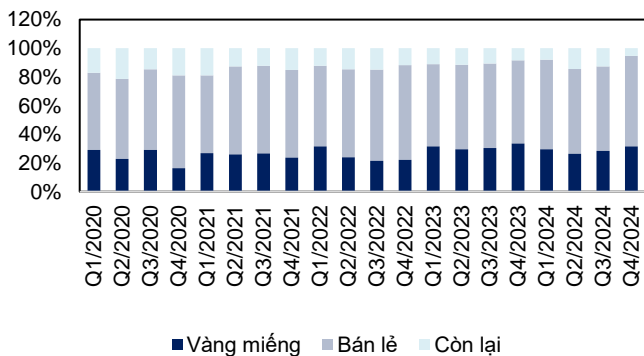
*Quy đổi giá vàng miếng thế giới sang giá vàng Việt Nam chưa bao gồm phí vận chuyển và phí bảo hiểm

Điều chỉnh tăng dự báo LN ròng 2024-25 thêm 21-22%

Hình 16: Dự báo KQKD 2024-25

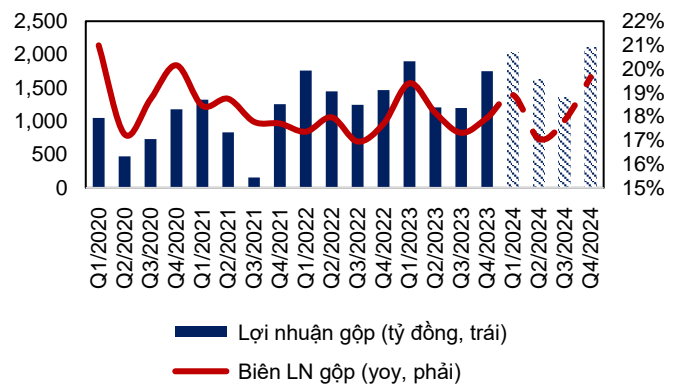
Các chỉ tiêu KQKD	2023	2024F	svck	%sv dự báo cũ	2025F	svck	%sv dự báo cũ	Nhận xét
Doanh thu	33,137	38,622	17%	7%	42,924	11%	14%	
Vàng miếng	10,438	11,232	8%	16%	12,030	7%	21%	Điều chỉnh tăng so với dự báo cũ sau khi giá vàng 2 tháng cuối năm tăng mạnh, thế giới tăng dự báo giá vàng năm 2024/25, tăng 5.5%/5% svck.
Bán lẻ	19,286	23,658	23%	6%	26,828	13%	14%	Điều chỉnh số cửa hàng tăng hơn 28 cửa hàng so với dự báo cũ, tương đương 10% svck do số cửa hàng mở mới tốt, vượt kế hoạch ban đầu năm 2023, vì thế chúng tôi điều chỉnh tăng số cửa hàng ở các khu vực cấp 2, cấp 3 của PNJ lên 440 cửa hàng. Sau đó dự báo PNJ sẽ mở rộng mạnh ở khu vực miền bắc trong năm 2025
Bán sỉ	2,850	3,157	11%	-12%	3,480	10%	-5%	Giảm so với dự báo cũ do doanh số sỉ dự phóng năm 2023 giảm so với số thực tế, mức tăng của mảng bán sỉ tương đương doanh thu bán lẻ/cửa hàng/tháng nhờ vào sức cầu tiêu dùng phục hồi từ nửa cuối năm 2024.
Biên LN gộp	18.3%	18.4%	0,1 đ%	0.3 đ%	18.5%	0,1 đ%	0.2 đ%	Biên LN gộp được cải thiện do tỷ trọng doanh thu bán lẻ trong tổng doanh thu tăng lên 61% (từ mức 59% trong năm 2023) nhờ vào việc đẩy mạnh các chiến lược bán lẻ trong bối cảnh sức cầu tiêu dùng phục hồi
Chi phí quản lý DN	694	852	23%	8%	945	11%	20%	
Chi phí bán hàng	2,836	3,261	15%	5%	3,611	11%	11%	Tăng lên tương ứng tốc độ mở mới cửa hàng, chi phí quảng cáo, marketing tương đương so với năm 2023
% Chi phí quản trị DN & bán hàng/Doanh thu	11%	11%		0%	11%		0%	
Chi phí tài chính	143	161	13%	6%	187	16%	20%	Mức nền lãi suất cho vay năm 2024 và 2025 cao hơn so với năm 2023
LNTT	2,489	2,971	19%	21%	3,317	12%	22%	
Thuế TNDN	518	618	19%	22%	690	12%	23%	
LN ròng	1,971	2,353	19%	21%	2,627	12%	22%	Theo đó, điều chỉnh tăng dự phóng LN ròng 2024/25 chủ yếu do tăng dự phóng về doanh thu, ghi nhận tăng 17%/11% trong năm 2024/25
EPS	6,008	7,170	19%	21%	8,004	12%	22%	

Hình 17: Tỷ trọng doanh thu các lĩnh vực kinh doanh của PNJ theo quý



Nguồn: PNJ, MBS Research

Hình 18: Biên lợi nhuận gộp của PNJ theo quý (%)



Nguồn: PNJ, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Doanh thu thuần	33,876	33,137	38,622	42,924	LN trước thuế	2,312	2,489	2,971	3,317
Giá vốn hàng bán	(27,949)	(27,078)	(31,497)	(34,998)	Khấu hao	80	81	94	107
Lợi nhuận gộp	5,927	6,059	7,125	7,926	Thuế đã nộp	(502)	(518)	(618)	(690)
Chi phí quản lý DN	(674)	(694)	(852)	(945)	Các khoản điều chỉnh khác	(38)	(75)	5	4
Chi phí bán hàng	(2,828)	(2,836)	(3,261)	(3,611)	Thay đổi VLD	(1,751)	(475)	(1,261)	(1,139)
LN từ HĐKD	2,425	2,529	3,012	3,370	LCTT từ HĐKD	101	1,503	1,191	1,598
EBITDA thuần	2,504	2,610	3,106	3,477	Đầu tư TSCĐ	(52)	(82)	(175)	(130)
LN trước thuế & lãi vay	2,425	2,529	3,012	3,370	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	1	-	-
Thu nhập lãi	54	98	114	127	LCTT từ đầu tư	(371)	(577)	(250)	(209)
Chi phí tài chính	(141)	(143)	(161)	(187)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	1,447	-	66	-
Thu nhập ròng khác	(25)	5	5	6	Tiền vay ròng nhận được	(39)	(299)	536	376
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Dòng tiền từ HĐTC khác	3	-	-	-
LN trước thuế	2,312	2,489	2,971	3,317	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(617)	(611)	(669)	(669)
Thuế TNDN	(502)	(518)	(618)	(690)	LCTT từ hoạt động TC	794	(909)	(68)	(294)
Lợi nhuận sau thuế	1,811	1,971	2,353	2,627	Tiền & tương đương tiền đầu kì	355	880	896	1,769
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	LC tiền thuần trong năm	524	17	873	1,095
Lợi nhuận ròng	1,811	1,971	2,353	2,627	Tiền & tương đương tiền cuối kì	880	896	1,769	2,864
Chi trả cổ tức	(617)	(611)	(669)	(669)					
Lợi nhuận giữ lại	1,194	1,361	1,684	1,957					
					Các chỉ số cơ bản	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Bảng cân đối kế toán	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25	Tăng trưởng doanh thu thuần	73.3%	-2.2%	16.6%	11.1%
Tiền và tương đương tiền	880	896	1,769	2,864	Tăng trưởng EBITDA	68.8%	4.2%	19.0%	11.9%
Đầu tư ngắn hạn	200	810	772	858	Tăng trưởng LN từ HĐKD	172.1%	104.3%	119.1%	111.9%
Phải thu khách hàng	57	69	81	90	Tăng trưởng LN trước thuế	80.8%	7.6%	19.3%	11.6%
Hàng tồn kho	10,506	10,941	12,330	13,533	Tăng trưởng LN ròng	76.0%	8.9%	19.3%	11.6%
Tổng tài sản ngắn hạn	11,966	12,960	15,238	17,654	Tăng trưởng EPS	76.0%	8.9%	17.0%	11.6%
Tài sản cố định	240	256	355	395	Biên LN gộp	17.5%	18.3%	18.4%	18.5%
Xây dựng cơ bản dở dang	31	29	29	29	Biên EBITDA	7.3%	8.1%	8.3%	8.3%
BĐS đầu tư	-	-	-	-	Biên LN ròng	5.3%	5.9%	6.1%	6.1%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	25.0%	21.6%	22.1%	21.1%
Đầu tư vào công ty LD, LK	-	-	-	-	ROAA	15.1%	14.2%	15.0%	14.5%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	458	558	628	687	ROIC	16.3%	16.2%	16.3%	15.8%
Tổng tài sản dài hạn	1,371	1,470	1,621	1,702	Vòng quay tài sản	2.8	2.4	2.5	2.4
Tổng tài sản	13,337	14,430	16,859	19,357	Cổ tức chi trả/LN ròng	34.1%	31.0%	28.5%	25.5%
Vay & nợ ngắn hạn	2,683	2,384	2,920	3,296	Tổng nợ vay/VCSH	31.8%	24.3%	25.4%	24.7%
Phải trả người bán	277	255	304	335	Nợ vay ròng/VCSH	21.4%	15.2%	10.0%	3.2%
Phải trả ngắn hạn khác	712	1,049	1,173	1,271	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	13.5%	10.3%	6.8%	2.2%
Tổng nợ ngắn hạn	4,883	4,614	5,364	5,984	Khả năng thanh toán lãi vay	25.8	21.3	22.7	21.7
Vay & nợ dài hạn	-	-	-	-	Số ngày phải thu	0.6	0.8	0.8	0.8
Các khoản phải trả khác	10	9	9	9	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	137.2	147.5	142.9	141.1
Tổng Nợ dài hạn	10	9	9	9	Số ngày phải trả tiền bán	3.6	3.4	3.5	3.5
Tổng nợ	4,893	4,623	5,374	5,993	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.5	2.8	2.8	3.0
Vốn điều lệ	2,462	3,282	3,347	3,347	Khả năng thanh toán nhanh	0.3	0.4	0.5	0.7
Thặng dư vốn cổ phần	2,251	1,851	1,851	1,851	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.2	0.4	0.5	0.6
Cổ phiếu quỹ	(3)	(3)	(3)	(3)	Định giá				
LN giữ lại	2,522	2,740	3,540	4,594	EPS	5,518	6,008	7,029	7,848
Các quỹ thuộc VCSH	1,212	1,936	2,750	3,574	BVPS	25,731	29,883	34,312	39,924
Vốn chủ sở hữu	8,444	9,807	11,485	13,364	P/E	15.9	14.8	13.7	12.3
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	P/B	3.4	3.0	2.8	2.4
Tổng vốn chủ sở hữu	8,444	9,807	11,485	13,364					
Tổng nợ và VCSH	13,337	14,430	16,859	19,357					

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research

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

Lê Minh Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Nguyễn Minh Trí

Lê Hải Thành

Lê Ngọc Hưng

Đỗ Lan Phương

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly