

CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Về đích ngoạn mục

18/03/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang
Giangnt1@kbsec.com.vn

KQKD 4Q2023 bứt phá mạnh mẽ, hoàn thành kế hoạch lợi nhuận

Kết thúc 4Q2023, PNJ đạt doanh thu thuần 9,760 tỷ đồng tăng 17.6% YoY nhờ chiếm lĩnh thị phần, mở rộng thị trường. Biên LNG tăng nhẹ 0.2ppts YoY lên 17.9%. LNST đạt 632 tỷ đồng tăng mạnh 35% YoY nhờ những nỗ lực gia tăng doanh thu, tối ưu chi phí, lợi nhuận vượt kế hoạch lợi nhuận đặt ra đầu năm.

Các mảng kinh doanh có kết quả trái ngược

Doanh thu các mảng kinh doanh chính của PNJ có kết quả trái ngược. Mảng kinh doanh chính là bán lẻ trang sức duy trì doanh thu đi ngang, mảng vàng miếng tăng mạnh nhờ giá vàng tăng, nhu cầu người dân mua vàng trong thời kỳ kinh tế giảm tốc, mảng bán sỉ tiếp tục giảm mạnh.

Mảng bán lẻ trang sức tiếp tục là động lực tăng trưởng

Doanh thu bán lẻ mặc dù chỉ đi ngang so với cùng kỳ tuy nhiên lại ghi nhận các tín hiệu rất tích cực khi mức độ giảm ít hơn thị trường chung, gia tăng tệp khách hàng và liên tục mở rộng mạng lưới cửa hàng. Trong năm 2024, khi sức mua hồi phục cùng với kế hoạch tiếp tục mở mới 40-50 cửa hàng, dự kiến mảng bán lẻ tiếp tục là động lực tăng trưởng của PNJ.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 112,000 VND

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2024 của PNJ với doanh thu thuần đạt 37,914 tỷ đồng (+14.4% yoy), LNST đạt 2,238 tỷ đồng (+13.5% yoy). Với triển vọng duy trì tăng trưởng tích cực, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PNJ với giá mục tiêu 112,000 VND/cổ phiếu.

MUA DUY TRÌ

Giá mục tiêu	112,000 VND
Tăng/giảm (%)	15%
Giá hiện tại (18/03/2024)	97,300VND
Giá mục tiêu đồng thuận	99,630VND
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	31.6/1.3

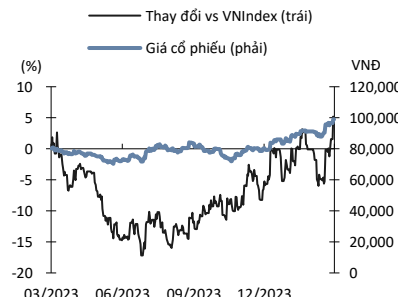
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	85.9%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	116/4.7
Sở hữu nước ngoài	49%
Cổ đông lớn	VIETFUND (9.16%)

Biến động giá cổ phiếu (%)				
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	8.6	23.3	18.4	23.4
Tương đối	4.5	11.7	18.5	4.4

Dự phóng KQKD & định giá

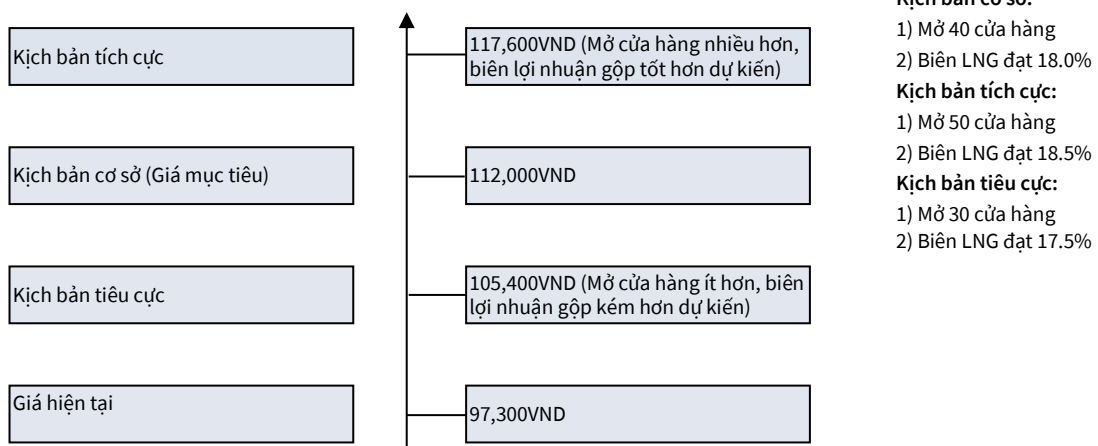
	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	33,876	33,137	37,914	42,448
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	2,338	2,485	2,835	3,164
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	1,811	1,971	2,238	2,498
EPS (VND)	7,358	8,008	9,090	10,147
Tăng trưởng EPS (%)	76.8%	8.8%	13.5%	11.6%
P/E (x)	13.4	13.5	10.9	10.9
P/B (x)	2.9	2.6	2.2	2.2
ROE (%)	25%	22%	21%	22%
Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%)	2.5%	2.3%	1.9%	1.9%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Quan điểm định giá



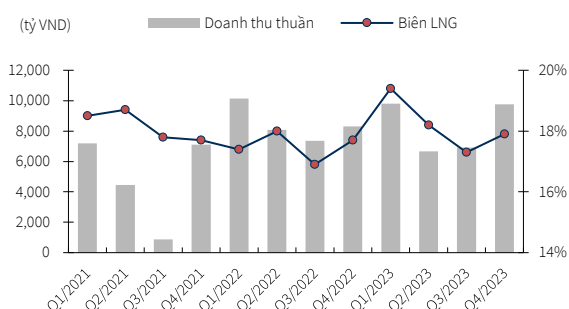
Nguồn: KBSV

Kết quả kinh doanh

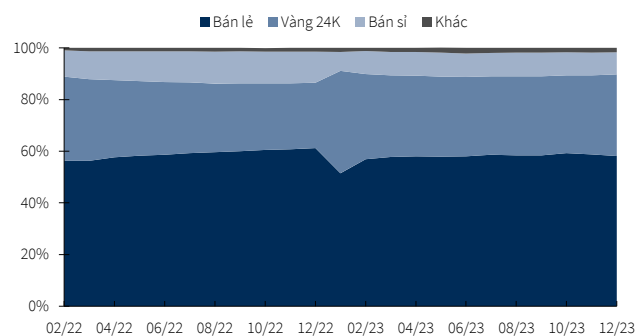
Bảng 1. Cập nhật KQKD

(Tỷ VND)	4Q2022	4Q2023	+/-%YoY	2022	2023	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	8,302	9,760	17.6%	33,877	33,137	-2.2%	
Bán lẻ trang sức	5,380	5,563	3.4%	20,732	19,286	-7.0%	Sức mua sụt giảm so với năm 2022 nhưng mảng bán lẻ lại liên tục mở rộng mạng lưới cửa hàng và thu hút khách hàng mới, từ đó giúp doanh thu bán lẻ vẫn duy trì mức tương đương so với cùng kỳ là thời điểm sức mua tăng mạnh sau dịch.
Vàng 24K	1,843	3,348	81.7%	8,571	10,438	21.8%	Mảng vàng miếng tăng mạnh nhờ giá vàng tăng, người dân cũng tăng nhu cầu tích trữ vàng trong thời kỳ kinh tế giảm tốc, thị trường bất động sản đóng băng.
Bán sỉ trang sức	922	712	-22.8%	4,065	2,850	-29.9%	Mảng bán sỉ giảm mạnh do các khách hàng của PNJ gặp khó khăn khi sức mua toàn thị trường yếu.
Lợi nhuận gộp	1,469	1,751	19.2%	5,927	6,059	2.2%	
Biên lợi nhuận gộp	17.7%	17.9%	0.2%	17.5%	18.3%	0.8%	Biên lợi nhuận gộp tăng nhờ gia tăng bán các sản phẩm có biên lợi nhuận tốt hơn cùng với những nỗ lực quản trị hàng tồn kho, giảm giá vốn hàng bán.
Thu nhập tài chính	37	20	-45.9%	59	98	66.1%	
Chi phí tài chính	-57	-29	-49.1%	-146	-143	-2.1%	
SG&A	-857	-950	10.9%	-3,503	-3,529	0.7%	
Lợi nhuận từ HĐKD	591	792	34.0%	2,336	2,485	6.4%	
Lợi nhuận trước thuế	591	797	34.9%	2,311	2,489	7.7%	
Lợi nhuận sau thuế	466	632	35.6%	1,811	1,972	8.9%	Lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh mẽ trong quý 4 nhờ đồng thời gia tăng doanh thu và biên lợi nhuận và tối ưu chi phí.

Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 2. Doanh thu thuần và BLNG của PNJ


Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh của PNJ


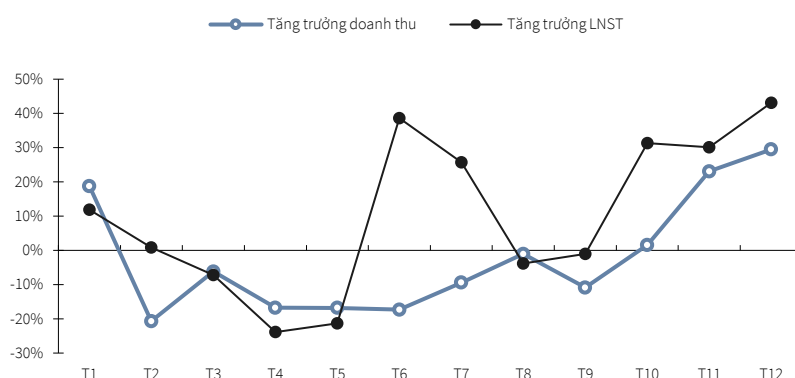
Nguồn: PNJ, KBSV

Với LNST tăng trưởng mạnh mẽ, PNJ về đích ngoạn mục trong bối cảnh khó khăn kép

Bối cảnh năm 2023 là một năm rất khó khăn không chỉ đối với PNJ mà với cả nhiều doanh nghiệp bán lẻ khác: (1) Mức nền cao, trước đây năm 2022 là năm sau đại dịch nhu cầu bùng nổ dồn nén từ thời gian trước đó người dân ở nhà không được mua sắm, từ đó thiết lập ra một mức nền rất cao doanh thu lợi nhuận có thể coi như gần 2 năm cộng lại; (2) Sức mua giảm sút, lạm phát cao khiến các NHTW tăng lãi suất, các nền kinh tế lớn giảm tốc ảnh hưởng không nhỏ đến kinh tế Việt Nam, từ đó làm cho sức mua giảm sút nghiêm trọng.

Trong bối cảnh khó khăn kép, PNJ đã về đích một cách ngoạn mục trong quý 4, doanh thu thuần tăng 17.6% YoY, LNST tăng trưởng mạnh mẽ 35.5%. Luỹ kế cả năm 2023, mặc dù doanh thu giảm nhẹ 2% YoY nhưng LNST tăng trưởng 9% YoY, vượt kế hoạch lợi nhuận đề ra từ đầu năm.

Biểu đồ 4. PNJ tăng trưởng thần tốc trong những tháng cuối năm



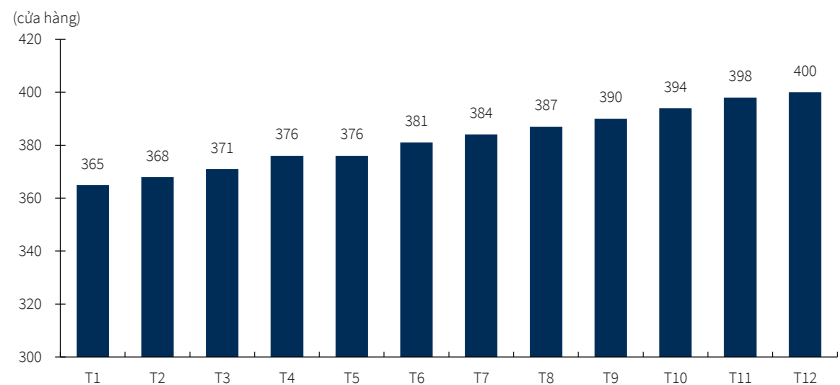
Nguồn: PNJ, KBSV

Đây có thể coi là một kết quả rất khó để đạt được, nhìn sang các doanh nghiệp bán lẻ lớn khác như MWG, MSN, FRT kết quả cho thấy sự ảm đạm, phản ánh khó khăn của nền kinh tế (ngoại trừ chuỗi Long Châu của FRT đang trong giai đoạn phát triển nhanh chóng chiếm lĩnh thị trường, tuy nhiên quy mô lợi nhuận vẫn rất nhỏ so với PNJ).

Để đạt được tăng trưởng ấn tượng trong bối cảnh khó khăn là sự nỗ lực của cả tập thể PNJ, các yếu tố chủ chốt giúp PNJ tăng trưởng có thể kể đến như: (1) Chiếm lĩnh thị phần của các cửa hàng nhỏ lẻ, mở rộng tệp khách hàng mới; (2) Liên tục mở rộng mạng lưới cửa hàng; (3) Tối ưu các chi phí cải thiện biên lợi nhuận

Trong năm 2023, PNJ đã mở mới 48 cửa hàng và đóng 7 cửa hàng để tăng cường độ phủ. Trong bối cảnh nhiều doanh nghiệp co cụm phòng thủ thì PNJ liên tục mở mới, cho thấy sự tự tin về nhu cầu vàng trang sức của thị trường vẫn duy trì khá tốt. Với thương hiệu mạnh của mình, PNJ có thể thu hút khách hàng từ các cửa hàng nhỏ lẻ, ngoài ra việc mở mới liên tục trong bối cảnh đối thủ gặp khó khăn giúp tăng tốc bỏ xa đối thủ, gia tăng độ phủ đón đầu thị trường hồi phục.

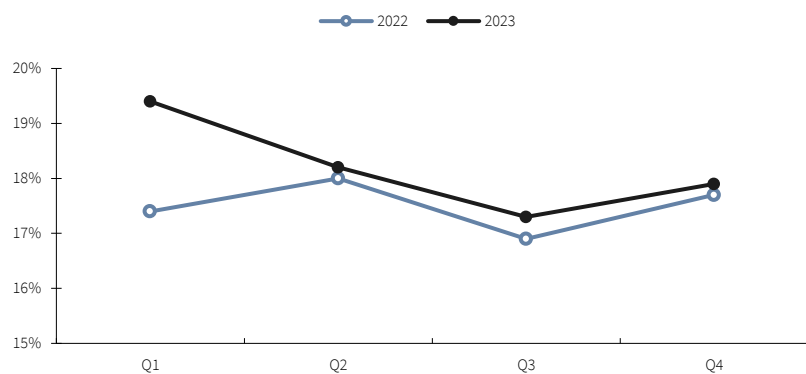
Biểu đồ 5. PNJ liên tục mở rộng mạng lưới cửa hàng trong năm 2023



Nguồn: PNJ, KBSV

Biên lợi nhuận gộp của PNJ cải thiện nhờ quản trị hiệu quả hàng tồn kho, gia tăng bán các hàng hóa có biên lợi nhuận cao hơn. Chi phí hoạt động tăng nhẹ do mở thêm hệ thống cửa hàng tuy nhiên tỷ lệ chi phí được tối ưu hơn giúp tăng biên lợi nhuận cho PNJ.

Biểu đồ 6. Biên lợi nhuận gộp cải thiện trong năm 2023



Nguồn: PNJ, KBSV

Bán lẻ tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng với động lực từ nền kinh tế và tăng trưởng từ nội tại công ty

Mảng bán lẻ vàng trang sức là mảng kinh doanh chiếm phần lớn lợi nhuận của PNJ, triển vọng mảng bán lẻ trang sức có ảnh hưởng đến triển vọng toàn công ty, mảng vàng miếng dù đem lại doanh thu khá lớn nhưng lợi nhuận rất mỏng nên chúng tôi sẽ không tập trung phân tích mảng này. Trong năm 2024, PNJ dự kiến sẽ tiếp đà tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận:

(1) Kinh tế có dấu hiệu khởi sắc kỳ vọng giúp sức mua hồi phục. Xuất khẩu tăng trưởng trở lại, PMI vượt mốc 50, việc làm cải thiện giúp thu nhập người dân gia tăng thúc đẩy sức mua toàn nền kinh tế. Ngoài ra tiếp tục giảm thuế VAT trong nửa đầu năm 2024, tăng lương cơ bản từ 1/7/2024 cũng kỳ vọng giúp sức mua phục hồi. Ban lãnh đạo PNJ dự báo trong kịch bản cơ sở, sức mua sẽ phục hồi hoàn toàn kể từ Q3/2024, đồng thuận với dự báo của nhiều công ty bán lẻ. Sức mua phục hồi giúp phục hồi giá trị đơn hàng từ đó gia tăng doanh thu trung bình trên các cửa hàng.

(2) Tiếp tục mở mới cửa hàng, dư địa thị trường lớn: Ban lãnh đạo cho biết thị trường miền Bắc những năm gần đây có nhiều tín hiệu tích cực, có tốc độ hồi phục và tăng trưởng khá lớn, hơn nữa nhiều tỉnh miền Bắc chưa có hoặc có rất ít cửa hàng của PNJ, do đó đây sẽ là thị trường rất tiềm năng cho PNJ khai thác trong thời gian tới. Dự báo công ty sẽ tiếp tục duy trì tốc độ mở mới từ 40-50 cửa hàng trong năm 2024.

(3) Biên lợi nhuận gộp tiếp tục duy trì ổn định: Giá vàng biến động không ảnh hưởng quá lớn tới biên lợi nhuận của PNJ do công ty có thể điều chỉnh giá bán phù hợp cùng với có các công cụ dự báo nhu cầu, điều chỉnh hàng tồn kho hợp lý. Dự báo biên lợi nhuận gộp trong năm 2024 của PNJ sẽ tiếp tục duy trì ổn định ở mức 18%, tùy từng thời điểm sẽ có những điều chỉnh phù hợp với thị trường nhằm cân đối giữa thị phần và lợi nhuận.

Dự phóng và định giá

Dự phóng KQKD năm 2024

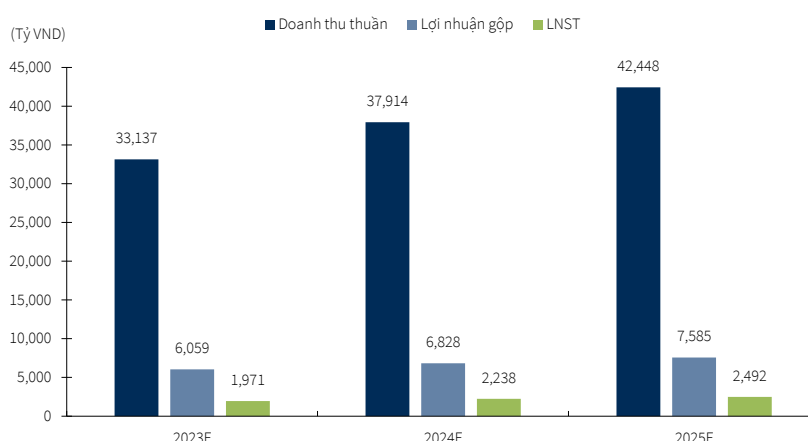
Chúng tôi cho rằng ngành bán lẻ nói chung đang trong quá trình phục hồi sức mua, PNJ hưởng lợi từ thị trường chung và nhờ nội lực của mình dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2024. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của PNJ đạt 37,914 tỷ đồng (+14.4% YoY) nhờ tiếp tục mở rộng thị trường, gia tăng thị phần, biên lợi nhuận gộp cả năm đạt 18.0% giảm nhẹ 0.3ppts YoY. LNST đạt 2,238 tỷ đồng (+13.5% yoy).

Bảng 8. Dự phóng KQKD 2023

(Tỷ VND)	2023	2024F	+/-% YoY	2025F	+/- YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu thuần	33,137	37,914	14.4%	42,448	12.0%	
<i>Bán lẻ trang sức</i>	19,286	21,672	12.4%	24,143	11.4%	Sức mua hồi phục giúp cải thiện doanh thu trên cửa hàng, tiếp tục duy trì mở mới 40-50 cửa hàng/năm.
<i>Vàng 24K</i>	10,438	12,004	15.0%	13,444	12.0%	Nhu cầu vàng 24K tiếp tục duy trì vì vẫn là lớp tài sản ưa thích của người dân Việt Nam.
<i>Bán sỉ trang sức</i>	2,850	3,591	26.0%	4,129	15.0%	Các khách hàng sỉ của PNJ gia tăng nhập hàng khi nhu cầu thị trường trở lại.
Lợi nhuận gộp	6,059	6,828	12.7%	7,585	11.1%	Lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục tăng trưởng, biên lợi nhuận gộp tiếp tục được duy trì.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	18.3%	18.0%	-1.5%	17.9%	-0.8%	
SG&A	-3,529	-3,943	11.7%	-4,372	10.9%	
EBIT	2,529	2,885	14.1%	3,213	11.4%	
EBT	2,489	2,822	13.4%	3,142	11.4%	
Lợi nhuận sau thuế	1,971	2,238	13.5%	2,492	11.4%	Điều chỉnh tăng so với dự phóng cũ nhờ kết quả vượt trội PNJ đạt được trong năm 2023 khi gặp phải nhiều khó khăn kép, kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận.

Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 9. Dự phóng KQKD PNJ giai đoạn 2023-2025F



Nguồn: PNJ, KBSV dự phóng

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:
112,000 VND**

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu PNJ với 2 phương pháp là (1) chiết khấu dòng tiền và (2) phương pháp so sánh để đưa ra mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu PNJ.

(1) Với phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do trong doanh nghiệp FCFE với các giả định nêu dưới đây. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cổ phiếu PNJ đối với phương pháp này là 110,200 VND/cổ phiếu.

(2) Với phương pháp so sánh, chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu là 17 lần, gần với mức P/E trung bình 5 năm. EPS mục tiêu là 6,689 VND/cổ phiếu. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu đối với phương pháp này là 113,700 VND/cổ phiếu

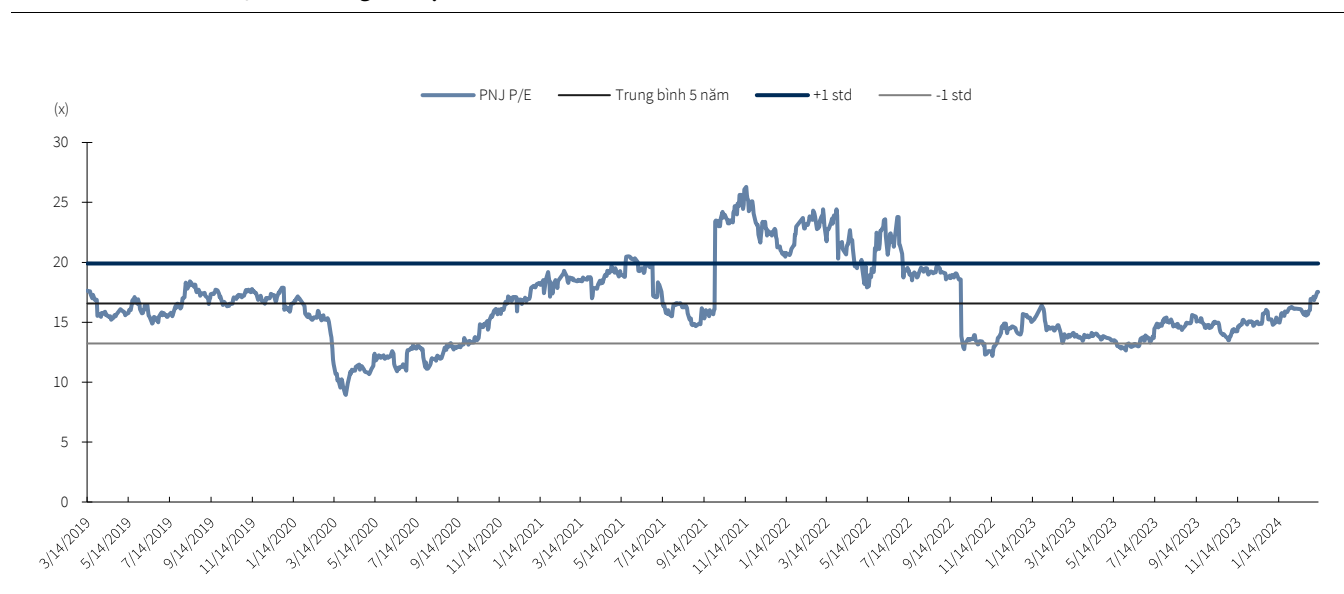
Với tỷ trọng sử dụng vào mô hình định giá đối với mỗi phương pháp là 50-50, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PNJ, mức giá mục tiêu 112,000 VND, cao hơn 15% giá đóng cửa ngày 18/03/2023.

Bảng 10. Dự báo FCFE và các giả định

Chi phí VCSH	9.26%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	31,993
Chi phí vốn vay	6.00%	Giá trị hiện tại FCFE	5,353
Lãi suất phi rủi ro	4.70%	Tiền và tương đương tiền	1,024
Beta	0.6	Đầu tư ngắn hạn	700
Tăng trưởng dài hạn	4.0%	Giá trị doanh nghiệp	39,070
Thời gian dự phóng	5	Nợ vay	2,194
WACC	8.37%	Giá trị công ty	36,875
		SLCP	334,559,621
Giá mục tiêu			110,200

Nguồn: KBSV dự phóng

Biểu đồ 11. Diễn biến P/E của PNJ giai đoạn 2019-2024



Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyenn1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhdt@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tiens@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.