Công ty Cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ: HOSE)

Ngày báo cáo:	**08/04/2025**
Ngành:	**HÀNG TIÊU DÙNG**
CVPTCC:	**Nguyễn Trần Phương Nga**
Email:	ngantp@ssi.com.vn
SĐT:	+84-28 3824 2897 ext. 6731

Khuyến nghị:	**MUA**
Giá mục tiêu 1Y:	**97.500 Đồng**
Giá CP ngày 08/04/2025:	67.500 Đồng
% Tăng giá:	**+44,4%**

Giá trị vốn hóa (triệu USD):	1.022
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng):	25.951
Số cổ phiếu lưu hành (triệu):	338
KLGD trung bình 3 tháng (cp):	761.335
Giá cao/thấp nhất 52T (NĐ):	107,1/76,8
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng):	53,3
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%):	47,6
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):	0

Biến động giá cổ phiếu

Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

PNJ là công ty bán lẻ trang sức và đá quý hàng đầu Việt Nam. Hiện nay, PNJ có mạng lưới phân phối rộng khắp với 400 cửa hàng và hơn 3.000 nhà phân phối trên cả nước. Ngoài việc kinh doanh vàng miếng, PNJ tập trung vào 5 mảng trang sức chính (i) CAO: Chế tác nữ trang cao cấp nhắm tới nhóm KH là nữ doanh nhân thành đạt, (ii) PNJ Gold: nhắm tới đối tượng KH nữ trên 30 tuổi, (iii) PNJ Silver: nhắm tới đối tượng KH các cô gái trẻ và giới văn phòng, (iv) Style by PNJ: đáp ứng nhu cầu trang sức và phụ kiện của thanh thiếu niên với mức giá thấp. Các phân khúc bán lẻ, bán buôn và vàng miếng đóng góp lần lượt 58%, 9% và 32% vào tổng doanh thu năm 2023, trong đó phân khúc bán lẻ chiếm phần lớn lợi nhuận ròng của PNJ.

Tài liệu ĐHCĐ: Kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận năm 2025 chậm lại

PNJ công bố tài liệu Đại hội cổ đông (ĐHCĐ) với kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận chậm lại trong năm 2025 (1,96 nghìn tỷ đồng, -7% svck). Điều này phản ánh những khó khăn mà các doanh nghiệp bán lẻ trang sức liên tục phải đối mặt do tình trạng thiếu hụt nguyên liệu vàng, khiến cho việc chuyển chi phí nguyên liệu cao sang khách hàng (thường có xu hướng giữ vàng miếng/nhẫn hơn vàng trang sức trong bối cảnh giá vàng tăng) trở nên khó khăn hơn. Do đó, chúng tôi điều chỉnh ước tính lợi nhuận ròng xuống 2,24 nghìn tỷ đồng (+6% svck, từ 2,5 nghìn tỷ đồng). Ước tính lợi nhuận năm 2025 của chúng tôi cao hơn kế hoạch của PNJ do chúng tôi cho rằng công ty có quan điểm khá thận trọng khi thiết lập mục tiêu. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới đối với PNJ là **97.500 đồng/cổ phiếu**, và duy trì khuyến nghị **MUA** với tiềm năng tăng giá là 44%. Trong ngắn hạn, PNJ có thể bị ảnh hưởng bởi tình trạng thiếu hụt nguyên liệu vàng và tác động gián tiếp từ mức thuế quan lên đến 46% của Mỹ. Tuy nhiên, định giá hiện tại của cổ phiếu khá hấp dẫn, với mức P/E 2025 dự phóng là 12x, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 16,5x trong 3 năm qua.

Quan điểm dài hạn: Việc sửa đổi Nghị định 24/2012/NĐ-CP (dự kiến trong tháng 9/2025) được kỳ vọng sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng dài hạn cho các doanh nghiệp bán lẻ trang sức. Các nhà sản xuất trang sức hiện đang bị hạn chế nhập khẩu nguyên liệu vàng từ nước ngoài, và chỉ dựa vào nguồn cung trong nước, vốn đã gần như không đổi kể từ năm 2012. Điều này gây những thách thức đáng kể cho doanh nghiệp bán lẻ trang sức gia tăng thị phần, mặc dù còn nhiều cơ hội để các doanh nghiệp này mở rộng thị phần.

Rủi ro: Chi tiêu cho trang sức phục hồi chậm hơn dự kiến.

	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	33.876	33.137	37.823	36.151
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1.807	1.971	2.115	2.240
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (%)	75,6%	9,1%	7,3%	5,9%
EPS (VND)	4.932	5.392	5.794	6.095
ROE (%)	24,7%	21,4%	20,1%	18,7%
Nợ/VCSH	0,31	0,24	0,30	0,28
Tỷ suất cổ tức (%)	2%	2%	2%	2%
P/E (x)	17,7	15,5	16,9	11,9
P/B (x)	3,4	2,9	2,9	1,9
EV/EBITDA (x)	12,5	10,7	12,3	8,0

Nguồn: PNJ, SSI Research

Phân phối lợi nhuận năm 2024: Công ty đề xuất trích 7% vào quỹ khen thưởng và phúc lợi, trong khi chia cổ tức tiền mặt tỷ lệ 20% lợi nhuận năm 2024, tương đương với mức tỷ lệ năm ngoái.

Phát hành cổ phần theo ESOP dựa trên KQKD 2024: Với lợi nhuận ròng năm 2024 đạt 2,1 nghìn tỷ đồng (+7% svck), PNJ chốt phát hành 3,2 triệu cổ phiếu theo chương trình lựa chọn người lao động (ESOP), tương đương 0,96% tổng số cổ phiếu đang lưu hành, với giá phát hành 20.000 đồng/cổ phiếu. Trong đó, 100% lượng cổ phiếu ESOP bị hạn chế chuyển nhượng trong 1 năm, 70% lượng cổ phiếu hạn chế chuyển nhượng trong vòng 2 năm, và 40% số lượng cổ phiếu hạn chế chuyển nhượng trong vòng 3 năm kể từ ngày hoàn thành đợt phát hành.

Kế hoạch kinh doanh năm 2025: Doanh thu và lợi nhuận ròng dự kiến lần lượt giảm xuống 31,6 nghìn tỷ đồng (-17% svck) và 1,96 nghìn tỷ đồng (-7% svck). Công ty đặt kế hoạch tăng trưởng doanh thu giảm do doanh thu vàng miếng sụt giảm trong bối cảnh giá vàng tăng và lượng vàng lưu thông hạn chế. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh vàng miếng vốn có biên lợi nhuận thấp, do đó dự kiến sẽ không ảnh hưởng nhiều đến lợi nhuận. Trong khi đó, kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận chậm gây bất ngờ, do trong vài năm qua PNJ liên tục đặt mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận dương, ngay cả trong giai đoạn khó khăn 2022 – 2023. Do đó, chúng tôi cho rằng công ty đang khá thận trọng đối với mục tiêu lợi nhuận ròng.

Phát hành cổ phần theo ESOP dựa trên KQKD 2025:

Lợi nhuận năm 2025	Tỷ lệ phát hành ESOP
Dưới 1,57 nghìn tỷ đồng	0%
1,57 – 1,96 nghìn tỷ đồng	0,35%
1,96 nghìn tỷ đồng	0,7%
Trên 1,96 nghìn tỷ đồng	0,7% + 0,026% x (lợi nhuận thực tế /1,96 nghìn tỷ đồng – 1) Tối đa 1%

Chúng tôi nhận thấy chương trình phát hành cổ phần theo ESOP dựa trên KQKD năm 2025 cho phép PNJ phát hành ESOP ngay cả khi tăng trưởng lợi nhuận âm, trong ESOP dựa trên KQKD năm 2024 không cho phép điều này. Điều này cho thấy PNJ đã nới lỏng yêu cầu về lợi nhuận để cho phép phát hành ESOP, trong bối cảnh thiếu hụt nguyên liệu vàng hiện nay ảnh hưởng đến các nhà bán lẻ trang sức.

Ước tính lợi nhuận năm 2025

- **Kinh doanh bán lẻ:** Các doanh nghiệp bán lẻ trang sức đã phải đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguyên liệu vàng kể từ năm 2024. Chúng tôi cho rằng điều này là do: (1) Chính phủ thắt chặt quy định về nguồn gốc vàng (xem tại báo cáo sau); và (2) giá vàng tăng mạnh khiến người tiêu dùng không muốn bán lại vàng trên thị trường, làm hạn chế lượng vàng lưu thông. Tính từ đầu năm, giá vàng đã tăng 19%, làm tình trạng thiếu hụt nguyên liệu vàng trầm trọng hơn. Trong bối cảnh này, PNJ phải chịu chi phí nguyên liệu vàng cao. Tuy nhiên, việc chuyển phần chi phí nguyên liệu cao này sang khách hàng vẫn là một vấn đề khó khăn, do khách hàng có xu hướng giữ vàng miếng/nhẫn hơn vàng trang sức trong bối cảnh giá vàng tăng. Do đó, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng trang sức bán lẻ sẽ giảm trong năm 2025, mặc dù tăng trưởng doanh thu được hỗ trợ nhờ việc gia tăng thị phần.
- **Kinh doanh vàng miếng:** Do lượng vàng lưu thông trên thị trường có phần hạn chế, chúng tôi dự báo doanh thu vàng miếng sẽ giảm mạnh. Tuy nhiên, mảng kinh doanh vàng miếng vốn có biên lợi nhuận thấp nên tác động đến lợi nhuận công ty dự kiến sẽ ít hơn so với kinh doanh bán lẻ trang sức.
- **Kinh doanh bán buôn**: Chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ ưu tiên nguyên liệu vàng cho kinh doanh bán lẻ. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu đi ngang đối với mảng kinh doanh bán buôn.

Ước tính năm 2025 của chúng tôi:

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	Tăng trưởng svck 2024	Tăng trưởng svck 2025
Doanh thu	**33.137**	**37.823**	**36.151**	**14%**	**-4%**
Bán lẻ	19.286	22.051	24.446	14%	11%
Bán buôn	2.850	3.782	3.782	33%	0%
Vàng miếng	10.438	11.650	7.572	12%	-35%
Khác	563	340	351	-40%	3%
Lợi nhuận gộp	**6.059**	**6.672**	**7.139**	**10%**	**7%**
Biên lợi nhuận gộp	18,3%	17,6%	19,7%		
Lợi nhuận ròng	**1.971**	**2.115**	**2.240**	**7%**	**6%**

Nguồn: SSI Research

Lịch sử khuyến nghị

Nguồn: SSI Research

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2023	2024	2025F
Bảng cân đối kế toán			
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	896	1.123	2.990
+ Đầu tư ngắn hạn	810	1.020	1.020
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	217	401	521
+ Hàng tồn kho	10.941	13.013	12.475
+ Tài sản ngắn hạn khác	96	133	145
Tổng tài sản ngắn hạn	**12.960**	**15.691**	**17.152**
+ Các khoản phải thu dài hạn	105	116	181
+ GTCL Tài sản cố định	883	857	869
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	29	65	65
+ Đầu tư dài hạn	4	4	4
+ Tài sản dài hạn khác	449	475	652
Tổng tài sản dài hạn	**1.470**	**1.516**	**1.770**
Tổng tài sản	**14.430**	**17.207**	**18.922**
+ Nợ ngắn hạn	4.614	5.940	6.267
Trong đó: vay ngắn hạn	*2.384*	*3.342*	*3.481*
+ Nợ dài hạn	9	11	10
Trong đó: vay dài hạn	*0*	*0*	*0*
Tổng nợ phải trả	**4.623**	**5.950**	**6.277**
+ Vốn góp	3.282	3.381	3.381
+ Thặng dư vốn cổ phần	1.851	1.950	1.950
+ Lợi nhuận chưa phân phối	2.740	3.303	4.687
+ Quỹ khác	1.933	2.623	2.626
Vốn chủ sở hữu	**9.807**	**11.257**	**12.645**
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	**14.430**	**17.207**	**18.922**
Lưu chuyển tiền tệ			
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.479	100	2.509
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-553	-228	-108
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-909	353	-533
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	**16**	**225**	**1.868**
Tiền đầu kỳ	880	896	1.123
Tiền cuối kỳ	**896**	**1.123**	**2.990**
Các hệ số khả năng thanh toán			
Hệ số thanh toán hiện hành	2,81	2,64	2,74
Hệ số thanh toán nhanh	0,42	0,43	0,72
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,37	0,36	0,64
Nợ ròng / EBITDA	0,61	0,67	0,45
Khả năng thanh toán lãi vay	21,99	57,68	33,16
Ngày phải thu	0,7	0,7	0,7
Ngày phải trả	3,5	5,1	7,6
Ngày tồn kho	144,5	140,3	160,3
Cơ cấu vốn			
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,68	0,65	0,67
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,32	0,35	0,33
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,47	0,53	0,50
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,24	0,30	0,28
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,24	0,30	0,28

Tỷ đồng	2023	2024	2025F
Báo cáo kết quả kinh doanh			
Doanh thu thuần	**33.137**	**37.823**	**36.151**
Giá vốn hàng bán	-27.078	-31.152	-29.012
Lợi nhuận gộp	**6.059**	**6.672**	**7.139**
Doanh thu hoạt động tài chính	98	77	96
Chi phí tài chính	-143	-95	-87
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0
Chi phí bán hàng	-2.836	-3.207	-3.545
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-694	-795	-807
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	**2.485**	**2.652**	**2.796**
Thu nhập khác	5	-1	4
Lợi nhuận trước thuế	2.489	2.651	2.800
Lợi nhuận ròng	**1.971**	**2.115**	**2.240**
Lợi nhuận chia cho cổ đông	**1.971**	**2.115**	**2.240**
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0
EPS cơ bản (VND)	5.392	5.794	6.095
Giá trị sổ sách (VND)	29.883	33.297	37.402
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	2.000	2.000	2.000
EBIT	2.608	2.698	2.887
EBITDA	2.688	2.779	2.983
Tăng trưởng			
Doanh thu	-2,2%	14,1%	-4,4%
EBITDA	8,3%	3,4%	7,4%
EBIT	8,4%	3,5%	7,0%
Lợi nhuận ròng	9,1%	7,3%	5,9%
Vốn chủ sở hữu	14,2%	14,8%	12,3%
Vốn điều lệ	33,3%	3,0%	0,0%
Tổng tài sản	8,3%	19,2%	10,0%
Định giá			
P/E	15,5	16,9	11,9
P/B	2,9	2,9	1,9
Giá/Doanh thu	0,9	0,9	0,7
Tỷ suất cổ tức	2,3%	2,1%	2,8%
EV/EBITDA	10,7	12,3	8,0
EV/Doanh thu	0,9	0,9	0,7
Các hệ số khả năng sinh lời			
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18,3%	17,6%	19,7%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	7,6%	7,0%	7,7%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	5,9%	5,6%	6,2%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	8,6%	8,5%	9,8%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,1%	2,1%	2,2%
ROE	21,4%	20,1%	18,7%
ROA	14,2%	13,4%	12,4%
ROIC	17,6%	16,1%	15,0%

Nguồn: PNJ, SSI ước tính

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.
Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.
Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.
Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.
Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.
Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lôi kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.
Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Phạm Lưu Hưng
Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư
hungpl@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Chiến lược thị trường

Đào Minh Châu
Phó giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư
chaudm@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3824 2897 ext. 6732

Phân tích Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trần Phương Nga
Chuyên viên phân tích cao cấp
ngantp@ssi.com.vn
SĐT: (+84– 28) 3824 2897 ext. 6731

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư
Chuyên viên hỗ trợ
thunta2@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702