

## CÔNG TY CỔ PHẦN VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN – HOSE: PNJ

Ngành Hàng cá nhân

XẾP HẠNG 12 THÁNG

MUA

Giá mục tiêu 12 tháng	116.500đ
Vùng giá khuyến nghị	88.000đ - 91.000đ
Lợi nhuận kỳ vọng	27% - 32%
Giá đóng cửa 19/04/2024	91.500đ

### THÔNG TIN GIAO DỊCH

KLGD TB 52 tuần	892,533
Khối lượng lưu hành	334,559,621
Biên độ 52 tuần	68,600 đ - 100,900 đ
Vốn hóa doanh nghiệp (tỷ VND)	33,121,40
Beta	0,95

## PNJ – Vị thế dẫn đầu liên tục chiếm thị phần.

PNJ sở hữu 401 cửa hàng bán lẻ trang sức rộng khắp cả nước (tính đến cuối 31/03/2024), vượt trội so với các công ty cùng ngành. PNJ chiếm khoảng 55% thị phần trang sức thương hiệu với tệp khách hàng từ trung đến cao cấp. **Chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ chiếm thêm thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ nhờ xu hướng người tiêu dùng chuyển sang ưa chuộng trang sức có thương hiệu**

Theo báo cáo Xu hướng Nhu cầu vàng của World Gold Council, Việt Nam đứng trong top 10 thị trường tiêu thụ vàng toàn cầu và là thị trường lớn nhất Đông Nam Á với quy mô tiêu thụ đạt khoảng 55,5 tấn vàng trong năm 2023 tập trung chủ yếu vào vàng miếng, vàng trang sức chiếm số lượng nhỏ khoảng 16,1 tấn. Tuy nhiên, với sự phát triển kinh tế và sự gia tăng tầng lớp trung – thượng lưu nhanh chóng. **Chúng tôi kỳ vọng yếu tố này là động lực tăng trưởng và chuyển dịch từ mua vàng có thương hiệu hơn việc mua từ các cửa hàng nhỏ lẻ không thương hiệu.**

**Trong ngắn hạn, nhu cầu cổ phiếu PNJ có thể tốt hơn** do Công ty được tăng tỉ trọng trong chỉ số VNDiamond Index sau khi MWG bị loại khỏi rổ chỉ số này.

### Định giá

Với phương pháp chiết khấu dòng tiền, bên cạnh các kỳ vọng về kết quả hoạt động kinh doanh của Công ty, chúng tôi có thực hiện thêm một số giả định chúng tôi khuyến MUA đối với PNJ

### Rủi ro

- Sức mua của người tiêu dùng phục hồi chậm hơn dự kiến
- Các đối thủ cạnh tranh thành công trong việc tăng cường sự hiện diện trong lĩnh vực bán lẻ trang sức
- Biến động giá vàng tác động đến giá vốn hàng bán, biên lợi nhuận của PNJ.

### BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU PNJ



Đơn vị: Tỷ đồng	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	34,164	33,482	36,710	39,957
LN trước lãi thuế và KH	2,504	2,610	3,017	3,121
Lợi nhuận sau thuế	1,811	1,971	2,316	2,454
PE	16.0	15.6	21.3	21.3
PB	3.5	3.0	3.1	3.1
PS	0.9	0.9	0.6	0.6
ROA (%)	25.0%	21.6%	22.0%	20.4%
ROE (%)	15.1%	14.2%	15.2%	14.3%
Nợ/Vốn CSH (%)	31.8%	24.3%	19.5%	21.2%

### Chuyên viên phân tích

Nguyễn Phương Trinh

trinhnp@vpbanks.com.vn

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1/2024 – Báo cáo ĐHCĐ

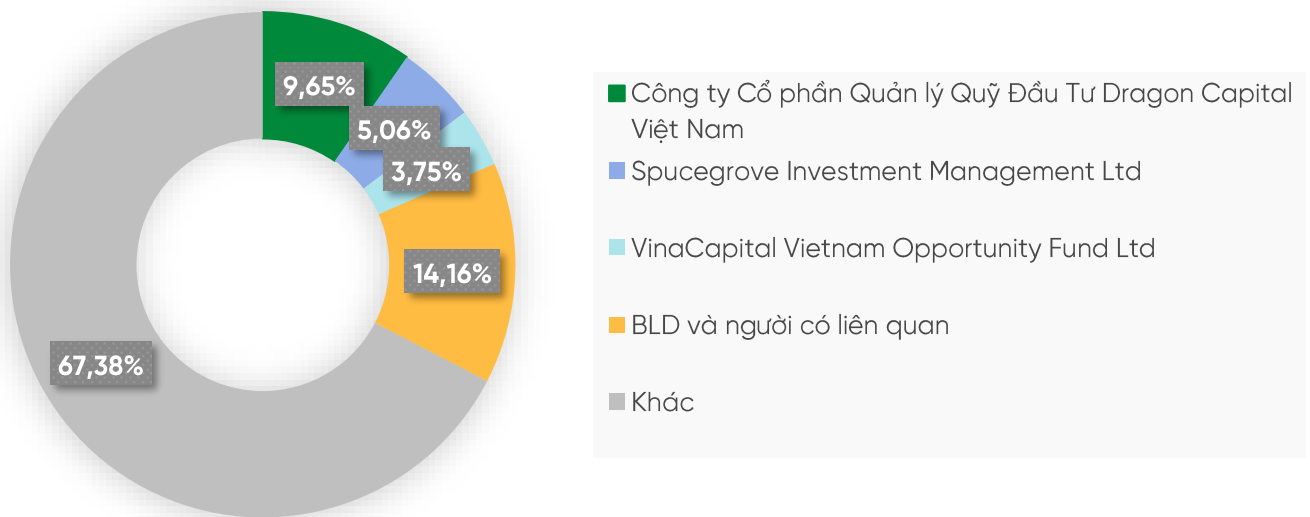
- Theo tài liệu họp Đại hội đồng cổ đông thường niên 2024, Công ty cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) đặt mục tiêu doanh thu 37.147 tỷ đồng, tăng trưởng 12% so với năm 2023. Chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế dự kiến tăng 6% lên 2.089 tỷ đồng, đều là các con số kỷ lục nếu đạt được. Theo ban lãnh đạo chia sẻ chênh lệch giữa mục tiêu tăng trưởng doanh thu và tăng trưởng lợi nhuận đến từ tăng trưởng doanh thu cao của mảng kinh doanh vàng miếng vốn có biên lợi nhuận thấp, đến từ nhu cầu đầu tư của người tiêu dùng trong bối cảnh giá vàng tăng mạnh gần đây.
- Lãnh đạo doanh nghiệp đánh giá bức tranh kinh tế vĩ mô còn đối mặt với nhiều khó khăn. Việt Nam cũng gặp nhiều thách thức khi là một nền kinh tế có độ mở lớn, hoạt động bán lẻ tiêu dùng, sức mua chung có thể chưa phục hồi như kỳ vọng trong năm nay.
- Theo ước tính của Ban lãnh đạo PNJ: đóng góp doanh thu của thị trường miền Bắc tăng từ 8%-9% lên 12%-13,5% khoảng 1,5 lần do khách hàng trẻ địa phương đã quen thuộc và ngày càng đánh giá cao hình ảnh thương hiệu của PNJ.
- Kế hoạch khác cho năm 2024: Trong năm 2024, ban lãnh đạo đặt mục tiêu phát triển dòng sản phẩm mới trong lĩnh vực lifestyle, mở rộng tệp khách hàng ở các đô thị loại 2, 3 và tối ưu hiệu quả hoạt động trên mỗi m<sup>2</sup> diện tích cửa hàng.
- Công ty muốn tối ưu hóa doanh thu tại các cửa hàng, tối ưu chi phí vận hành; đầu tư cho công nghệ và chuyển đổi số, làm mới trải nghiệm và thử nghiệm các mô hình tiếp cận khách hàng hiện đại, thúc đẩy các tiêu chí ESG...
- Năm ngoái, PNJ là một trong số ít các công ty bán lẻ vẫn giữ được đà tăng trưởng trong lợi nhuận. Dù doanh thu giảm nhẹ 2% còn 33.137 tỷ đồng nhưng lãi sau thuế vẫn tăng gần 9% lên mức kỷ lục 1.971 tỷ đồng, nhờ chuyển dịch cơ cấu dòng hàng để cải thiện biên lợi nhuận.
- Năm qua công ty cũng đã mở thêm được 48 cửa hàng, nâng tổ số lên 400 vào cuối 2023. Trong quý 1/2024, công ty tiếp tục mở thêm 3 cửa hàng và đóng 2 cửa hàng nâng tổng số lên 401.
- Thị trường trang sức Việt Nam còn nhiều tiềm năng tăng trưởng ở những khu vực nhất định. Theo báo cáo World Gold Council 2023, trung bình một người dân Việt Nam mua 0,15 gram vàng trang sức mỗi năm, thấp hơn nhiều so với một số nước khác như UAE 4,2 gram, Singapore 1,2 gram, Trung Quốc 0,47 gram, Ấn Độ 0,39 gram và Malaysia 0,33 gram.
- Công ty chủ động phát triển mô hình shop-in-shop (SiS) cho các nhãn hàng mới trong hệ sinh thái của PNJ để khai thác tối đa điểm chạm với các nhóm khách hàng khác nhau, đồng thời tối ưu hóa diện tích cửa hàng. Trong năm 2023, Công ty chuyển đổi mô hình kinh doanh của 3 cửa hàng độc lập PNJ Watch và 2 cửa hàng PNJ Art sang cửa hàng SiS.
- Theo báo cáo kinh doanh Quý 1 năm 2024, công ty ghi nhận doanh thu thuần tăng 28,6% svck đạt 12.594 tỷ đồng dù sức mua vẫn còn khiêm tốn. Lợi nhuận sau thuế đạt 738 tỷ đồng (-1,4% svck), giảm nhẹ so với mức kỷ lục cùng kỳ năm 2023
- Cổ đông thông qua kế hoạch ESOP cho năm tài chính 2024 và kế hoạch thưởng bằng tiền mặt của PNJ: Phát hành cổ phiếu với giá 20.000 đồng/cổ phiếu (thị giá hiện tại gần 100.000 đồng) với thời gian hạn chế chuyển nhượng là 3 năm, sau mỗi năm sẽ có 30% số lượng cổ phiếu được tự do chuyển nhượng.

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### Thông tin doanh nghiệp

- PNJ là công ty dẫn đầu thị trường trang sức bán lẻ có thương hiệu tại Việt Nam với mặt hàng chất lượng cao và kiểu dáng đa dạng. PNJ cung cấp ra thị trường các sản phẩm trang sức vàng, bạc, kim cương. Ngoài ra, công ty còn kinh doanh vàng 24K và gia công trang sức cho khách hàng lớn trong nước
- PNJ có lợi thế cạnh tranh lớn về năng lực sản xuất khi sở hữu 2 nhà máy lớn ở Long Hậu và Gò Vấp với công suất khoảng hơn 4 triệu sản phẩm/năm.
- Tính đến tháng 2/2024, PNJ sở hữu hơn 402 cửa hàng tại 55/63 tỉnh thành, hệ thống bán hàng Omnichannel thông qua website và ứng dụng di động mang đến cho khách hàng trải nghiệm tốt hơn với các chương trình khuyến mãi và chăm sóc khách hàng thường xuyên.

### Cơ cấu cổ đông



PNJ có 3 cổ đông lớn là Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Đầu Tư Dragon Capital Việt Nam (9,65%), Spucegrove Investment Management Ltd (5,06%), VinaCapital Vietnam Opportunity Fund Ltd (3,75%). Cổ đông nước ngoài chiếm 49%.

### Cơ cấu công ty

Tên Công Ty	Lĩnh Vực Kinh Doanh
Công ty TNHH MTV Giám định PNJ	Giám định Kim cương, Đá Quý, Vàng...
Công ty TNHH MTV Cao	Chế tác và Kinh doanh trang sức cao cấp
Công ty TNHH MTV Chế Tác Và Kinh Doanh Trang Sức PNJ	Chế tác và Kinh doanh trang sức cao cấp

## TỔNG QUAN NGÀNH

### SƠ LƯỢC THỊ TRƯỜNG VÀNG THẾ GIỚI

Theo trang Forex Suggest (\*), thị trường vàng toàn cầu đã phục hồi ấn tượng sau hai năm liên tiếp suy giảm do đại dịch Covid. Hiện tại, thị trường khai thác và đầu tư vàng có vốn hóa khoảng 13,2 nghìn tỷ USD. Nghiên cứu của Forex Suggest phân tích dữ liệu của World Gold Council (WGC) về dự trữ vàng của các NHTW, nhu cầu vàng trang sức và giá trị nắm giữ các ETF vàng của nhà đầu tư cũng như nhu cầu vàng trên đầu người tại các nền kinh tế trên thế giới.

(\* công ty môi giới tài chính Forex Suggest, có trụ sở tại Luxembourg)

Quốc Gia	Khu Vực	Dự trữ của NHTW (Tấn)	Nắm giữ vàng ETF (Tấn)	Nhu cầu vàng ETF (Tấn)	Nhu cầu vàng trên đầu người (Gram)	Điểm vàng của quốc gia (/10)
Mỹ	Bắc Mỹ	8.133.0	1.667.0	10.5	0.8	8.9
Đức	Tây Âu	3.354.0	401.0	(12.4)	2.3	6.8
Thụy Sĩ	Tây Âu	1.040.0	341.0	(11.2)	5.6	6.6
Thổ Nhĩ Kỳ	Trung & Đông Âu	571.0	4.8	3.6	1.4	5.9
Italy	Tây Âu	2.451.0	8.4	2.0	0.3	5.4
Trung Quốc	Đông Á	2.068.0	50.6	(0.8)	0.6	5.1
Saudi Arabia	Trung Đông & Bắc Phi	323.0	0.2	-	1.4	4.8
Nhật Bản	Đông Á	845.0	26.1	0.9	0.0	4.7
Canada	Bắc Mỹ	-	69.5	(0.1)	0.7	4.5
Pháp	Tây Âu	2.436.0	69.0	(2.5)	0.3	4.4

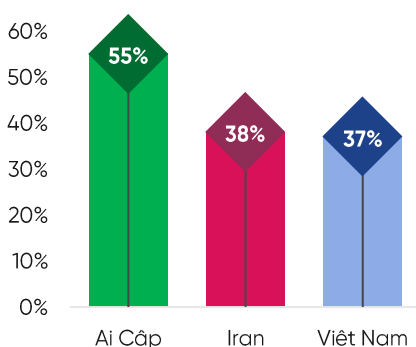
Nguồn: World Gold Council (WGC)

Theo nghiên cứu này, Mỹ là quốc gia đứng đầu thế giới về đầu tư và nhu cầu vàng với điểm vàng đạt 8,93/10 điểm trong xếp hạng gồm 17 quốc gia. Quốc gia này có dự trữ vàng của NHTW và lượng nắm giữ vàng ETF lớn nhất thế giới lần lượt 8.133 tấn và 1.667 tấn. Nhu cầu vàng của người Mỹ cũng tăng lên nhanh chóng qua thời gian. Theo CNBC, nhu cầu vàng thô và xu vàng của nước này đã tăng thêm 5% trong năm 2022 lên 302 tấn. Nhu cầu vàng trên đầu người của Mỹ là 0,75 gram/người.

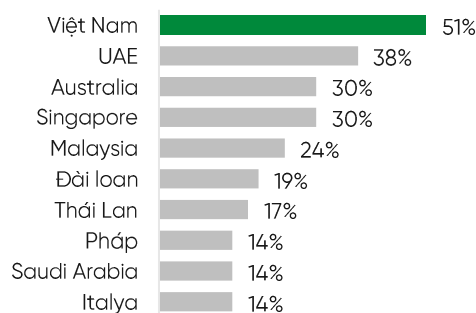
Xét về sản lượng khai thác vàng, Trung Quốc đã đạt tổng sản lượng hơn 330 tấn trong năm 2022. Từ năm 2007, quốc gia này đã thay thế vị trí dẫn đầu trước đó của Nam Phi trong suốt 101 năm, kể từ năm 1905. Cùng đứng thứ hai thế giới về sản lượng khai thác vàng năm 2022 là Nga và Australia với sản lượng 320 tấn mỗi nước.

### SƠ LƯỢC THỊ TRƯỜNG VÀNG TRONG NƯỚC

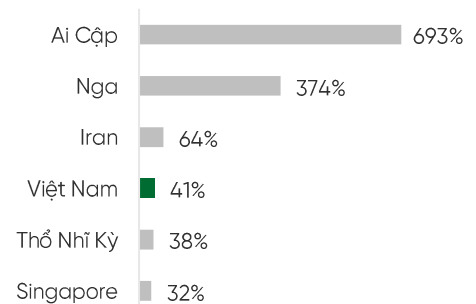
Top 3 Quốc Gia có mức tăng nhu cầu vàng chung năm 2022



Quốc Gia Có Nhu Cầu Vàng Trang Sức Tăng Mạnh Nhất Thế Giới Năm 2022



Quốc Gia Có Nhu Cầu Vàng Thỏi, Xu Tăng Mạnh Nhất Thế Giới Năm 2022



Nguồn: Forex Suggest

Về mức tăng nhu cầu vàng nói chung, Việt Nam đứng thứ ba thế giới trong năm 2022 với 37% svck, theo sau Ai Cập (55%) và Iran (38%). Sau đợt sụt giảm 2020-2021 do Covid-19, doanh thu vàng vẫn tăng mạnh vào cuối năm 2022 khi kinh tế Việt Nam phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch và niềm tin của người tiêu dùng đã tăng lên đi cùng với sự gia tăng tâm lý tích trữ vàng của người tiêu dùng, đây là những yếu tố giúp tăng nhu cầu vàng của năm này.

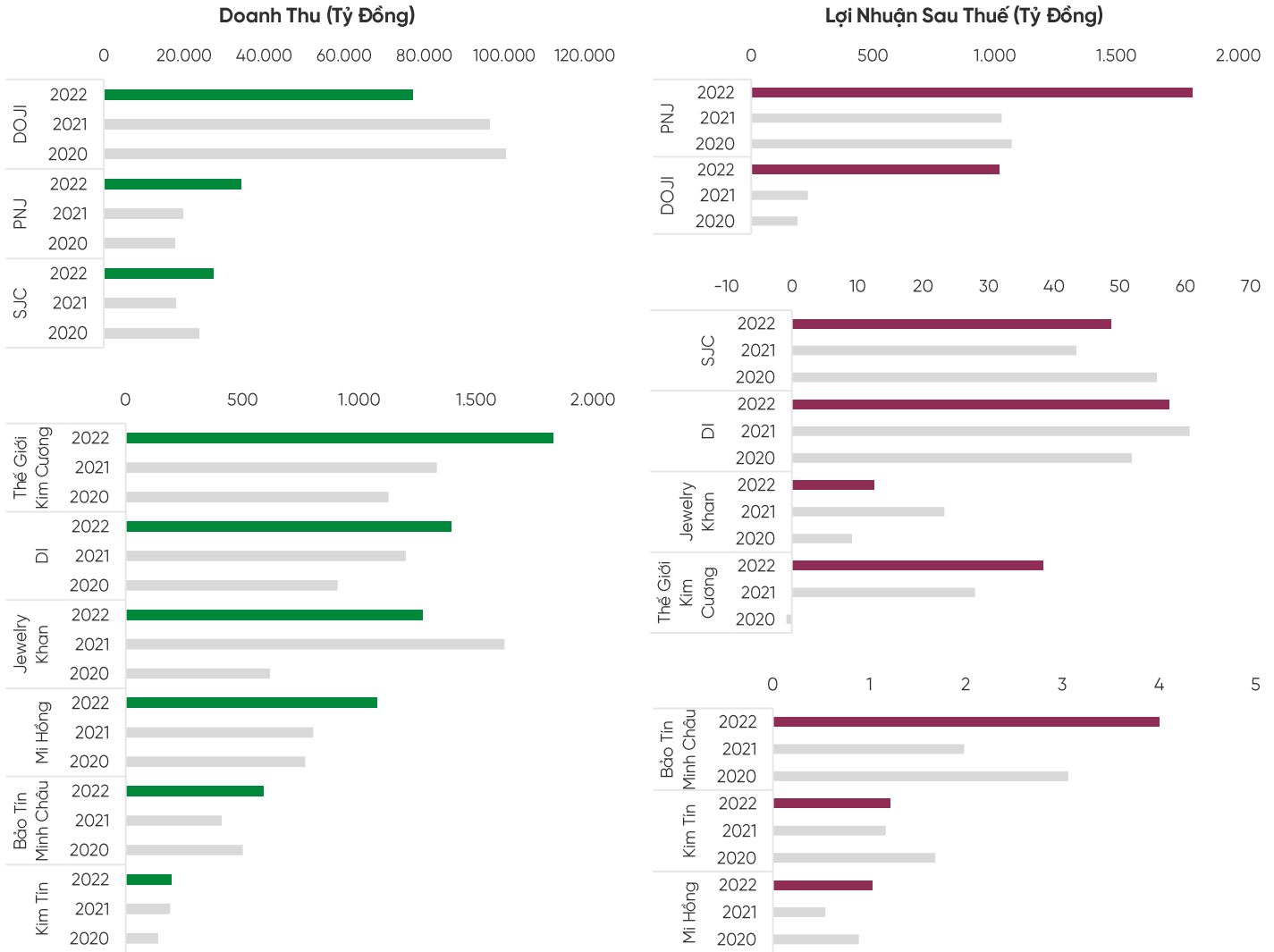
Theo nghiên cứu mới đây của Forex Suggest, nhu cầu vàng trang sức tại Việt Nam đã bắt đầu tăng nhanh kể từ năm 2005 và Việt Nam là quốc gia có nhu cầu vàng trang sức tăng mạnh nhất thế giới trong năm 2022, với mức tăng 51% so với năm 2021. Theo sau Việt Nam là Các tiểu vương quốc Ả Rập thống nhất (UAE) và Australia với mức tăng lần lượt là 38% và 30%

Xét về mức tăng nhu cầu vàng thỏi và xu vàng, Việt Nam đứng thứ 4 thế giới với 41%, sau Ai Cập (693%), Nga (374%), Iran (64%).

## TỔNG QUAN NGÀNH

## CÁC DOANH NGHIỆP VÀNG TRONG NƯỚC

## Kết Quả Kinh Doanh 2020 - 2022



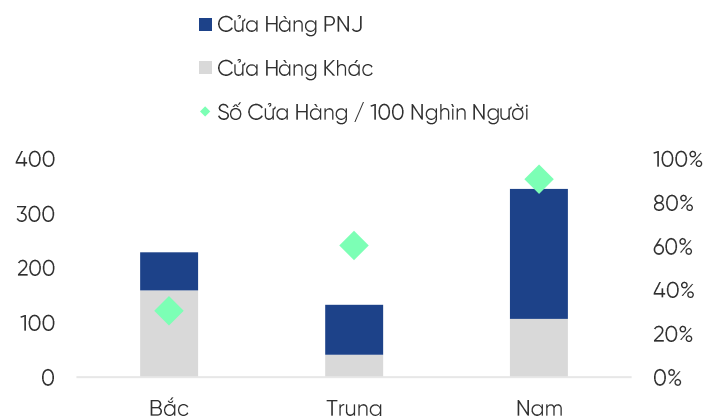
Năm 2022	PNJ	DOJI	SJC	DI	Jewelry Khan	Thế Giới Kim Cương	Bảo Tín Minh Châu	Kim Tín	Mi Hồng
Biên LN Ròng (%)	5.3%	1.3%	0.2%	4.1%	1.0%	2.1%	0.7%	0.6%	0.1%
<b>Trung Bình</b>	<b>1,7%</b>								

Nguồn: Forex Suggest, VPBS

## Kênh Phân Phối Của Các Doanh Nghiệp

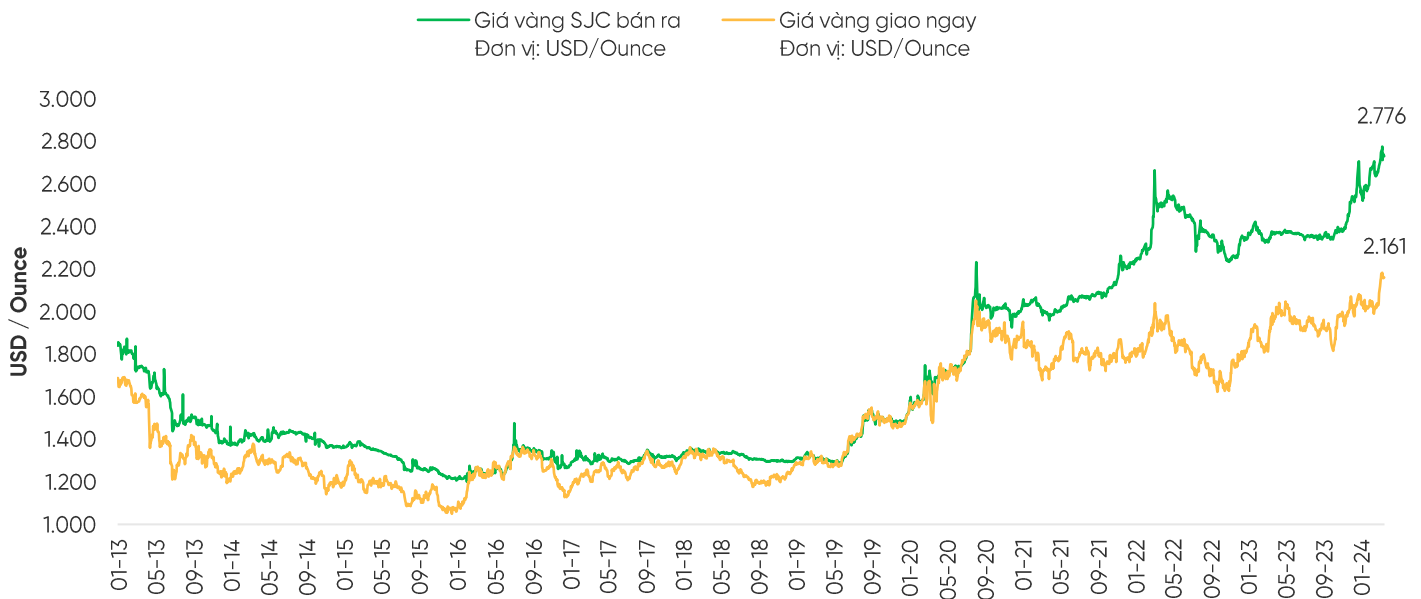
Tên Công Ty	Kênh Phân Phối
Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)	400 cửa hàng và 3.000+ kênh phân phối
Vàng bạc Đá quý DOJI (DOJI)	200+ cửa hàng và 400+ nhà phân phối
Bảo Tín Minh Châu	3 cửa hàng và 200+ nhà phân phối
Vàng Bạc Đá Quý Sài Gòn (SJC)	200+ cửa hàng và 40+ nhà phân phối
Thế giới Kim cương (TGKK)	100+ cửa hàng

## Số Cửa Hàng Theo Vùng Của Các Doanh Nghiệp



## GIÁ VÀNG QUỐC TẾ VÀ TRONG NƯỚC

### Tình Hình Giá Vàng Trong Nước Và Quốc Tế



#### Thực trạng giá vàng trong nước hiện tại:

Việc ban hành Nghị định số 24/2012/NĐ-CP nhằm hạn chế tình trạng "vàng hóa" đã quy định nhà nước là cơ quan độc quyền sản xuất vàng miếng, độc quyền trong quản lý xuất nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất vàng miếng. Trong những năm qua, hầu như nhà nước lấy một thương hiệu vàng SJC là thương hiệu vàng quốc gia, tuy nhiên trên thực tế hầu như không sản xuất thêm vàng miếng và gần như không thể nhập khẩu vàng miếng để bảo hộ tỷ giá.

Trong khi đó, người dân luôn có nhu cầu tích lũy vàng miếng và sẽ ưu tiên vàng có thương hiệu quốc gia để đảm bảo độ tin cậy cao, từ đó giá vàng quốc tế và trong nước đã bắt đầu xuất hiện sự chênh lệch và ngày càng rõ rệt hơn qua thời gian, cụ thể hiện tại mức chênh lệch giữa vàng SJC và quốc tế đã lên đến khoảng 30%. Việc này đang gây ra những hệ lụy như những người có nhu cầu sở hữu vàng phải mua với một cái giá rất cao; không bình đẳng giữa những vàng miếng như nhau đồng thời sinh lợi cho việc nhập lậu vàng dẫn đến các áp lực lên tỷ giá.

#### Các đề xuất hiện tại và hệ quả:

Hiện tại, các cơ quan chuyên ngành cùng với các chuyên gia trong thị trường tài chính đều bày tỏ sự đồng tình rằng hiện tại mục tiêu "chống vàng hóa" đã thành công và đề xuất bỏ cơ chế Nhà nước độc quyền sản xuất vàng miếng

Trong đó có quy định Nhà nước độc quyền vàng miếng SJC và thực hiện cấp phép sản xuất vàng miếng cho một số doanh nghiệp đáp ứng đủ điều kiện. Cụ thể, Hiệp hội Kinh doanh vàng Việt Nam kiến nghị hiện tại sẽ thử nghiệm đối với 3 doanh nghiệp lớn nhất ngành gồm PNJ, SJC, và DOJI được phép nhập khẩu 1.500 kg/vàng nguyên liệu/năm để chế tác nữ trang. Số lượng này thực chất là không lớn khi so sánh với tổng nhu cầu nữ trang hiện tại lên đến 20 tấn/năm.

Các tác động tích cực khi đề xuất được thông qua có thể nói đến:

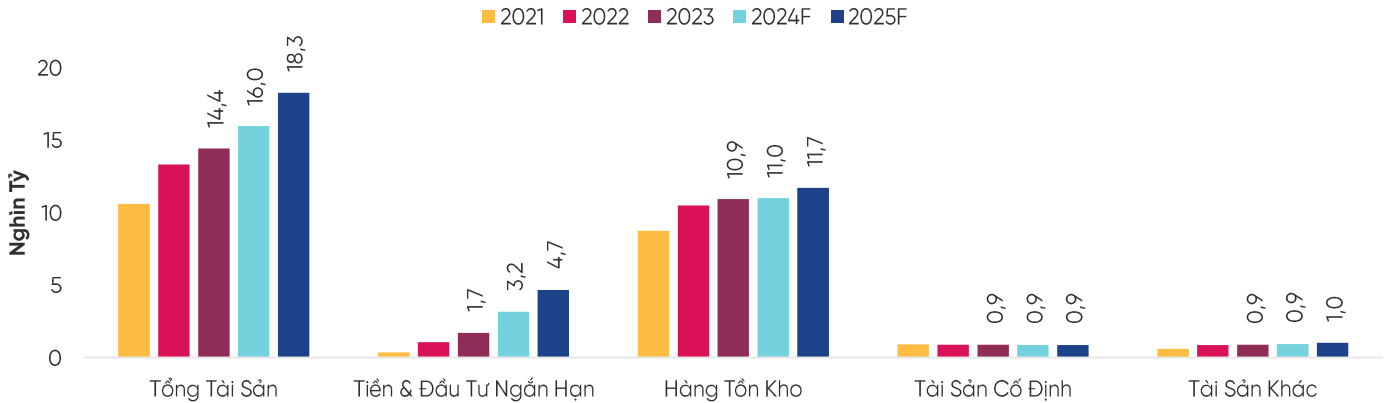
- (1) Giảm chênh lệch giữa giá vàng quốc tế và trong nước, từ đó giảm việc nhập lậu vàng và ổn định tỷ giá.
- (2) Việc giảm giá vàng sẽ giúp các doanh nghiệp vàng giảm chi phí đầu vào, nâng cao lợi nhuận.
- (3) Cho phép các doanh nghiệp vàng sản xuất vàng miếng của riêng họ, giúp thị trường vàng trở nên phong phú và sôi động hơn.



## CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

### TÌNH HÌNH TÀI SẢN

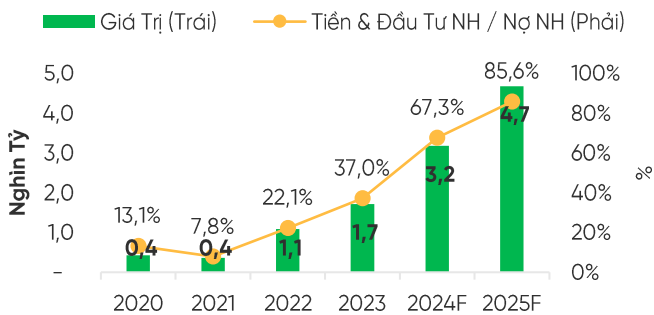
Tình Hình Tài Sản



- Tổng tài sản trong năm 2023 của PNJ đạt 14,4 nghìn tỷ, tăng trưởng 8,2% so với năm 2022 với tỷ lệ tăng trưởng kép bình quân hằng năm (CAGR) đạt 19,4% năm trong giai đoạn 2020 – 2023. Ngoài ra, do công ty hoạt động đặc thù trong ngành bán lẻ trang sức mang tính giá trị cao, cơ cấu tài sản của công ty chiếm tỷ trọng cao là tiền & các khoản đầu tư ngắn hạn cũng với hàng tồn kho lên đến 88%. Sang năm 2024 và 2025, chúng tôi dự phóng tổng tài sản sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ 11,1%/năm và đạt lần lượt 16 nghìn tỷ và 18,3 nghìn tỷ.

### Tiền Và Các Khoản Đầu Tư Ngắn Hạn

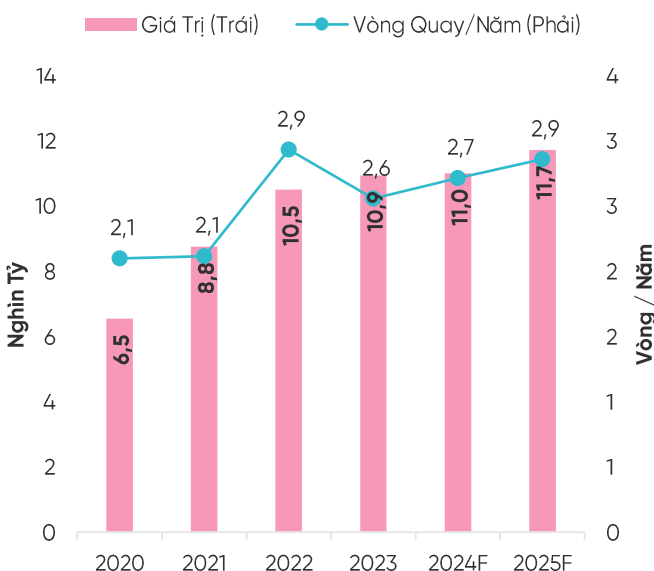
Tiền Và Đầu Tư Ngắn Hạn



- Với đặc thù ngành bán lẻ, tình hình thanh khoản của công ty luôn được đảm bảo. Cụ thể tỷ lệ tiền và ĐTNH / Nợ NH của Công ty đã tăng từ 13,1% năm 2020 lên đến 37% năm 2023, chúng tôi kỳ vọng rằng tỷ lệ này sẽ tiếp tục gia tăng trong tương lai nhờ vào điều kiện kinh doanh thuận lợi của năm 2024 – 2025 và PNJ cũng không phụ thuộc vào vay nợ ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động do dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của Công ty luôn ở mức tích cực. Giá trị tiền và ĐTNH trong năm 2024 và 2025 được ước tính lần lượt ở mức 3,2 nghìn tỷ và 4,7 nghìn tỷ, tương đương tỷ lệ 67,3% và 85,6% trên nợ ngắn hạn.

### Tình Hình Hàng Tồn Kho

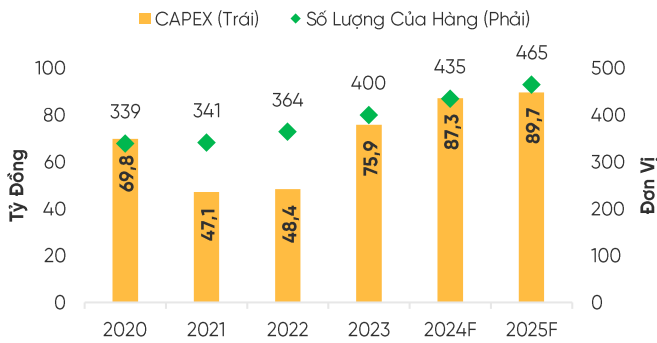
Hàng Tồn Kho



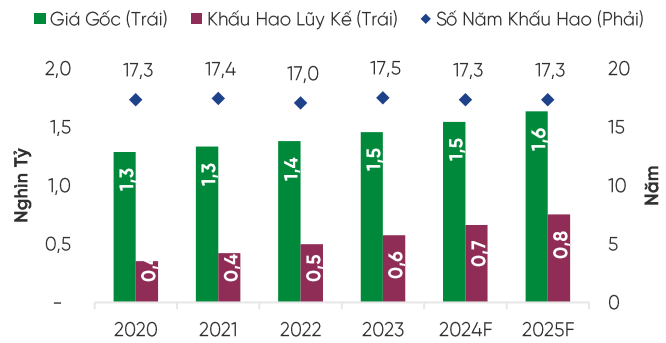
- Tổng giá trị hàng tồn kho ròng của công ty đạt 10,9 nghìn tỷ trong năm 2023, với tốc độ vòng quay/năm đạt 2,6 vòng. Theo chia sẻ từ phía công ty, chính sách gia tăng hàng tồn kho của công ty sẽ nhất quán theo chiến lược mở mới số lượng cửa hàng, ngoài ra công ty cũng sẽ thực hiện tăng hàng tồn kho cao hơn để phục vụ nhu cầu theo tính mùa vụ của người dân.
- Sang 2024 và 2025, ngành bán lẻ trang sức được kỳ vọng sẽ phục nhờ 2 yếu tố: (1) Sự phục hồi kinh tế trong nước; (2) Tâm lý tích trữ vàng của người dân đang ngày càng tăng mạnh; (3) Nhu cầu trang sức của Việt Nam luôn sẽ tiếp tục gia tăng; (4) Đề xuất gỡ bỏ độc quyền thương hiệu vàng quốc gia SJC. Do đó, chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ cải thiện khả năng quản lý hàng tồn kho với giá trị sẽ đạt 11 nghìn tỷ trong 2024 và 11,7 nghìn tỷ trong 2025, tương đương vòng quay cải thiện lần lượt lên mức 2,7 vòng/năm và 2,9 vòng/năm.

## Hoạt Động Mở rộng Mạng Lưới

Số Lượng Cửa Hàng Và CAPEX



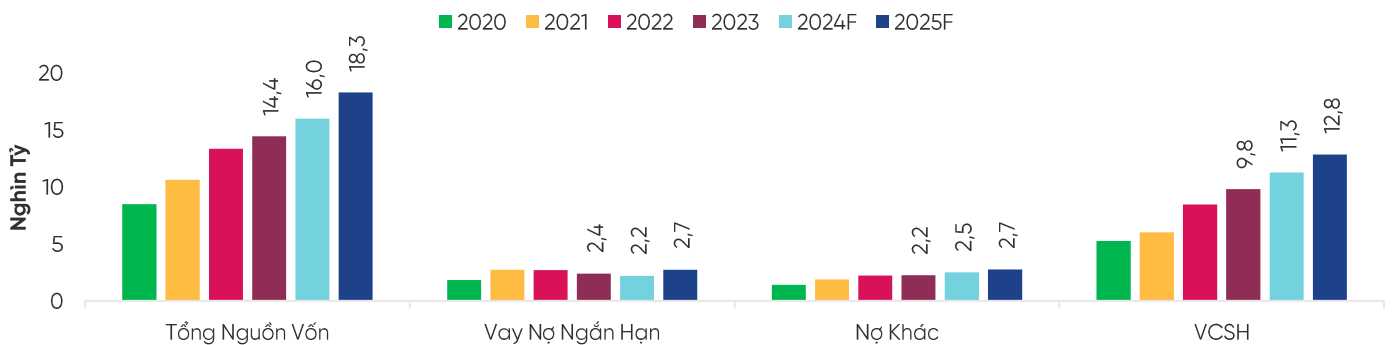
Tài Sản Cố Định



- Về hệ thống cửa hàng, chúng tôi dự kiến PNJ sẽ tiếp tục mở rộng khoảng 30-40 cửa hàng/năm trong 2024 và 2025. Kèm theo đó chúng tôi ước tính CAPEX/cửa hàng của PNJ sẽ rơi vào khoảng 2,1 tỷ đồng/cửa hàng trong năm 2024, chúng tôi giả định chi phí xây dựng tăng 20%/năm, từ đó dự tính CAPEX của công ty trong 2024 và 2025 lần lượt là 87,3 tỷ đồng và 89,7 tỷ đồng.
- Giá trị tài sản cố định ròng của PNJ ước tính sẽ khoảng 0,8 nghìn tỷ với số năm khấu hao khoảng 17,3 năm trong năm 2025.

## TÌNH HÌNH NGUỒN VỐN

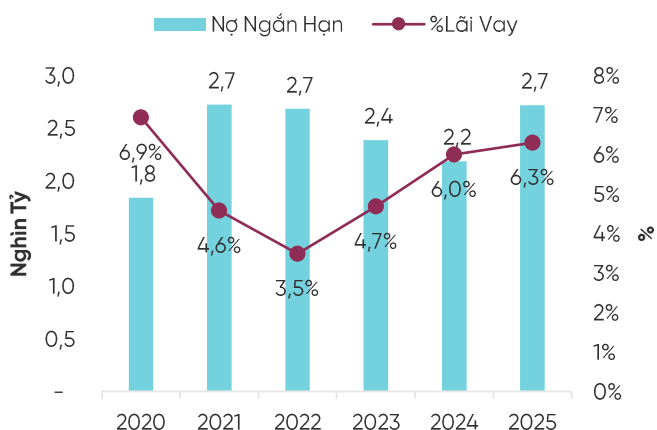
Tình Hình Nguồn Vốn



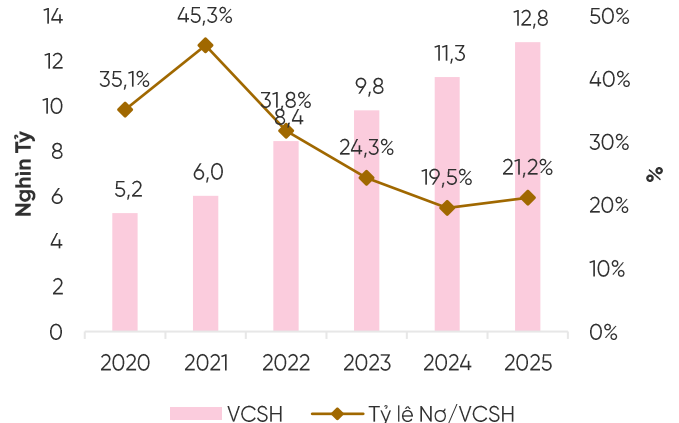
Cơ cấu nguồn vốn tài trợ hoạt động kinh doanh của PNJ chủ yếu là vay nợ ngắn hạn và VCSH. Công ty không phụ thuộc vào nợ dài hạn để tài trợ hoạt động kinh doanh. VCSH của Công ty khá bền vững với tỷ lệ nợ/VCSH chỉ khoảng 24%. Với các yếu tố thuận lợi trong năm 2024 và 2025, chúng tôi ước tính VCSH sẽ lần lượt đạt 11,3 nghìn tỷ và 12,8 nghìn tỷ, tương đương tỷ lệ nợ/VCSH sẽ là 19,5% và 21,2%.

Về nợ vay ngắn hạn, dự kiến PNJ sẽ chủ trương tiếp tục sử dụng để tài trợ vốn lưu động. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi dự phóng chi phí lãi vay của PNJ sẽ ở mức 6% vào năm 2024 và 6,3% trong năm 2025.

Nợ Vay Ngắn Hạn Và Lãi Vay



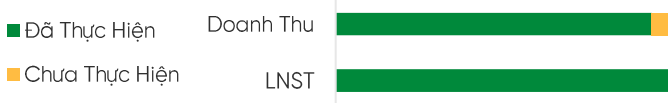
VCSH Và Tỷ Lệ Nợ/VCSH





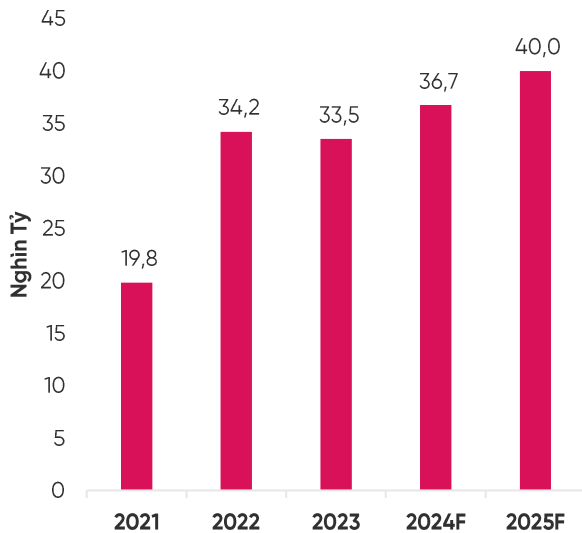
## TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2024

### Kế Hoạch Kinh Doanh Và Thực Hiện Năm 2023



Hoạt động kinh doanh của PNJ trong năm 2023 đạt được hiệu quả như mong muốn khi cả chỉ tiêu doanh thu thuần và lợi nhuận mà Công ty đặt ra đều được hoàn thành. Trong năm 2024, PNJ tương đối thận trọng khi Công ty đặt triển vọng doanh thu và LNST sẽ lần lượt ở mức 37,15 nghìn tỷ và 2,09 nghìn tỷ.

## DOANH THU THUẦN ĐƯỢC KỶ VỌNG TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG



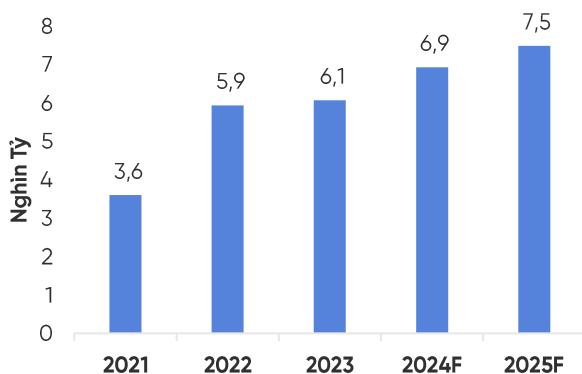
%Tăng Trưởng	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>%Tăng Trưởng</b>	<b>11.9%</b>	<b>72.6%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>9.6%</b>	<b>8.8%</b>
<b>Trong đó:</b>					
Bán Lẻ	11.7	20.9	19.5	22.0	24.5
Bán Buôn	2.6	4.1	2.9	3.0	3.2
Vàng Miếng	4.9	8.6	10.5	11.1	11.6
Khác	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần trong năm 2024 và 2025 sẽ tiếp tục tăng trưởng, đạt lần lượt 36,7 nghìn tỷ và 40 nghìn tỷ. Trong đó, động lực tăng trưởng chính vẫn đến từ mảng bán lẻ trang sức của Công ty, cụ thể:

**Bán lẻ:** Do tình hình kinh tế khó khăn chung của năm 2023, doanh thu từ cửa hàng cũ của PNJ đã sụt giảm khoảng 12%. Tuy nhiên sang năm 2024 với các kỳ vọng tích cực với vàng trang sức, chúng tôi dự phóng doanh thu bán lẻ sẽ đạt 22,0 nghìn tỷ, trong đó doanh thu từ cửa hàng cũ sẽ khoảng 21,1 nghìn tỷ, tương đương SSSG sẽ là 7,5%. Bên cạnh đó, doanh thu từ cửa hàng mới dự kiến sẽ đạt khoảng 400 tỷ, và phần còn lại sẽ đến từ doanh thu trang sức online khoảng 600 tỷ đồng.

**Bán buôn, vàng miếng, và khác:** Trên cơ sở thận trọng chúng tôi kỳ vọng danh mục này sẽ tăng trưởng với tốc độ 5%/năm. Cần phải chú ý rằng, đề xuất về việc gỡ bỏ độc quyền vàng miếng thương hiệu SJC nếu được chấp thuận sẽ có tác động tích cực đến PNJ gồm: (1) Cho phép PNJ tự sản xuất vàng miếng mang thương hiệu riêng của Công ty, điều này giúp cải thiện biên LN gộp; (2) Thu hút khách đến cửa hàng từ đó gia tăng bán chéo sản phẩm; (3) Giảm giá vàng nguyên liệu.

## LỢI NHUẬN GỘP CẢI THIỆN SONG SONG VỚI DOANH THU THUẦN



%Tăng Trưởng	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>%Tăng Trưởng</b>	<b>4.8%</b>	<b>64.7%</b>	<b>2.2%</b>	<b>14.2%</b>	<b>8.1%</b>
<b>Trong đó:</b>					
Bán Lẻ	3.4	5.6	5.6	6.5	7.0
Bán Buôn	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Vàng Miếng	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3
Khác	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
<b>Biên LN gộp</b>	<b>18.2%</b>	<b>17.3%</b>	<b>18.1%</b>	<b>18.8%</b>	<b>18.7%</b>
Bán Lẻ	29.0%	26.8%	28.8%	29.3%	28.4%
Bán Buôn	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Vàng Miếng	0.8%	1.0%	2.0%	2.0%	2.2%
Khác	19.0%	27.4%	28.9%	28.2%	28.2%

Tương ứng với tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận gộp của PNJ trong năm 2024 sẽ đạt 6,9 nghìn tỷ, tăng trưởng tương đối so với năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của PNJ sẽ duy trì tương đối so với năm 2023.

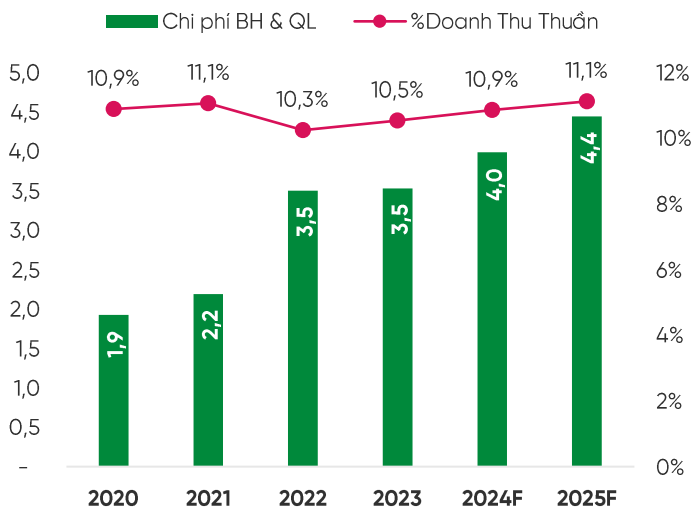
Trong đó, mảng bán lẻ sẽ đạt khoảng 6,5 nghìn tỷ (hơn 90% tổng lợi nhuận gộp), với biên lợi nhuận gộp 29,3% ổn định so với năm 2023.

Với biên lợi nhuận gộp tương đối thấp chỉ ở mức 2,0-2,5%, mảng bán buôn và vàng miếng của PNJ chỉ mang về tổng lợi nhuận gộp khoảng 300 tỷ đồng dù doanh thu của 2 mảng này lên đến 14,7 nghìn tỷ (tương đương 37% tổng doanh thu).

Trong thời gian tới, biên lợi nhuận gộp của PNJ được kỳ vọng có thể sẽ được cải thiện khi đề xuất gỡ bỏ độc quyền vàng miếng SJC được thông qua như đã nêu trên.

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2024

### CHI PHÍ BÁN HÀNG VÀ QUẢN LÝ KỲ VỌNG TĂNG ĐỂ HỖ TRỢ MỤC TIÊU DOANH THU THUẦN

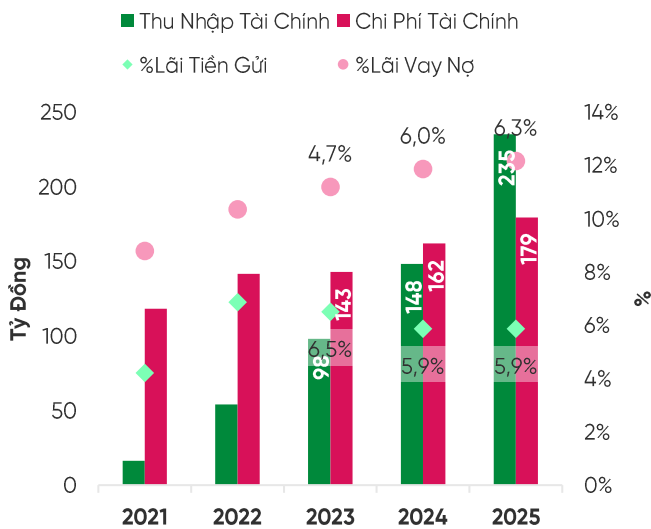


Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý của PNJ ổn định qua từng năm dao động trong khoảng 10,3% và 11,1% từ năm 2020 đến năm 2023. Do đó, chúng tôi dự phóng tỷ lệ này sẽ tiếp tục ổn định trong năm 2024 và 2025 lần lượt ở mức 10,9% và 11,1% trên doanh thu thuần.

Do đó với dự phóng tăng trưởng của doanh thu thuần trong hai năm tới, chi phí quản lý và bán hàng của Công ty cũng sẽ gia tăng lên mức 4,0 nghìn tỷ năm 2024 và 4,4 nghìn tỷ trong năm 2025.

Ngoài ra, với chiến lược mở rộng số lượng cửa hàng khoảng 30-40 đơn vị/năm cũng là một yếu tố có thể khiến chi phí bán hàng và quản lý của PNJ có thể gia tăng trong hai năm tới

### THU NHẬP TÀI CHÍNH VÀ CHI PHÍ TÀI CHÍNH SẼ TĂNG QUA CÁC NĂM

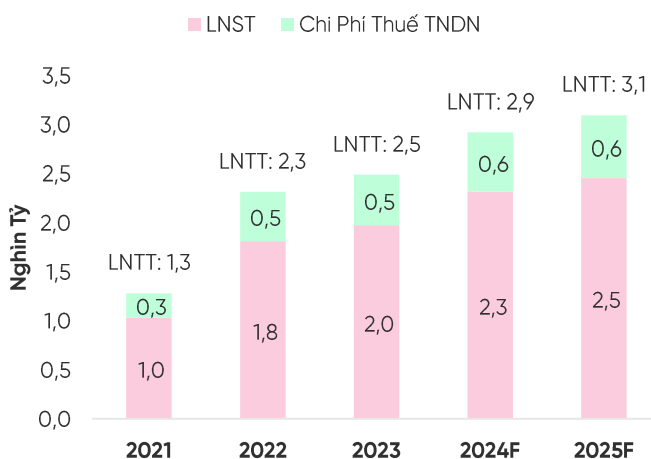


Lợi nhuận tài chính của PNJ được kỳ vọng sẽ cải thiện qua trong năm 2024 và 2025, trong đó:

**Thu nhập tài chính:** Với dòng tiền thuần mạnh mẽ, dự kiến PNJ sẽ tiếp tục gia tăng các tài sản thanh khoản như tiền gửi, từ đó thu nhập tài chính của PNJ được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2024 và 2025, kèm theo lãi tiền gửi sẽ ở mức 5,9% tương đương mức lợi suất trung bình 3 năm của PNJ.

**Chi phí tài chính:** Đồng thời, trên cơ sở thận trọng, chúng tôi ước tính chi phí lãi vay cũng sẽ gia tăng với 2 nguyên nhân sau: (1) nợ vay của PNJ sẽ gia tăng trong năm 2024 và 2025 để tài trợ gia tăng vốn lưu động; (2) Tỷ lệ lãi vay sẽ tăng dần từ 4,7% trong năm 2023 lên trong năm 2024 và 2025 lần lượt ở mức 6,0% và 6,3%.

### LỢI NHUẬN ĐƯỢC KỲ VỌNG TIẾP TỤC DUY TRÌ ĐÀ TĂNG TRƯỞNG QUA CÁC NĂM



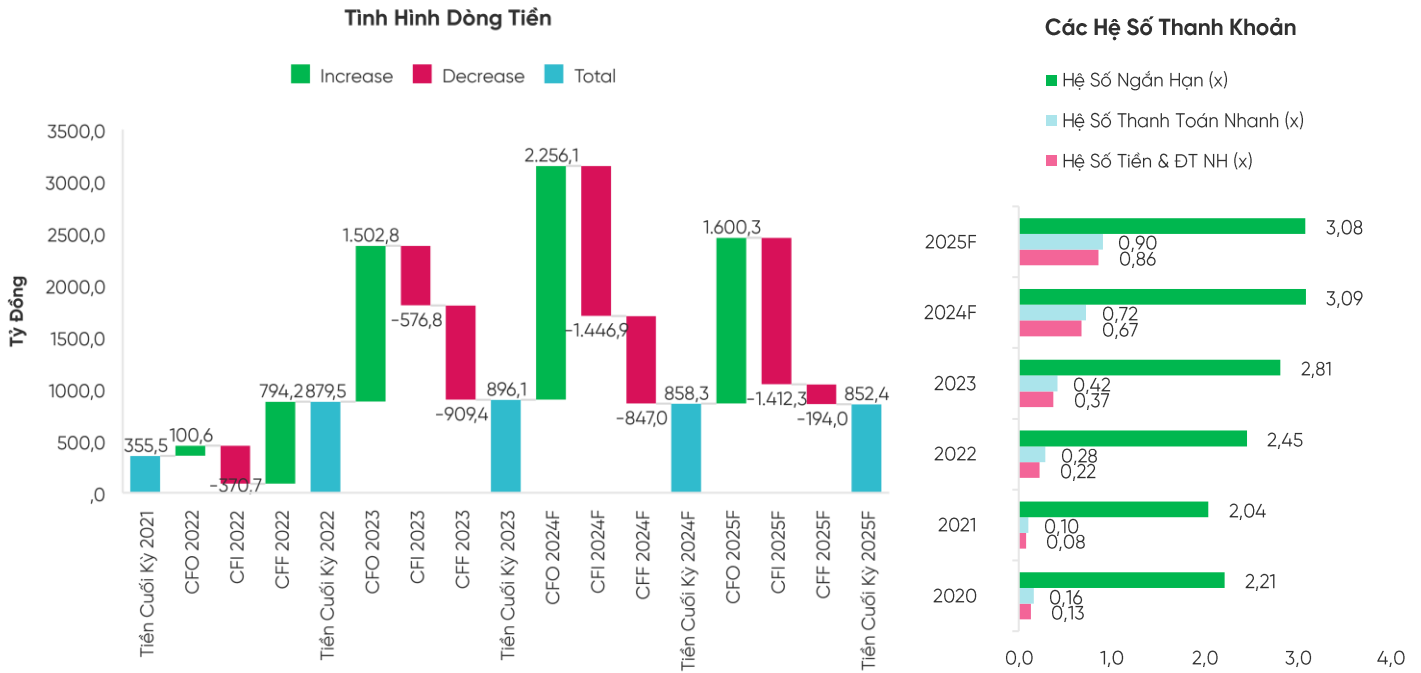
Với kỳ vọng tăng trưởng của PNJ trong năm 2024 và 2025 đã nêu như trên, lợi nhuận trước thuế của Công ty trong năm 2024 và 2025 dự kiến đạt 2,9 nghìn tỷ và 3,1 nghìn tỷ.

Bên cạnh đó, tỷ lệ thuế/LNTT trong năm 2024 và 2025 được kỳ vọng ổn định so với năm 2023 ở mức 20,7%. Từ đó lợi nhuận sau thuế của PNJ trong năm 2024 và 2025 sẽ lần lượt là 2,3 nghìn tỷ và 2,5 nghìn tỷ.

Từ đó giúp biên lợi nhuận ròng của PNJ duy trì ở tỷ lệ cao gần 6% của năm 2023 như trong bảng đã trình bày, tỷ lệ này đang đứng vị trí đầu bảng khi so sánh với các công ty trong ngành với biên lợi nhuận ròng trung bình của ngành rơi vào khoảng 1,7%.

	2021	2022	2023	2024F	2025F
%Thuế	19,6%	21,7%	20,8%	20,7%	20,7%
Biên LN Ròng	5,2%	5,3%	5,9%	6,3%	6,1%

## CẬP NHẬT TÌNH HÌNH DÒNG TIỀN



Trong năm 2023, dòng tiền của PNJ đã trở nên bền vững hơn khi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đã lên đến 1,5 nghìn tỷ được sử dụng để tài trợ hoàn toàn hoạt động đầu tư của hàng và chi trả các nghĩa vụ tài chính.

Xu hướng này được chúng tôi đánh giá sẽ tiếp tục duy trì trong 2024 và 2025 với dòng tiền hoạt động kinh doanh sẽ đạt lần lượt 2,1 nghìn tỷ và 1,6 nghìn tỷ. Và Công ty cũng có thể sử dụng nguồn tiền dư thừa phục vụ cho vay nhằm tăng thu nhập từ lãi và tránh lãng phí vốn dư và cũng đồng thời tài trợ hoạt động mở rộng cửa hàng.

Ngoài ra, tính thanh khoản của PNJ lành mạnh khi các hệ số thanh khoản gồm hệ số tiền & đầu tư NH, hệ số thanh toán nhanh, hệ số ngắn hạn trong năm 2023 đạt lần lượt 0,37; 0,42; và 2,81 lần và được ước tính sẽ tăng lên 0,67; 0,72 và 3,09 lần trong năm 2024. Cũng cần phải lưu ý rằng, hệ số ngắn hạn của PNJ cao hơn đáng kể so với hệ số thanh toán nhanh do cơ cấu tài sản của công ty tập trung nhiều hàng tồn kho. Tuy nhiên với đặc thù là Công ty kinh doanh vàng và trang sức, hàng tồn kho của Công ty rất thanh khoản và gần như không tổn thất về mặt giá trị qua thời gian.

## KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

### KHUYẾN NGHỊ

PNJ có mạng lưới cửa hàng rộng khắp Việt Nam với hơn 401 cửa hàng trải dài 55/63 tỉnh thành, từ các cửa hàng trong các thành phố lớn đến các cửa hàng tại các tỉnh thành nhỏ. Điều này giúp PNJ tiếp cận được nhiều khách hàng hơn và tạo điều kiện thuận lợi cho việc mở rộng thị trường kinh doanh. Thị phần của PNJ tăng mạnh khi lượng giao dịch bán lẻ tăng khoảng 15% svck, với gần 50% là khách hàng mua lần đầu.

**Chúng tôi cho rằng nhờ vào việc tăng thị phần thì khi tiêu dùng phục hồi sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong những năm tới.** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần trong năm 2024 và 2025 sẽ tiếp tục tăng trưởng, đạt lần lượt 36,7 nghìn tỷ và 40 nghìn tỷ. Trong đó, động lực tăng trưởng chính vẫn đến từ mảng bán lẻ trang sức của Công ty, cụ thể: Bán lẻ trang sức – Với các kỳ vọng tích cực với vàng trang sức, chúng tôi dự phóng doanh thu bán lẻ sẽ đạt 22,0 nghìn tỷ, trong đó doanh thu từ cửa hàng cũ sẽ khoảng 21,1 nghìn tỷ, tương đương SSSG sẽ là 7,5%. Bên cạnh đó, doanh thu từ cửa hàng mới dự kiến sẽ đạt khoảng 400 tỷ, và phần còn lại sẽ đến từ doanh thu trang sức online khoảng 600 tỷ đồng, Bán buôn, vàng miếng, và khác – Trên cơ sở thận trọng chúng tôi kỳ vọng danh mục này sẽ tăng trưởng với tốc độ 5%/năm. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ mở khoảng 30-40 cửa hàng trong năm 2024.

**PNJ có khởi đầu thuận lợi trong 2 tháng đầu năm 2024 với doanh thu và lợi nhuận đạt lần lượt là 8,48 nghìn tỷ đồng (tăng 22% svck) và 550 tỷ đồng (giảm 1% svck)** do PNJ không tăng giá bán trong bối cảnh chi phí nguyên liệu vàng tăng do mục tiêu thu hút khách hàng mới dẫn đến biên lợi nhuận gộp gặp áp lực trong ngắn hạn). Tuy nhiên, với vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực kinh doanh bán lẻ trang sức và việc người tiêu dùng đánh giá vàng là một loại tài sản lưu trữ, chúng tôi cho rằng PNJ có thể điều chỉnh giá bán cho phù hợp với mức tăng của vàng. Trong thời gian tới, biên lợi nhuận gộp của PNJ được kỳ vọng có thể sẽ được cải thiện khi đề xuất gỡ bỏ độc quyền vàng miếng SJC được thông qua. Cần phải chú ý rằng, đề xuất về việc gỡ bỏ độc quyền vàng miếng thương hiệu SJC nếu được chấp thuận sẽ có tác động tích cực đến PNJ gồm: (1) Cho phép PNJ tự sản xuất vàng miếng mang thương hiệu riêng của Công ty, điều này giúp cải thiện biên LN gộp; (2) Thu hút khách đến cửa hàng từ đó gia tăng bán chéo sản phẩm; (3) Giảm giá vàng nguyên liệu.

Về dài hạn, tầng lớp trung và thượng lưu tại Việt Nam đang gia tăng nhanh chóng, dẫn đến nhu cầu sử dụng trang sức tăng lên do trang sức là biểu tượng của đẳng cấp và phong cách thời trang, điều này mang lại nhiều cơ hội kinh doanh cho thương hiệu lớn và nổi tiếng như PNJ, **chúng tôi kỳ vọng yếu tố này là động lực tăng trưởng và chuyển dịch từ mua vàng có thương hiệu hơn việc mua từ các cửa hàng nhỏ lẻ không thương hiệu.** PNJ đã hoạt động và phát triển trong ngành trang sức hơn 35 năm, do đó đã xây dựng một tên tuổi vững chắc trong cộng đồng người tiêu dùng tại Việt Nam. Uy tín và độ tin cậy cao luôn được khách hàng công nhận, điều này được thể hiện qua tệp khách hàng lớn và trung thành tăng trưởng hàng năm.

**Trong ngắn hạn, nhu cầu cổ phiếu PNJ có thể tốt hơn** do Công ty được tăng tỉ trọng trong chỉ số VNDiamond Index sau khi MWG bị loại khỏi chỉ số này.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- **Thách thức vĩ mô kéo dài khiến tâm lý tiêu dùng suy yếu tiếp tục tác động tiêu cực đến hoạt động của PNJ** – đặc biệt đối với sản phẩm không thiết yếu. Các đối thủ cạnh tranh của PNJ thành công trong việc hiện diện thương hiệu.
- Theo PNJ, vàng nguyên liệu chiếm khoảng 50% tổng giá vốn hàng bán của PNJ, biến động giá vàng tác động đến giá vốn hàng bán, biên lợi nhuận của PNJ và để giảm thiểu tác động tiêu cực từ biến động giá vàng, PNJ điều chỉnh giá bán khi vàng nguyên liệu của công ty tăng hơn 5%, chúng tôi cho rằng việc này sẽ ảnh hưởng đến sức mua của người tiêu dùng. Ngoài ra, sự khan hiếm vàng nguyên liệu chất lượng cao, cùng với việc một số cửa hàng vàng trong nước (nhà cung cấp của PNJ) đóng cửa trong thời gian gần đây cũng phần nào ảnh hưởng đến nguồn nguyên liệu vàng của PNJ.
- Các đối thủ cạnh tranh thành công trong việc tăng cường hiện diện trong lĩnh vực bán lẻ trang sức.

## KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

### ĐỊNH GIÁ THEO RELATIVE METHOD

Chúng tôi sử dụng các công ty thuộc ngành bán lẻ để làm cơ sở tham chiếu cho giá trị hiện tại của PNJ theo 3 chỉ số gồm PE, PB, PS. Sau khi loại trừ các outlier (**màu đỏ**), kết quả có được như sau:

Mã chứng khoán	Tên công ty	Vốn hóa (Tỷ đồng)	P/E	P/B	P/S
MWG (HOSE)	CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động	71.211.3	<b>425,0</b>	3,1	0,6
PNJ (HOSE)	CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	31.783.2	15,9	3,2	0,9
FRT (HOSE)	CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	19.768.8	<b>(57,2)</b>	<b>12,4</b>	0,6
DGW (HOSE)	CTCP Thế giới số	9.639.2	26,7	3,7	0,5
SAS (UPCOM)	CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất	3.503.0	11,9	2,3	1,4
PET (HOSE)	CTCP Dịch vụ Tổng hợp Dầu khí	2.796.1	34,7	1,4	0,2
<b>Trung bình</b>			88,2	4,4	0,6
<b>Trung vị</b>			21,3	3,1	0,6
<b>Trung bình (- outlier)</b>			22,3	2,8	0,7
<b>Trung vị (- outlier)</b>			21,3	3,1	0,6
<b>Trung bình 5 năm - PNJ</b>			16,5	1,0	3,5
<b>Trung bình 10 năm - PNJ</b>			17,6	0,9	3,7
<b>Độ Lệch Chuẩn 5 năm - PNJ</b>			3,3	0,2	0,6
<b>Độ Lệch Chuẩn 10 năm - PNJ</b>			5,4	0,3	1,1

Từ kết quả trên, chúng tôi sử dụng trung vị đã loại bỏ outliers của 3 chỉ số để thực hiện định giá cổ phiếu PNJ.

Phương Pháp PE	Giá trị
PE trung vị (x)	21,3
LN Công ty mẹ 2024E (Tỷ)	2.316
Số lượng cổ phiếu (Triệu)	331
EPS BQ 4Y 2024E (VNĐ)	5.357
<b>Giá trị/Cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>114.023</b>

Phương Pháp PB	Giá trị
PB trung vị (x)	3,1
Giá trị sổ sách 2024E (Tỷ)	11.275
Số lượng cổ phiếu (Triệu)	331
Giá sổ sách/Cổ phiếu (VNĐ)	34.051
<b>Giá trị/Cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>95.157</b>

Phương Pháp PS	Giá trị
PS trung vị (x)	0,6
Doanh thu (Tỷ)	36.710
Số lượng cổ phiếu (Triệu)	331
Doanh thu/Cổ phiếu	110.869
<b>Giá trị/cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>67.139</b>

### ĐỊNH GIÁ THEO ABSOLUTE METHOD - DCF

Với phương pháp chiết khấu dòng tiền, bên cạnh các kỳ vọng về kết quả hoạt động kinh doanh của Công ty, chúng tôi có thực hiện thêm một số giả định như sau:

- ✓ Chi phí vốn (Cost of capital): Như đã đề cập, Công ty sẽ có xu hướng sử dụng nợ ngắn hạn để tài trợ việc gia tăng vốn lưu động và không có nhu cầu sử dụng dài hạn, do đó chi phí vốn vay tương đối thấp ở mức 6,0%/năm. Ngoài ra, chi phí vốn chủ sở hữu được ước tính khoảng 8,7%. Vì vậy, chúng tôi ước tính chi phí vốn của Công ty sẽ ở mức 8,0%/năm.
- ✓ Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn (Terminal growth): Do ngành bán lẻ có xu hướng bão hòa, vì vậy chúng tôi đặt kỳ vọng tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn sẽ chỉ ở mức 2%.

Phương Pháp DCF	2024E	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Lợi nhuận hoạt động (Tỷ)</b>	<b>2.928</b>	<b>3.032</b>	<b>3.333</b>	<b>3.659</b>	<b>4.001</b>
Cộng: Khấu hao (Tỷ)	89	89	90	92	93
Trừ: Thuế (Tỷ)	(603)	(639)	(711)	(791)	(876)
Trừ: Tăng vốn lưu động (Tỷ)	181	(515)	(513)	(491)	(558)
Trừ: CAPEX (Tỷ)	(87)	(90)	(108)	(129)	(155)
Dòng tiền không đôn bẫy (Tỷ)	<b>2.508</b>	<b>1.878</b>	<b>2.092</b>	<b>2.340</b>	<b>2.514</b>
Giá trị cuối cùng (Tỷ)					42.664
<b>Tổng dòng tiền (Tỷ)</b>	<b>2.508</b>	<b>1.878</b>	<b>2.092</b>	<b>2.340</b>	<b>45.178</b>
Chi phí vốn (%)	8,0%				
Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn (%)	2,0%				
<b>Giá trị doanh nghiệp (Tỷ)</b>	<b>41.095</b>				
Điều chỉnh các khoản					
Cộng: Tiền (Tỷ)	858				
Cộng: Đầu tư ngắn hạn (Tỷ)	2.310				
Trừ: Nợ vay tài chính (Tỷ)	2.203				
<b>Giá trị VCSH (Tỷ)</b>	<b>42.060</b>				
Số lượng cổ phiếu (Triệu)	331				
<b>Giá trị/cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>127.029</b>				



## KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

## BÌNH QUÂN CÓ TRỌNG SỐ

Chúng tôi xác định phương pháp DCF sẽ là phương pháp đáng tin cậy, vì vậy sẽ chiếm tỷ trọng 40%, các phương pháp còn lại sẽ có tỷ trọng 15% trên mỗi phương pháp

	Tỷ trọng	2024E
<b>Giá trị/cổ phiếu (VNĐ) theo:</b>		
- PE	10.0%	114,023
- PB	10.0%	95,157
- PS	10.0%	67,139
- DCF	70.0%	127,029
<b>Giá trị BQ trọng số/cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>100.0%</b>	<b>116,552</b>
Số lượng cổ phiếu (Triệu)		331
<b>Giá trị VCSH (Tỷ)</b>		<b>38,591</b>
Các khoản điều chỉnh (Tỷ)		880
<b>Giá trị doanh nghiệp (Tỷ)</b>		<b>37,626</b>

## PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY

Chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy đối với ba yếu tố: (1) Tỷ lệ chi phí vốn chủ sở hữu; (2) Biên LNG của mảng bán lẻ; (3) Tăng trưởng SSSG của Gold Jewelry.

✓ **Biên LNG của Gold Jewelry và Tỷ lệ SSSG của Gold Jewelry**

		%SSSG – Gold Jewelry										
		5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
%Biên LNG – Gold Jewelry	27.7%	101,148	102,598	104,076	105,582	107,117	108,681	110,273	111,896	113,549	115,233	116,947
	27.8%	102,580	104,057	105,564	107,098	108,662	110,255	111,878	113,531	115,215	116,930	118,677
	27.9%	104,011	105,517	107,051	108,614	110,207	111,829	113,482	115,166	116,881	118,627	120,406
	28.0%	105,443	106,976	108,538	110,130	111,751	113,403	115,086	116,801	118,546	120,325	122,135
	28.1%	106,874	108,435	110,025	111,645	113,296	114,978	116,691	118,435	120,212	122,022	123,865
	<b>28.2%</b>	<b>108,306</b>	<b>109,894</b>	<b>111,512</b>	<b>113,161</b>	<b>114,841</b>	<b>116,552</b>	<b>118,295</b>	<b>120,070</b>	<b>121,878</b>	<b>123,719</b>	<b>125,594</b>
	28.3%	109,737	111,353	113,000	114,677	116,386	118,126	119,899	121,705	123,544	125,416	127,323
	28.4%	111,169	112,812	114,487	116,193	117,930	119,700	121,503	123,339	125,209	127,113	129,052
	28.5%	112,600	114,271	115,974	117,708	119,475	121,274	123,107	124,974	126,875	128,811	130,782
	28.6%	114,032	115,730	117,461	119,224	121,020	122,849	124,712	126,609	128,541	130,508	132,511
	28.7%	115,463	117,189	118,948	120,739	122,564	124,423	126,316	128,243	130,206	132,205	134,240

✓ **Biên LNG của Gold Jewelry và Chi phí vốn**

		%Chi phí vốn chủ sở hữu										
		6.5%	6.8%	7.1%	7.4%	7.7%	8.0%	8.3%	8.6%	8.9%	9.2%	9.5%
%Biên LNG – Gold Jewelry	27.7%	137,816	130,318	123,823	118,142	113,132	108,681	104,699	101,117	97,878	94,934	92,247
	27.8%	139,982	132,331	125,704	119,908	114,797	110,255	106,193	102,538	99,233	96,229	93,488
	27.9%	142,147	134,345	127,586	121,675	116,461	111,829	107,686	103,959	100,588	97,525	94,729
	28.0%	144,313	136,358	129,468	123,441	118,126	113,403	109,180	105,380	101,943	98,820	95,970
	28.1%	146,479	138,372	131,349	125,207	119,791	114,978	110,673	106,801	103,298	100,115	97,210
	<b>28.2%</b>	<b>148,644</b>	<b>140,385</b>	<b>133,231</b>	<b>126,974</b>	<b>121,455</b>	<b>116,552</b>	<b>112,167</b>	<b>108,221</b>	<b>104,653</b>	<b>101,411</b>	<b>98,451</b>
	28.3%	150,810	142,398	135,112	128,740	123,120	118,126	113,660	109,642	106,008	102,706	99,692
	28.4%	152,975	144,412	136,994	130,506	124,784	119,700	115,153	111,063	107,363	104,001	100,933
	28.5%	155,141	146,425	138,875	132,272	126,449	121,274	116,647	112,484	108,718	105,296	102,173
	28.6%	157,306	148,438	140,757	134,038	128,113	122,849	118,140	113,904	110,073	106,592	103,414
	28.7%	159,472	150,452	142,638	135,805	129,778	124,423	119,633	115,325	111,428	107,887	104,655

✓ **Chi phí vốn và Tỷ lệ SSSG của Gold Jewelry**

		%Chi phí vốn chủ sở hữu										
		6.5%	6.8%	7.1%	7.4%	7.7%	8.0%	8.3%	8.6%	8.9%	9.2%	9.5%
%SSSG – Gold jewelry	<b>5.0%</b>	137,085	129,681	123,266	117,655	112,705	108,306	104,371	100,831	97,628	94,717	92,060
	<b>5.5%</b>	139,309	131,741	125,184	119,449	114,390	109,894	105,873	102,255	98,982	96,007	93,292
	<b>6.0%</b>	141,576	133,841	127,139	121,277	116,107	111,512	107,403	103,705	100,361	97,322	94,547
	<b>6.5%</b>	143,887	135,981	129,131	123,141	117,856	113,161	108,962	105,183	101,766	98,660	95,825
	<b>7.0%</b>	146,243	138,162	131,162	125,039	119,639	114,841	110,549	106,688	103,196	100,023	97,126
	<b>7.5%</b>	<b>148,644</b>	<b>140,385</b>	<b>133,231</b>	<b>126,974</b>	<b>121,455</b>	<b>116,552</b>	<b>112,167</b>	<b>108,221</b>	<b>104,653</b>	<b>101,411</b>	<b>98,451</b>
	<b>8.0%</b>	151,091	142,650	135,339	128,944	123,305	118,295	113,814	109,783	106,137	102,824	99,800
	<b>8.5%</b>	153,584	144,958	137,486	130,952	125,190	120,070	115,491	111,373	107,648	104,263	101,173
	<b>9.0%</b>	156,125	147,309	139,674	132,997	127,109	121,878	117,200	112,991	109,186	105,728	102,571
	<b>9.5%</b>	158,713	149,705	141,903	135,080	129,064	123,719	118,939	114,640	110,752	107,219	103,994
	<b>10.0%</b>	161,350	152,145	144,173	137,202	131,055	125,594	120,711	116,318	112,346	108,737	105,443



## PHỤ LỤC – BÁO CÁO TÀI CHÍNH

## Bảng Cân Đối Kế toán

Tỷ Đồng	2022	2023	2024E	2025E
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>11,966</b>	<b>12,960</b>	<b>14,419</b>	<b>16,654</b>
Tiền và Tương đương tiền	880	896	858	852
Đầu tư ngắn hạn	200	810	2,310	3,810
Phải thu ngắn hạn	301	217	235	256
Hàng tồn kho	10,506	10,941	11,001	11,719
Tài sản ngắn hạn khác	80	96	119	129
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>1,371</b>	<b>1,470</b>	<b>1,468</b>	<b>1,518</b>
Khoản phải thu dài hạn	94	105	109	119
Tài sản cố định	882	883	881	881
Tài sản dở dang	31	29	29	29
Đầu tư dài hạn	-	4	4	4
Tài sản dài hạn khác	364	449	446	485
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>13,337</b>	<b>14,430</b>	<b>15,992</b>	<b>18,284</b>
<b>TỔNG NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>4,893</b>	<b>4,623</b>	<b>4,717</b>	<b>5,457</b>
<b>Nợ Ngắn Hạn</b>	<b>4,883</b>	<b>4,614</b>	<b>4,707</b>	<b>5,448</b>
Phải trả người bán	277	255	621	677
Vay ngắn hạn	2,683	2,384	2,203	2,718
Phải trả ngắn hạn khác	1,923	1,975	1,883	2,053
<b>Nợ Dài Hạn</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>8,444</b>	<b>9,807</b>	<b>11,171</b>	<b>12,715</b>
Vốn góp của chủ sở hữu	2,462	3,282	3,314	3,348
Thặng dư vốn cổ phần	2,251	1,851	1,884	1,917
Cổ phiếu quỹ	(3)	(3)	(3)	(3)
Quỹ dự trữ	1,212	1,936	1,936	1,936
LNST chưa phân phối	2,522	2,740	4,143	5,629
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>13,337</b>	<b>14,430</b>	<b>15,992</b>	<b>18,284</b>

## Báo Cáo Lưu Chuyển Tiền Tệ

Tỷ đồng	2022	2023	2024E	2025F
<b>Tiền đầu kỳ</b>	<b>355</b>	<b>880</b>	<b>896</b>	<b>858</b>
<b>Hoạt động kinh doanh</b>				
Lợi nhuận trước thuế	2,312	2,489	2,919	3,092
Cộng: Chi phí lãi vay	94	119	138	155
Cộng: Chi phí khấu hao	80	81	89	89
Cộng: Chi phí dự phòng	3	21		
Trừ: Lợi nhuận/(lỗ) từ đầu tư	(21)	(81)	(148)	(235)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(2,343)	(1,094)	(741)	(1,501)
Trừ: Thanh toán khác	(24)	(33)		
<b>Dòng tiền kinh doanh (CFO)</b>	<b>101</b>	<b>1,503</b>	<b>2,256</b>	<b>1,600</b>
<b>Hoạt động đầu tư</b>				
CAPEX ròng	(51)	(81)	(87)	(90)
Cho vay ròng	(340)	(560)	(1,508)	(1,558)
Đầu tư ròng	-	(4)		
Cổ tức & Lãi được nhận	20	68	148	235
<b>Dòng tiền từ đầu tư (CFI)</b>	<b>(371)</b>	<b>(577)</b>	<b>(1,447)</b>	<b>(1,412)</b>
<b>Hoạt động tài chính</b>				
Tiền thu từ phát hành cổ phần	1,447	-	66	66
Tiền chi mua cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Vay ròng	(39)	(299)	(181)	515
Cổ tức đã trả	(617)	(611)	(731)	(775)
<b>Dòng tiền từ tài chính (CFF)</b>	<b>792</b>	<b>(909)</b>	<b>(847)</b>	<b>(194)</b>
Dòng tiền ròng trong kỳ	<b>522</b>	<b>17</b>	<b>(38)</b>	<b>(6)</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái	3	-		
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>880</b>	<b>896</b>	<b>858</b>	<b>852</b>

## Báo Cáo Kết Quả Hoạt Động Kinh Doanh

Tỷ Đồng	2022	2023	2024E	2025E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>34,164</b>	<b>33,482</b>	<b>36,710</b>	<b>39,957</b>
Giá vốn hàng bán	(28,237)	(27,423)	(29,794)	(32,481)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>5,927</b>	<b>6,059</b>	<b>6,916</b>	<b>7,476</b>
Chi phí bán hàng	(2,828)	(2,836)	(3,182)	(3,522)
Chi phí quản lý	(674)	(694)	(806)	(922)
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>2,425</b>	<b>2,529</b>	<b>2,928</b>	<b>3,032</b>
Khấu hao	80	81	89	89
<b>LN trước lãi, thuế, và KH</b>	<b>2,504</b>	<b>2,610</b>	<b>3,017</b>	<b>3,121</b>
Thu nhập tài chính	54	98	148	235
Chi phí tài chính	(141)	(143)	(162)	(179)
Chi phí lãi vay	(94)	(119)	(138)	(155)
Lợi nhuận khác	(25)	5	5	5
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2,312</b>	<b>2,489</b>	<b>2,919</b>	<b>3,092</b>
Chi phí thuế	(502)	(518)	(603)	(639)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,811</b>	<b>1,971</b>	<b>2,316</b>	<b>2,454</b>
CD không kiểm soát	-	-	-	-
Công ty mẹ	1,811	1,971	2,316	2,454

## Các Chỉ Số Tài Chính

Đơn vị	2022	2023	2024E	2025F
<b>Chỉ Số Định Giá</b>				
PE	16.0	15.6	21.3	21.3
PB	3.5	3.0	3.1	3.1
PS	0.9	0.9	0.6	0.6
<b>Chỉ Số Tăng Trưởng</b>				
Tổng tài sản (%)	25.6%	8.2%	10.8%	14.3%
Tổng nợ (%)	-1.4%	-11.1%	-7.6%	23.4%
Doanh thu thuần (%)	72.6%	-2.0%	9.6%	8.8%
Lợi nhuận gộp (%)	64.7%	2.2%	14.2%	8.1%
Chi phí BH&QL (%)	60.0%	0.8%	13.0%	11.4%
Lợi nhuận ròng (%)	76.0%	8.9%	17.5%	5.9%
<b>Chỉ Số Thanh Toán Dài Hạn</b>				
Nợ/VCSH (%)	31.8%	24.3%	19.5%	21.2%
Nợ ròng/VCSH (%)	19.0%	6.9%	-8.6%	-15.2%
EBIT/Lãi vay(x)	25.8	21.3	21.3	19.6
Nợ/EBITDA (x)	1.1	0.9	0.7	0.9
Nợ ròng/EBITDA (x)	0.6	0.3	(0.3)	(0.6)
<b>Chỉ Số Thanh Khoản</b>				
Hệ số tiền&ĐT NH (x)	0.2	0.4	0.7	0.9
Hệ số thanh toán nhanh (x)	0.3	0.4	0.7	0.9
Hệ số ngắn hạn (x)	2.5	2.8	3.1	3.1
<b>Chỉ Số Lợi Nhuận</b>				
Biên lợi nhuận gộp (%)	17.3%	18.1%	18.8%	18.7%
Biên EBIT (%)	7.1%	7.6%	8.0%	7.6%
Biên EBITDA (%)	7.3%	7.8%	8.2%	7.8%
Biên lợi nhuận ròng (%)	5.3%	5.9%	6.3%	6.1%
ROA (%)	25.0%	21.6%	22.0%	20.4%
ROE (%)	15.1%	14.2%	15.2%	14.3%
<b>Chỉ Số Hiệu Quả Quản Lý</b>				
Ngày hàng tồn kho (ngày)	124.5	142.7	134.4	127.7
Ngày khoản phải thu (ngày)	2.2	2.8	2.2	2.2
Ngày khoản phải trả (ngày)	6.2	3.5	5.4	7.3
Vòng quay tiền (ngày)	120.5	142.0	131.3	122.6
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	46.9%	34.3%	34.3%	34.3%

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân Tích Đầu Tư chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân Tích Đầu Tư không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân Tích Đầu Tư – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBANK, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: [cskh@vpbanks.com.vn](mailto:cskh@vpbanks.com.vn)

Website: [www.vpbanks.com.vn](http://www.vpbanks.com.vn)

### Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu

Email: [research@vpbanks.com](mailto:research@vpbanks.com)