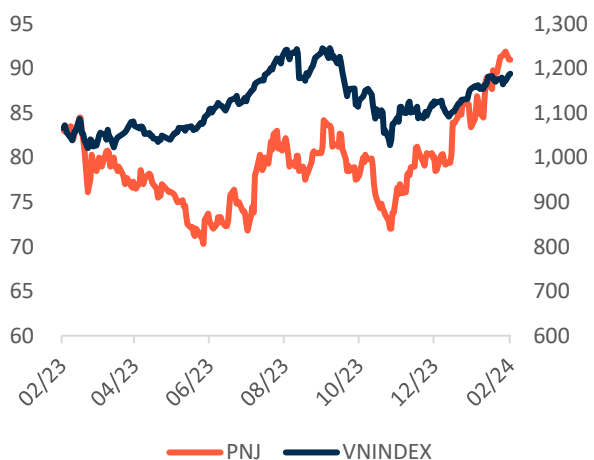


### Thông tin cổ phiếu (15/03/2024)

Giá hiện tại	99,500 VND
Giá mục tiêu	106,000 VND
Giá cao nhất 52 tuần	103,100 VND
Giá thấp nhất 52 tuần	68,600 VND
KLGD TB 1 tháng	1,548,960 CP
Vốn hóa TT	32,920 tỷ VND
BVPS	29,898 VND
Beta	0.39

Diễn biến giá VNIndex và PNJ



P/E PNJ và VNIndex



### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **"Khả quan"** đối với cổ phiếu PNJ khi Công ty vừa công bố kết quả kinh doanh sơ bộ năm 2023 với lợi nhuận sau thuế đạt 1,971 tỷ (+8.9% so với cùng kỳ), vượt 1.8% kế hoạch năm 2023. Với giá mục tiêu 106,000đ, tiềm năng tăng giá đối với cổ phiếu là 6.5% so với mức 99,500đ ở ngày 15/03/2024.

Chúng tôi đánh giá khả quan đối với cổ phiếu PNJ vì các yếu tố sau:

- (1) **PNJ là doanh nghiệp đầu ngành** trong lĩnh vực bán lẻ, sản xuất và chế tác trang sức bằng vàng, bạc, đá quý tại Việt Nam. Công ty dẫn đầu thị trường trang sức có thương hiệu (với lịch sử 30 năm), chuỗi cửa hàng vượt trội so với các công ty cùng ngành (400 cửa hàng), đội ngũ nghệ nhân chế tác kim hoàn hàng đầu (chiếm hơn 50% tổng số nghệ nhân kim hoàn cả nước).
- (2) **Đà tăng trưởng trung - dài hạn được duy trì nhờ:** (i) nhu cầu cưới hỏi của thế hệ trẻ (thành phần tiến tới hôn nhân trong tương lai), đây là thành phần chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tháp dân số hiện nay; (ii) tăng trưởng doanh số trên mỗi cửa hàng hiện hữu tiếp tục duy trì mức 8-12% giai đoạn 2023-2026; và (iii) tầng lớp trung và thượng lưu gia tăng và thu nhập khả dụng của người dân cũng gia tăng.
- (3) **Dự địa để PNJ tiếp tục chiếm thêm thị phần** từ các cửa hàng vàng địa phương (cửa hàng nhỏ lẻ và thiếu uy tín) vẫn còn, do ngành này vẫn đang còn khá phân mảnh (cửa hàng nhỏ lẻ, thương hiệu yếu hiện chiếm 45-55% tổng thị trường).
- (4) **Quản trị doanh nghiệp:** Ban lãnh đạo có năng lực và tầm nhìn tốt, sớm áp dụng công nghệ (chuyển đổi số) để đẩy mạnh tăng trưởng. Công ty duy trì mức ROE đều đặn 19-25% qua các năm, chi trả cổ tức tiền mặt với tỷ lệ phổ biến 15-20%/mệnh giá/năm.

### Dự báo kết quả kinh doanh 2024-2025

- (1) Năm 2024, FNS ước tính doanh thu (DT) và lợi nhuận sau thuế (LNST) của PNJ lần lượt đạt 34,794 tỷ (+5.0% so với cùng kỳ - sau đây gọi tắt là svck) và 2,149 tỷ (+8.9% svck). EPS 2024 là 6,417 VND, tương đương P/E fw là 14.3.
- (2) Năm 2025, FNS dự báo DT và LNST của PNJ lần lượt đạt 36,568 tỷ (+5.1% svck) và 2,340 tỷ (+9% svck), EPS 2025 là 6,995 VND, tương đương P/E fw là 13.1.

### Yếu tố mùa vụ và Dự báo kết quả kinh doanh ngắn hạn (3-6 tháng)

- (1) Chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận ròng sẽ tăng nhẹ trong quý 1/2024, sau đó giảm trở lại ở quý 2 và quý 3/2024 do yếu tố mùa vụ. Ngoài ra, chúng tôi cũng cho rằng sức mua của ngành tiêu dùng có

thể đi ngang dài hơn dự kiến và có thể chỉ bắt đầu hồi phục mạnh vào cuối quý 3 hoặc quý 4/2024.

- (2) Kết quả kinh doanh quý 4/2023 cải thiện nhờ Công ty hưởng lợi từ yếu tố mùa vụ (bắt đầu từ tháng 10 hằng năm và kéo dài đến hết tháng 3 năm kế tiếp, do thời gian này có nhiều ngày lễ giúp PNJ có thể đẩy mạnh các chương trình marketing để kích cầu doanh thu như ngày 20/10, mùa cưới cuối năm, lễ tết âm lịch, ngày vía thần tài, lễ valentine 14/2, ngày 8/3), và chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh quý 1/2024 sẽ tiếp tục tích cực.
- (3) Tuy nhiên, yếu tố mùa vụ 2023-2024 một khi kết thúc có thể gây áp lực giảm lên kết quả kinh doanh trong khung thời gian ngắn hạn sắp đến (sau đó lại hồi phục tăng trưởng đi lên trở lại do triển vọng kinh doanh tích cực vào mùa cuối năm 2024 & đầu năm 2025).

## Rủi ro

- (1) Sức mua yếu do chu kỳ kinh tế hồi phục chậm hơn dự kiến, đặc biệt là ngành có tính xa xỉ như trang sức hàng hiệu.
- (2) Độ phủ của thị trường trang sức mục tiêu ở các thành phố cấp 1, cấp 2 và 3 yếu khiến doanh số/ cửa hàng thấp hơn kỳ vọng.

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH QUÝ 4/2023 và LŨY KẾ CẢ NĂM 2023

	Q4/23	%svck	2023	%svck	Chú thích
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9,760</b>	<b>17.6%</b>	<b>33,137</b>	<b>-2.2%</b>	Doanh thu thuần cải thiện trong quý 4/2023 do mùa kinh doanh cao điểm của PNJ bắt đầu từ tháng 10 đến tháng 3 năm.
Bán lẻ	5,657	-0.2%	19,286	-7.8%	Mảng bán lẻ quý 4/2023 không giảm quá mạnh nhờ nỗ lực mở rộng tệp khách hàng mới để bù đắp cho sức mua toàn ngành giảm.
Bán sỉ	723	-25.1%	2,850	-30.5%	Lạm phát tăng khiến sức mua toàn ngành giảm đã ảnh hưởng mạnh đến mảng bán sỉ.
Vàng 24K	3,285	75.2%	10,438	20.9%	Nhu cầu giao dịch vàng tăng cao toàn cầu đẩy giá vàng tăng, hỗ trợ mảng Vàng 24k doanh thu tăng mạnh.
SP khác	119	22.7%	563	5.3%	
GVHB	-8,004	17.3%	-27,078	-3.1%	Mặt hàng vàng bạc có tính đặc thù khi lưu trữ không bị mất giá nhiều, cộng với việc giá vàng liên tục tăng cao.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,756</b>	<b>18.8%</b>	<b>6,059</b>	<b>2.2%</b>	Lợi nhuận gộp tăng do giá hàng bán giảm, cộng việc giá vàng liên tục tăng cao.
<i>Biên LN gộp</i>	<i>18.0%</i>		<i>18.3%</i>		Biên lợi nhuận gộp 2023 tăng trưởng từ mức 17.5% lên 18.3% svck nhờ giá vốn hàng bán giảm.
Chi phí BH&QLDN	-921	7.1%	-3,535	0.9%	Quý 4/2023 chi phí BH&QLDN giảm từ mức 10% xuống 9% svck nhờ tối ưu hóa chi phí hoạt động (đóng 7 cửa hàng PNJ, chuyển đổi mô hình kinh doanh 3 cửa hàng PNJ Watch và 2 cửa hàng PNJ Art)
<i>% BH&amp;QLDN</i>	<i>9.4%</i>		<i>10.7%</i>		
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>632</b>	<b>34.4%</b>	<b>1,971</b>	<b>8.9%</b>	Lợi nhuận ròng quý 4/2023 tăng 34.4% svck và cả năm tăng 8.9% nhờ giá vốn hàng bán giảm, chi phí BH&QLDN giảm.
<i>Biên LN ròng</i>	<i>6.5%</i>		<i>5.9%</i>		

Lợi nhuận ròng quý 4/2023 đạt 632 tỷ đồng (+34.4% svck), doanh thu thuần đạt 9,760 tỷ đồng (+17.6% svck). Chỉ riêng tháng 12/2023 thì cả doanh thu (+42.1% svck) lẫn lợi nhuận ròng (+28.3% svck) đều tăng vọt chủ yếu do doanh thu vàng 24K tăng mạnh.

Lũy kế cả năm 2023, lợi nhuận ròng tăng trưởng đạt 1,971 tỷ đồng (+8.9% svck) trong khi doanh thu thuần giảm nhẹ đạt 33,137 tỷ (-2.2% svck). Nguyên nhân hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận đến từ việc giá vốn hàng bán giảm, tối ưu chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp và giá vàng miếng 24K liên tục tăng cao.

Đơn vị: tỷ đồng	Q4/22	Q4/23	% SVCK	2022	2023	% SVCK
Doanh thu thuần	8,302	9,760	17.6%	33,876	33,137	-2.2%
Giá vốn hàng bán	-6,824	-8,004	17.3%	-27,947	-27,078	-3.1%
Lợi nhuận gộp	1,478	1,756	18.8%	5,929	6,059	2.2%
Chi phí BH&QLDN	-860	-921	7.1%	-3,503	-3,535	0.9%
Lợi nhuận ròng	470	632	34.4%	1,810	1,971	8.9%
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>17.8%</i>	<i>18.0%</i>		<i>17.5%</i>	<i>18.3%</i>	
<i>Biên chi phí BH&amp;QLDN</i>	<i>10.4%</i>	<i>9.4%</i>		<i>10.3%</i>	<i>10.7%</i>	
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>5.7%</i>	<i>6.5%</i>		<i>5.3%</i>	<i>5.9%</i>	

Nguồn: PNJ, FNS Research

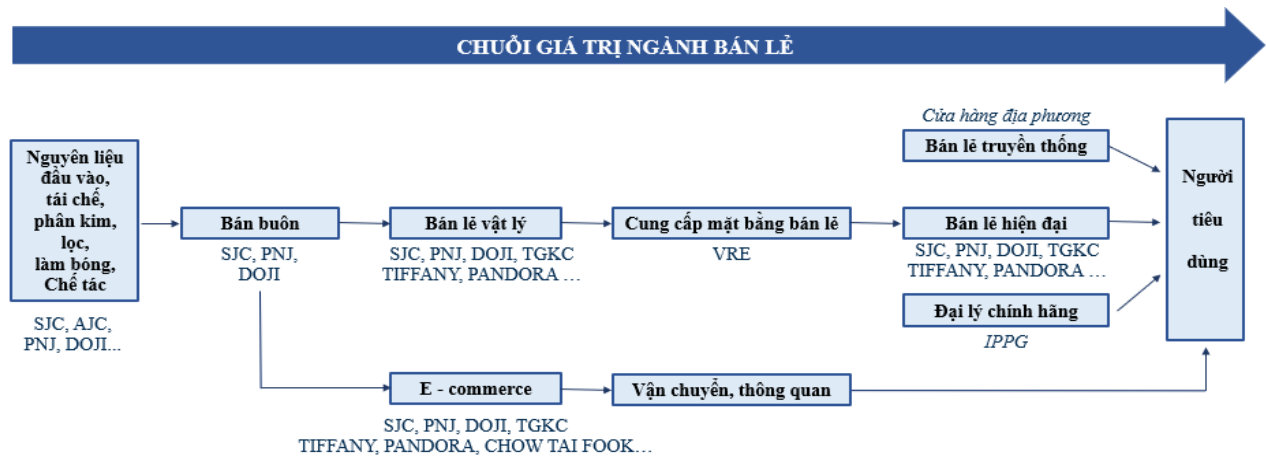
Quý 4/2023, Lợi nhuận gộp tăng 18.8% svck khi đạt 1,756 tỷ đồng, tương ứng với biên lợi nhuận gộp tăng lên mức 18% từ mức 17.8% svck. Biên lợi nhuận gộp cả năm 2023 đạt 18.3%. Với việc tăng cường độ phủ đồng thời tối ưu hóa quá trình vận hành, tối ưu hiệu quả chi phí trong năm 2023, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục được nới rộng trong các năm tiếp theo. Lãnh đạo công ty có chia sẻ về kết quả kinh doanh Quý 4/2023 như sau:

- Sức mua quý 4/2023 có cải thiện nhưng chưa hồi phục hoàn toàn, tỷ lệ khách hàng cũ quay trở lại đạt mức khá.
- Chương trình marketing tiếp cận được lượng khách hàng mới hoàn toàn, chủ yếu là các khách hàng trẻ ở khu vực cấp 2 và khu vực cấp 3 (nông thôn).
- Cơ cấu sản phẩm đa dạng hơn, hỗ trợ giảm thiểu tác động từ sức mua yếu của ngành (giảm khoảng 20%)
- Công ty đã tối ưu hóa chi phí hoạt động khi áp dụng chiến dịch marketing nhóm đối tượng khách hàng riêng biệt.

Vượt kế hoạch lợi nhuận 2023, đồng nghĩa PNJ khả năng sẽ phát hành cổ phiếu theo chương trình lựa chọn cho người lao động (ESOP) với tỷ lệ 1%/ tổng cổ phiếu đang lưu hành theo Nghị quyết số 343/2003-NQ-ĐHĐCĐ-CTY ngày 27/04/2023. Ngày 15/03/2024 là ngày GDKHQ tạm ứng cổ tức tiền mặt đợt 1 với tỷ lệ 6%/mệnh giá, trước đó năm 2023 PNJ đã trả cổ tức tiền mặt với tỷ lệ 20%/mệnh giá.

## I. TỔNG QUAN NGÀNH

### 1. Chuỗi giá trị ngành bán lẻ trang sức

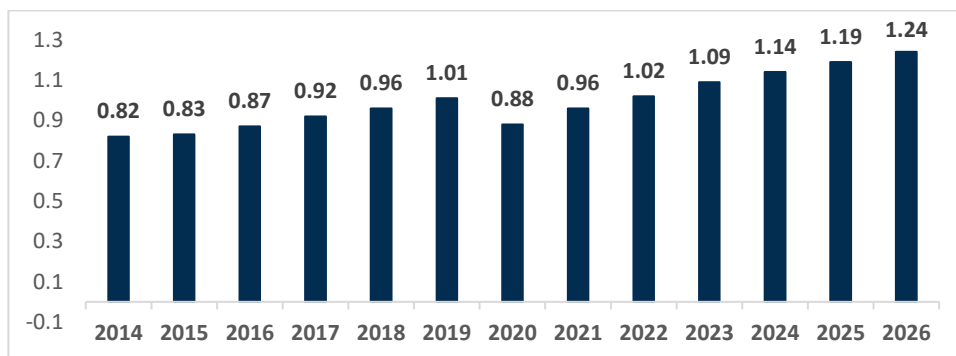


## 2. Triển vọng Ngành bán lẻ trang sức

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** đối với ngành bán lẻ trang sức khi ngành này có cả thách thức và thuận lợi sau:

- (1) Khó khăn vĩ mô nói chung và của nền kinh tế nói riêng đã ảnh hưởng tiêu cực đến sức mua tổng của ngành bán lẻ, dự báo sức mua yếu có thể sẽ còn kéo dài lâu hơn dự kiến, ít nhất cho đến hết quý 3 năm 2024 (sức mua ở ngành bán lẻ trang sức giảm gần 20% ở năm 2023). Điều này đã tạo ảnh hưởng tiêu cực đến các mặt hàng hàng tiêu dùng không thiết yếu, đặc biệt là các mặt hàng có tính xa xỉ như trang sức.
- (2) Cụ thể, theo số liệu do Hội đồng Vàng Thế giới (WGC) công bố về Xu hướng nhu cầu vàng trang sức ở Việt Nam, số liệu báo cáo chỉ ra rằng nhu cầu tiêu dùng vàng trang sức tại Việt Nam đã giảm 14% so với cùng kỳ năm ngoái, xuống còn 3 tấn trong quý 3/2023. Quý 3/2023 này là quý có mức tiêu thụ thấp nhất về vàng trang sức kể từ năm 2021. Nguyên nhân có thể đến từ tỷ lệ lạm phát cao, nền kinh tế tăng trưởng chậm hơn kỳ vọng đã ảnh hưởng đến sức mua của người tiêu dùng.
- (3) Tuy nhiên, điểm tích cực là thị trường trang sức Việt Nam có quy mô lớn với doanh thu lần lượt 1.02 và 1.09 tỷ USD vào 2022-2023, tốc độ tăng trưởng kép doanh thu hàng năm ước tính đạt 5.02% cho giai đoạn 2022-2026 (CAGR 2022-2026), trang sức không cao cấp dự kiến chiếm hơn 80% tổng doanh thu trang sức (theo dữ liệu báo cáo của Statista). Ngoài ra, một báo cáo của Bain & Company chỉ ra rằng doanh thu có xu hướng tăng ở kênh trực tuyến, thương mại điện tử (+22% vào năm 2021, +5% vào năm 2022).

### Quy mô thị trường trang sức Việt Nam 2014 - 2026 (tỷ USD, 2024-2026 là dự báo)



Nguồn: Statista, FNS research

Thị trường trang sức, theo báo cáo nghiên cứu của Grand View Research được chia thành 5 dòng sản phẩm và được làm từ 4 lớp vật liệu như sau:

Trang sức - Theo loại sản phẩm	Theo lớp vật liệu cấu tạo thành
(1) Dây chuyền/vòng cổ (2) Nhẫn (3) Bông tai/ hoa tai (4) Vòng tay/ lắc tay/ kiềng (5) Sản phẩm và phụ kiện khác (ghim cài áo, phụ kiện trang sức cá nhân)	(1) Vàng (2) Bạch kim (Platinum) (3) Kim cương (4) Khác (ngọc trai, đá quý, đá bán quý, bạc, pha lê)

### Thị phần và các doanh nghiệp nổi bật trong ngành trang sức Việt Nam

Theo báo cáo nghiên cứu của InCorp Vietnam (tên cũ là Cekindo), số lượng doanh nghiệp kinh doanh trang sức tại Việt Nam tăng từ 8,000 lên 10,000 giai đoạn 2015 - 2022, trong đó có 10-15 thương hiệu là nổi bật. Thương hiệu nổi bật trong nước có thể kể đến như PNJ, Doji, Thế Giới Kim Cương, Bảo Tín Minh Châu, SJC, Cửu Long, Biển Bạc, Ant...; thương hiệu quốc tế có Tiffany & Co., Pandora, BVLGARI, Chow Tai Fook, Cartier, Swarovski...

90% thị phần do các Doanh nghiệp Việt Nam nắm giữ KH mục tiêu: tầm trung và cao cấp	10% thị phần do các Tập đoàn quốc tế nắm giữ KH mục tiêu: cấp cao, giới thượng lưu, siêu giàu
(1) PNJ (2) Doji (3) Thế Giới Kim Cương (4) Bảo Tín Minh Châu (5) SJC (6) IPPG (Tập đoàn Liên Thái Bình Dương) hợp tác với thương hiệu Cartier (chuyên về trang sức đồng hồ, vòng cổ, nhẫn kim cương, nữ trang cấp cao với các phiên bản giới hạn, mang hơi thở biểu tượng của giới hoàng gia Châu Âu) (7) Cửu Long Jewelry (8) Biển Bạc Jewellery (9) Saigon Jewelry and Accessories Company (10) Ant Jewellery - wholesale jewelry (Ant Jewelry)	(1) LVMH – Pháp sở hữu các thương hiệu cấp cao như: - Tiffany & Co, (thương hiệu trang sức) - BVLGARI (thời trang phụ kiện đá quý) - TAG Heuer, Berluti, Chaumet (đồng hồ xa xỉ) (2) Pandora - Đan Mạch - Nhà máy \$160 triệu tại Bình Dương quý 1/2024 - Nổi bật là Vòng đeo & hạt Charm (cá nhân hóa), mỗi hạt Charm không chỉ là trang sức mà còn đại diện cho một ký ức được lưu giữ (2) Chow Tai Fook – Hong Kong Trung Quốc: - E-commerce - Kênh xách tay (3) Swarovski với concept “Crystal Studio” duy nhất của hãng tại Việt Nam, thứ 3 tại Đông Nam Á.

Theo khảo sát của Euromonitor, có đến 66% giới trẻ (28.3% Gen Z và 38% Millennials) cho biết họ mong muốn tìm kiếm tính cá nhân hóa trong trải nghiệm mua hàng. Thế hệ trẻ, đặc biệt là thế hệ Gen Z bắt đầu có xu hướng yêu thích trang sức vàng.

Do vậy nhiều doanh nghiệp trong nước như PNJ đã bắt tay với những tên tuổi lớn trên thế giới để thu hút khách hàng là đối tượng Gen Z này. Cụ thể, năm 2019, hợp tác với Disney cho ra dòng thương hiệu Disney PNJ; năm 2023 hợp tác với Hello Kitty cho ra dòng thương hiệu PNJ ♥ Hello Kitty.

## II. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

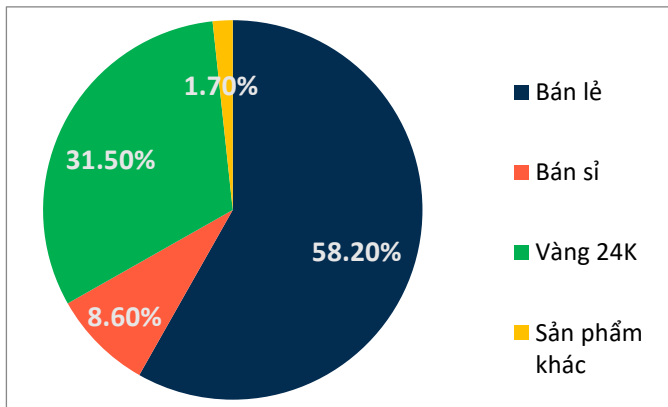
### Cơ cấu cổ đông lớn (25/02/2024)

Cao Thị Ngọc Dung và gia đình, 13.04%	CTCP QLQ Đầu tư Dragon Capital Việt Nam, 8.96%	CTCP Quản lý Quỹ VinaCapital, 8.05%	Sprucegro... Investment Managem... Ltd, 5.06%	Lloyd George Investments Ltd, 3.90%
				Route One Investment Company, 3.50%

### Hoạt động kinh doanh

Hoạt động chính của PNJ là kinh doanh vàng, bạc, nữ trang, đá quý; xuất nhập khẩu nữ trang bằng vàng, bạc và đá quý. Tại thời điểm cuối năm 2023, công ty có 400 cửa hàng, tăng 36 so với cuối năm 2022, trong đó có 5 cửa hàng Style by PNJ, 3 cửa hàng CAO Fine Jewellery và 1 Trung tâm kinh doanh sỉ. Sản phẩm PNJ đã mặt tại 55/63 tỉnh thành Việt Nam và xuất khẩu đến 13 quốc gia và vùng lãnh thổ. Các thương hiệu nổi bật của PNJ có thể kể đến như Disney PNJ, Style by PNJ, PNJ ♥ Hello Kitty, PNJ Watch, PNJ Art, PNJ Lab.

Cơ cấu doanh thu theo kênh 2023



Một số dòng thương hiệu nổi bật của PNJ



Nguồn: PNJ, FNS Research



**Những yếu tố chính giúp PNJ tạo lợi thế cạnh tranh**

**(i) Mô hình kinh doanh khác biệt, công ty bán lẻ nhưng tự chủ năng lực sản xuất.**

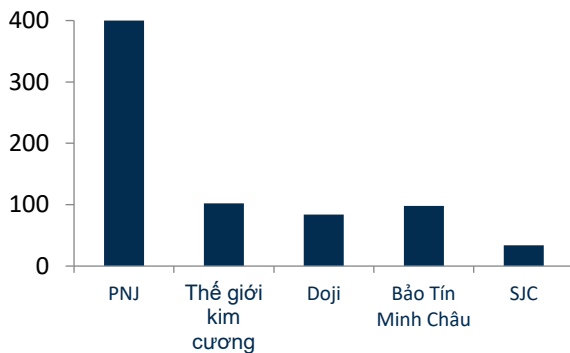
Khác với hầu hết các công ty bán lẻ trong nước và trên thế giới, mô hình kinh doanh của PNJ khá khác biệt khi Công ty có nhà máy chế tác công suất lớn với công nghệ hiện đại để tự sản xuất vàng trang sức, điều này giúp PNJ đạt được năng lực sản xuất bỏ xa các công ty cùng ngành, công ty cũng sở hữu đội ngũ nghệ nhân tiên tiến và đông nhất (chiếm hơn 50% tổng số nghệ nhân kim hoàn của Việt Nam). Công ty mở hệ thống cửa hàng bán lẻ để phát triển chuỗi giá trị của mình theo chiều dọc và điều này đã tạo lợi thế cạnh tranh bền vững. Do vậy lợi nhuận gộp của PNJ phần lớn đến từ mảng vàng trang sức (bao gồm các trang sức được thiết kế đính kèm như đá quý, kim cương...) ngoài phần lợi nhuận đến từ vàng miếng 24K, bạc, sản phẩm khác.

**(ii) Hệ thống phân phối vượt trội**

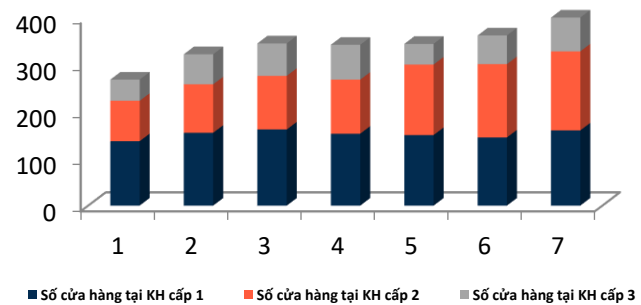
Từ năm 2017 đến năm 2023, số lượng cửa hàng của PNJ tăng từ 267 lên 400 cửa hàng. Số lượng cửa hàng của PNJ nhiều và vượt trội so với các công ty cùng ngành như Thế giới kim cương, Bảo Tín Minh Châu, DOJI, SJC, Pandora... Trong đó hơn 80% số cửa hàng tập trung ở miền Nam - nơi có tỷ lệ thu nhập bình quân đầu người cao nhất, phù hợp với phân khúc khách hàng tầm trung và cao cấp mà PNJ hướng tới.

Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Số lượng cửa hàng	269	324	346	340	342	364	400

**So sánh số lượng cửa hàng với các công ty cùng ngành (cuối năm 2023)**



**Phân bố số lượng cửa hàng PNJ theo từng khu vực (Khu vực cấp 1 - cấp 2 - cấp 3)**



**(iii) Năng suất cao nhờ sớm ứng dụng công nghệ (chuyển đổi số) vào hoạt động quản trị doanh nghiệp.**

Trong giai đoạn khó khăn như Covid-19, nhờ sớm ứng dụng công nghệ (ERP-SAP) qua đó có thể đo lường hiệu quả hoạt động, điều chuyển hệ thống phân phối sản phẩm qua trung tâm số dữ liệu, PNJ liên tục duy trì được đà tăng trưởng kinh doanh trong khi các doanh nghiệp khác gặp nhiều thách thức vì đại dịch Covid-19 và giai đoạn hậu đại dịch 2020 - 2023. Một số kết quả cụ thể đã đạt được:

- + Giảm 50% thời gian đưa sản phẩm ra thị trường với các dự án nhỏ;

- + Giảm 30% thời gian đối với dự án lớn;
- + Đảm bảo chất lượng sản phẩm đồng bộ, đạt tiêu chuẩn quốc tế nhờ việc ứng dụng công nghệ vào quy trình sản xuất tại nhà máy chế tác trang sức”;
- + Doanh thu đến từ nhiều nguồn khác nhau như từ nền tảng mạng xã hội và bán hàng đa kênh Omni-channel (trước kia khi chưa áp dụng công nghệ thì doanh thu phần lớn đến từ hệ thống cửa hàng)
- + Qua đó PNJ đã có thể đáp ứng đa dạng nhu cầu của khách hàng ở nhiều địa điểm khác nhau; mọi thông tin sản phẩm, chính sách bảo hành và các dịch vụ hậu mãi đi kèm luôn minh bạch và đồng bộ, vì thế tăng trải nghiệm và tăng độ hài lòng của khách hàng.
- + Các giải pháp từ nền tảng điện toán đám mây giúp PNJ tăng công suất hệ thống lên tới 500% và năng suất bán hàng đến 200%.
- + PNJ được vinh danh ở hạng mục "Công nghệ điện toán đám mây xuất sắc ngành bán lẻ" trong khuôn khổ giải thưởng Asian Technology Excellence Awards 2023.

#### (iv) Chất lượng quản trị tốt

Từ năm 2019 Công ty đã tái định vị chiến lược kinh doanh, chuyển từ “Nhà sản xuất và kinh doanh” sang “Nhà bán lẻ chuyên nghiệp”. Điều này có nghĩa:

- + PNJ **chú trọng nhiều hơn vào trải nghiệm mua sắm** của khách hàng thông qua việc (1) nâng cao chất lượng dịch vụ và sản phẩm, (2) nâng cấp cửa hàng và tối đa hóa hiệu quả từ mô hình đa kênh (Omni-channel); (3) gia tăng giá trị thương hiệu của PNJ.
- + Nhằm gia tăng không gian trải nghiệm, PNJ đã xây dựng mô hình cửa hàng kiểu mới PNJ NEXT để khách hàng có thể:
  - (1) Tự do trải nghiệm và tìm hiểu gu trang sức của chính mình cùng với những sản phẩm trang sức;
  - (2) Có nhiều lựa chọn và cách kết hợp trang sức, phụ kiện phù hợp với sở thích, cá tính, độ tuổi và mục đích tiêu dùng của riêng mình;
  - (3) Đến cuối năm 2023 PNJ đã có 9 cửa hàng PNJ NEXT trên toàn quốc.



- + Định vị là Công ty bán lẻ, **mảng sản xuất không còn cung cấp độc quyền** sản phẩm tới các cửa hàng của PNJ mà còn cung cấp sản phẩm và dịch vụ cho hơn 12,000 tiệm kim hoàn địa phương trên khắp toàn quốc. Chiến lược hợp tác tránh đối đầu này đã giúp PNJ:



- (1) Mở ra một thị trường mới và cơ hội tiếp cận những phân khúc khách hàng mới;
- (2) Mở rộng sự hiện diện của thương hiệu tới từng địa bàn nhỏ;
- (3) Tránh được gánh nặng về định phí khi tự làm.

+ Kết quả đạt được:

- (1) PNJ được xướng tên ở Giải thưởng của ngành trang sức thế giới Jewellery World Awards (JWA) 2023, Chủ tịch Hội đồng quản trị Công ty được JWA vinh danh là “1 trong 40 biểu tượng xuất sắc nhất ngành kim hoàn thế giới - Extraordinary 40”. Đây là giải thưởng dành cho người tiên phong mở đường và đã tạo nên sức ảnh hưởng trong ngành công nghiệp kim hoàn ở đất nước nơi mà họ sinh sống.
- (2) PNJ được JWC vinh danh là “Nhà sản xuất, chế tác trang sức xuất sắc nhất” nhiều năm liên tiếp;
- (3) Plimsoll World tổ chức chuyên cung cấp báo cáo về các ngành công nghiệp đã xếp hạng PNJ ở vị trí thứ 16 trong 500 công ty sản xuất và kinh doanh trang sức lớn trên thế giới (2010).

### TRIỂN VỌNG KINH DOANH QUÝ 1/2024 VÀ NĂM 2024

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN về PNJ trong quý 1/2024 và năm 2024, với các lý do sau:

- Cơ cấu sản phẩm đa dạng hơn.
- Sức mua trong quý 4/2023 và quý 1/2024 cải thiện.
- Chương trình marketing hướng tới từng đối tượng khách hàng ghi nhận kết quả khả quan khi tiếp cận được một tệp khách hàng hoàn toàn mới.
- Giá cổ phiếu tăng khá (+32.8% so với 30/10/2023) ở quý 4/2023 và dự kiến sẽ tiếp tục xu hướng tăng này trong quý 1/2024 dựa vào các yếu tố sau:
  - o Lợi nhuận sau thuế lũy kế cả năm 2023 vượt kế hoạch lợi nhuận năm (vượt 1.8%);
  - o Yếu tố mùa vụ (các ngày lễ 20/10, mùa cưới cuối năm, ngày vía thần tài, ngày Valentine 14/2, 8/3);
  - o Công ty nhận được một số đơn hàng có giá trị lớn trong quý 4/2023 nhờ đó cải thiện biên lợi nhuận gộp.
- Đối với năm 2024, công ty kỳ vọng sức mua sẽ bắt đầu hồi phục từ quý 3/2024 khi toàn ngành tiêu dùng nói riêng và nền kinh tế nói chung hồi phục, thu nhập của người tiêu dùng cải thiện sẽ hỗ trợ gia tăng sức mua.
- Động lực tăng trưởng năm 2024 kỳ vọng đến từ:
  - o Công ty đã tích lũy được lượng khách hàng mới trong năm 2023 và sẽ tiếp tục phát triển lượng khách này trong năm tới;
  - o Tiếp tục tăng thị phần bằng việc tăng độ phủ cửa hàng và nhận diện thương hiệu;
  - o Tầng lớp thu nhập trung và cao (trung & thượng lưu) vẫn đang tăng trưởng ổn định ở Việt Nam.

### III. DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Sức mua yếu của ngành bán lẻ có thể sẽ còn kéo dài ít nhất cho đến hết quý 3 năm 2024, điều này ảnh hưởng tiêu cực đến ngành hàng tiêu dùng không thiết yếu, đặc biệt là các mặt hàng có tính xa xỉ như PNJ. Tuy nhiên, chúng tôi dự tính mức chi tiêu cho trang sức có thể không giảm nhiều như các sản phẩm khác, vì một số lý do sau:

- Việc mua trang sức cũng được xem là một cách đầu tư nhằm lưu trữ giá trị, đi kèm cùng với yếu tố thời trang.

- Khách hàng của PNJ chủ yếu là người có thu nhập trung và cao, do đó ảnh hưởng của khó khăn kinh tế và lạm phát đối với việc chi tiêu cho trang sức có thể thấp hơn so với các mặt hàng có tính đại chúng và thiết yếu vốn khá nhạy hơn về giá.
- PNJ sẽ tiếp tục xu hướng mở rộng mạng lưới cửa hàng và hợp tác với các thương hiệu mà giới trẻ yêu thích để giành thêm thị phần, đặc biệt là ở các khu vực cấp 2 và cấp 3, nhằm tận dụng thế mạnh về công nghệ để gia tăng thương hiệu, tăng doanh thu.

Bên cạnh việc liên tục nâng cấp cửa hàng và bổ sung thêm sản phẩm mới nhằm đáp ứng nhu cầu của thế hệ trẻ (Gen Z), chúng tôi dự báo PNJ sẽ mở thêm 40-60 cửa hàng mới trong giai đoạn hai năm 2024-2025 (bình quân mở mới 25-35 cửa hàng/năm). Điều này sẽ giúp tổng doanh thu của PNJ có thể đạt lần lượt là 34,794 tỷ đồng (+5.0% svck) và 36,568 tỷ đồng (+5.1% svck) vào năm 2024 và 2025.

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp tổng thể sẽ nhích nhẹ trong giai đoạn 2024-2025 lên mức 18,7% (so với 18,3% trong năm 2023), khi công ty tiếp tục mở các cửa hàng mới tại các thành phố Cấp 2 và Cấp 3, dù người tiêu dùng ưa thích trang sức có hàm lượng vàng cao nhưng với lợi thế về công nghệ, quản trị tốt để tối đa hóa chi phí, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện hơn dù không quá lớn.

Trong năm 2024 và 2025, lợi nhuận ròng dự báo lần lượt đạt 2,149 tỷ đồng (+8.9% svck, từ 1,973 tỷ đồng) và 2,340 tỷ đồng (+8.9% svck). Về dài hạn, PNJ có thể từng bước giành thêm thị phần từ các cửa hàng bán lẻ không có thương hiệu ở địa phương (hiện chiếm 45% - 55% tổng thị trường), và chi tiêu cho trang sức có thể sẽ tiếp tục gia tăng cùng với thu nhập khả dụng của tầng lớp thu nhập trung và cao tại Việt Nam.

**Dự phóng kết quả kinh doanh PNJ 2024 - 2025**

<b>Đơn vị: tỷ đồng</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Doanh thu thuần (DTT)	19,547	33,876	33,137	34,794	36,568
<i>% tăng trưởng DTT svck</i>	<i>11.6%</i>	<i>73.3%</i>	<i>-2.2%</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.1%</i>
Giá vốn hàng bán	15,949	27,949	27,078	28,284	29,718
Lợi nhuận gộp	3,598	5,927	6,059	6,510	6,850
Biên lợi nhuận gộp	18.4%	17.5%	18.3%	18.7%	18.7%
Lợi nhuận ròng	1,029	1,811	1,973	2,149	2,340
<i>% tăng trưởng lợi nhuận ròng svck</i>	<i>-3.7%</i>	<i>76.0%</i>	<i>8.9%</i>	<i>8.9%</i>	<i>8.9%</i>

*Nguồn: FNS research*

**ĐỊNH GIÁ**

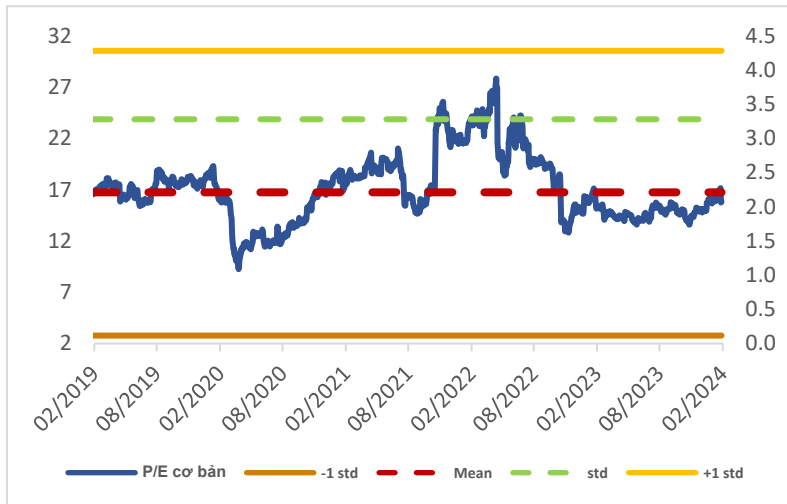
Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu PNJ với giá mục tiêu 106,000 VND/CP (tương đương upside +6.5% so với giá ngày 15/03/2024) dựa trên các yếu tố sau:

- (1) Kỳ vọng doanh thu tăng nhẹ ở quý 1/2024 và cả năm 2024.
- (2) Mức P/E mục tiêu bằng 16.5 lần tương đương mức trung bình của giai đoạn 5 năm 2019-2023.
- (3) PNJ hiện tại đang được giao dịch ở mức P/E fw 2024 = 14x đã phản ánh tương đối kỳ vọng đà hồi phục trong năm 2024.

**Định giá theo phương pháp P/E**

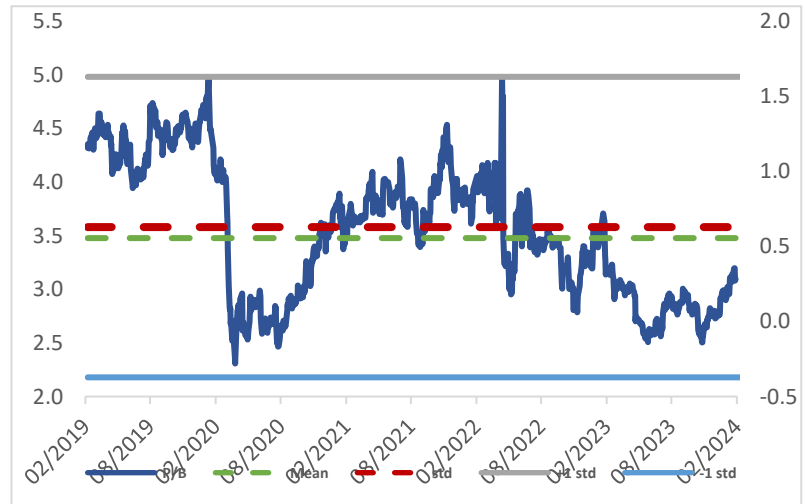
STT	Công ty	Quốc gia	P/E TTM	P/B TTM	Vốn hóa (triệu USD)
1	Chow Tai Fook Jewellery Group	Hong Kong	17.1	4.2	13,590
2	Titan Co. Ltd	Ấn Độ	91.0	26.0	11,767
3	Shukra Jewellery Ltd.	Ấn Độ	8.7	0.4	1,628
4	Citizen Watch Co., LTD	Japan	11.1	1.0	1,586
5	Luk Fook Holdings International	Hong Kong	7.3	1.1	1,480
6	Chow Sang Sang Holdings International	Hong Kong	7.3	0.5	756
7	PC Jeweller Ltd	Ấn Độ	(3.7)	0.8	303
8	Asian Star Co., LTd	Ấn Độ	20.0	0.9	172
9	Domaine Power Holdings Ltd.	Hong Kong	(8.9)	2.3	26
10	<b>CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>15.5</b>	<b>2.8</b>	<b>1,243</b>
Trung bình ngành:			16.5		
EPS dự phóng 2024			6,417		
<b>Giá mục tiêu (làm tròn, VND)</b>			<b>106,000</b>		

**P/E**



Ghi chú: Std - Độ lệch chuẩn

**P/B**



Nguồn: FNS research

## PHỤ LỤC - TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

## BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	19,547	33,876	33,137
Giá vốn hàng bán	15,949	27,949	27,078
Lãi gộp	3,598	5,927	6,059
Thu nhập tài chính	16	54	98
Chi phí tài chính	118	141	143
Chi phí bán hàng	1,688	2,828	2,836
Chi phí quản lý doanh nghiệp	502	674	694
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,307	2,337	2,485
Thu nhập khác, ròng	(28)	(25)	5
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,279	2,312	2,489
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	260	521	518
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,029	1,811	1,971
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-
Lợi nhuận Cổ đông của Công ty mẹ	1,029	1,811	1,971
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	4,197	5,223	5,435

## BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

	2021	2022	2023
Lợi nhuận trước thuế	1,279	2,312	2,489
Dòng tiền từ HĐSX kinh doanh	(722)	101	1,503
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(48)	(371)	(577)
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	704	792	(909)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(67)	522	17
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	355	880	896

## BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2021	2022	2023
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	9,292	11,966	12,960
Tiền và tương đương tiền	355	880	896
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	-	200	810
Các khoản phải thu	112	301	217
Phải thu khách hàng	60	57	69
Trả trước người bán	31	69	25
Hàng tồn kho, ròng	8,755	10,506	10,941
Tài sản lưu động khác	70	80	96
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	1,327	1,371	1,470
Phải thu dài hạn	84	94	105
Tài sản cố định	910	882	883
GTCL TSCĐ hữu hình	259	240	256
GTCL tài sản cố định vô hình	651	643	626
Tài sản dở dang dài hạn	31	31	29
Đầu tư dài hạn	-	-	4
Tài sản dài hạn khác	302	364	449
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	10,619	13,337	14,430
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	4,606	4,893	4,623
Nợ ngắn hạn	4,563	4,883	4,614
Nợ dài hạn	43	10	9
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	6,013	8,444	9,807
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	10,619	13,337	14,430

Đơn vị: tỷ đồng  
Nguồn: FNS Research

**KHUYẾN CÁO (Miễn trừ trách nhiệm):**

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng FNS không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào. Trong tương lai, FNS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin thay đổi hoặc có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với nội dung của bài báo cáo trên.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán FUNAN (FNS). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của FNS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

**LIÊN HỆ:**

**Phòng Nghiên cứu Phân tích & Tư vấn Đầu tư - CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN FUNAN**

Email: [research@funan.com.vn](mailto:research@funan.com.vn)

Website : [www.funan.com.vn](http://www.funan.com.vn)

**TRỤ SỞ CHÍNH**

Đ/c: Tầng 7 Vincom Center, 72 Lê Thánh Tôn, Phường Bến Nghé, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel : (028) 6295.9158  
Fax: (028) 6295.9218

**CHI NHÁNH SÀI GÒN**

Đ/c: Tầng 3, số 353-353bis-355 An Dương Vương, Phường 3, Quận 5, TPHCM  
Tel : (028) 6295.9138  
Fax: (028) 6295.9178

**CHI NHÁNH ĐÀ NẴNG**

Đ/c: Số 90-92 Hồ Xuân Hương, Phường Khuê Mỹ, Quận Ngũ Hành Sơn, Đà Nẵng  
Tel : (0236) 377.9655  
Fax: (0236) 377.9656

**CHI NHÁNH HÀ NỘI**

Đ/c: Tầng 10, Tòa nhà HAREC, số 4A Láng Hạ, Phường Thành Công, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Tel : (024) 6283.3666  
Fax: (024) 3206 8881