

## CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (HSX: PNJ)

### Mặc dù vẫn tăng trưởng tốt, tiềm năng đã phản ánh vào giá

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định mức giá hợp lý trong dài hạn của cổ phiếu PNJ là **92.100** đồng, với P/E dự phóng năm 2024 là 14,9 lần. Kết hợp với cổ tức tiền mặt 2.000 đồng/cổ phiếu, tổng mức sinh lời kỳ vọng là -7,0%, cho thấy giá cổ phiếu hiện tại đã phản ánh đầy đủ triển vọng dài hạn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, thị trường có thể đang giao dịch cổ phiếu với kỳ vọng nhiều hơn đi kèm mức độ chấp nhận rủi ro cao hơn. Nhà đầu tư có thể cân nhắc cổ phiếu PNJ cho triển vọng 2025 với P/E dự phóng 13,4x.

- **Chúng tôi kỳ vọng PNJ với những lợi thế cạnh tranh bền vững sẽ tiếp tục gia tăng thị phần trong thị trường bán lẻ trang sức, từ 21% năm 2023 lên 27% năm 2028.** Những lợi thế cạnh tranh này bao gồm: năng lực bán lẻ đã được xây dựng qua nhiều năm, hệ thống công nghệ tiên tiến, xây dựng thương hiệu và văn hóa doanh nghiệp hiệu quả. Với ban lãnh đạo là những doanh nhân có kinh nghiệm lâu năm trong ngành, chúng tôi tin tưởng những lợi thế cạnh tranh này sẽ được phát triển bền vững.
- **Mảng kinh doanh vàng miếng dự kiến sẽ thu hẹp đáng kể từ nửa cuối năm 2024 do chính sách quản lý chặt chẽ ở thị trường này.** Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng mảng kinh doanh này không còn đóng góp đáng kể doanh thu. Theo đó, biên lợi nhuận ròng tổng thể tăng mạnh từ 5,9% năm 2023 lên 10,2% năm 2028, song lợi nhuận tuyệt đối không chịu ảnh hưởng nhiều. Chúng tôi cho rằng PNJ vẫn có đủ nguồn cung để sản xuất nữ trang, nhờ: 1) nhu cầu thay đổi nữ trang của người tiêu dùng; và 2) năng lực tài chính tốt nên có thể thu gom được nguyên liệu chi phí cao.
- Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do cao nhưng tỷ lệ sở hữu cho khối ngoại đã chạm trần. Lợi suất cổ tức thấp và không phù hợp cho mục đích đầu tư hưởng thu nhập từ cổ tức.

#### Rủi ro

- *Thiếu hụt nguồn cung vàng nguyên liệu do yếu tố khách quan.*
- *Nhu cầu tiêu dùng trang sức thấp hơn dự kiến do ảnh hưởng của kinh tế và thói quen tiêu dùng.*

#### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu thuần	19.547	33.876	33.137	35.991	28.086	30.037
Tăng trưởng (%)	11,6%	73,3%	-2,2%	8,6%	-22,0%	6,9%
EBITDA	1.509	2.537	2.713	2.765	3.425	3.748
LNST	1.029	1.811	1.971	2.065	2.558	2.880
Tăng trưởng (%)	-3,8%	76,0%	8,9%	4,8%	23,9%	12,6%
Biên ròng (%)	5,3%	5,3%	5,9%	5,7%	9,1%	9,6%
ROA (%)	9,7%	13,6%	13,7%	12,7%	15,3%	16,1%
ROE (%)	17,1%	21,4%	20,1%	18,4%	19,6%	18,9%
EPS cơ bản (VND)	4.521	7.355	6.006	6.175	7.574	8.402
GTSS (VND)	46.654	54.178	43.964	48.669	49.572	52.114
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	22,4	13,8	16,8	16,4	13,4	12,0
P/BV (x)	2,2	1,9	2,3	2,1	2,0	1,9

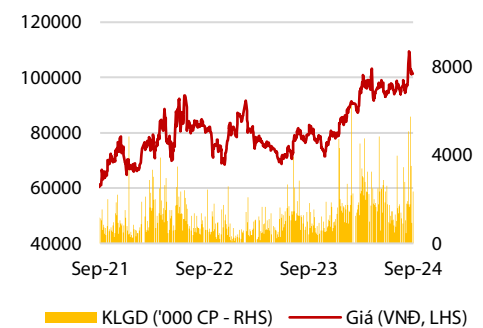
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 04/09/2024.

## GIẢM TỶ TRỌNG

Giá thị trường (VND)	101.200
Giá mục tiêu (VND)	92.100

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	33.857,4
SLCPDLH (triệu cp)	334,56
Beta	1,00
Free Float (%)	76
Giá cao nhất 52 tuần	109.300
Giá thấp nhất 52 tuần	71.572
KLGD bình quân 20 phiên	1.648.195



#### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
PNJ	6,8	27,8	22,2
VN30 Index	1,3	6,7	1,3
VN-Index	-0,6	4,2	-0,4

#### Cổ đông lớn (%)

Chủ tịch HĐQT & người liên quan	15,28
BLĐ & người liên quan	1,68
Dragon Capital	6,91
Khác	76,13

Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%) -

#### Quyên Nguyễn

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 1526

[quyen.nt@vdsc.com.vn](mailto:quyen.nt@vdsc.com.vn)

## ĐỊNH GIÁ

### ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giá định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2024	11,0%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,0%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	46.771
Chi phí vốn chủ sở hữu	11,0%	+ Tiền mặt & tương đương tại ngày định giá	1.706
Lãi suất phi rủi ro	4,70%	- Nợ	2.022
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	6,29%	Giá trị vốn chủ sở hữu	30.804
Beta	1,0	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	334,56
Exit EV/EBITDA	8,0x	<b>Giá trị VCSH trên mỗi cổ phiếu (VND)</b>	<b>92.100</b>

**Bảng 1: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của PNJ trên mỗi Cổ phiếu (VND)**

	Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
		1%	2%	3%	4%	5%
<b>WACC</b>	9%	97.391	108.489	123.239	143.800	174.447
	10%	86.290	94.681	105.444	119.749	139.689
	11%	77.410	83.934	92.074	102.515	116.392
	12%	70.148	75.336	81.667	89.566	99.697
	13%	64.102	68.303	73.339	79.484	87.151

Nguồn: CTCK Rồng Việt

### ĐỊNH GIÁ NGẮN HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP PE

Chúng tôi dùng trung vị của chỉ số P/E trong quá khứ 10 năm của PNJ để tính định giá ngắn hạn. Trung vị 10 năm của P/E là 14.7 lần (xem Bảng 2). Với EPS cơ bản năm 2024 ở mức 6.175 đồng thì giá mục tiêu cuối năm 2024 là 90.549 đồng/cổ phiếu. Cho năm 2025, với EPS cơ bản ở mức 7.574 đồng thì giá mục tiêu cuối năm 2025 là 111.072 đồng/cổ phiếu (xem Bảng 3).

**Bảng 2: Chỉ số P/E quá khứ của PNJ trong 10 năm**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>P/E lịch sử</b>	10,1x	10,2x	62,9x	11,8x	17,1x	14,2x	14,6x	16,7x	20,2x	15,2x	14,7x
<b>Trung vị</b>	<b>14,7x</b>										

Nguồn: Bloomberg

**Bảng 3: Bảng độ nhạy cho giá trị vốn chủ sở hữu của PNJ trên mỗi cổ phiếu (VND)**

	P/E						
		12,7	13,7	14,7	15,7	16,7	
<b>EPS (VND)</b>	<b>2024</b>	6.175	78.199	84.374	90.549	96.723	102.898
	<b>2025</b>	7.574	95.923	103.497	111.072	118.646	126.220
	<b>2026</b>	8.402	106.415	114.817	123.220	131.622	140.025
	<b>2027</b>	9.135	115.697	124.832	133.968	143.103	152.239
	<b>2028</b>	9.949	126.007	135.957	145.906	155.855	165.805

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi nhận thấy mối liên hệ gắn gũi giữa diễn biến giá vàng trong nước (SJC) và giá cổ phiếu PNJ, đặc biệt là từ năm 2021 khi giá vàng SJC bắt đầu có sự biến động đáng kể (xem [Phụ lục 3](#)), với hệ số tương

quan 88%. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư đang kỳ vọng vào việc giá vàng tăng sẽ giúp gia tăng lợi nhuận cho PNJ. Do đó, trong ngắn hạn, có khả năng giá cổ phiếu PNJ sẽ đi lệch với định giá của chúng tôi.

Dựa trên giá đóng cửa vào ngày 4/9/2024, chúng tôi tin rằng thị giá hiện tại của PNJ đã phản ánh đầy đủ và lạc quan tiềm năng mà doanh nghiệp có thể thực hiện. Tuy nhiên, nhà đầu tư có thể cân nhắc cổ phiếu PNJ cho năm 2025 với P/E dự phóng 13,4x. *Dựa trên phương pháp FCFE, giá trị hợp lý cho mỗi cổ phiếu PNJ là 92.100 đồng, tương đương P/E 2024 dự phóng là 14,9 lần. Các nhà đầu tư có thể dựa vào bảng phân tích độ nhạy của chúng tôi để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp với khẩu vị rủi ro của mình.*

Chúng tôi xin lưu ý nhà đầu tư rằng nhận định phân tích của chúng tôi dựa trên giả định trọng yếu là PNJ vẫn đảm bảo được nguồn cung vàng nguyên liệu đầu vào cho hoạt động sản xuất trang sức, bất chấp các khó khăn khách quan về mặt chính sách. Nếu giả định trọng yếu này diễn biến khác với kỳ vọng của chúng tôi, hiệu quả hoạt động kinh doanh của PNJ có thể bị ảnh hưởng đáng kể trong trung và dài hạn.

## **RỦI RO ĐẦU TƯ**

### **PNJ nói riêng và ngành trang sức vàng nói chung thiếu hụt nguồn cung vàng nguyên liệu cho mảng bán lẻ trang sức do yếu tố khách quan.**

Trong trường hợp cơ quan quản lý siết chặt hơn nữa và lâu dài hoạt động kinh doanh vàng và nữ trang, PNJ có thể sẽ thiếu hụt nguồn cung không chỉ mảng vàng miếng mà cả mảng nữ trang. Doanh thu và lợi nhuận của PNJ nói riêng, và các nhà sản xuất – kinh doanh nữ trang có thương hiệu và tiềm lực tài chính nói chung, sẽ bị ảnh hưởng mạnh hơn. Lúc này, doanh nghiệp có thể có các lựa chọn như sau:

1. Duy trì hoạt động kinh doanh nữ trang bằng cách nhập nữ trang về bán. Nữ trang hoàn thiện khi nhập vào Việt Nam sẽ chịu thuế suất nhập khẩu 30%. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ bị ảnh hưởng đáng kể do tác động thêm của thuế suất này mà không thể chuyển hoàn toàn qua cho người tiêu dùng.
2. PNJ có thể tìm hướng kinh doanh khác cho lợi nhuận tốt hơn. Trong các trao đổi gần đây của PNJ, công ty chia sẻ định hướng mở rộng sang các ngành hàng phục vụ phong cách sống khác. Chúng tôi đánh giá đây cũng sẽ là một hướng đi tiềm năng cho PNJ trong bối cảnh hoạt động nữ trang gặp khó. Tuy nhiên, do chưa có thông tin về việc PNJ sẽ mở rộng sang ngành hàng nào nên chúng tôi để ngỏ khả năng này.

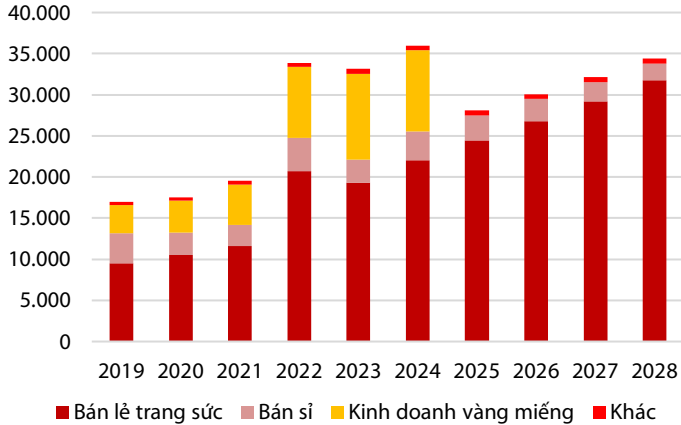
Chúng tôi sẽ theo dõi sát diễn biến thị trường vàng trong thời gian tới, và sẽ có cập nhật khi có thay đổi làm ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp và định giá của chúng tôi cho PNJ.

### **Nhu cầu tiêu dùng trang sức thấp hơn dự kiến do ảnh hưởng của kinh tế và thói quen tiêu dùng.**

**PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-28**

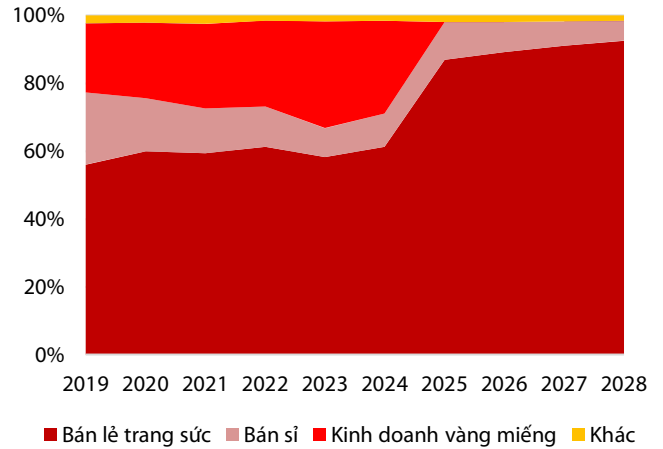
**Doanh thu:** Chúng tôi dự phóng mảng bán lẻ trang sức của PNJ tiếp tục tăng trưởng 10,5%/năm trong giai đoạn 2024-2028, dựa trên giả định trọng yếu rằng PNJ vẫn có thể đảm bảo nguồn cung nguyên liệu vàng đầu vào cho mảng này, trong khi mảng kinh doanh vàng miếng sẽ bị hụt doanh thu từ 2025 do tiếp diễn tình trạng thiếu nguồn cung.

**Hình 1: Doanh thu thuần của PNJ (Tỷ đồng)**



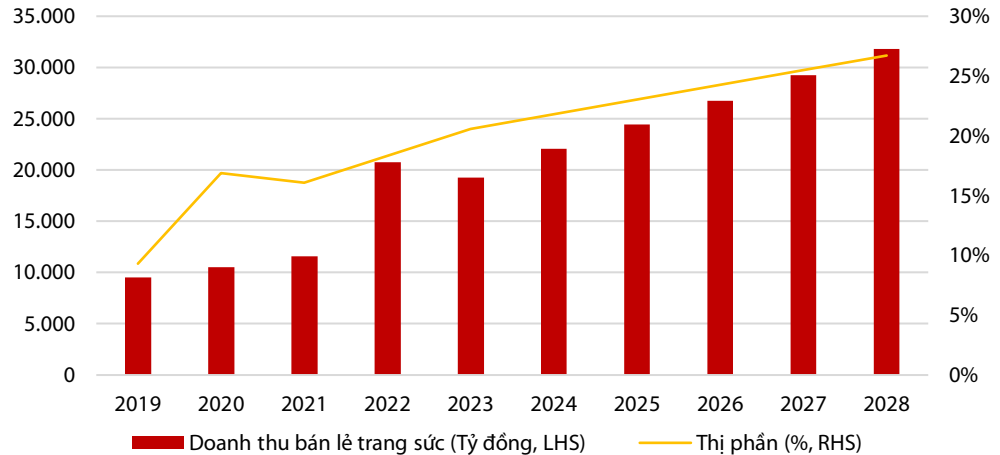
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Đóng góp doanh thu theo mảng kinh doanh**



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Doanh thu và thị phần mảng bán lẻ trang sức của PNJ (Tỷ đồng, %)**



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

**Mảng trang sức bán lẻ:** là mảng đóng góp doanh thu cao nhất, đạt 58,2% vào năm 2023, do chiến lược tập trung vào mảng này của PNJ. Trong giai đoạn 2018-2023, doanh thu mảng bán lẻ trang sức của PNJ tăng trưởng với tốc độ 18,6%/năm. Năm 2022, doanh thu tăng trưởng đột phá nhờ vào nhu cầu mua sắm dồn nén sau khi lệnh phong tỏa do Covid-19 được dỡ bỏ. Năm 2023, tăng trưởng kinh tế vĩ mô thấp khiến người dân thắt chặt chi tiêu làm cho doanh thu mảng này giảm nhẹ. Mặc dù PNJ tập trung vào phát triển mảng bán lẻ trang sức, tỷ trọng của mảng này không thay đổi nhiều trong giai đoạn 2019-2023 do giá vàng trong nước tăng từ giữa năm 2019 thúc đẩy nhu cầu đầu tư vàng miếng.

Theo ước tính của chúng tôi, PNJ không ngừng tăng trưởng thị phần từ mức 7% năm 2018 lên mức 21% năm 2023 (Hình 3), trở thành doanh nghiệp kinh doanh nữ trang dẫn đầu của Việt Nam. Điều này đến từ những lợi thế cạnh tranh của PNJ, bao gồm: năng lực bán lẻ đã được xây dựng qua nhiều năm, áp dụng hệ thống công nghệ, xây dựng thương hiệu và văn hóa doanh nghiệp hiệu quả (xem phần ["Phân tích](#)

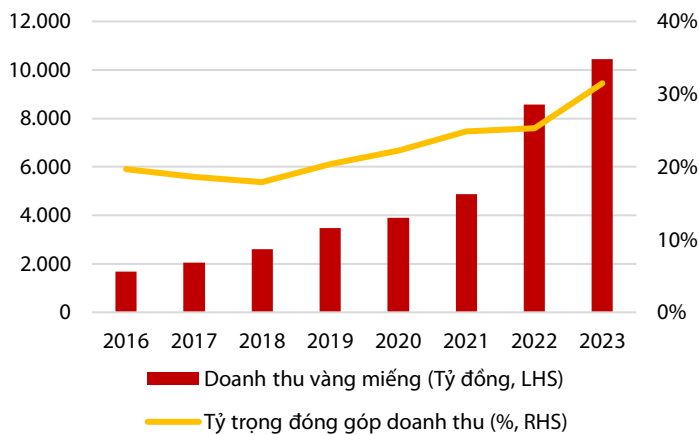
[chuỗi giá trị doanh nghiệp](#)). Thị phần năm 2020 tăng vượt trội nhờ vào việc áp dụng thành công hệ thống ERP. Sau năm 2020, tăng trưởng thị phần quay về mức bình thường (ổn định 1,2%/năm).

Với ban lãnh đạo đứng đầu là những doanh nhân tiêu biểu, cấp tiến và có kinh nghiệm lâu năm trong ngành, chúng tôi tin rằng những lợi thế này sẽ được PNJ tiếp tục giữ vững trong các năm tới. Chúng tôi dự phóng thị phần của PNJ sẽ tiếp tục tăng từ mức 21% vào năm 2023 lên 27% vào năm 2028. Nhờ đó, doanh thu mảng trang sức bán lẻ sẽ tăng với tốc độ 10,5%/năm cho giai đoạn 2023-2028 (cao hơn mức tăng của thị trường là 4,9%/năm – xem [Phụ lục 1](#)), lên mức 31.796 tỷ vào năm 2028.

**Chúng tôi đưa ra giả định trọng yếu rằng PNJ sẽ không gặp trở ngại về nguồn cung vàng nguyên liệu đầu vào cho mảng trang sức bán lẻ như sẽ tiếp tục gặp trong mảng vàng miếng.** Do giá vàng leo thang và việc siết chặt quản lý của Nhà nước đối với hoạt động kinh doanh vàng, đặc biệt là từ đầu năm nay (xem [Phụ lục 2](#)), từ 3Q/2024, trên toàn hệ thống PNJ không có (hoặc rất hiếm) hoạt động mua bán vàng miếng do việc thiếu hụt nguồn cung. Tuy nhiên, cho mảng trang sức bán lẻ, áp lực này là thấp hơn và PNJ có thể đáp ứng được nhu cầu vàng nguyên liệu cho mảng này, do: 1) mảng trang sức không như vàng miếng, khi người tiêu dùng bán lại sẽ tính theo giá trị hóa đơn mua chứ không theo giá vàng lên xuống từng ngày, nên nhu cầu bán lại trang sức của người dân vẫn còn, và 2) PNJ có biên lợi nhuận gộp cao cho mảng trang sức đến từ phần phụ trội từ thiết kế, dịch vụ, thương hiệu nên có khả năng trả cao hơn để lấy nguồn nguyên liệu vàng từ các bên.

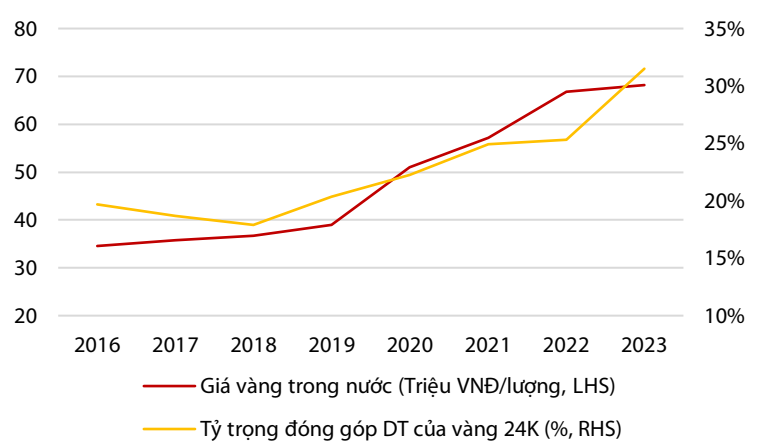
*Nếu giả định trọng yếu này diễn biến khác với kỳ vọng của chúng tôi, hiệu quả hoạt động kinh doanh của PNJ có thể bị ảnh hưởng đáng kể trong trung và dài hạn.*

**Hình 4: Doanh thu và tỷ trọng đóng góp mảng kinh doanh vàng miếng của PNJ**



Nguồn: PNJ

**Hình 5: Tỷ trọng đóng góp mảng kinh doanh vàng miếng của PNJ và diễn biến giá vàng trong nước**



Nguồn: PNJ, FiinPro

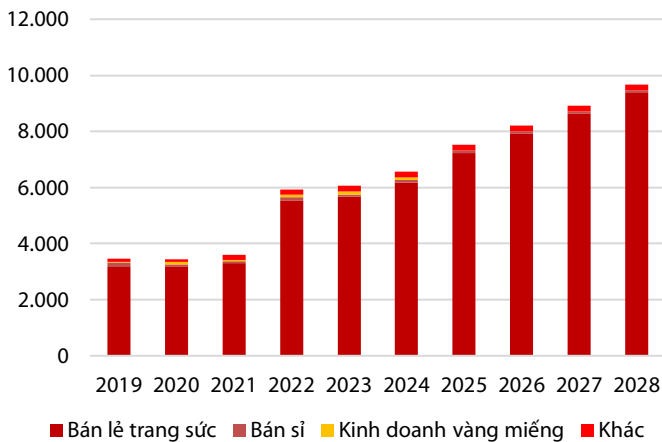
**Mảng kinh doanh vàng miếng:** đóng góp doanh thu cao thứ hai sau mảng bán lẻ trang sức, ở mức 31,5% năm 2023. Tỷ trọng đóng góp của mảng này tăng dần qua các năm từ 2019 theo diễn biến tăng của giá vàng SJC trong nước, thúc đẩy nhu cầu đầu tư vàng miếng của người dân.

Theo cập nhật mới nhất của chúng tôi, hiện trên toàn hệ thống PNJ không có (hoặc rất hiếm) hoạt động mua bán vàng miếng do thiếu hụt nguồn cung. Người dân hầu như chỉ mua, không có hoặc rất hiếm có việc bán lại vàng miếng. Chúng tôi chưa nhận thấy sự thay đổi trong chủ trương siết chặt quản lý này đến từ các cơ quan chức năng do mục tiêu quản lý xuyên suốt là không đổi (xem [Phụ lục 2](#)), do vậy dự phóng tình trạng thiếu hụt nguồn cung cho vàng miếng sẽ tiếp diễn cho các năm sau. Điều này dẫn đến việc PNJ sẽ không có doanh thu từ mảng vàng miếng từ 2025 trở đi. Thực tế, mảng kinh doanh vàng miếng chỉ là mảng phụ mà PNJ giữ lại để tiếp cận và thu hút khách hàng cho mảng cốt lõi là bán lẻ trang sức, do đó PNJ sẽ ưu tiên nguồn vàng nguyên liệu để sản xuất nữ trang thay vì tập trung vào kinh doanh vàng miếng.

**Mảng bán sỉ:** trong giai đoạn 2016-2023, tỷ trọng đóng góp doanh thu giảm đều qua các năm từ mức 29,2% năm 2016 xuống 8,6% năm 2023 do định hướng chủ động giảm tập trung mảng này của PNJ. Trong năm 2023, do sự sụt giảm của mảng bán lẻ trang sức đến từ nhu cầu suy yếu, PNJ thực hiện củng cố mảng bán sỉ một cách hiệu quả hơn thông qua: i) phát triển danh mục hàng hóa sỉ đa dạng và phù hợp với nhu cầu khách hàng dựa trên nền tảng phân tích dữ liệu; ii) củng cố thương hiệu PNJP trên thị trường bán sỉ; iii) đầu tư và đổi mới về công nghệ để nâng cao năng lực sản xuất. Chúng tôi kỳ vọng những cải tiến này sẽ tiếp tục phát huy hiệu quả trong các năm sắp tới. Do đó, tỷ trọng đóng góp tăng từ 8,6% năm trước lên 9,7% năm nay. Năm 2025, chỉ số này tăng lên 11,0% do sự sụt giảm của mảng kinh doanh vàng miếng; sau đó, mảng này giảm dần tỷ trọng về cuối kỳ dự phóng – năm 2028 - khi doanh nghiệp quay lại định hướng chiến lược của mình. Về mặt doanh thu tuyệt đối, mảng này giảm với tốc độ 6,7%/năm trong giai đoạn 2023-2028, về mức 2.014 tỷ đồng năm 2028

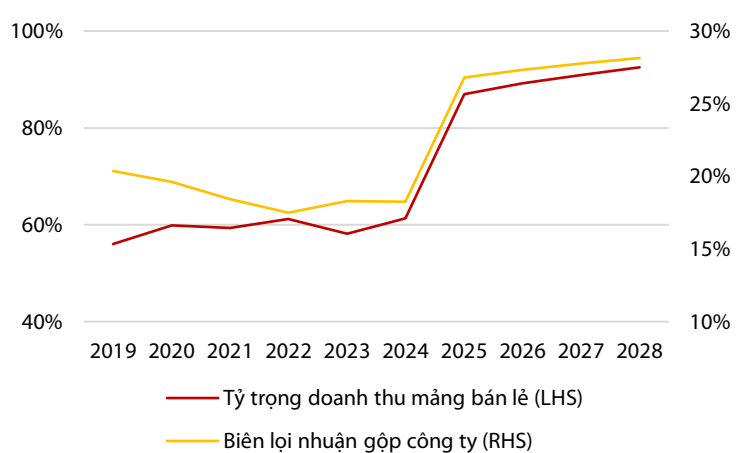
**Cơ cấu chi phí:** Việc thiếu nguồn cung vàng nguyên liệu cho mảng vàng miếng làm tăng đáng kể biên lợi nhuận của PNJ do làm gia tăng tỷ trọng doanh thu của mảng bán lẻ trang sức vốn mang lại biên lợi nhuận cao.

**Hình 6: Lợi nhuận gộp của PNJ (Tỷ đồng)**



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt. Lưu ý: Tất cả lợi nhuận gộp lịch sử/dự phóng của từng mảng kinh doanh là ước tính/giả định của chúng tôi, không phải từ nguồn của PNJ.

**Hình 7: Biên lợi nhuận gộp của PNJ (%)**



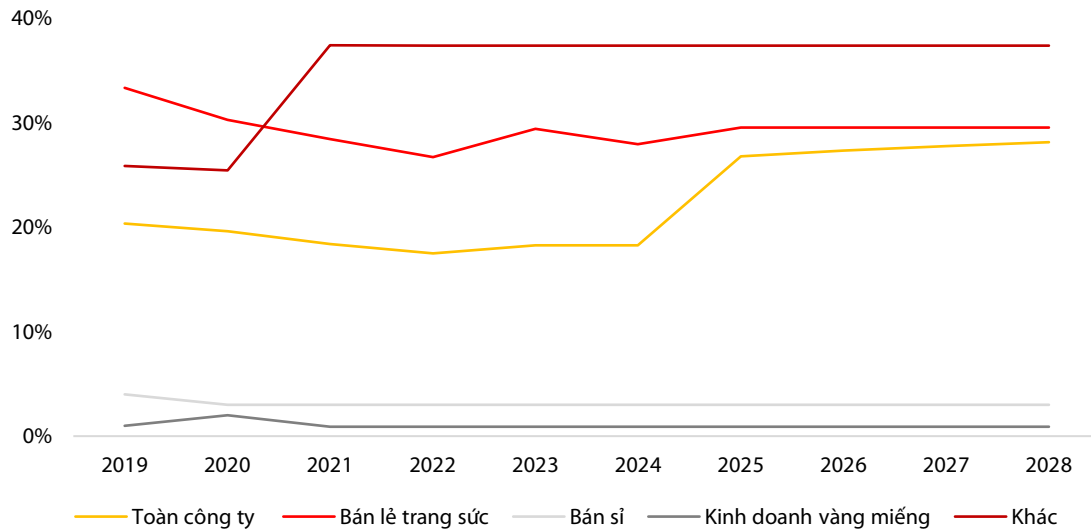
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

**Biên lợi nhuận gộp:** hơn 90% lợi nhuận gộp của PNJ đến từ mảng bán lẻ trang sức (Hình 6) do biên lợi nhuận gộp vượt trội cũng như tỷ trọng đóng góp doanh thu cao của mảng này. Biên lợi nhuận gộp của công ty giảm tương đối sau khi đạt đỉnh vào năm 2019 đến từ việc PNJ tập trung mở cửa hàng tại các tỉnh tier-2 & 3 nơi nhu cầu tiêu dùng trang sức của người dân thiên về các thiết kế có chứa nhiều hàm lượng vàng hơn.

Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ trang sức sẽ giảm nhẹ từ 29,4% năm 2023 xuống 28,0% do độ trễ của việc điều tiết giá vàng nguyên liệu và giá bán lẻ (Công ty cho biết sẽ tăng/giảm giá bán nữ trang khi giá nguyên vật liệu tăng/giảm quá 5%). Ở mảng kinh doanh vàng miếng, giá bán luôn biến động cùng chiều với giá mua nhằm đảm bảo một mức biên lợi nhuận ổn định ở mức rất thấp (so với biên lợi nhuận trang sức), và do vậy biến động giá vàng trong điều kiện bình thường trên thực tế ảnh hưởng không đáng kể đến lợi nhuận tổng thể của doanh nghiệp.

Về dài hạn, chúng tôi cho rằng tuy vẫn gặp khó khăn về nguồn cung vàng nguyên liệu, PNJ sẽ có thời gian để thay đổi thiết kế sản phẩm theo hướng đẩy mạnh hơn các thiết kế cho biên lợi nhuận cao hơn để bù vào phần tăng chi phí nguyên vật liệu. Ngoài thay đổi về biên lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ, thay đổi trong cơ cấu doanh thu theo hướng tăng đóng góp của mảng bán lẻ (mảng vàng miếng không có doanh thu) cũng góp phần làm tăng đáng kể biên lợi nhuận gộp của toàn Công ty thêm 9,8 điểm phần trăm lên 28,1% trong 5 năm tới (Hình 8).

**Hình 8: Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh của PNJ**

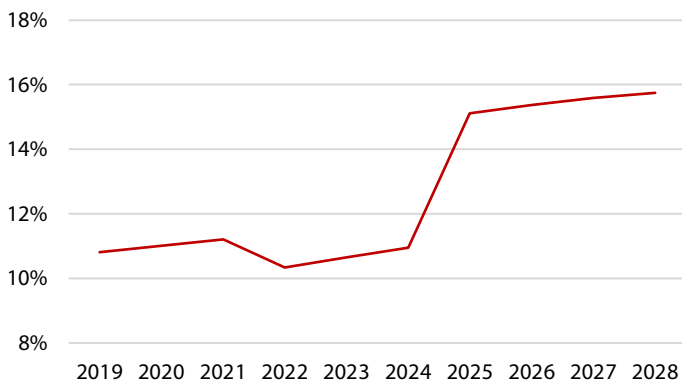


Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

**Chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp:** chiếm 10,7% trên tổng doanh thu năm 2023. Chiếm tỷ trọng lớn nhất trong chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp là chi phí lương nhân viên bán hàng (44,6% - năm 2023). Chúng tôi nhận thấy mối quan hệ mật thiết giữa doanh thu bán lẻ và lương chi trả cho nhân viên khối này do chính sách trả lương theo hiệu quả bán hàng. Năm 2021, PNJ áp dụng “Chiến lược nâng cao đãi ngộ toàn diện giai đoạn 2021-2023” để giữ chân và thu hút nhân viên, cải thiện thu nhập của họ. Chúng tôi cho rằng Công ty sẽ tiếp tục áp dụng chính sách này cho các năm tiếp theo. Một lần nữa, do thay đổi đáng kể trong tỷ trọng doanh thu của mảng bán lẻ, tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trên tổng doanh thu dự kiến tăng từ 10,9% năm 2024 lên 15,1% năm 2025 và đạt 15,8% năm 2028 (Hình 9).

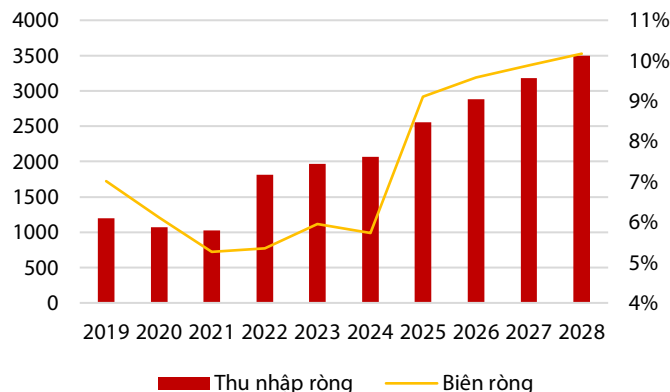
**Lợi nhuận ròng:** tuy tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trên tổng doanh thu tăng trong giai đoạn 2024-2028, chúng tôi cho rằng PNJ nhờ vào năng lực thiết kế như đã nói ở trên có thể tăng lợi nhuận mảng bán lẻ trang sức, nhờ đó tăng biên lợi nhuận ròng toàn công ty từ mức 5,9% năm 2023 lên mức 10,2% năm 2028. Lợi nhuận ròng tuyệt đối tăng trưởng 12,1%/năm lên mức 3.497 tỷ đồng năm 2028 (Hình 10).

**Hình 9: Chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần của PNJ (%)**



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

**Hình 10: Thu nhập ròng & biên ròng của PNJ**



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt



**Điểm nổi bật về tài sản**

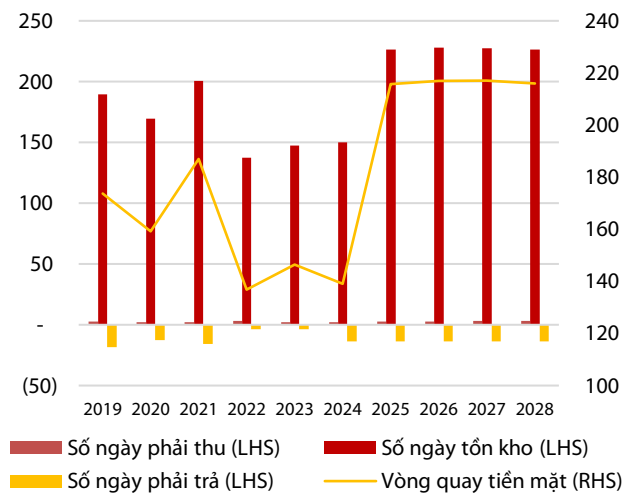
**Vốn lưu động:** hàng tồn kho luôn chiếm trên 70% tổng tài sản của PNJ, ảnh hưởng lớn đến vòng quay vốn lưu động của Công ty. Trong đó, vòng quay hàng tồn kho của mảng kinh doanh vàng miếng luôn thấp hơn rất nhiều so với vòng quay hàng tồn kho của mảng bán lẻ trang sức do sự khác biệt về nhu cầu tiêu dùng. Mục đích tiêu dùng của vàng miếng chủ yếu là để đầu tư, vì vậy sẽ luân chuyển nhanh theo sự lên xuống của giá vàng. Trong khi đó, nữ trang được dùng chủ yếu cho mục đích làm đẹp và cất giữ tài sản (khác với vàng miếng, giá của nữ trang không lên xuống hàng ngày) nên được giữ sử dụng lâu hơn. Thêm vào đó, mảng bán lẻ lại chiếm phần lớn tỷ trọng hàng tồn kho của toàn công ty, nên chỉ số vòng quay hàng tồn kho của PNJ diễn biến theo vòng quay hàng tồn kho của mảng bán lẻ.

Trong giai đoạn 2019-2023, vòng quay hàng tồn kho lên xuống theo nhu cầu tiêu dùng của thị trường. Trong giai đoạn 2024-2028, mặc dù cho rằng nhu cầu tiêu thụ trang sức sẽ quay lại, vòng quay hàng tồn kho, hay vòng quay vốn lưu động dự phóng của chúng tôi vẫn tăng 79 ngày lên 226 ngày vào năm 2028 do tỷ trọng mảng bán lẻ trang sức tăng nhanh trong cùng kỳ (Hình 11). Điều này không đáng lo ngại nhất là khi vốn lưu động tăng với tốc độ thấp hơn lợi nhuận (7,2%/năm so với 12,1%/năm).

**Đầu tư TSCĐ:** Do đặc thù của mô hình bán lẻ, PNJ không cần sử dụng nhiều vốn đầu tư cho tài sản cố định, trung bình khoảng 100 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2019-2023 cho cả nhu cầu mở mới cửa hàng và nâng cấp thay thế mua mới máy móc thiết bị. Với nguồn vốn từ đợt phát hành 15 triệu cổ phiếu riêng lẻ năm 2022 (thu về 1.425 tỷ, trong đó 285 tỷ dùng để mở rộng công suất sản xuất, đã giải ngân 115 tỷ, còn 170 tỷ dự kiến giải ngân hết vào Q3/2025), kết hợp với nguồn lợi nhuận tích lũy khá lớn hàng năm, chúng tôi cho rằng PNJ không cần thêm các đợt phát hành khác cho mục đích tương tự trong tương lai.

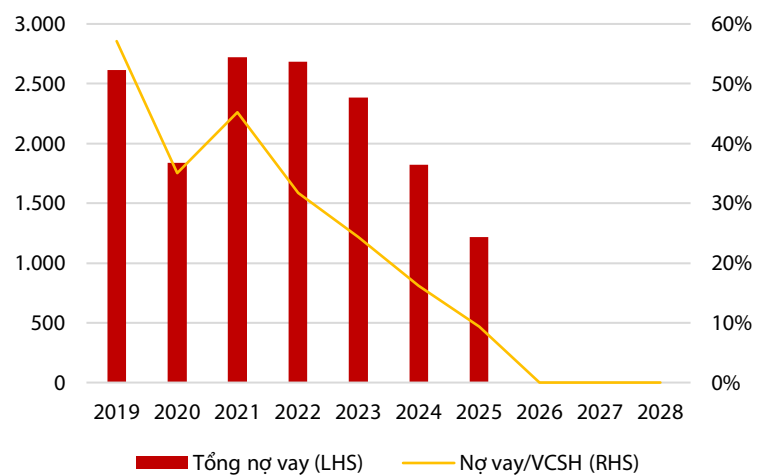
Tổng công suất của 2 nhà máy của PNJ đang là 4 triệu sản phẩm/năm, hiện đã đạt gần 100% công suất, dùng cho cả trang sức của PNJ và trang sức gia công cho các đơn vị khác (bán sỉ). Trong tương lai, phần công suất dành cho hoạt động gia công sẽ giảm dần nhường chỗ cho mảng trang sức của PNJ.

**Hình 11: Dự phóng các tỷ lệ hiệu quả**



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

**Hình 12: Tổng nợ và tỷ lệ nợ vay (Tỷ đồng, %)**



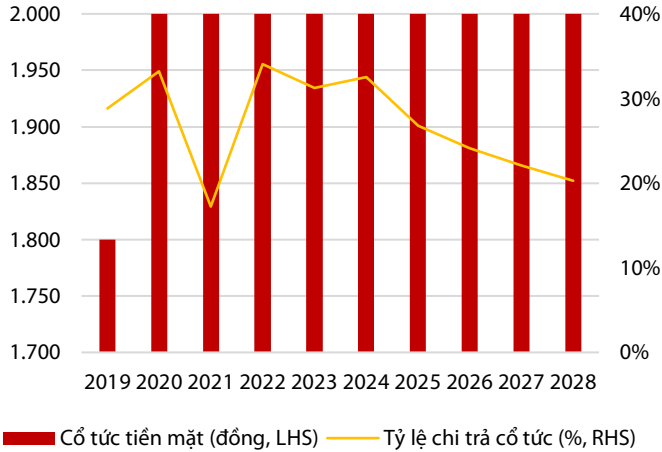
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

**Nợ vay:** PNJ không có nợ vay dài hạn. Công ty có các khoản vay nợ ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động. Tỷ lệ nợ vay/VCSH của PNJ thấp, ở vào mức 24,3% năm 2023. Với việc vốn lưu động tăng thấp hơn lợi nhuận và nhu cầu vốn đầu tư vừa phải sẽ giúp làm giảm số nợ vay và tiết kiệm chi phí lãi vay trong giai đoạn 2024-2028. Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ không cần phải vay nợ từ năm 2026 (Hình 12), hoặc nếu PNJ có chính sách vay nợ cũng là để tối ưu doanh thu tài chính, nhờ PNJ có điểm tín dụng tốt có thể tiếp cận được vốn vay với lãi suất thấp hơn cả lãi suất mà Công ty đang gửi tiết kiệm.



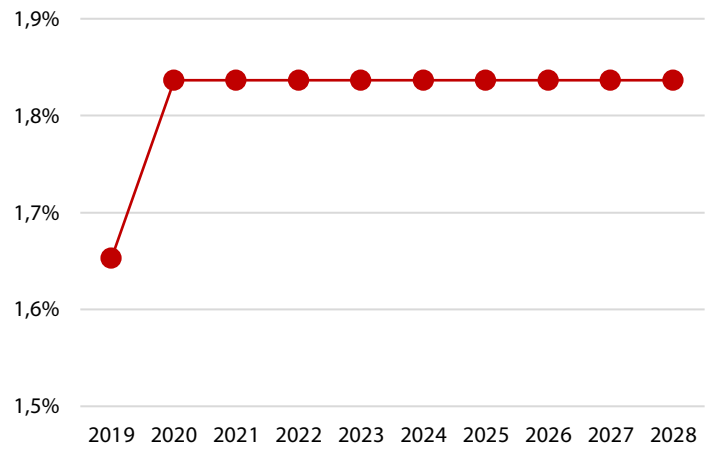
**Chính sách cổ tức tiền mặt:** PNJ thực hiện chính sách cổ tức tiền mặt đều đặn ở mức 2.000 đồng/cổ phiếu trong các năm gần đây. Mức cổ tức này cho tỷ suất 1,7%-1,9%/năm, thấp hơn so với lãi suất tiền gửi ngân hàng trung bình (3-5%/năm). Do vậy, chúng tôi cho rằng PNJ không phù hợp cho chiến lược đầu tư cổ tức.

**Hình 13: Cổ tức tiền mặt của PNJ (VND)**



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

**Hình 14: Tỷ suất cổ tức của PNJ (%)**



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

**Bảng 4: Báo cáo thu nhập hàng năm của PNJ**

<b>BÁO CÁO THU NHẬP</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>
Doanh thu thuần	17.511	19.547	33.876	33.137	35.991	28.086	30.037	32.133	34.374
Giá vốn hàng bán	14.076	15.949	27.949	27.078	29.418	20.560	21.827	23.208	24.701
Lãi gộp	3.435	3.598	5.927	6.059	6.574	7.526	8.209	8.925	9.673
Chi phí bán hàng và QLDN	1.926	2.189	3.502	3.530	3.940	4.245	4.618	5.007	5.414
Chi phí hoạt động khác	7	14	47	24	26	20	22	23	25
EBITDA	1.595	1.509	2.537	2.713	2.765	3.425	3.748	4.133	4.542
Chi phí không thuộc HĐKD	9	37	34	7	7	7	7	7	7
Thu nhập không thuộc HĐKD	5	9	9	12	12	12	12	12	12
Doanh thu tài chính	2	16	54	98	56	56	62	115	177
Chi phí tài chính	154	104	94	119	61	91	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	1.346	1.279	2.312	2.489	2.607	3.230	3.637	4.014	4.415
Chi phí thuế TNDN	277	250	502	518	542	672	756	835	918
Quý khen thưởng phúc lợi	53	51	91	99	103	128	144	159	175
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	1.069	1.029	1.811	1.971	2.065	2.558	2.880	3.179	3.497
Biên lợi nhuận ròng	6,1%	5,3%	5,3%	5,9%	5,7%	9,1%	9,6%	9,9%	10,2%
LN trên mỗi CP (VND/CP)	4.698	4.521	7.355	6.006	6.175	7.574	8.402	9.135	9.949

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

**Bảng 5: Bảng cân đối kế toán hàng năm của PNJ**

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>
<b>TÀI SẢN</b>									
Tiền mặt hoạt động	422	355	880	896	896	896	1.115	2.809	4.814
Đầu tư ngắn hạn	-	-	200	810	810	810	810	810	810
Khoản phải thu	99	112	301	215	234	198	228	261	298
Hàng tồn kho	6.546	8.755	10.506	10.941	12.097	12.764	13.621	14.470	15.308
Tài sản ngắn hạn khác	77	70	80	96	104	81	87	93	99
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>7.144</b>	<b>9.292</b>	<b>11.966</b>	<b>12.958</b>	<b>14.141</b>	<b>14.749</b>	<b>15.861</b>	<b>18.444</b>	<b>21.329</b>
TSCĐ hữu hình	965	941	913	912	919	928	925	934	928
Đầu tư dài hạn	-	-	-	4	4	4	4	4	4
TSCĐ vô hình	650	651	643	626	609	592	574	557	539
TS dài hạn khác	297	302	364	449	488	381	407	435	466
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>1.339</b>	<b>1.327</b>	<b>1.371</b>	<b>1.469</b>	<b>2.133</b>	<b>1.993</b>	<b>2.004</b>	<b>2.032</b>	<b>2.046</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>8.483</b>	<b>10.619</b>	<b>13.337</b>	<b>14.428</b>	<b>16.274</b>	<b>16.742</b>	<b>17.865</b>	<b>20.475</b>	<b>23.375</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>									
Vay nợ ngắn hạn	1.839	2.722	2.683	2.384	1.823	1.218	-	-	-
Phải trả người bán	482	680	277	257	1.087	760	806	858	913
Các khoản phải trả khác	911	1.161	1.923	1.970	2.140	1.670	1.786	1.911	2.044
Phải trả ngắn hạn	3.232	4.563	4.883	4.612	5.050	3.648	2.593	2.768	2.957
Vay nợ dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	9	43	10	9	9	9	9	9	9
<b>Phải trả dài hạn</b>	<b>9</b>	<b>43</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>3.241</b>	<b>4.606</b>	<b>4.893</b>	<b>4.621</b>	<b>5.059</b>	<b>3.658</b>	<b>2.602</b>	<b>2.778</b>	<b>2.966</b>
<b>LỢI ÍCH THIỂU SỐ</b>									
Lợi ích thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>									
Cổ phần ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cổ phần phổ thông	2.273	2.271	2.458	3.278	3.344	3.377	3.428	3.480	3.514
LNST chưa phân phối	1.605	1.950	2.522	2.740	3.211	4.119	5.107	6.230	7.519
Các nguồn quỹ khác	373	801	1.212	1.936	2.775	3.653	4.741	5.966	7.319
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.242</b>	<b>6.013</b>	<b>8.444</b>	<b>9.806</b>	<b>11.215</b>	<b>13.085</b>	<b>15.263</b>	<b>17.698</b>	<b>20.409</b>
<b>Tổng Nguồn vốn</b>	<b>8.483</b>	<b>10.619</b>	<b>13.337</b>	<b>14.428</b>	<b>16.274</b>	<b>16.742</b>	<b>17.865</b>	<b>20.475</b>	<b>23.375</b>

Nguồn: PNJ, CTCK Rông Việt

## PHÂN TÍCH CHUỖ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

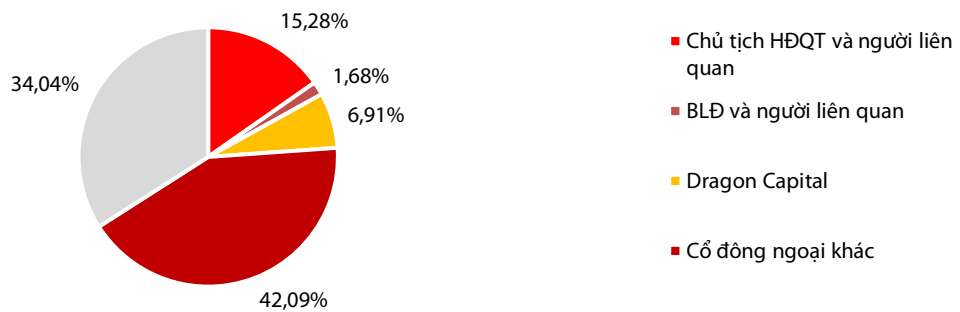
### Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (PNJ) được thành lập vào năm 1988. Công ty hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh, xuất nhập khẩu vàng, bạc, nữ trang và đá quý. Trong giai đoạn 2018-2023, tốc độ tăng trưởng CAGR doanh thu là 17,9% và LNST là 15,5%.

PNJ liên tục đạt các giải thưởng về thương hiệu, marketing và bán lẻ. Gần đây nhất, năm 2023, doanh nghiệp đạt giải thưởng “Thương hiệu trang sức giá trị nhất” do Brand Finance đánh giá, giải thưởng “Best Retail Marketing 2023” tại The Marketing Event Awards – khu vực châu Á Thái Bình Dương, giải thưởng “Marketing Initiative of the Year” do tạp chí Retail Asia bình chọn.

Người có ảnh hưởng lớn tại PNJ là Chủ tịch HĐQT – bà Cao Thị Ngọc Dung. Hiện tại, bà Dung và những người liên quan nắm 15,3% số cổ phiếu đang lưu hành. Cổ đông lớn khác có Dragon Capital (6,9%). Tỷ lệ cổ phiếu lưu hành tự do của doanh nghiệp hiện ở mức cao 76,1%. Tuy nhiên, tỷ lệ sở hữu của NĐT nước ngoài đã chạm trần 49,0% (Hình 15).

**Hình 15: Cơ cấu cổ đông của PNJ**



Nguồn: HSX, CTCK Rông Việt

### Hoạt động kinh doanh cốt lõi

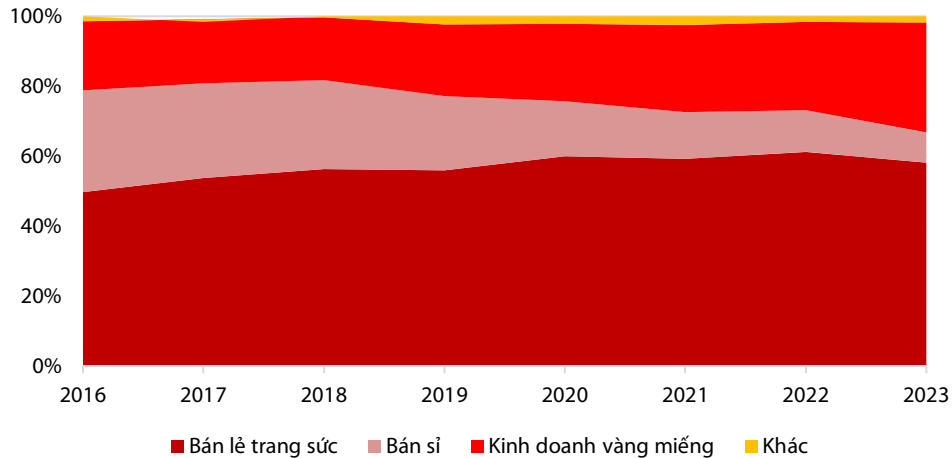
**Mảng bán lẻ trang sức:** chiến lược của Công ty là tập trung vào mảng bán lẻ trang sức do mức biên lợi nhuận cao hơn đáng kể mà mảng này mang lại. Đóng góp của mảng này trong tổng doanh thu tăng từ mức 19,3% năm 2013 lên mức 58,2% vào năm 2023. Ngoài năng lực bán lẻ, PNJ có năng lực sản xuất nữ trang, với công suất hiện tại là 4 triệu sản phẩm/năm.

**Mảng kinh doanh vàng miếng:** Mảng đóng góp doanh thu cao thứ hai là kinh doanh vàng miếng, đạt 31,5% trong năm 2023. Biên lợi nhuận gộp mảng này rất thấp, chỉ vào khoảng 1,0%. Tuy nhiên, PNJ vẫn giữ mảng này vì đây là nhu cầu cơ bản của người Việt Nam và đây là cơ sở để khách hàng phát sinh nhu cầu với các sản phẩm khác của PNJ như nữ trang, đồng hồ...

**Mảng bán sỉ:** mảng này về bản chất là PNJ nhận gia công cho các cửa hàng/doanh nghiệp kinh doanh vàng mà đa phần là các cửa hàng vàng truyền thống. Do là hoạt động gia công, biên lợi nhuận gộp của mảng này cũng rất thấp. Mảng này giúp PNJ tận dụng công suất dôi ra tại các nhà máy, sau khi đã hoàn thành mảng bán lẻ trang sức. Định hướng của ban lãnh đạo là không tập trung vào mảng này. Và thực tế, đóng góp của mảng này trong tổng doanh thu giảm từ mức đỉnh 34,6% trong năm 2015 xuống còn 8,6% trong năm 2023.

**Các mảng khác** bao gồm kinh doanh đồng hồ, phụ kiện, và các dịch vụ khác như kiểm định kim cương, đá quý... chiếm không đáng kể trong tổng doanh thu.

**Hình 16: Đóng góp doanh thu theo mảng kinh doanh**



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

**Chuỗi giá trị trong hoạt động của PNJ**

**1. Nguyên liệu đầu vào:**

**Nguyên liệu đầu vào của PNJ là vàng nguyên liệu, bạc nguyên liệu, vàng miếng, kim cương, đá quý.** Trong đó, theo chia sẻ của Công ty, vàng chiếm khoảng 50% giá vốn sản phẩm. Cả vàng, bạc, kim cương và đá quý đều có đặc tính là giá bán thay đổi liên tục. Điều này tạo nên khó khăn trong việc quản lý thu mua nguyên vật liệu, hàng tồn kho, chi phí sản xuất và chính sách giá bán. Tuy nhiên, cũng là điểm tạo nên lợi thế cạnh tranh cho các doanh nghiệp có hệ thống quản lý bài bản và có khả năng kiểm soát hoạt động tốt như PNJ. Trong suốt các năm qua, PNJ đã chứng tỏ khả năng kiểm soát tốt biến động giá nguyên liệu đầu vào, thể hiện qua việc biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ luôn xoay quanh mức trung bình 10 năm ( $\pm 3,5\%$ ).

**Nguồn cung vàng của PNJ đến từ hai nguồn:** 1) hoạt động mua đi bán lại nữ trang đã qua sử dụng của khách hàng cũ (với giá thu mua bằng 70% giá trị hóa đơn mua trước đó); và 2) mua từ các nguồn vàng khác trong nước cũng thu mua lại từ khách vãng lai.

**Nghiên cứu, thiết kế, phát triển sản phẩm:** đây là khâu tạo nên sự khác biệt về biên lợi nhuận cho PNJ. Đội ngũ nghiên cứu, thiết kế và phát triển sản phẩm của PNJ thường xuyên tham dự các triển lãm, cuộc thi về kim hoàn trang sức trong và ngoài nước để nắm bắt các xu hướng thời trang và ý tưởng sáng tạo. Thiết kế của PNJ luôn được đánh giá cao về tính thẩm mỹ và hiện đại.




**2. Sản xuất:** PNJ có hai nhà máy ở Gò Vấp (TP. HCM) và Long Hậu (Long An) với tổng công suất vào khoảng 4 triệu sản phẩm/năm. Trong đó nhà máy chính là ở TP. HCM, còn nhà máy đặt tại Long Hậu hiện đang thuê tạm. PNJ hiện đang chạy gần hết công suất tại hai nhà máy. Công ty có kế hoạch mở rộng thêm nhà máy khi cần thiết và đã chuẩn bị nguồn vốn cho việc này từ hoạt động phát hành 15 triệu cổ phiếu riêng lẻ thành công năm 2022, với 170 tỷ còn lại với mục đích nâng công suất sản xuất. Vì vậy, rủi ro đối với việc thiếu công suất theo chúng tôi đánh giá là thấp. Theo tiết lộ từ ban lãnh đạo, hai nhà máy hiện tại vẫn đủ đáp ứng cho hoạt động sản xuất trong hai năm tới.

PNJ có đội ngũ thợ kim hoàn gồm khoảng 1.000 người tay nghề cao, trong số này, trên 160 thợ kim hoàn được xếp vào nhóm nghệ nhân kim hoàn và chiếm khoảng 70% lượng nghệ nhân của Việt Nam. Gần đây, Việt Nam được lựa chọn là địa điểm mở nhà máy mới của Pandora – tập đoàn kinh doanh trang sức hàng đầu của Đan Mạch. Nhà máy mới dự kiến sẽ cần trên 5.000 lao động, vận hành vào năm 2026. Nhận định về rủi ro thợ kim hoàn tay nghề cao của PNJ sẽ bị Pandora (hoặc bất cứ bên nào) tuyển dụng nhờ vào chính sách lương cao hơn khi doanh nghiệp này có nguồn vốn lớn trong tay, chúng tôi cho rằng khả năng

này vẫn có thể xảy ra. Tuy nhiên, PNJ sẽ không bị ảnh hưởng nhiều. PNJ hiện đang giữ chân nhân viên bằng hai cách: 1) tạo chính sách lương thưởng phù hợp với năng lực và kinh nghiệm; và 2) tạo môi trường văn hóa doanh nghiệp tích cực thân thiện. Chúng tôi đánh giá PNJ đang làm tốt việc này. Ngoài ra, do chi phí lương chỉ chiếm khoảng 8% tổng chi phí sản xuất kinh doanh của công ty, PNJ vẫn có không gian để tăng lương nhằm thu hút thợ kim hoàn tay nghề cao. Do tỷ trọng thấp trong tổng chi phí, việc này sẽ không ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận của công ty.

**3. Bán lẻ:** hiện PNJ dẫn đầu ngành về số lượng cửa hàng với hệ thống 408 cửa hàng bán lẻ dưới các thương hiệu PNJ, CAO Fine Jewellery và Style by PNJ. Các thương hiệu bán lẻ khác nhau giúp PNJ đáp ứng nhu cầu của đối tượng khách hàng rộng lớn (Bảng 6).

**Bảng 6: Hệ thống cửa hàng bán lẻ của PNJ**

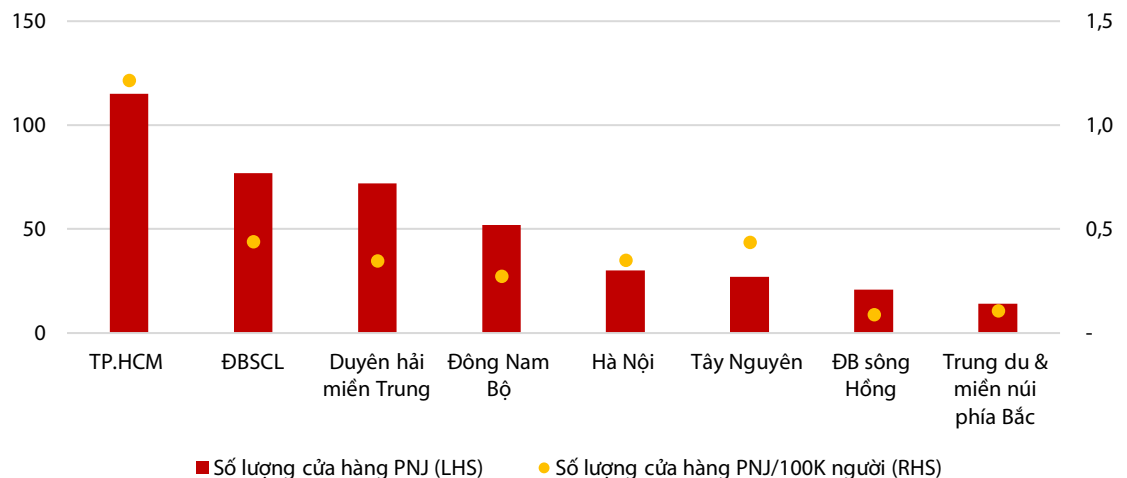
	Số lượng cửa hàng (cuối tháng 7/2024)	Đối tượng khách hàng
	400	Đại trà
	5	Trẻ tuổi
	3	Thu nhập cao

Nguồn: PNJ, CTCK Rông Việt

Mỗi năm, PNJ mở từ 25-55 cửa hàng mới (đã tính các cửa hàng đóng cửa trong năm) tùy vào tình hình thị trường (Hình 17). Trong 7T2024, PNJ chậm lại trong quá trình mở chuỗi với chỉ 9 cửa hàng mở mới do tình hình nhu cầu không thuận lợi.

PNJ có lịch sử lâu đời tại thị trường miền Nam. TP. HCM, Đồng bằng sông Cửu Long và duyên hải Nam Trung Bộ là nơi có số lượng cửa hàng PNJ tập trung nhiều nhất (Hình 18). Theo ban lãnh đạo PNJ, TP. HCM là nơi có doanh thu cao nhất trong tất cả các thị trường của PNJ. Tuy nhiên, trong thời gian gần đây, các cửa hàng miền Bắc tăng trưởng doanh số nhanh, và hiện đã đứng thứ hai về doanh số chỉ sau thị trường TP. HCM.

**Hình 17: Số lượng cửa hàng theo khu vực (cuối tháng 7/2024)**



Nguồn: PNJ, GSO, CTCK Rông Việt tổng hợp

**Chúng tôi cho rằng PNJ vẫn còn dư địa mở rộng mạng lưới cửa hàng, đặc biệt tại các tỉnh tier-2 & 3** đến từ xu hướng dịch chuyển tiêu dùng sang các kênh bán lẻ hiện đại, càng được thúc đẩy bởi hoạt động siết chặt quản lý nguồn gốc vàng và yêu cầu xuất hóa đơn điện tử của cơ quan chức năng. Theo Cimigo, thị phần của kênh hiện đại trong tổng doanh thu bán lẻ đã tăng từ 17% năm 2015 lên 26% vào năm 2022. Số lượng cửa hàng hiện đại cũng tăng từ 1.800 năm 2015 lên 9.071 năm 2022. Theo ước tính của chúng tôi, thị phần của các cửa hàng trang sức có thương hiệu tăng từ 16% năm 2016 lên 32% năm 2023. Tại thị trường Trung Quốc, nơi người dân có hành vi tiêu dùng trang sức tương tự Việt Nam, trung bình có khoảng 7 cửa hàng kinh doanh trang sức/100.000 người. Ở Việt Nam, chỉ số này đã đạt 10 cửa hàng. Như vậy, PNJ có thể mở rộng cửa hàng bằng cách lấy thị phần từ các cửa hàng vàng truyền thống và mở rộng ra các tỉnh nơi mật độ cửa hàng trên dân số chưa cao. Chúng tôi dự phóng PNJ mở thêm trung bình 25 cửa hàng/năm, thấp hơn mức mục tiêu của công ty là 30-40 cửa hàng/năm.

#### **Việc áp dụng hệ thống công nghệ thông tin hiện đại tạo lợi thế đột phá cho PNJ**

PNJ là doanh nghiệp nữ trang hiếm hoi có áp dụng hệ thống công nghệ thông tin vào không chỉ hoạt động bán lẻ mà còn cả vào hoạt động mua sắm nguyên vật liệu - sản xuất và quản trị. Năm 2018, PNJ bắt đầu nghiên cứu và hoàn thiện hệ thống ERP – SAP 4HANA và chính thức vận hành vào cuối tháng 3/2019. Ngoài ERP, PNJ còn đưa công nghệ Big Data vào phân tích xu hướng tiêu dùng, cải tiến hệ thống CRM; đưa công nghệ AI vào quá trình sản xuất; đưa hệ thống camera ứng dụng AI vào cửa hàng để thu thập, cung cấp dữ liệu cho công tác phân tích hành vi khách hàng. Hiện, hệ thống ERP và các hệ thống khác đã được chuyển đổi thành công toàn bộ sang điện toán đám mây, giúp PNJ tăng công suất hệ thống lên 500%, giảm hàng nghìn giờ làm (lãng phí) cho các hoạt động nội bộ, tăng năng suất bán hàng lên tới 200%. Hệ thống SAP cũng được di chuyển lên nền tảng đa đám mây (multi-cloud) giúp tối ưu gần như ngay lập tức 220% chi phí so với việc duy trì hệ thống SAP trên cơ sở hạ tầng truyền thống.

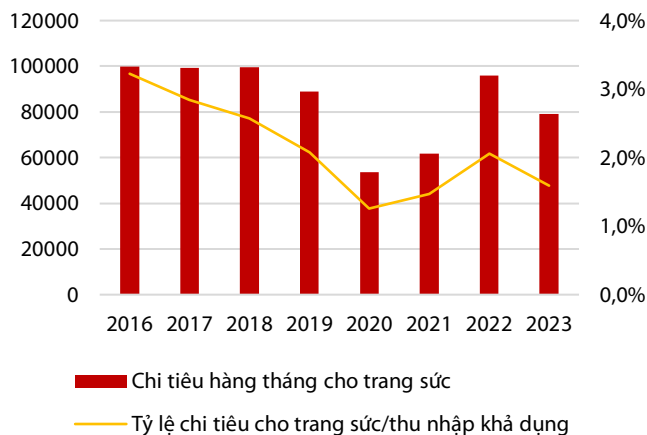
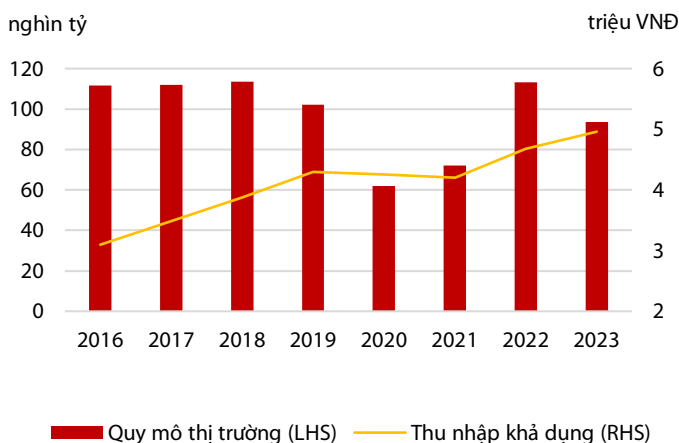
**PHỤ LỤC 1 – QUY MÔ THỊ TRƯỜNG TRANG SỨC**

**Thị trường trang sức giảm tốc giai đoạn 2016-2023 (-2,5%/năm)**

Thị trường trang sức Việt Nam ước tính giảm tốc nhẹ trong giai đoạn 2016-2023, từ 111,6 nghìn tỷ đồng xuống còn 93,7 nghìn tỷ đồng (-2,5%/năm) (Hình 19). Để loại bỏ ảnh hưởng của chu kỳ kinh tế, chúng tôi xem xét quy mô trung bình của thị trường trong hai giai đoạn: giai đoạn tăng trưởng 2016-2019 (trước covid), và giai đoạn suy giảm 2020-2022 (giai đoạn Covid và sau Covid). Theo đó, mức chi tiêu cho trang sức trong giai đoạn kinh tế suy giảm bình quân khoảng 82,4 nghìn tỷ đồng/năm, thấp hơn mức chi tiêu 109,8 nghìn tỷ đồng/năm trong giai đoạn tăng trưởng. Theo đà phục hồi của nền kinh tế, mức chi tiêu cho trang sức trong năm 2023 đạt 93,7 nghìn tỷ đồng, tăng 13,7% so với bình quân giai đoạn 2020 – 2022.

**Hình 18: Quy mô thị trường trang sức Việt Nam giai đoạn 2016-2023 giảm**

**Hình 19: Tỷ lệ chi tiêu hàng tháng cho trang sức giảm qua các năm 2016-2023**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

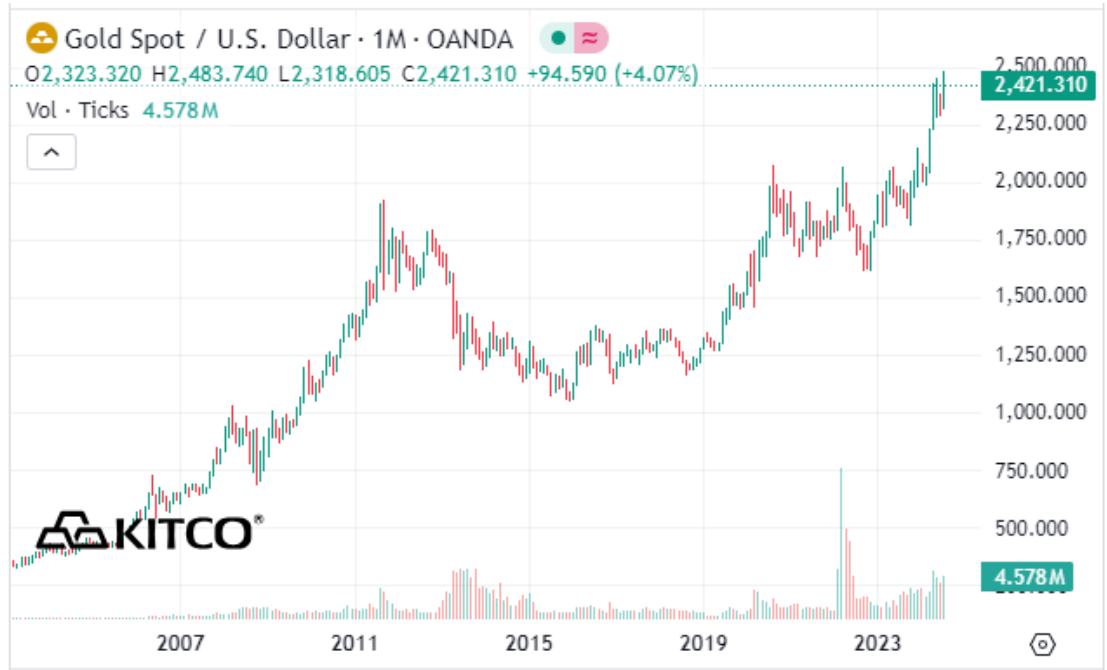
Đáng lưu ý, trong khi thu nhập hàng tháng của người Việt Nam có xu hướng đi lên (+7,0%/năm, đạt gần 5 triệu VND/tháng) thì chi tiêu cho trang sức lại diễn biến theo hướng ngược lại. Điều này khiến cho tỷ lệ chi tiêu hàng tháng cho trang sức giảm qua các năm (xem Hình 20), từ 3,2% năm 2016 xuống 1,6% năm 2023.

Những điều này có thể được lí giải từ góc nhìn về chi tiêu cho trang sức với hai mục đích khác nhau – cất giữ tài sản và làm đẹp. Dù vậy, từ sau khi nghị định 24/2012/NĐ-CP ban hành năm 2012 với mục tiêu siết hoạt động kinh doanh vàng và chống “vàng hóa” nền kinh tế, cộng với việc giá vàng thế giới duy trì mức thấp trong suốt giai đoạn 2013 – 2020 (Hình 21) đã làm giảm sức hấp dẫn của lớp tài sản này. Thay vào đó, dòng tiền tiết kiệm/đầu tư dịch chuyển dần sang kênh đầu tư chứng khoán và bất động sản do mức sinh lời tốt trong cùng giai đoạn. Trong giai đoạn 2016-2023, quy mô thị trường bất động sản hình thành từ 155.752 tỷ lên 205.205 tỷ, loại trừ yếu tố lạm phát (Hình 22). Vốn hóa thị trường chứng khoán/GDP cũng đi theo chiều hướng tăng từ 33,2% năm 2016 lên 44,2% năm 2023 (Hình 23).

Gần đây, NHNN xác định cần sửa đổi Nghị định 24/2012/NĐ-CP do những hạn chế của việc siết chặt hoạt động kinh doanh vàng. Tuy nhiên, NHNN cũng cho biết mục tiêu xuyên suốt vẫn là chống “vàng hóa” nền kinh tế, ổn định kinh tế vĩ mô, từng bước đưa nguồn lực vàng trong dân vào hoạt động sản xuất – kinh doanh. Chúng tôi cho rằng dù được sửa đổi, hoạt động kinh doanh vàng nói chung và trang sức vàng nói riêng vẫn sẽ bị kiểm soát (ngành kinh doanh có điều kiện) do các mục tiêu vĩ mô vừa nói trên.

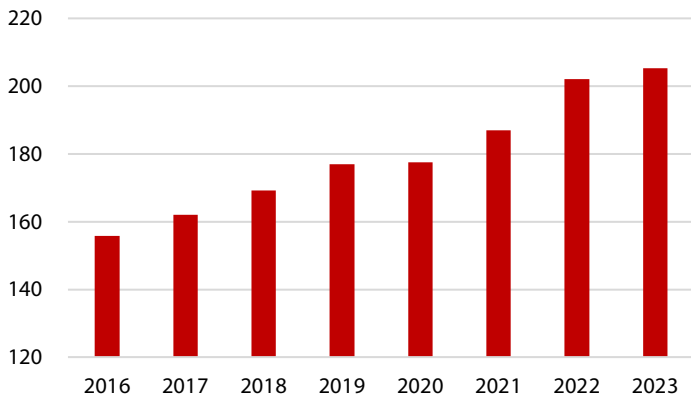


**Hình 20: Biến động giá vàng thế giới**



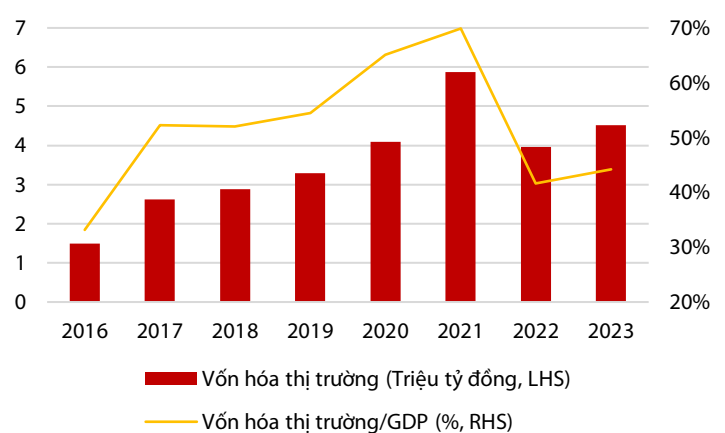
Nguồn: Kitco

**Hình 21: Thị trường BĐS không ngừng tăng trưởng (Nghìn tỷ đồng)**



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

**Hình 22: Quy mô thị trường chứng khoán nhìn chung tăng**



Nguồn: Fiiipro, CTCK Rồng Việt

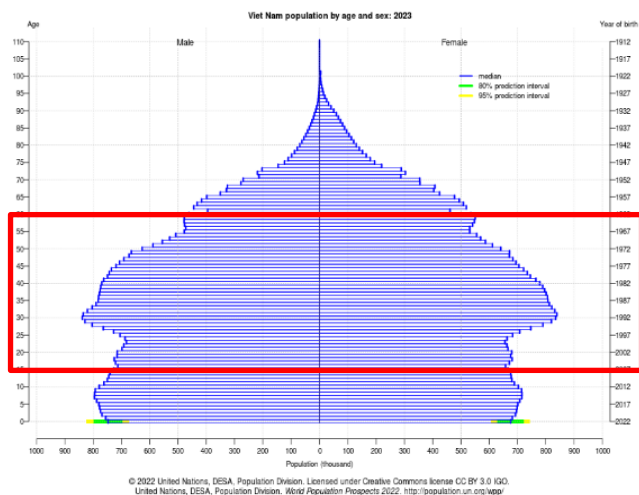
**Thị trường trang sức dự kiến tăng 4,9%/năm trong giai đoạn 2023-2030**

Chúng tôi dự phóng thị trường trang sức giai đoạn 2023-2030 tăng với tốc độ 4,9%/năm, đạt 131,0 nghìn tỷ vào 2030. Mặc dù thu nhập khả dụng của người Việt Nam được dự báo tăng nhanh 8,0%/năm (theo World Economic Forum), chúng tôi cho rằng tỷ lệ chi tiêu cho trang sức/thu nhập khả dụng sẽ giảm theo xu hướng giảm trước đó, đạt 1,2% vào năm 2030, do các lí do sau:

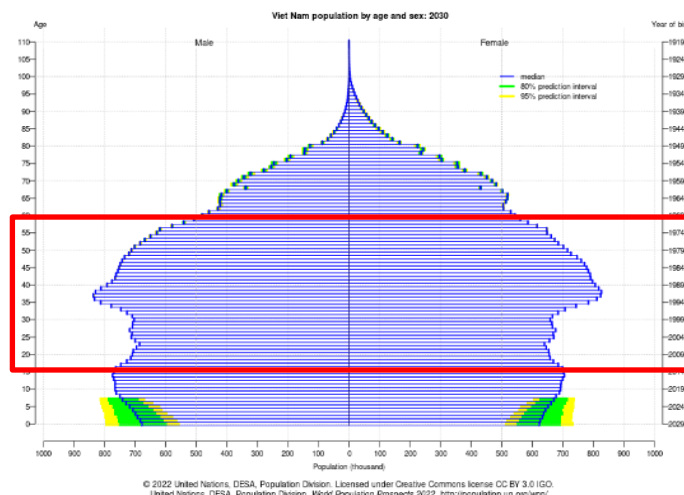
- Với định hướng hiện tại của cơ quan quản lý đối với thị trường vàng như đã nói ở trên, chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh vàng nói chung và trang sức vàng nói riêng vẫn sẽ bị kiểm soát.
- Các kênh đầu tư khác như chứng khoán và bất động sản sẽ vẫn là những kênh đầu tư tăng trưởng tài sản không thể thay thế, cạnh tranh với trang sức.

**Hình 23: Dân số Việt Nam ngày càng già hóa**

Tháp dân số Việt Nam 2023

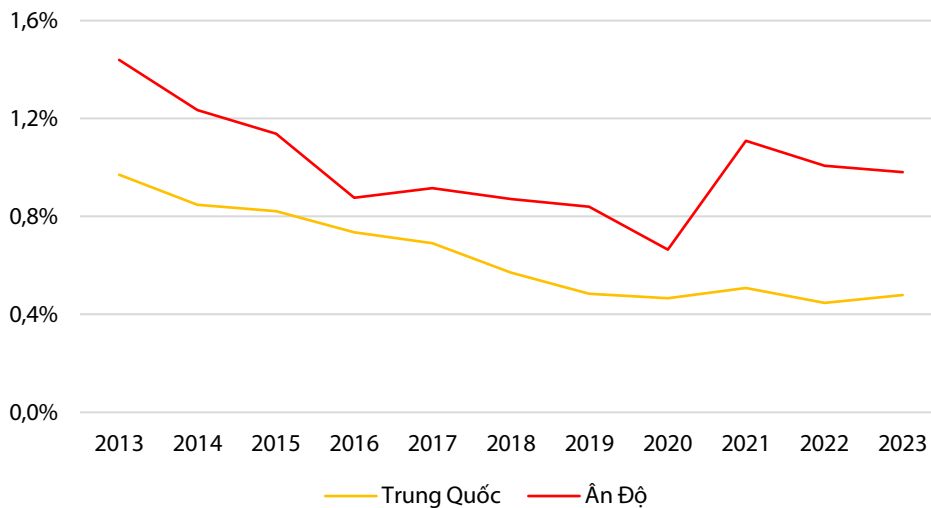


Tháp dân số Việt Nam 2030



Nguồn: Liên Hợp Quốc

**Hình 24: Tỷ lệ chi tiêu cho trang sức/thu nhập khả dụng của Trung Quốc và Ấn Độ ở mức thấp và trên xu hướng giảm**



Nguồn: Bloomberg, National Bureau of Statistics of China, Tradingeconomics

- Việt Nam là một trong các quốc gia có tốc độ già hóa dân số nhanh nhất thế giới. Những người từ 60 tuổi trở lên chiếm 11,9% tổng dân số vào năm 2019 và đến năm 2050, con số này sẽ tăng lên hơn 25,0%. Đến năm 2036, Việt Nam bước vào thời kỳ dân số già, chuyển từ xã hội “già hóa” sang xã hội “già” (theo Liên Hợp Quốc). Khi dân số Việt Nam ngày càng già hóa (Hình 24), nhu cầu chăm sóc sức khỏe và chất lượng cuộc sống sẽ trở thành ưu tiên khi so sánh với nhu cầu làm đẹp và thể hiện vị trí xã hội.
- Trung Quốc và Ấn Độ, hai quốc gia có hành vi tiêu dùng vàng tương tự Việt Nam và cũng đang chứng kiến mức độ già hóa dân số nhanh, có tỷ lệ chi tiêu trang sức/thu nhập khả dụng ở mức thấp và giảm qua các năm trong vòng mười năm qua (Hình 25).

## **PHỤ LỤC 2 - VẤN ĐỀ NGUỒN CUNG VÀNG NGUYÊN LIỆU SẼ TẠO SỰ PHÂN HÓA TRONG NGÀNH NỮ TRANG**

- Nữ trang thuộc ngành hàng xa xỉ phẩm và là ngành kinh doanh có điều kiện nên chịu sự quản lý chặt chẽ. Việc giá vàng trong nước biến động mạnh và thậm chí có thời điểm chênh lệch xa (giữa vàng miếng SJC) với giá vàng thế giới đã khiến cơ quan quản lý mạnh tay hơn trong việc kiểm soát xuất xứ vàng trong năm 2024.
- Thị trường vàng trang sức đang gặp áp lực trong tìm kiếm nguồn cung vàng nguyên liệu cho sản xuất, tạo nên sự phân hóa rõ nét hơn trong ngành. Trong đó, các nhà sản xuất – kinh doanh nữ trang có thương hiệu hoặc (và) tiềm lực tài chính sẽ có khả năng ổn định nguồn cung tốt hơn, qua đó gia tăng thị phần trên thị trường trang sức bán lẻ.

### **Thị trường vàng trang sức gặp áp lực trong tìm kiếm nguồn cung vàng nguyên liệu cho sản xuất**

**Sau nghị định 24/2012/NĐ-CP, nguồn vàng nguyên liệu cho sản xuất nữ trang chủ yếu đến từ nữ trang đã qua sử dụng và các nguồn khác.** Mặc dù theo Nghị định 24/2012/NĐ-CP, các doanh nghiệp được xem xét cấp giấy phép nhập khẩu vàng nguyên liệu nhưng chưa có doanh nghiệp nào nhận được giấy phép này trong hơn mười năm qua. Trước đây, vàng nguyên liệu dùng để sản xuất nữ trang tới từ các nguồn: hoạt động mua đi bán lại nữ trang đã qua sử dụng (đây là hoạt động thường xuyên của các đơn vị kinh doanh nữ trang), nhập khẩu bởi cơ quan Nhà nước, nhập khẩu bởi doanh nghiệp và các nguồn khác. Sau khi Nghị định ra đời, cơ quan Nhà nước không nhập khẩu hoặc cấp phép nhập khẩu, nên trên thị trường chỉ còn lại hai nguồn chính – hoạt động mua đi bán lại nữ trang đã qua sử dụng và các nguồn khác.

**Trong thời gian gần đây, Nhà nước siết chặt quản lý nguồn gốc vàng,** thông qua các động thái sau: các cơ quan chức năng thanh, kiểm tra và tịch thu vàng tại các doanh nghiệp bán vàng không có hóa đơn, chứng từ. Từ ngày 15/06/2024, theo chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ, đơn vị nào không thực hiện hóa đơn điện tử kết nối với cơ quan thuế trong mua bán vàng thì sẽ bị rút giấy phép. Hoạt động siết chặt quản lý của Nhà nước và giá vàng leo thang khiến nguồn vàng mua lại trong dân và các nguồn khác càng khan hiếm, làm tăng thêm áp lực về nguồn cung vàng nguyên liệu cho sản xuất nữ trang.

**Nghị định 24/2012/NĐ-CP gần đây được yêu cầu sửa đổi, bổ sung hoặc thay thế;** tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cho đến khi nút thắt về “nhập khẩu vàng” được tháo gỡ, bài toán nguồn cung vàng nguyên liệu vẫn khó có lời giải. Chính phủ ban hành Nghị quyết 44/NQ-CP phiên họp Chính phủ thường kỳ tháng 3 năm 2024 và Hội nghị trực tuyến Chính phủ với địa phương. Tại Nghị quyết này, Chính phủ yêu cầu Ngân hàng Nhà nước Việt Nam chủ trì, phối hợp với các cơ quan, địa phương khẩn trương rà soát, xây dựng Nghị định sửa đổi, bổ sung hoặc thay thế Nghị định 24/2012/NĐ-CP về quản lý hoạt động thị trường vàng để phát triển thị trường vàng ổn định, lành mạnh, minh bạch, hiệu quả, bền vững, không để tình trạng vàng hóa nền kinh tế. Định hướng xuyên suốt của cơ quan quản lý chức năng vẫn là chống “vàng hóa” nền kinh tế, ổn định kinh tế vĩ mô, từng bước đưa nguồn lực vàng trong dân vào hoạt động sản xuất kinh doanh. Do vậy, chúng tôi cho rằng dù được sửa đổi, hoạt động kinh doanh vàng nói chung và trang sức vàng nói riêng vẫn sẽ bị kiểm soát (ngành kinh doanh có điều kiện) do các mục tiêu vĩ mô vừa nói trên; và nguồn cung vàng sẽ tiếp tục gặp khó khăn.

### **Ngành nữ trang dự kiến sẽ có sự phân hóa với các nhà sản xuất – kinh doanh nữ trang có thương hiệu hoặc (và) tiềm lực tài chính có khả năng ổn định nguồn cung tốt hơn.**

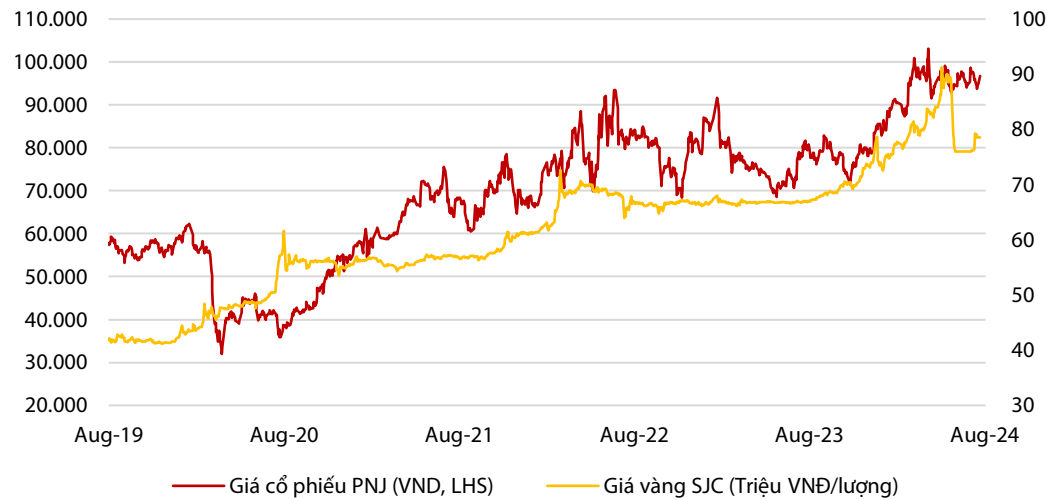
Các sản phẩm nữ trang có thương hiệu thường được bán theo món, nghĩa là giá bán sẽ bao gồm chi phí nguyên vật liệu, nhân công, thiết kế, giá trị thương hiệu, v.v... Trong đó, chi phí nguyên vật liệu (vàng, bạc, đá quý) ước tính chiếm khoảng 60% giá vốn và doanh nghiệp có khả năng chuyển giá sang cho người tiêu dùng (thông qua tăng giá bán và thay đổi thiết kế) khi giá nguyên vật liệu tăng mạnh. Trong khi đó, các sản phẩm vàng của các hộ kinh doanh nhỏ thường có hàm lượng vàng cao và ít có yếu tố thiết

kế để tạo thêm giá trị gia tăng. Giá bán do vậy thường bao gồm hai phần là giá vàng và tiền công tạo ra sản phẩm, nên thường có biên lợi nhuận thấp hơn so với nhóm sản phẩm nữ trang thương hiệu.

Trong điều kiện nguồn gốc vàng sẽ được cơ quan quản lý kiểm soát chặt chẽ, chi phí thu mua vàng nguyên liệu dự kiến sẽ tăng đáng kể, do thiếu nguồn cung (từ dân) khi việc mua bán yêu cầu có hóa đơn đầy đủ (trong khi nhiều người không còn giữ các chứng từ này). Theo đó, chúng tôi cho rằng các nhà sản xuất nữ trang có năng lực tài chính tốt sẽ có khả năng tốt hơn trong việc thu mua nguyên liệu, ổn định đầu vào cho hoạt động sản xuất - kinh doanh nữ trang. Ngược lại, việc thiếu hụt nguồn cung khiến các hộ kinh doanh/ các chuỗi trang sức với năng lực quản lý và tài chính kém khó có thể cạnh tranh, nhường lại miếng bánh thị phần trang sức cho các nhà sản xuất - kinh doanh nữ trang có năng lực tài chính tốt.

### PHỤ LỤC 3 – MỐI TƯƠNG QUAN GIỮA GIÁ VÀNG SJC TRONG NƯỚC VÀ GIÁ CỔ PHIẾU PNJ

**Hình 25: Diễn biến giá cổ phiếu PNJ và giá vàng SJC (VNĐ, Triệu đồng)**



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

### PHỤ LỤC 4 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2024-28

**Bảng 7: Doanh thu dự phóng theo từng mảng (Tỷ đồng)**

DOANH THU THUẦN	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>17.511</b>	<b>19.547</b>	<b>33.876</b>	<b>33.137</b>	<b>35.991</b>	<b>28.086</b>	<b>30.037</b>	<b>32.133</b>	<b>34.374</b>
Bán lẻ trang sức	10.494	11.596	20.732	19.286	22.054	24.428	26.778	29.234	31.796
Bán sỉ	2.750	2.599	4.065	2.850	3.508	3.095	2.695	2.335	2.014
Kinh doanh vàng miếng	3.895	4.868	8.571	10.438	9.867	-	-	-	-
Khác	372	484	508	563	563	563	563	563	563
<b>% tăng trưởng cùng kỳ</b>	<b>3,0%</b>	<b>11,6%</b>	<b>73,3%</b>	<b>-2,2%</b>	<b>8,6%</b>	<b>-22,0%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>
Bán lẻ trang sức	10,2%	10,5%	78,8%	-7,0%	14,4%	10,8%	9,6%	9,2%	8,8%
Bán sỉ	-23,7%	-5,5%	56,4%	-29,9%	23,1%	-11,8%	-12,9%	-13,4%	-13,8%
Kinh doanh vàng miếng	12,5%	25,0%	76,1%	21,8%	-5,5%	-100,0%	-	-	-
Khác	-9,2%	30,1%	5,0%	10,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>% tổng doanh thu</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bán lẻ trang sức	59,9%	59,3%	61,2%	58,2%	61,3%	87,0%	89,2%	91,0%	92,5%
Bán sỉ	15,7%	13,3%	12,0%	8,6%	9,7%	11,0%	9,0%	7,3%	5,9%
Kinh doanh vàng miếng	22,2%	24,9%	25,3%	31,5%	27,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Khác	2,1%	2,5%	1,5%	1,7%	1,6%	2,0%	1,9%	1,8%	1,6%

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

**Bảng 8: Lợi nhuận gộp dự phóng theo mảng (Tỷ đồng)**

<b>LỢI NHUẬN GỘP</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>
<b>Tổng</b>	<b>3.435</b>	<b>3.598</b>	<b>5.927</b>	<b>6.059</b>	<b>6.574</b>	<b>7.526</b>	<b>8.209</b>	<b>8.925</b>	<b>9.673</b>
Bán lẻ trang sức	3.180	3.295	5.538	5.669	6.169	7.223	7.918	8.644	9.402
Bán sỉ	83	78	122	85	105	93	81	70	60
Kinh doanh vàng miếng	78	44	77	94	89	-	-	-	-
Khác	95	181	190	211	211	211	211	211	211
<b>BIÊN LỢI NHUẬN GỘP</b>									
<b>Tổng</b>	<b>19,6%</b>	<b>18,4%</b>	<b>17,5%</b>	<b>18,3%</b>	<b>18,3%</b>	<b>26,8%</b>	<b>27,3%</b>	<b>27,8%</b>	<b>28,1%</b>
Bán lẻ trang sức	30,3%	28,4%	26,7%	29,4%	28,0%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%
Bán sỉ	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Kinh doanh vàng miếng	2,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Khác	25,4%	37,4%	37,4%	37,4%	37,4%	37,4%	37,4%	37,4%	37,4%

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt ước tính. Lưu ý: Tất cả tỷ suất lợi nhuận gộp là ước tính và giả định của chúng tôi, không phải nguồn PNJ.

## BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

## TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

### Nguyễn Thị Phương Lam Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1313)

### Đỗ Thanh Tùng Manager

tung.dt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Công nghệ
- Thị trường

### Đỗ Thạch Lam Senior Analyst

lam.dt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- BDS dân dụng
- Vật liệu xây dựng

### Nguyễn Thủy Quyền Senior Analyst

quyen.nt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006

- Bán lẻ
- Tiêu dùng

### Lê Tự Quốc Hưng Analyst

hung.ltq@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Thị trường
- BDS Khu công nghiệp

### Trần Thị Hà My Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

### Hoàng Minh Thắng Senior Analyst

thang.hm@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Tiện ích công cộng

### Cao Ngọc Quân Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

### Lê Ngọc Hiến Analyst

hien.ln@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Thủy sản

### Lê Kim Ngân Analyst

ngan.lk@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Phân bón
- Dầu khí

### Phạm Hữu Luân Analyst

luan.ph@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Kinh tế vĩ mô

### Nguyễn Bảo Hưng Analyst

hung.nb@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ
- Ô tô & Phụ tùng

### Nguyễn Thị Quỳnh Giao Analyst

giao.ntq@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006

- BDS dân dụng

### Trần Thị Ngọc Hà Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)

### Phan Thị Phương Thảo Assistant

thao.ptp@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)

## MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

### CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon  
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn  
☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn

MST 0304734965

### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow  
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006  
☎ (+84) 24 6288 2008

### CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,  
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006  
☎ (+84) 25 8382 0008

### CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank  
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578  
☎ (+84) 29 2381 8387

### CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2, Tòa nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,  
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

☎ (+84) 25 4777 2006

### CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

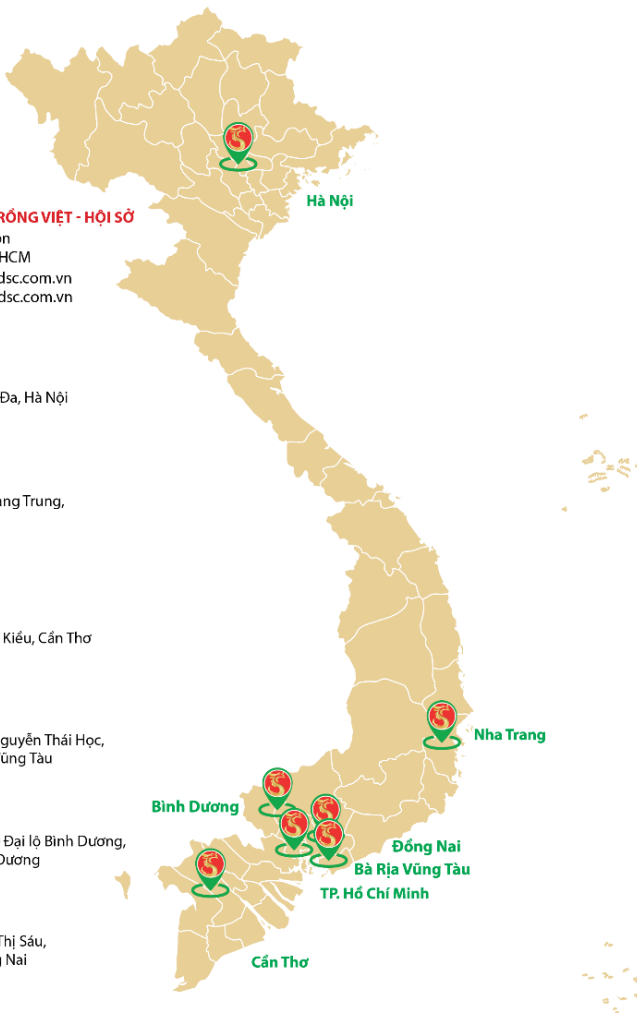
Tầng 3, Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,  
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

☎ (+84) 27 4777 2006

### CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8, Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,  
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2024.**