

Ngành Bán lẻ

Báo cáo cập nhật

Tháng 2, 2025

Mã giao dịch: PNJ

Reuters: PNJ.HM

Bloomberg: PNJ VN

Tiếp tục mở rộng trong 2025. Giữ vững vị thế số một về bán lẻ trang sức

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **120.500**

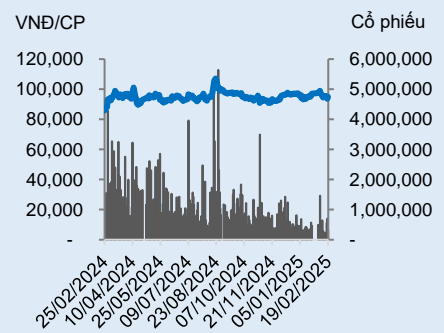
Giá thị trường (19/02/2025) 95.000

Lợi nhuận kỳ vọng +26,8%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	85.518-107.091
Vốn hóa	32.101 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	337.905.217
KLGD bình quân 10 ngày	517.425
% sở hữu nước ngoài	48,98%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,11%
Beta	0,52

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PNJ	-2,4%	0,6%	3,0%	-5,5%
VN-Index	1,5%	3,7%	5,9%	0,7%

Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú, CFA

(84 28) 3914 6888 ext. 258

phuts@bvsc.com.vn

KQKD 2024 phù hợp với kỳ vọng. PNJ công bố doanh thu 37.823 tỷ (+14,1% yoy) và lợi nhuận sau thuế 2.115 tỷ (+7,3% yoy) với một số điểm nhấn chính:

- **Mở rộng thị phần, doanh thu bán lẻ giữ đà tăng 2 chữ số.** Mạng bán lẻ trang sức ghi nhận tăng trưởng 10,7% yoy trong Q4 và 14,4% yoy trong cả năm. Đây là kết quả trong nỗ lực thay đổi cơ cấu sản phẩm, giới thiệu thêm nhiều dòng sản phẩm mới để thích ứng với sự thay đổi thị hiếu và điều kiện thị trường trang sức không thực sự thuận lợi. **Ngoài ra, PNJ cũng duy trì mở rộng mạng lưới,** tăng thêm 29 điểm bán so với cuối 2023, tiếp tục giữ vững vị trí là nhà bán lẻ trang sức lớn nhất với 429 cửa hàng (so với DOJI 180 – tính cả Diamond World; SJC 34).
- **Nguồn cung khan hiếm, giá vàng neo cao ảnh hưởng đến biên lợi nhuận.** Biên gộp cả năm ghi nhận ở mức 17,6% - giảm hơn 60 bps so với năm trước. Nếu loại bỏ tác động của mảng 24K biên thấp, chúng tôi ước tính biên gộp mảng Bán lẻ có thể đã giảm gần 100 bps. Tuy vậy, chúng tôi đã nhận thấy biên gộp bán lẻ, dù còn thấp hơn cùng kỳ, đã có sự phục hồi rõ nét trong Q4, ước tính hơn 450 bps QoQ, nhờ những nỗ lực đẩy mạnh trang sức (có hàm lượng vàng thấp hơn so với 24K, vàng miếng) và tiết giảm các chi phí liên quan tới tái chế.

Ban lãnh đạo có cái nhìn thận trọng về tiêu dùng trong 2025. PNJ kỳ vọng sức mua sẽ có dấu hiệu phục hồi rõ ràng hơn từ nửa sau 2025, hoặc từ 2026 ở kịch bản tiêu cực hơn.

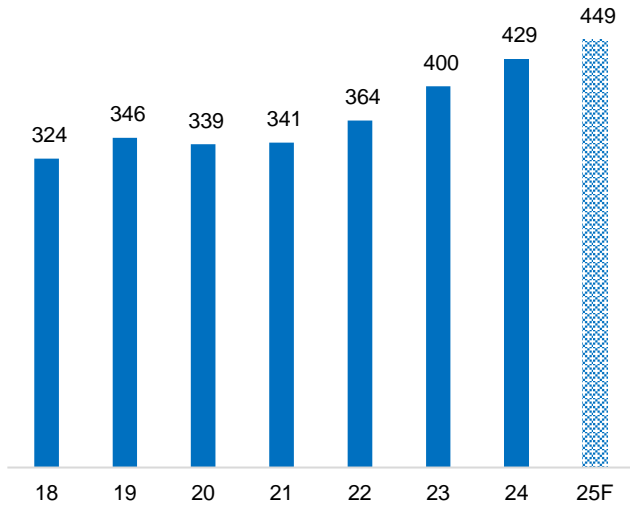
Tiếp tục mở rộng để giành lấy thị phần. Bất chấp những khó khăn chung, PNJ cho biết sẽ mở từ 12 đến 25 cửa hàng trong năm nay và tận dụng cơ hội các đối thủ đang thu hẹp quy mô. Thực tế, PNJ đang có sự tăng trưởng rất tốt tại thị trường miền Bắc, nhất là từ khi thị trường vàng được kiểm soát chặt chẽ hơn. **Công ty cũng cho biết đang có khởi đầu 2025 khá thuận lợi** khi doanh số bán lẻ vào ngày Thần Tài và Valentine tiếp tục đạt cột mốc kỷ lục mới.

Dự báo 2025. BVSC dự phóng doanh thu 32.650 tỷ (-13,9% yoy) và lợi nhuận sau thuế 2.400 tỷ (+13,5% yoy). Các giả định chính bao gồm:

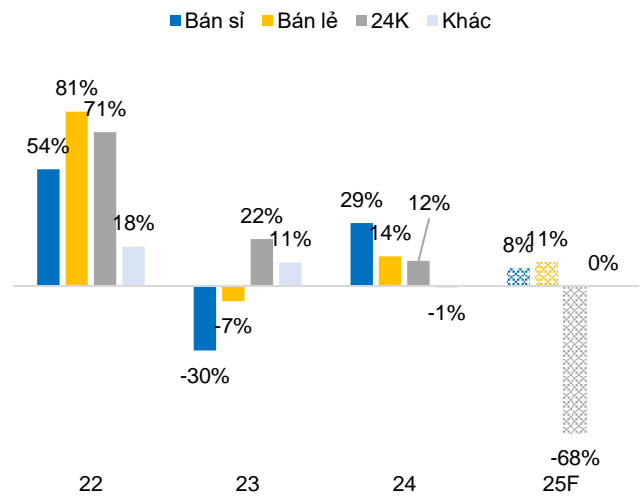
- Doanh thu tổng giảm mạnh do đóng góp từ 24K với biên lợi nhuận thấp giảm đi. Công ty dành nguồn lực nhiều hơn cho mảng Bán lẻ.
- Động lực tăng trưởng lợi nhuận chính sẽ đến từ mảng Bán lẻ, với dự báo doanh số tăng 10,8% yoy nhờ mở mới cửa hàng cũng như đẩy mạnh các sản phẩm Trang sức.
- Thận trọng về nguồn cung và giá vàng trong 2025 nhưng kỳ vọng biên Bán lẻ sẽ duy trì được mức ngang như Q4 2024, qua đó cả năm chỉ giảm nhẹ 30 bps. Biên gộp hợp nhất dự phóng ở mức 22%, tăng 435 bps yoy.
- Chi phí SG&A trên mỗi cửa hàng duy trì ổn định như 2024.

Khuyến nghị đầu tư. Dựa trên dự phóng 2025 của chúng tôi, PNJ đang giao dịch ở mức P/E 13,4 lần, thấp hơn đáng kể so với mức 17 lần của bình quân lịch sử từ 2018 cũng như của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực. Qua đó, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với PNJ, giá mục tiêu **120.500 đồng/cp**.

Duy trì mở rộng cửa hàng mạnh mẽ từ sau COVID, chủ động chiếm lấy thị phần

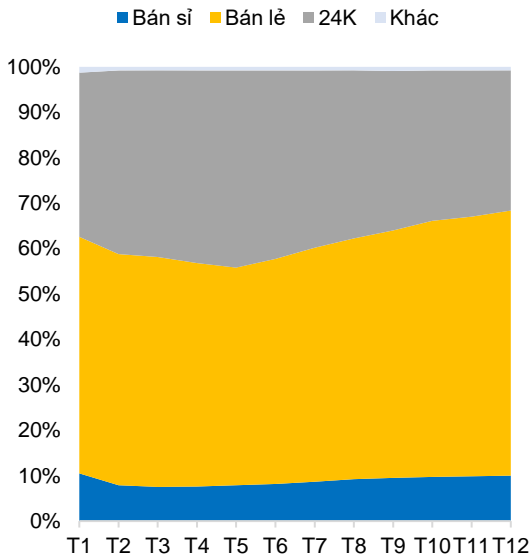


Bất chấp khó khăn về sức mua và nguồn nguyên liệu, doanh thu bán lẻ vẫn tăng trưởng 2 chữ số

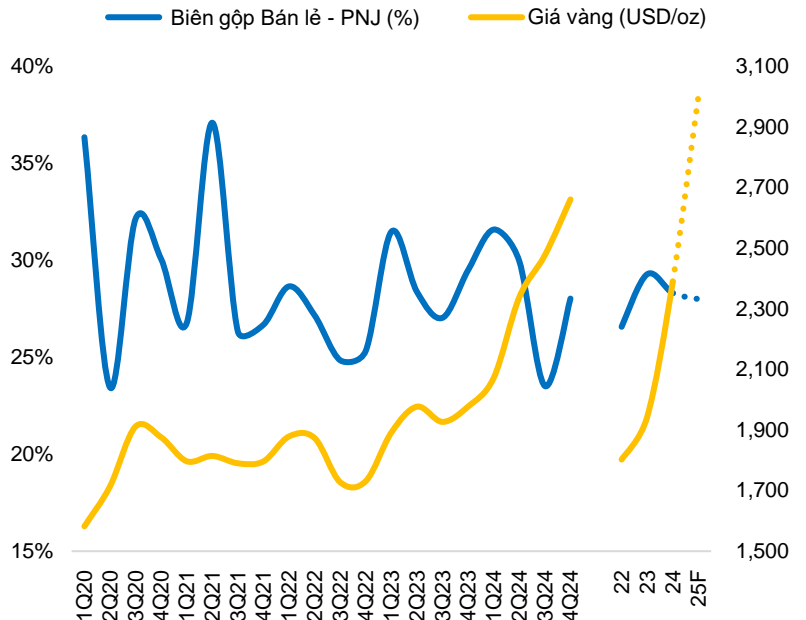


Nguồn: PNJ, BVSC dự báo

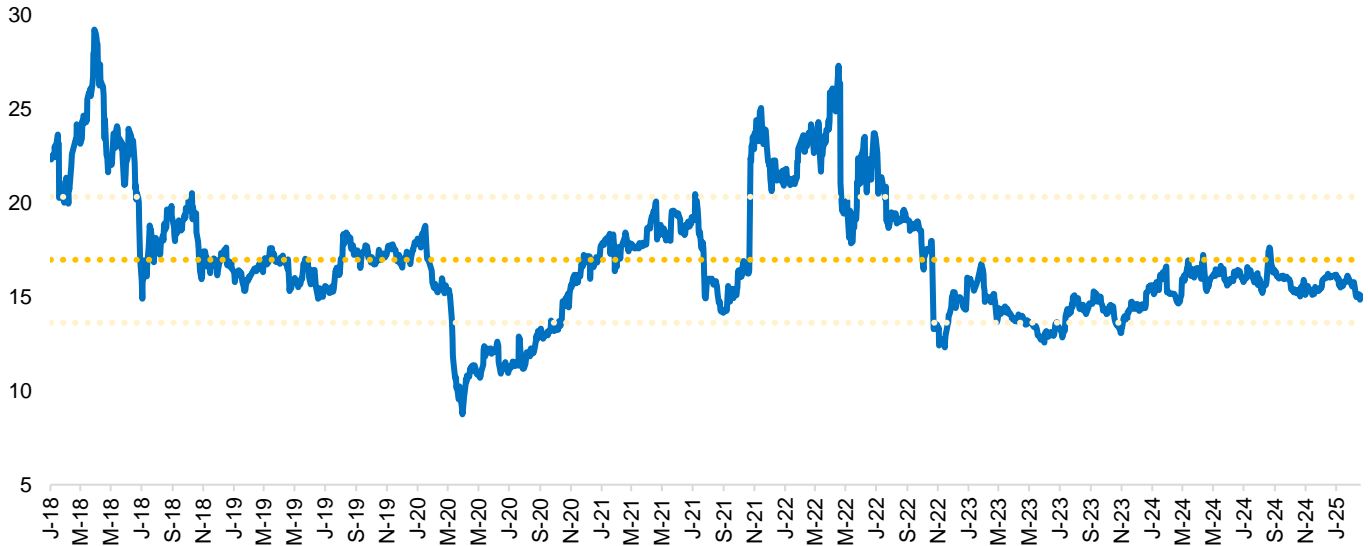
Tỷ trọng doanh thu 24K giảm mạnh về cuối năm do áp lực nguồn cung, ưu tiên đầu vào cho Bán lẻ



Nhờ nỗ lực kiểm soát chi phí, cơ cấu sản phẩm phù hợp, biên Bán lẻ Q4 đã có sự phục hồi đáng kể



Nguồn: PNJ, BVSC dự báo

P/E lịch sử từ 2018


Nguồn: Fiin

Các doanh nghiệp cùng ngành

Mã Bloomberg	Tên doanh nghiệp	Vốn hoá (triệu USD)	P/E (x)	Suất cổ tức (%)
Trung bình		2.552	17,1	5,7
PNJ VN Equity	PHU NHUAN JEWELRY JSC	1.258	15,5	2,1
1929 HK Equity	CHOW TAI FOOK JEWELLERY GROU	10.146	17,6	6,3
590 HK Equity	LUK FOOK HOLDINGS INTL LTD	1.120	6,9	8,0
116 HK Equity	CHOW SANG SANG HLDG	587	6,3	8,1
002867 CH Equity	CHOW TAI SENG JEWELLERY CO-A	1.858	12,4	7,7
002574 CH Equity	ZHEJIANG MING JEWELRY CO-A	343	43,8	2,1

Nguồn: Bloomberg

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	33.876	33.137	37.823	32.560
Giá vốn	(27.949)	(27.078)	(31.152)	(25.401)
Lợi nhuận gộp	5.927	6.059	6.672	7.159
Doanh thu tài chính	54	98	77	178
Chi phí tài chính	(141)	(143)	(95)	(140)
Lợi nhuận sau thuế	1.811	1.971	2.115	2.400

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025F
Tiền & khoản tương đương tiền	880	896	1.123	2.598
Các khoản phải thu ngắn hạn	301	215	401	345
Hàng tồn kho	10.506	10.941	13.013	11.202
Tài sản cố định hữu hình	882	883	857	805
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	4	4	4
Tổng tài sản	13.337	14.428	17.207	18.069
Nợ ngắn hạn	4.883	4.612	5.940	5.066
Nợ dài hạn	10	9	11	11
Vốn chủ sở hữu	8.444	9.806	11.257	12.992
Tổng nguồn vốn	13.337	14.428	17.207	18.069

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2022	2023	2024	2025F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	73%	-2%	14%	-14%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	76%	9%	7%	13%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	17%	18%	18%	22%
Lợi nhuận thuần biên	5%	6%	6%	7%
ROA	14%	14%	12%	13%
ROE	21%	20%	19%	18%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	26%	20%	17%	19%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	45%	32%	24%	30%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	4.981	5.422	5.817	6.601
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.322	25.731	29.881	34.302

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trương Sỹ Phú** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định

Định nghĩa

OUTPERFORM

Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%

NEUTRAL

Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%

UNDERPERFORM

Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng, CFA

Ngân hàng, Bảo hiểm
hoangnd@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú, CFA

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Khu công nghiệp
thaotp@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép
minhtn@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng
anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Việt Dân

Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không
dannv@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương, CFA

Năng lượng, Chứng khoán, Cao su, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng
dunglnt@bvsc.com.vn

Nguyễn Đăng Thành

Dầu khí, Hàng không
thanhd@bvsc.com.vn

Nguyễn Minh Khôi

Vật liệu xây dựng
khoim@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888