

Vàng bạc đá quý Phú Nhuận

Thách thức vẫn còn ở phía trước

Ngày 17/02, chúng tôi đã tham dự cuộc họp nhà đầu tư của PNJ để nghe trình bày về KQKD 4Q24. Sau đây là một số cập nhật đáng chú ý.

Doanh thu Trang sức bán lẻ tăng nhưng cầu vẫn còn yếu

- Trong 4Q24, PNJ ghi nhận doanh thu thuần đạt 8,581 tỷ đồng (-12,1%/n/n):
 - o **Doanh thu trang sức bán lẻ** (chiếm 71.2% tổng doanh thu) tăng lên 6,114 tỷ đồng (+8.1% svck). PNJ chia sẻ rằng nhu cầu tiêu dùng chung vẫn còn yếu do sức mua thấp. Trên thực tế, tăng trưởng doanh thu trang sức bán lẻ đã chậm lại nếu xét theo tháng (tăng trưởng âm trong 12/2024) (Biểu đồ 02). Chúng tôi ước tính rằng sản lượng có thể đã đi ngang hoặc giảm nhẹ svck. Trước những thách thức về việc nhập khẩu vàng nguyên liệu, PNJ đã ưu tiên các sản phẩm có hàm lượng vàng thấp hơn (qua đó có biên lợi nhuận gộp cao hơn), điều này cũng có thể đã góp phần làm cho tăng trưởng trang sức bán lẻ chậm lại.
 - o **Doanh số bán vàng 24K** (chiếm 16.1% tổng doanh thu) giảm xuống còn 1,386 tỷ đồng (-57.8% svck) từ mức nền cao trong 4Q23 (do cơn sốt vàng miếng) và can thiệp của NHNN cho phép 4 ngân hàng quốc doanh bán vàng 24K.
 - o **Doanh số bán buôn** (chiếm 11.7% tổng doanh thu) tăng vọt lên 1,004 tỷ đồng (+39.0% svck) do khách hàng của PNJ nhập khẩu nhiều hơn do NHNN siết chặt kiểm soát nguồn gốc vàng.
- Tính đến hết 4Q24, PNJ đang vận hành 429 cửa hàng (+11 CH svqt; +29 CH svđn). Trong năm 2025, PNJ dự kiến sẽ mở từ 12 – 25 CH tùy theo điều kiện thị trường.
- Cả năm 2024, PNJ ghi nhận doanh thu thuần đạt 37,823 tỷ đồng (+14.1% svck), hoàn thành 102% kế hoạch năm.

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
Doanh thu (tỷ đồng)	17,511	19,547	33,876	33,137	37,823
Tăng trưởng (% n/n)	3.0	11.6	73.3	(2.2)	14.1
LN hoạt động (tỷ đồng)	1,508	1,409	2,337	2,484	2,652
LN ròng (tỷ đồng)	1,069	1,029	1,810	1,971	2,115
EPS (đồng)	4,463	4,295	6,988	6,009	6,254
Tăng trưởng (% n/n)	(11.3)	(3.8)	62.7	(14)	4.1
EBITDA (tỷ đồng)	1,580	1,484	2,504	2,171	2,751
PE (x)	17.70	18.39	11.31	14.3	15.3
EV/EBITDA (x)	12.3	13.7	8.5	12.9	12.5
PB (x)	3.4	3.0	2.3	3.3	2.9
ROE (%)	21.8	18.3	25.1	21.6	20.1
Tỷ suất cổ tức (%)	3.5	2.5	1.5	2.1	0.6

Lưu ý: Lợi nhuận ròng, EPS và ROE dựa trên các số liệu được quy cho cổ đông kiểm soát

Khuyến nghị **Không xếp hạng**

Giá mục tiêu

Lợi nhuận

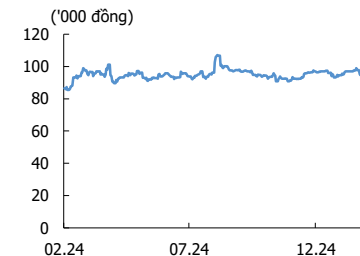
Thông kê

VNIndex (12/02, điểm)	1,278
Giá cp (12/02, đồng)	93,600
Vốn hóa (tỷ đồng)	31,628
SLCP lưu hành (triệu)	338
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	107,088/85,511
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	83
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	86.6/49.0
Cổ đông lớn (%)	
Dragon Capital	9.7
Sprucegrove	5.1
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund	3.8

Biến động giá cổ phiếu

	1M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	(1.1)	(2.6)	6.2
Tương đối với VNI (%đpt)	(3.4)	(5.6)	(1.4)

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng Phân Tích

Researchdept@kisvn.vn

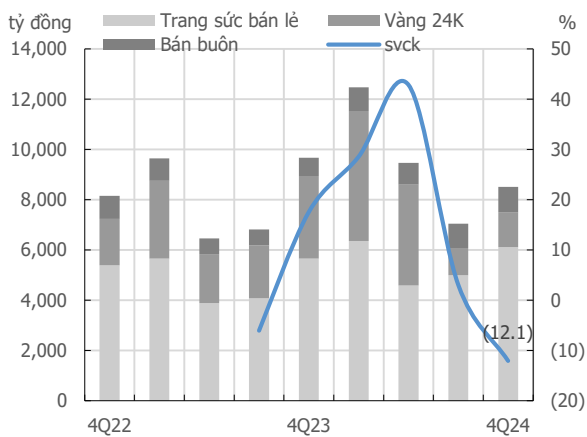
LNST tăng đóng góp bởi thay đổi cơ cấu sản phẩm

- Trong 4Q24, biên lợi nhuận gộp của PNJ tăng lên 20.9% (+2.9 đpt svck) do sự đóng góp cao hơn của Trang sức bán lẻ, trong khi tỷ lệ chi phí bán hàng và QLDN / doanh thu tăng nhẹ lên 10.6% (+0.9% đpt svck).
- LNST tăng lên 733 tỷ đồng (+15.2% svck) sau khi đã chạm đáy vào 3Q24 (-14.8% svck – do chi phí thuế bất thường) nhờ tăng tỷ trọng đóng góp của Trang sức bán lẻ và biên lợi nhuận gộp cao hơn (như đã giải thích).
- Cả năm 2024, PNJ ghi nhận LNST đạt 2,115 tỷ đồng (+7.3% svck), hoàn thành 101% kế hoạch năm.

1Q25F – 2025F: Triển vọng mảng Trang sức bán lẻ phụ thuộc nhiều vào giá vàng

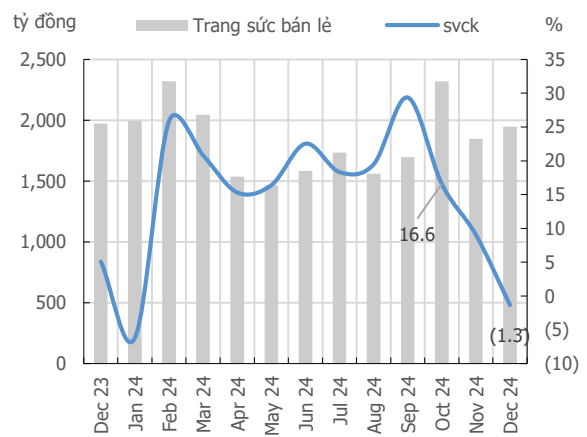
- Trong 1Q25, chúng tôi cho rằng PNJ có thể sẽ tiếp tục chứng kiến doanh thu giảm, chủ yếu là do mảng vàng 24K giảm mạnh. Đối với mảng Trang sức bán lẻ, chúng tôi cho rằng doanh thu sẽ phụ thuộc nhiều vào giá vàng và cơ cấu sản phẩm, trong khi sản lượng có thể sẽ tiếp tục đi ngang (do nhu cầu tiêu dùng vẫn yếu).
- Chúng tôi cho rằng LNST có thể sẽ tăng nhẹ nhờ cải thiện biên lợi nhuận gộp của Trang sức bán lẻ (từ các sản phẩm có hàm lượng vàng thấp hơn).

Biểu đồ 1. Doanh thu của PNJ giảm trong 4Q24 do giá vàng 24K giảm



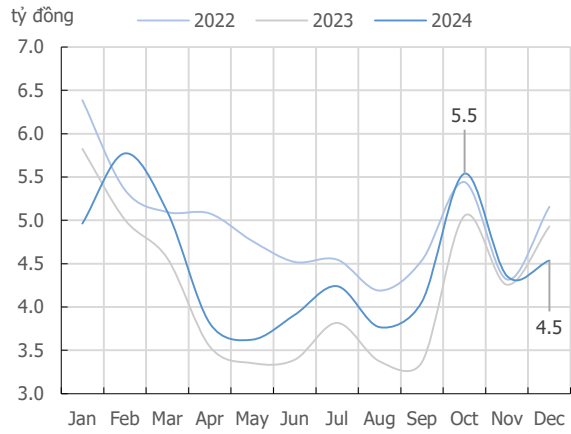
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Biểu đồ 2. Tốc độ tăng trưởng Trang sức bán lẻ của PNJ chậm lại theo tháng



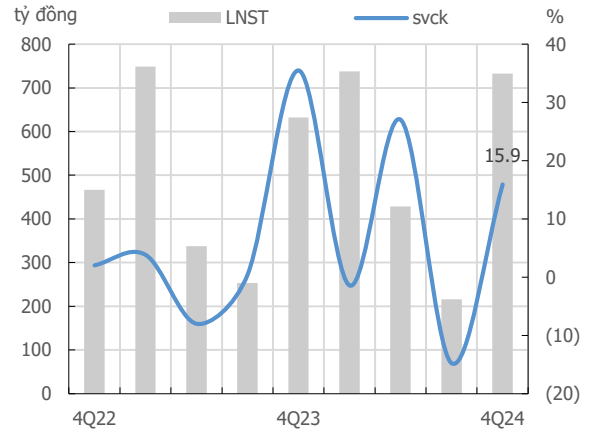
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Biểu đồ 3. Doanh thu trang sức bán lẻ / CH năm 2024 nhìn chung cao hơn năm 2023 nhưng vẫn thấp hơn năm 2022



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Biểu đồ 4. LNST của PNJ tăng vọt 15.9% trong 4Q24 sau khi chạm đáy vào 3Q24



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 19/02/2025.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 19/02/2025.

Người thực hiện: Phòng Phân Tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2025 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp.