

Việt Nam: Ngành bán lẻ
11 September 2024
PNJ
MUA

Giá mục tiêu tăng	+26.2%
Đóng cửa:	11/09/2024
Giá	99.200 đồng
Mục tiêu 12T	125.200 đồng
Giá mục tiêu trước đó	90.100 đồng
Thay đổi	+39%

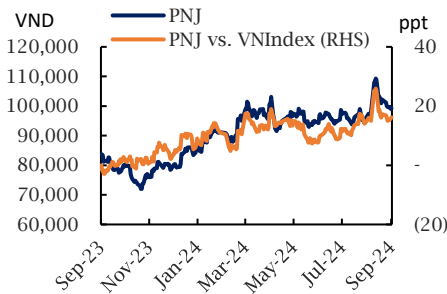
Tiêu điểm

- ▶ Từ đầu năm đến nay, nhu cầu vàng miếng tăng cao thúc đẩy tổng doanh thu của PNJ tăng mạnh nhưng LNST chỉ tăng ở mức khiêm tốn.
- ▶ Tuy nhiên, tình hình bắt đầu có sự chuyển biến kể từ khi NHNN cho phép các NHTM có vốn nhà nước bán vàng trực tiếp cho người dân từ đầu tháng 6.
- ▶ PNJ sẽ tập trung nguồn lực để phát triển mảng bán lẻ trang sức.
- ▶ Chúng tôi dự báo mảng bán lẻ trang sức sẽ đóng góp 69% vào tổng doanh thu năm 2025 và 72% vào năm 2026.

Quan điểm

- ▶ Chúng tôi có quan điểm thận trọng đối với PNJ trong nửa cuối 2024 do lo ngại về thiếu hụt vàng nguyên liệu trong ngắn hạn.
- ▶ Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng biên LN sẽ cải thiện trong giai đoạn 2025E-2026E nhờ đóng góp lớn hơn của mảng bán lẻ trang sức và sự điều chỉnh tích cực trong chính sách quản lý thị trường vàng.
- ▶ PNJ vẫn giữ vị thế là nhà bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam và vẫn đang tiếp tục mở rộng mạng lưới của mình tại các đô thị loại 2, loại 3.
- ▶ Nâng lên khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu của chúng tôi là 125.200 đồng/cp, tương đương P/E năm 2025E là 14,5x và PEG năm 2025E là 0,5x.

Tổng quan: PNJ là công ty chế tác và kinh doanh trang sức vàng, bạc và đá quý, hiện đang vận hành một nhà máy với công suất 4,0 triệu sản phẩm mỗi năm. Ngoài ra, PNJ còn đang sở hữu mạng lưới bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam với 409 cửa hàng tính đến cuối Q2/2024 và đặt mục tiêu mở thêm 20-30 cửa hàng mỗi năm trong giai đoạn 2024-2025. PNJ cũng được đề cập trong [báo cáo ngành khai khoáng và kinh doanh vàng, trang sức trong khu vực châu Á](#) của Yuanta.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index


Vốn hóa thị trường	1.350 triệu USD
GTGD BQ 6T	6,9 triệu USD
SLCP đang lưu hành	335 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	85,0%
Sở hữu nước ngoài	49,0%
Cổ đông lớn	14,7%
Nợ ròng/VCSH 2023	0,2x
EV/EBITDA	11,7x
P/E 2025E	11,5x
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại	0,0%

Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Tình hình tài chính (đơn vị: tỷ đồng)

Năm tài chính	2023A	2024E	2025E	2026E
Doanh thu	33.137	38.351	38.682	43.485
LNHĐ	2.529	2.824	3.630	4.754
LN ròng	1.971	2.196	2.898	3.792
EPS (VNĐ)	5.985	6.562	8.657	11.328
EPS thay đổi	4%	10%	32%	31%
P/E (x)	14,6	15,1	11,5	8,8
Tỷ suất cổ tức	2,2%	1,8%	1,8%	1,8%

Nguồn: Fiinpro, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Lưu Bộ Di
di.luu@yuanta.com.vn

<http://yuanta.com.vn>

Bloomberg code: YUTA

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Tập trung vào mảng bán lẻ trang sức

Thận trọng trong nửa cuối 2024 do tình trạng thiếu hụt nguồn cung vàng nguyên liệu có thể ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận của công ty, theo quan điểm của chúng tôi. Nhu cầu nắm giữ vàng gia tăng và sự kiểm soát chặt chẽ của Chính phủ đối với nguồn gốc của vàng khiến các nhà chế tác trang sức gặp khó khăn trong việc thu mua vàng nguyên liệu, dẫn đến tăng chi phí sản xuất,

Tuy nhiên, chiến lược tập trung nguồn lực cho chế tác và bán lẻ trang sức phần nào làm giảm áp lực lên biên lợi nhuận của công ty. PNJ hiện đang ưu tiên nguồn lực cho mảng kinh doanh cốt lõi – chế tác và bán lẻ trang sức – nhằm đáp ứng nhu cầu mang tính mùa vụ tăng cao trong Q4/2024-Q1/2025. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của công ty sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 2024 (so với mức nền thấp của nửa đầu năm 2024 do tăng tỷ trọng đóng góp của vàng miếng) và trong thời gian tới.

Trong dài hạn, chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực đối với PNJ với vai trò là nhà bán lẻ trang sức lớn nhất với danh mục sản phẩm đa dạng tại Việt Nam. Thêm vào đó, những thay đổi tích cực trong chính sách quản lý thị trường vàng sẽ chỉ giúp vị thế của PNJ ngày càng vững chắc hơn, theo quan điểm của chúng tôi. Doanh thu bán lẻ trang sức vẫn tăng 14,6% YoY trong 7T2024 trong bối cảnh chi tiêu cho hàng tiêu dùng không thiết yếu vẫn ở mức thấp, cho thấy năng lực vận hành ổn định của PNJ dù tình hình vĩ mô không quá khả quan.

Điều chỉnh dự báo kết quả kinh doanh. So với dự báo trước đó, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu năm 2024E lên +7,3%, đạt 38,4 nghìn tỷ đồng (+15,7% YoY) nhưng giảm dự báo LNST xuống -0,6% còn 2,2 nghìn tỷ đồng (+11,4% YoY). Đối với năm 2025, chúng tôi tăng nhẹ dự báo doanh thu +1,1% lên 38,7 nghìn tỷ đồng và tăng dự báo LNST lên +20,4%, mức tăng đáng kể so với dự báo trước đó do tăng tỷ trọng đóng góp của mảng bán lẻ trang sức (chiếm 69% tổng doanh thu năm 2025E, +10 điểm phần trăm YoY).

Yuanta vs. Các bên. Trong giai đoạn 2024E-2026E, dự báo doanh thu của chúng tôi thấp hơn so với các bên nhưng dự báo EPS bình quân cao hơn khoảng 10% so với các bên. Hàm ý rằng, các bên có thể vẫn đang kỳ vọng tỷ trọng đóng góp của mảng vàng 24K sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong tương lai, mà theo chúng tôi điều này khó có thể xảy ra trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung vàng.

Do đó, chúng tôi nâng lên khuyến nghị MUA đối với PNJ và tăng giá mục tiêu +39% lên 125.200 đồng, tương đương tỷ suất sinh lời 12 tháng là +28,0%. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/E 2025E là 14,5x và PEG 2025E 0,5x.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi – Bán lẻ trang sức

Chúng tôi vẫn giữ quan điểm đầu tư dài hạn đối với PNJ kể từ [báo cáo cập nhật](#) xuất bản vào T9/2022.

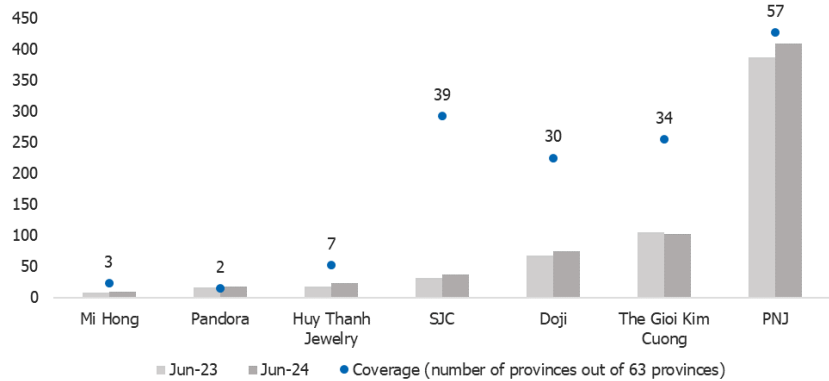
Theo phương pháp Top-down, ngành bán lẻ hiện đại của Việt Nam vẫn còn dư địa để duy trì mức tăng trưởng đáng kể trong những năm tới, được hỗ trợ bởi sự mở rộng của tầng lớp trung lưu đô thị với thu nhập khả dụng ngày càng tăng.

PNJ là một đại diện tiêu biểu cho xu hướng này, đặc biệt là khi kết hợp với thế mạnh về năng lực vận hành và quản trị doanh nghiệp của công ty. PNJ vẫn giữ vững vị trí đứng đầu trong số các chuỗi bán lẻ trang sức tại Việt Nam, nhờ vào:

- (1) **Mạng lưới bán lẻ trải dài nhất và có số lượng cửa hàng lớn nhất.** PNJ hiện đang vận hành 409 cửa hàng bán lẻ trang sức tại 57/63 tỉnh thành (tính đến cuối T7/2024) sau khi mở thêm 9 cửa hàng mới trong năm nay. PNJ đặt mục tiêu mở thêm 20-30 cửa hàng mỗi năm trong giai đoạn 2024E-2025E, chủ yếu tại các đô thị loại 2 và 3 có mức tăng trưởng GRDP cao.

Biểu đồ 1: PNJ vận hành mạng lưới bán lẻ với mức độ bao phủ cao

Number of stores at jewelry retail chains in Vietnam



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, website doanh nghiệp

- (2) **Khả năng tiếp cận đến các phân khúc khách hàng khác nhau với chiến lược đa thương hiệu.** Trong bối cảnh chi tiêu suy giảm trong 7T2024, PNJ tập trung vào việc thu hút khách hàng mới để bù đắp cho sự suy giảm trong giá trị mỗi đơn hàng. Nhờ đó, phân khúc bán lẻ trang sức của PNJ ghi nhận mức tăng trưởng vững chắc (+14,6% YoY) trong 7T2024, cho thấy năng lực quản trị ổn định của ban lãnh đạo.

Chúng tôi tin rằng kết quả tích cực trên được hỗ trợ bởi sự đa dạng hóa trong danh mục sản phẩm và thương hiệu của công ty, nhắm đến các nhóm khách hàng tiềm năng khác nhau với các mức giá khác nhau. PNJ liên tục cho ra mắt các bộ sưu tập mới thuộc các thương hiệu khác nhau, phần lớn chủ yếu hướng đến nhóm khách hàng trung lưu trẻ tuổi, vốn là tầng lớp đang phát triển rất nhanh chóng tại Việt Nam.

Triển vọng 2H2024 - 1H2025: Tập trung vào bán lẻ trang sức

Triển vọng 2H2024 - 1H2025 của PNJ vẫn còn nhiều thách thức trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung vàng nguyên liệu, do nhu cầu tích trữ vàng tăng và việc thực hiện thanh tra nghiêm ngặt về nguồn gốc, xuất xứ của vàng khiến cho việc mua bán vàng trở nên khó khăn hơn, đặc biệt đối với những người dân không có hóa đơn để chứng minh nguồn gốc vàng do mình sở hữu. Kết quả là các nhà chế tác vàng như PNJ phải thu mua vàng từ nguồn đắt hơn, dẫn đến gia tăng chi phí nguyên liệu đầu vào.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ cải thiện trong 2H2024, 2025 và những năm tiếp theo, bởi vì:

- (1) Kể từ tháng 6, PNJ đã bắt đầu ưu tiên nguồn lực cho mảng bán lẻ trang sức thay vì vàng 24K. Theo quan điểm của chúng tôi, xu hướng này có thể vẫn xảy ra ngay cả khi không có sự kiện các NHTM có vốn nhà nước bắt đầu bán vàng trực tiếp cho người dân, vì PNJ vẫn sẽ tập trung vào việc đáp ứng nhu cầu (mang tính mùa vụ) tăng cao đối với trang sức trong Q4/2024 (mùa cưới) và Q1/2025 (Tết Nguyên Đán).

Những tác động của tính mùa vụ vào kết quả kinh doanh của công ty có thể không còn là câu chuyện mới mẻ đối với các NĐT; tuy nhiên, phần nào sẽ giúp làm giảm áp lực lên biên lợi nhuận của công ty trong 2H2024.

Với những thay đổi trên, chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ dự phóng LNST cho năm 2024E xuống -0,6% so với dự báo trước đó, còn 2,2 nghìn tỷ đồng (vẫn tăng +11% YoY). Tuy nhiên, chúng tôi dự kiến biên lợi nhuận gộp của PNJ sẽ cải thiện lên 18,9% trong 2H2024 (+2,5 điểm phần trăm so với 1H2024).

Bảng 1: Dự phóng biên lợi nhuận

Biên lợi nhuận	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nửa đầu năm	18,6%	17,6%	18,9%	16,4%	20,0%	21,5%
Nửa cuối năm	17,8%	17,3%	17,7%	18,9%	20,6%	21,5%
Cả năm	18,2%	17,5%	18,3%	17,5%	20,3%	21,5%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

- (2) Những kiến nghị về việc sửa đổi Nghị định 24/2012/NĐ-CP liên quan đến việc quản lý thị trường vàng có thể tác động tích cực lên thị trường vàng Việt Nam nói chung. Chúng tôi kỳ vọng việc sửa đổi Nghị định sẽ giúp thị trường vàng “tự do” hơn, từ đó tăng tính thanh khoản của thị trường (cả về tiền mặt và nguồn cung vàng).

NHNN hiện đang khảo sát và thu thập ý kiến từ các cơ quan quản lý và các bên liên quan về việc sửa đổi Nghị định 24. Chúng tôi cho rằng việc ban hành và thực thi nghị định sửa đổi, bổ sung khó có thể diễn ra ngay trong năm 2024, vì chưa có Dự thảo nào được công bố trong thời gian vừa qua.

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy một số đề xuất có thể giúp giải quyết các nút thắt hiện tại cho cả doanh nghiệp và các cơ quan quản lý, như:

- Cho phép các doanh nghiệp tự khai báo hàng tồn kho của mình cho đến một thời điểm xác định được quy định bởi NHNN để xác định số lượng vàng hiện có. Sau đó, đối với tất cả hàng hóa nhập và xuất, các doanh nghiệp phải tuân thủ đầy đủ quy định về giấy tờ và hóa đơn có liên quan. Khuyến nghị này sẽ giúp các cửa hàng và các cơ quan xác định được số lượng vàng tồn kho tại mỗi doanh nghiệp.
- Cho phép nhập khẩu vàng nguyên liệu để đáp ứng nhu cầu tiêu dùng trang sức, đề xuất này đã được khuyến nghị từ rất lâu trước đó. Các quy định nghiêm ngặt về thanh tra nguồn gốc, xuất xứ của vàng khiến các nhà sản xuất gặp khó khăn trong việc thu mua vàng nguyên liệu. Theo quan điểm của chúng tôi, kiểm soát thị trường vàng là cần thiết, nhưng cần đảm bảo nguồn cung cho hoạt động chế tác và sản xuất trang sức, được kỳ vọng sẽ đóng góp tích cực vào GDP quốc gia (trái ngược với mục đích nắm giữ vàng miếng của người dân).

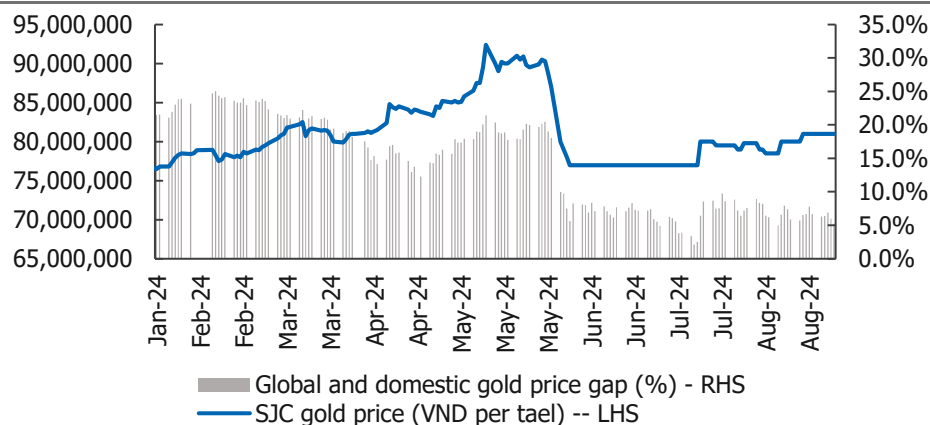
Chúng tôi không thể xác định khi nào Dự thảo về Sửa đổi nghị định 24/2012/NĐ-CP sẽ được ban hành. Tuy nhiên, bất kỳ biện pháp hỗ trợ nào từ phía Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đều sẽ được các doanh nghiệp trong ngành, bao gồm cả PNJ nói riêng, và thị trường vàng nói chung hoan nghênh. Những tác động tích cực từ việc sửa đổi nghị định cũng có thể là chất xúc tác tăng giá mục tiêu của chúng tôi đối với PNJ.

Cập nhật kết quả kinh doanh 7T2024

Giá vàng tăng vọt, khiến nhu cầu tích trữ vàng tăng cao trong những tháng đầu năm 2024. Chênh lệch giá vàng SJC so với giá vàng giao ngay thế giới cao hơn 10% trong suốt 5T2024.

Tuy nhiên, mức chênh lệch này đã thu hẹp lại khi NHNN quyết định cho phép bốn NHTM có vốn nhà nước trực tiếp bán vàng cho người dân kể từ ngày 03/06/2024. Chính sách này ngay lập tức có hiệu quả khi mức chênh lệch giá vàng đã giảm ngay sau đó.

Biểu đồ 2: Mức chênh lệch giữa giá vàng SJC và giá vàng giao ngay giảm từ đầu T6/2024



Nguồn: Bloomberg, FiinproX (dữ liệu tại ngày 30/08)

Doanh thu vàng 24K của PNJ đã tăng +92% YoY trong 5T2024, đạt 8,5 nghìn tỷ đồng. Đáng chú ý, gia tăng tỷ trọng đóng góp của mảng có biên lợi nhuận thấp (tức vàng 24K) giúp tăng doanh thu nhưng khiến biên lợi nhuận gộp của công ty giảm còn 16,5% trong 5 tháng đầu năm 2024 (-2,5 điểm phần trăm YoY).

Tuy nhiên, doanh thu vàng 24K đã giảm mạnh trong tháng 6 và tháng 7... Doanh thu vàng 24K giảm mạnh -60% MoM trong tháng 6 và -39% MoM trong tháng 7. Tương ứng với thời điểm các NHTM có vốn NN được phép bán vàng trực tiếp cho người dân, nhưng sự sụt giảm về doanh thu một phần đến từ việc thiếu hụt nguồn cung vàng, hiện đang là thực trạng chung trên toàn thị trường.

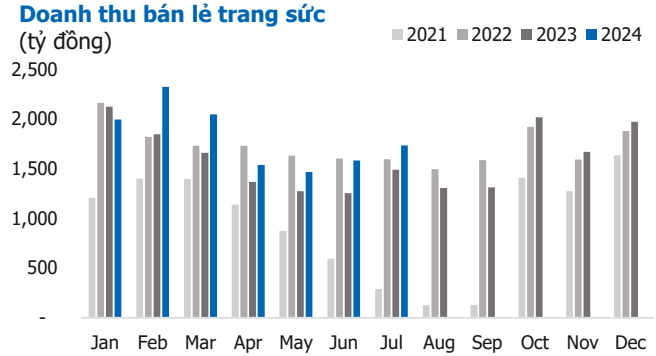
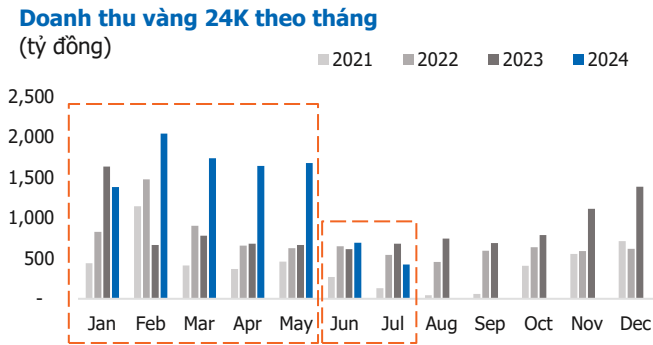
... Trong khi đó, doanh thu bán lẻ trang sức tiếp tục tăng trưởng vững chắc trong tháng 6 và tháng 7. Mảng kinh doanh cốt lõi của PNJ là bán lẻ trang sức, không phải vàng 24K. Doanh thu bán lẻ trang sức vẫn tăng trưởng trong 7T2024 dù sức mua suy yếu, chủ yếu nhờ vào việc mở rộng tệp khách hàng. Cụ thể, doanh thu bán lẻ trang sức vẫn tăng +9,5% MoM / +14,9% YoY lên 1,7 nghìn tỷ đồng vào tháng 7; và +15% YoY lên 12,7 nghìn tỷ đồng trong 7T2024.

Do đó, tỷ trọng doanh thu bán lẻ tăng trở lại trong tháng 6 và 7. Doanh thu bán lẻ trang sức chiếm 52% tổng doanh thu 7T2024 của PNJ, trong đó sự thay đổi về cơ cấu doanh thu có thể phần nào giúp định hình kỳ vọng của NĐT trong tương lai: Doanh thu trang sức chiếm 48% tổng doanh thu trong 5T2024 (trong khi vàng miếng chiếm 43% doanh thu), nhưng tỷ lệ này đã có sự chuyển dịch rõ ràng, với doanh thu bán lẻ chiếm 62% tổng doanh thu tháng 6 và 69% doanh thu tháng 7.

Chúng tôi cho rằng sự thay đổi tích cực về cơ cấu doanh thu sẽ tiếp tục diễn ra trong thời gian tới. Giả định của chúng tôi về mức đóng góp vào tổng doanh thu của mảng bán lẻ trang sức là 72% cho 2H2024, 69% cho năm 2025E, và 72% cho năm 2026E.

Biểu đồ 3: Doanh thu vàng 24K tăng vọt trong 5T2024 nhưng giảm mạnh tháng Sáu và tháng Bảy...

Biểu đồ 4: ... trong khi doanh thu bán lẻ trang sức vẫn tăng trưởng vững chắc.



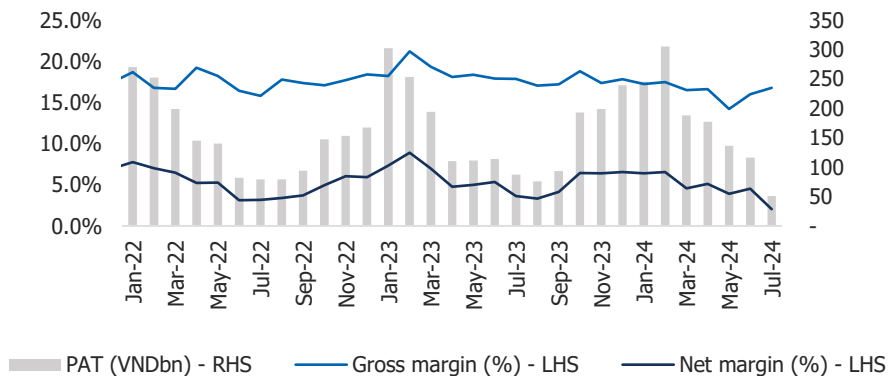
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Biên lợi nhuận gộp của PNJ đã phục hồi liên tiếp trong tháng 6 và tháng 7. Biên lợi nhuận gộp công ty tăng trở lại trong tháng 6 (+1,8 điểm phần trăm MoM, đạt 16,0%) và tháng 7 (+0,7 điểm phần trăm MoM, đạt 16,7%). Trong 7T2024, biên lợi nhuận gộp vẫn ở mức tương đối thấp là 16,4%, thấp hơn so với mức 18,8% của 7T2023, do tỷ trọng đóng góp cao từ doanh thu vàng 24K trong 5T2024.

Biên lợi nhuận sau thuế biến động trái chiều trong tháng 6 và tháng 7. Biên lợi nhuận ròng cải thiện trong tháng 6 (+0,6 điểm phần trăm MoM, đạt 4,5%) nhưng giảm trong tháng Bảy (-2,5 điểm phần trăm MoM, còn 2,0%) do chi phí sản xuất tăng.

Biểu đồ 5: Kết quả biên lợi nhuận trái chiều trong tháng 6 và 7 khi chi phí sản xuất gây áp lực lên biên lợi nhuận ròng

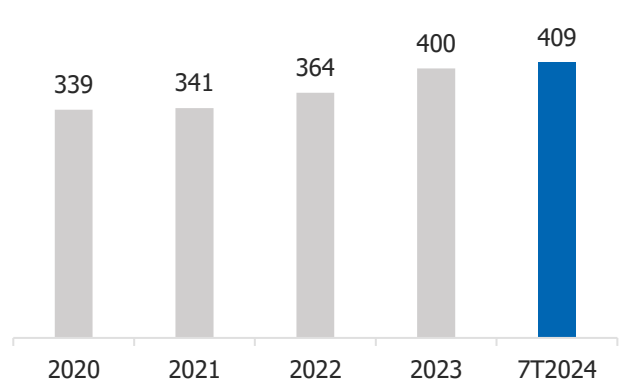
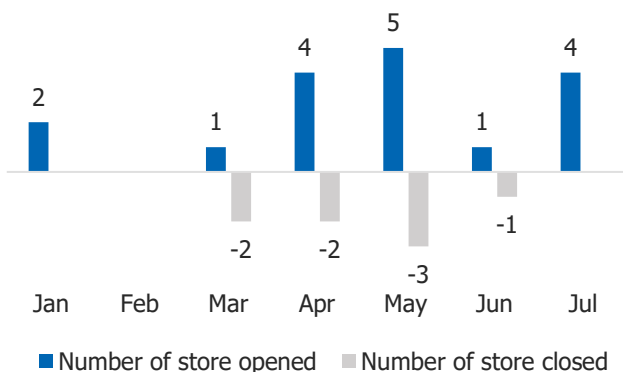


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Tiến độ mở mới cửa hàng: 4 cửa hàng mở mới trong tháng 7/2024. PNJ hiện đang vận hành mạng lưới bán lẻ với 409 cửa hàng trên toàn quốc (mở mới 17 cửa hàng và đóng 8 cửa hàng từ đầu năm đến nay), bao gồm: 400 cửa hàng PNJ Gold, 3 cửa hàng CAO, 5 cửa hàng PNJ Style và 1 trung tâm bán sỉ. Công ty đặt mục tiêu thêm tăng thêm 20-30 cửa hàng/năm trong giai đoạn 2024E-2025E.

Biểu đồ 6: Số lượng cửa hàng mở mới/đóng mới theo từng tháng trong năm 2024

Biểu đồ 7: Số lượng cửa hàng của PNJ qua các năm



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Điều chỉnh dự báo kết quả kinh doanh

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu năm 2024E lên +7,3% với 38,4 nghìn tỷ đồng (+15,7% YoY) sau khi doanh thu tính từ đầu năm đến nay vượt qua mức dự kiến của chúng tôi, chủ yếu do sự tăng trưởng mạnh hơn kỳ vọng của mảng vàng 24K trong 5T2024. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ dự báo LNST -0,6% xuống còn 2,2 nghìn tỷ đồng (vẫn tăng 11% YoY), cao hơn 5% so với kế hoạch của công ty cho năm 2024, nhưng tương đương với kỳ vọng của các bên (theo Bloomberg).

Việc điều chỉnh giảm lợi nhuận 2024E của chúng tôi chủ yếu do giả định biên lợi nhuận gộp thấp hơn (từ mức 18,3% năm 2023 còn 17,5% năm 2024E), chủ yếu do đóng góp cao hơn dự kiến của mảng vàng 24K trong doanh thu 1H2024.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng trong 2025E-2026E. So với dự báo trước đó, chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ dự phóng doanh thu thêm +1,1% cho năm 2025E và +6,1% cho năm 2026E. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh tăng mạnh dự phóng lợi nhuận thêm +20,4% cho năm 2025E và +44,7% cho năm 2026E do giả định đóng góp từ doanh thu bán lẻ trang sức tăng (chiếm 69% tổng doanh thu năm 2025E và 72% của năm 2026E).

Bảng 2: Điều chỉnh giả định

Tiêu chí	Trước điều chỉnh			Sau điều chỉnh			Chênh lệch (%)		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Doanh thu (tỷ đồng)	35.743	38.263	40.966	38.351	38.682	43.485	7,3%	1,1%	6,1%
Bán lẻ	22.173	23.947	25.863	22.683	26.617	31.169	2,3%	11,2%	20,5%
Vàng 24K	9.269	10.111	10.616	11.740	7.387	6.957	26,7%	-26,9%	-34,5%
Bán sỉ	3.354	3.589	3.840	3.562	4.275	4.916	6,2%	19,1%	28,0%
Khác	587	616	647	366	403	443	-37,6%	-34,6%	-31,5%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	6.578	7.093	7.649	6.695	7.852	9.340	1,8%	10,7%	22,1%
BLN gộp (%)	18,4%	18,5%	18,7%	17,5%	20,3%	21,5%	-0,9ppt	1,8ppt	2,8ppt
LNTT (tỷ đồng)	2.897	3.152	3.430	2.824	3.630	4.754	-2,5%	15,2%	38,6%
BLN ròng trước thuế (%)	8,1%	8,2%	8,4%	7,4%	9,4%	10,9%	-0,7ppt	1,1ppt	2,6ppt
LNST (tỷ đồng)	2.210	2.407	2.620	2.196	2.898	3.792	-0,6%	20,4%	44,7%
BLN ròng sau thuế (%)	6,2%	6,3%	6,4%	5,7%	7,5%	8,7%	-0,5ppt	1,2ppt	2,3ppt

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Yuanta vs. Các bên

Dự báo doanh thu (sau điều chỉnh) của chúng tôi cho giai đoạn 2024E-2026E thấp hơn so với Các bên. Tuy nhiên, chúng tôi có quan điểm tích cực hơn Các bên về dự báo lợi nhuận năm 2025E-2026E, có thể do giả định đóng góp của mảng trang sức trong doanh thu của chúng tôi cao hơn. Chúng tôi tin rằng Các bên có thể sẽ thực hiện điều chỉnh dự báo trong những tháng tới, có khả năng dẫn đến chu kỳ điều chỉnh tăng dự phóng lợi nhuận lớn hơn đối với PNJ.

Bảng 3: Yuanta vs. Các bên

Doanh thu (tỷ đồng)	2024E		2025E		2026E	
	Giá trị	YoY (%)	Giá trị	YoY (%)	Giá trị	YoY (%)
Yuanta Việt Nam	38.351	15,7%	38.682	0,9%	43.485	12,4%
Các bên	40.241	21,4%	42.732	6,2%	46.636	9,1%
% chênh lệch (Yuanta vs. Các bên)	-4,7%		-9,5%		-6,8%	

LNST (tỷ đồng)	2024E		2025E		2026E	
	Giá trị	YoY (%)	Giá trị	YoY (%)	Giá trị	YoY (%)
Yuanta Việt Nam	2.196	11,4%	2.898	31,9%	3.792	30,9%
Các bên	2.211	12,2%	2.637	19,2%	3.122	18,4%
% chênh lệch (Yuanta vs. Các bên)	-0,7%		9,9%		21,5%	

Nguồn: Yuanta Việt Nam, Bloomberg

Định giá và rủi ro

Chúng tôi nâng lên khuyến nghị **MUA** đối với PNJ từ khuyến nghị **NẮM GIỮ**-Kém khả quan trước đó, dựa trên quan điểm giá cổ phiếu đã vượt xa các yếu tố cơ bản tại thời điểm đó (tháng 3/2024). Sau khi cập nhật mô hình định giá để phản ánh chiến lược tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi – bán lẻ trang sức, chúng tôi nâng quan điểm lên tích cực đối với PNJ.

Giá mục tiêu của chúng tôi đối với PNJ là 125.200 đồng (+39% so với giá mục tiêu trước đó là 90.100 đồng/cổ phiếu) tương ứng với việc điều chỉnh tăng dự phóng kết quả kinh doanh. Giá mục tiêu mới của chúng tôi được xác định dựa trên phương pháp định giá bình quân trọng số với 70% cho mô hình chiết khấu dòng tiền FCFF và 30% cho phương pháp so sánh P/E. Mức giá mục tiêu mới của chúng tôi tương đương PE 2025E là 14,5x và tỷ suất sinh lời 12 tháng là 28,0%.

Bảng 4: Tăng mức giá mục tiêu +39%

	Giá mục tiêu	Tỷ trọng
FCFF	130600	70%
PE	112,500	30%
Giá mục tiêu	125,200	
P/E tương ứng	14.5	
Giá mục tiêu trước đó	90,100	
% thay đổi so với trước đó	39.0%	
Up (down) side	26.2%	
TSSL 12 tháng	28.0%	

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Trong mô hình định giá FCFF, chúng tôi giảm giả định lãi suất phi rủi ro xuống còn 4,6% từ mức 5,1% trước đó và áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn là 4,7%. Tuy nhiên, chúng tôi cũng giảm WACC xuống còn 14,4% từ mức 15,4% trước đó do giả định phần bù rủi ro thị trường giảm. Từ những giả định trên, kết quả định giá của PNJ là 130.600 đồng/cổ phiếu.

Phương pháp định giá PE cho ra mức PE mục tiêu là 13,0x, cao hơn mức trung vị 12,1x của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi cho rằng mức này là hợp lý vì dự phóng ROE 2025E của chúng tôi cao hơn mức dự phóng ROE trung vị (20,2%).

Bảng 5: PNJ vs. các công ty cùng ngành trong khu vực

Company	Ticker	Market cap (US\$m)	Revenues (US\$m)	2024E PE	2025E PE	2025E ROE	2025E ROA
Chow Tai Seng Jewellery Co Lt	002867 CH Equity	1,587	2,300	n/a	6.8	20.2	14.3
LUK FOOK HOLD	590 HK Equity	1,075	1,959	4.8	4.6	12.1	10.1
Kalyan Jewellers India Ltd	KALYANKJ IN Equity	7,502	2,232	n/a	51.1	21.9	7.3
Vivara Participacoes SA	VIVA3 BZ Equity	1,153	438	13.5	12.0	20.1	13.5
Lovisa Holdings Ltd	LOV AU Equity	2,369	458	33.9	27.7	121.2	22.7
Aurora Design PCL	AURA TB EQUITY	585	851	n/a	16.5	17.5	7.2
CHOW TAI FOOK	1929 HK equity	8,246	13,894	8.1	8.3	26.9	9.1
Median		1,587	1,959	10.8	12.0	20.2	10.1
Phu Nhuan Jewelry JSC	PNJ VN Equity	1,367	1,390	16.2	13.0	21.0	14.9

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi

- 1) **Nhu cầu vàng miếng vẫn duy trì ở mức cao.** Việc FED tiếp tục cắt giảm lãi suất có thể thúc đẩy giá vàng thế giới, có mối tương quan dương với giá vàng trong nước. Điều này có thể làm tăng nhu cầu đối với vàng miếng, nhưng đây không phải là tin tích cực đối với PNJ do giá vàng tăng sẽ làm tăng nhu cầu tích trữ vàng và từ đó có thể làm giảm nhu cầu đối với vàng trang sức của người dân.
- 2) **Tốc độ mở rộng chậm hơn dự kiến trong bối cảnh tiêu dùng thấp.** Mạng lưới bán lẻ rộng hơn đồng nghĩa với thế mạnh trong việc thu hút khách hàng mới lớn hơn. Chúng tôi kỳ vọng mỗi năm 20 cửa hàng mới sẽ được mở trong giai đoạn 2024E-2026E và doanh số mỗi cửa hàng sẽ tăng +12% trong giai đoạn này. Tuy nhiên, một cuộc suy thoái kinh tế (hoặc khả năng cao hơn, là một đợt suy giảm tăng trưởng) là hoàn toàn có thể xảy ra, và chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến tâm lý của người tiêu dùng trong tương lai.
- 3) **Tình trạng thiếu hụt nguồn cung vàng kéo dài.** Hiện tại, các doanh nghiệp kinh doanh vàng cho biết họ đang phải trả cao hơn 7-10% cho vàng nguyên liệu so với giai đoạn trước đó do sự khó khăn trong việc chứng minh nguồn gốc vàng. Chi phí tăng thêm này rõ ràng gây bất lợi cho các nhà sản xuất. Do đó, bất kỳ biện pháp cải cách quy định nào về việc cho phép nhập khẩu vàng để sản xuất trang sức (khác biệt hoàn toàn với mục đích kinh doanh kiếm lời từ giá chênh lệch vàng miếng) sẽ rất được các nhà chế tác và bán lẻ trang sức vàng như PNJ hoan nghênh.
- 4) **Lạm phát là một yếu tố khó đoán,** có thể 1) ảnh hưởng tiêu cực đến chi tiêu bán lẻ hàng tiêu dùng không thiết yếu nhưng cũng 2) có khả năng làm tăng nhu cầu đối với các tài sản trú ẩn an toàn (tức vàng miếng). Nói cách khác, nhu cầu tăng đối với sản phẩm vàng miếng có biên lợi nhuận thấp có thể làm giảm chi tiêu cho sản phẩm trang sức có biên lợi nhuận cao, đây là một rủi ro đối với dự phóng của chúng tôi cho PNJ.

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)					
<i>Năm tài chính</i>	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Doanh thu	33.876	33.137	38.351	38.682	43.485
<i>Bán lẻ</i>	20.732	19.286	22.683	26.617	31.169
<i>Vàng miếng</i>	8.571	10.438	11.740	7.387	6.957
<i>Bán sỉ</i>	4.065	2.850	3.562	4.275	4.916
<i>Khác</i>	508	563	366	403	443
Giá vốn hàng bán	(27.949)	(27.078)	(31.656)	(30.829)	(34.145)
Lợi nhuận gộp	5.927	6.059	6.695	7.852	9.340
Chi phí hoạt động	(3.502)	(3.530)	(3.871)	(4.223)	(4.586)
Lợi nhuận hoạt động	2.425	2.529	2.824	3.630	4.754
Chi phí lãi vay	(87)	(45)	(84)	(13)	(20)
Lãi/lỗ từ hoạt động đầu tư	-	-	-	-	-
Thu nhập khác ròng	(25)	5	5	5	6
Lợi nhuận trước thuế	2.312	2.489	2.746	3.622	4.740
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(502)	(518)	(549)	(724)	(948)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	1.811	1.971	2.196	2.898	3.792
EBITDA	2.504	2.610	2.923	3.727	4.856
EPS (đồng)	5.773	5.985	6.562	8.657	11.328

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH					
<i>Năm tài chính</i>	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tăng trưởng (% YoY)					
Doanh thu	73,3%	-2,2%	15,7%	0,9%	12,4%
<i>Bán lẻ</i>	79,2%	-7,0%	17,6%	17,3%	17,1%
<i>Vàng miếng</i>	74,1%	21,8%	12,5%	-37,1%	-5,8%
<i>Bán sỉ</i>	54,7%	-29,9%	25,0%	20,0%	15,0%
<i>Khác</i>	3,6%	10,9%	-35,0%	10,0%	10,0%
Lợi nhuận hoạt động	72,1%	4,3%	11,7%	28,5%	31,0%
EBITDA	68,8%	4,2%	12,0%	27,5%	30,3%
Lợi nhuận ròng	76,0%	8,9%	11,4%	31,9%	30,9%
EPS (đồng)	48,8%	3,7%	9,6%	31,9%	30,9%
Chỉ số đo lường lợi nhuận (%)					
Biên lợi nhuận gộp	17,5%	18,3%	17,5%	20,3%	21,5%
Biên lợi nhuận hoạt động	7,2%	7,6%	7,4%	9,4%	10,9%
Biên EBITDA	7,4%	7,9%	7,6%	9,6%	11,2%
Biên lợi nhuận ròng	5,3%	5,9%	5,7%	7,5%	8,7%
ROA	21,4%	20,1%	19,6%	21,8%	23,4%
ROE	13,6%	13,7%	15,5%	17,4%	19,0%

Chỉ số đo lường thanh khoản tài chính					
Nợ ròng/VCSH (x)	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1
Tỷ lệ thanh toán lãi vay (x)	26	21	24	124	121
Tỷ lệ thanh toán lãi vay và nợ ngắn hạn (x)	0,9	1,0	4,0	4,5	4,6
Số ngày phải thu tiền mặt	123	144	118	126	133
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (x)	3,8	4,6	10,7	9,9	9,4
Tỷ lệ thanh toán nhanh (x)	0,5	0,7	2,7	2,2	2,7
Tiền mặt/(nợ) ròng (tỷ đồng)	(1.803)	(1.488)	1.782	1.657	3.292
Chỉ số đo lường hiệu suất hoạt động					
Vòng quay khoản phải thu	2	3	2	3	2
Vòng quay hàng tồn kho	126	145	118	126	133
Vòng quay khoản phải trả	5	3	3	3	3

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, YSVN

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)					
<i>Năm tài chính</i>	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tổng tài sản	13.337	14.428	14.214	16.625	19.941
Tiền và tương đương tiền	880	896	2.366	2.441	4.276
Đầu tư tài chính ngắn hạn	200	810	400	480	576
Phải thu ngắn hạn	301	215	274	276	310
Hàng tồn kho	10.506	10.941	9.540	11.825	13.097
Tài sản cố định khác	80	96	111	112	126
Tài sản cố định ròng	882	883	845	807	787
Khác	488	587	678	684	769
Nợ phải trả	4.893	4.621	2.989	3.337	3.766
Phải trả ngắn hạn	3.122	2.814	1.181	1.529	1.958
Phải trả người bán ngắn hạn	277	257	315	318	357
Nợ vay ngắn hạn	2.683	2.384	584	784	984
Phải trả ngắn hạn khác	162	172	282	427	616
Phải trả dài hạn	1.771	1.808	1.808	1.808	1.808
Nợ vay dài hạn	0	0	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	1.771	1.808	1.808	1.808	1.808
Vốn chủ sở hữu	8.444	9.806	11.225	13.288	16.175
Vốn góp của chủ sở hữu	4.713	5.133	5.133	5.133	5.133
Cổ phiếu quỹ	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Khác	1.212	1.936	2.376	2.955	3.714
LNST chưa phân phối	2.522	2.740	3.719	5.203	7.331

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)					
<i>Năm tài chính</i>	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Dòng tiền từ HĐKD	(1.347)	1.508	3.693	765	2.676
Thu nhập ròng	1.811	1.971	2.196	2.898	3.792
Khấu hao	80	81	98	98	102
Tăng/giảm vốn lưu động	(1.729)	(305)	1.430	(2.282)	(1.245)
Khác	(1.508)	(239)	(32)	52	27
Dòng tiền từ HĐ đầu tư	(371)	(578)	275	(131)	(238)
Chi tiêu vốn	(51)	(81)	(60)	(60)	(60)
Thay đổi trong ĐT dài hạn	(340)	(564)	300	(87)	(198)
Chi tiêu tài sản dài hạn khác	20	66	35	16	19
Dòng tiền sau đầu tư	(1.717)	929	3.968	635	2.437
Dòng tiền từ HĐ tài trợ	2.241	(913)	(2.498)	(560)	(603)
Thay đổi trong vốn góp	1.447	-	-	-	-
Thay đổi trong nợ	(39)	(299)	(1.800)	200	200
Thay đổi khác trong nợ dài hạn	833	(614)	(698)	(760)	(803)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	524	17	1.470	75	1.835
Dòng tiền đầu kỳ	355	880	896	2.366	2.441
Dòng tiền cuối kỳ	880	896	2.366	2.441	4.276

HỆ SỐ ĐỊNH GIÁ					
<i>Năm tài chính</i>	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE (x)	13,0	14,6	15,4	11,7	8,9
PE pha loãng (x)	13,0	14,6	15,4	11,7	8,9
PB (x)	2,2	2,9	3,0	2,5	2,1
EBITDA/cổ phiếu (đồng)	7.727	7.802	8.736	11.141	14.513
Cổ tức/cổ phiếu (đồng)	2.505	1.875	1.799	1.799	1.799
Tỷ suất cổ tức (%)	3,3%	2,2%	1,8%	1,8%	1,8%
EV/EBITDA (x)	11,3	12,6	11,8	9,3	6,9
EV/EBIT (x)	11,7	13,0	12,2	9,6	7,0

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2019 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or in any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu

Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Di Luu

Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Giang Hoang

Assistant Analyst

giang.hoang@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (3855)

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (3941)

dat.bui@yuanta.com.vn

Hien Le

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868

hien.le@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (3940)

vi.truong@yuanta.com.vn