

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận – HOSE: PNJ

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 111,500* | Upside: 18%

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 2024

DTT và LNST Q4/2024 lần lượt đạt 8,581 tỷ VND (-12%YoY) và 733 tỷ VND (+16%YoY). Trong đó,

- (1) DTT -12%YoY: Tăng trưởng mảng bán lẻ trang sức +9.6%YoY và bán sỉ +40%YoY chỉ bù đắp một phần mức suy giảm của mảng vàng 24k (-58%YoY) do áp lực từ bối cảnh ngành chung.
- (2) Biên lợi nhuận gộp +2.9 điểm phần trăm so với cùng kì nhờ cơ cấu mảng kinh doanh bán lẻ trang sức tăng và tối ưu hóa chi phí giá vốn nhờ cân đối danh mục sản phẩm và các sáng kiến mới trong sản xuất.
- (3) Thuế suất thuế TNDN tăng+2.4 điểm phần trăm YoY chủ yếu đến từ việc trích lập dự phòng hàng tồn kho liên quan đến những thất thoát trong quá trình công ty tận dụng lượng hàng mua lại để chuyển thành nguyên liệu sản xuất trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung diễn ra từ Q2/2024.

Lũy kế năm 2024, DTT và LNST lần lượt đạt 37,823 tỷ VND (+14%YoY) và 2,115 tỷ VND (+7.3%YoY)- đạt lần lượt 101.8% KH DT và 101.2%KH LNST. Ứng với KQKD vượt kế hoạch và thỏa điều kiện %TSR của CP PNJ >5% tăng trưởng VNIndex năm 2024 , thì HĐQT và lãnh đạo chủ chốt của PNJ sẽ được thưởng (1) Tiền mặt 50 tỷ VND ~2.4%LNST thực hiện năm 2024 và (2) ESOP ~0.96% SLCP lưu hành.

QUAN ĐIỂM VỀ KQKD NĂM 2024:

BSC cho rằng KQKD của PNJ năm 2024 tương tự kì vọng của BSC đã đề cập trong báo cáo ngành 2025 (-2%DTT và +1%LNST) trong đó chênh lệch chính đến từ sự biến động của mảng vàng 24k theo diễn biến khó lường của giá vàng thế giới và các sáng kiến trong sản xuất giúp doanh nghiệp bảo vệ biên lợi nhuận mảng bán lẻ trong bối cảnh nguồn cung thắt chặt.

KQKD	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	33,876	33,137	37,823	33,285
Lợi nhuận gộp	5,927	6,059	6,672	7,174
LNST	1,811	1,971	2,115	2,407
EPS	5,093	5,434	5,669	6,559

Ghi chú: * Giá mục tiêu đã được điều chỉnh theo tỷ lệ thực hiện ESOP năm 2024

BÁO CÁO CẬP NHẬT

21/02/2025 – HSX: PNJ

Trung tâm phân tích Chứng khoán BIDV

Phạm Thị Minh Châu

(Trưởng nhóm,

Chuyên viên phân tích cao cấp)

Chauptm@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	94,100
Cổ phiếu LH (Triệu):	338
Vốn hoá (Tỷ VND):	31,813
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.513
Sở hữu nước ngoài:	48.9%

TRIỂN VỌNG 2025

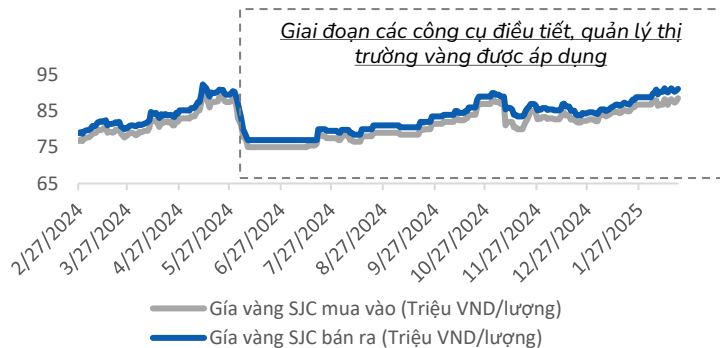
Theo cuộc gặp gỡ nhà đầu tư tháng 2/2025, PNJ tiếp tục kỳ vọng tăng trưởng tích cực hơn bối cảnh ngành chung trong năm 2025 và chuẩn bị sẵn sàng cho chu kỳ phục hồi.

- Doanh số bán lẻ trang sức dịp vía Thần Tài và Valentine của PNJ tiếp tục ghi nhận kỷ lục mới, trong khi sức mua chưa phục hồi và giao dịch của thị trường vàng 24k tiếp tục trầm lắng. Do đó, trên kịch bản cơ sở PNJ cho rằng nhu cầu chỉ phục hồi từ Q4.2024 và cần đánh giá thêm về nhu cầu của dịp lễ 8/3 để đưa ra kỳ vọng cụ thể về KHKD 2025.
- Xu hướng biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện so với cùng kỳ nhờ thay đổi cơ cấu sản phẩm và tối ưu hóa hiệu quả vận hành.
- Ngoài ra, (1) PNJ dự kiến tiếp tục tăng trưởng số lượng cửa hàng từ 12CH-25CH, tận dụng khoảng trống thị phần tăng độ phủ; (2) công ty cũng kỳ vọng sẽ ra mắt mảng kinh doanh đời sống trong Q2/2025.

Tương tự như quan điểm của PNJ về (1) xu hướng phục hồi của nhu cầu tiêu dùng sẽ tiếp tục chậm và (2) nút thắt trong cơ chế quản lý và nguồn cung của ngành vàng vẫn chưa được giải quyết. **BSC đưa ra kỳ vọng DTT và LNST của PNJ trong năm 2025 đạt 33,285 tỷ VND (-12%YoY) và 2,407 tỷ VND (+14%YoY). EPS = 6,559 VND** – với giả định PNJ tiếp tục mở rộng thị phần và độ phủ CH (+17CH/446 CH) và biên lợi nhuận gộp cải thiện 3.61ppt nhờ cơ cấu ngành hàng và tối ưu hóa hoạt động sản xuất và tùy chỉnh các dòng sản phẩm phù hợp với nhu cầu thị trường và đảm bảo biên lợi nhuận tốt bù đắp cho chi phí nguyên liệu duy trì nền cao.

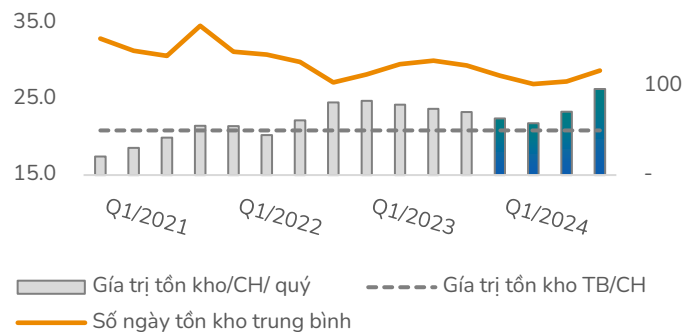
Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng (1) với quan điểm điều hành tập trung vào các sản phẩm có hàm lượng thiết kế cao hơn trong bối cảnh nguồn cung khan hiếm và (2) giá trị tồn kho hàng hóa và thành phẩm/CH của PNJ ở mức 26.3 tỷ VND – cao hơn mức trung bình 9T/2024 (22.5 tỷ VND) và tương ứng với giá trị trung bình giai đoạn 2020-2023 của PNJ (loại trừ yếu tố giá vàng tăng), thì PNJ vẫn có thể cân đối nguồn lực đảm bảo tăng trưởng doanh thu trong quý cao điểm đầu năm 2025.

Hình 1: Nút thắt ngành vàng chưa có dấu hiệu nới lỏng do diễn biến phức tạp của giá vàng và quy định quản lý.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 2: giá trị tồn kho của PNJ ở mức an toàn và đáp ứng đủ nhu cầu tăng trưởng trong giai đoạn cao điểm 2025



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

21/02/2025 – HSX: PNJ

KHUYẾN NGHỊ:	MUA
Giá mục tiêu:	111,500
Upside:	18%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	94,100
Cổ phiếu LH (Triệu):	338
Vốn hoá (Tỷ VND):	31,813
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.513
Sở hữu nước ngoài:	48.9%

KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC

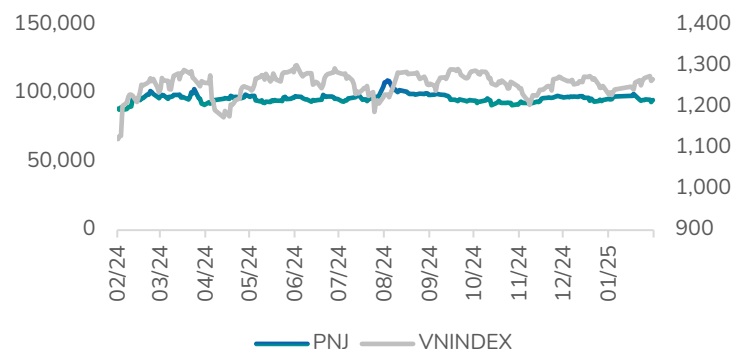
BSC đưa ra khuyến nghị MUA với cổ phiếu PNJ với mức giá mục tiêu năm 2025 là 111,500 VND/CP* (upside+18% so với giá đóng cửa ngày 13/2/2024), dựa trên kì vọng KQKD 2025 tích cực hơn bối cảnh chung (+14%YoY) và PE mục tiêu =17 lần – tương đương 0.25 lần độ lệch chuyển PE 5 năm của PNJ nhằm phản ánh kì vọng tăng trưởng trung hạn của PNJ.

Chúng tôi lưu ý rằng diễn biến KQKD và giá cổ phiếu có thể biến động so với ước tính của BSC, nhờ các thông tin như

- (1) Kế hoạch kinh doanh tích cực của năm 2025 và nhu cầu phục hồi có thể sớm hơn kì vọng;
- (2) Thông tin hỗ trợ từ chính sách liên quan đến hướng dẫn mới liên quan đến sửa đổi nghị định 24/2012/NĐ-CP về quản lý hoạt động kinh doanh vàng và diễn biến thuận lợi của giá vàng thế giới,...

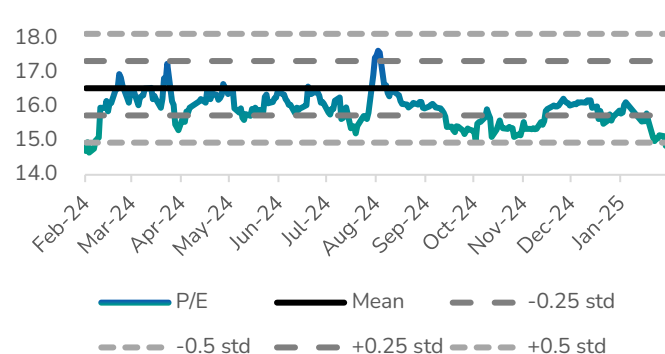
*Giá mục tiêu đã được điều chỉnh theo tỷ lệ thực hiện ESOP năm 2024

Hình 1: Giá cổ phiếu và VnIndex
VND/cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 2: Định giá P/E
Lần



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

21/02/2025 – HSX: PNJ

KHUYẾN NGHỊ:	MUA
Giá mục tiêu:	111,500
Upside:	18%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	94,100
Cổ phiếu LH (Triệu):	338
Vốn hoá (Tỷ VND):	31,813
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.513
Sở hữu nước ngoài:	48.9%

PHỤ LỤC: BẢNG TÓM TẮT KQKD QUÝ 4 VÀ CẢ NĂM 2024

	Q4/2024	Q4/2023	%YoY	2024	2023	%YoY
Doanh thu thuần	8,581	9,760	-12%	37,823	33,137	14.1%
Lãi gộp	1,791	1,751	2%	6,672	6,059	10.1%
Chi phí bán hàng	(705)	(763)	-8%	(3,207)	(2,836)	13.1%
Chi phí QLDN	(207)	(187)	11%	(795)	(694)	14.6%
Lợi nhuận HĐKD	878	801	10%	2,670	2,529	5.6%
Doanh thu tài chính	30	20	50%	78	97	-20.2%
Chi phí tài chính	(45)	(29)	54%	(96)	(142)	-32.6%
Thu nhập khác, ròng	0	4		(1)	5	-124.2%
LNTT	864	797	8%	2,651	2,489	6.5%
LNST	733	632	16%	2,115	1,971	7.3%
Chỉ số						
GPM	21%	18%	2.9 đpt	18%	18%	-0.6 đpt
SG&A/Rev	11%	10%	0.9 đpt	11%	11%	-0.1 đpt
Biên LN HĐKD	10%	8%	2.0 đpt	7%	8%	-0.6 đpt
Biên LNST	9%	6%	2.1 đpt	6%	6%	-0.4 đpt

Nguồn: BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

21/02/2025 – HSX: PNJ

KHUYẾN NGHỊ: **MUA**
 Giá mục tiêu: 111,500
 Upside: 18%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 94,100
 Cổ phiếu LH (Triệu): 338
 Vốn hoá (Tỷ VND): 31,813
 Thanh khoản 30n (Triệu): 0.513
 Sở hữu nước ngoài: 48.9%

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu
Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyễn Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Vĩ mô – Thị Trường
Khoabn@bsc.com.vn

Đỗ Thu Phương

P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Định lượng
Phuongdt@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Ngành – Doanh nghiệp
Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích
Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Bất Động Sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhpq@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp
Vietl@bsc.com.vn

Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích
Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích
Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích
Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích
Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích
Huytnt@bsc.com.vn

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

© 2025 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

