

PNJ – MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 21/06/2023)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	72.800
KLGD TB 10 ngày	793.590
Vốn hoá (tỷ đồng)	23.883
Số lượng CPLH	328.245.428

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Phạm Phương Thảo
ppthao@vcbs.com.vn
+84-4 3936 6990 ext 286

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

PNJ: ĐỊNH GIÁ RẺ DẪN DẮT CƠ HỘI PHỤC HỒI

Cập nhật KQKD 4T.2023

Lũy kế 4T.23, PNJ ghi nhận DTT đạt 12.059 tỷ đồng, giảm 6,6% yoy trên cơ sở nền doanh thu rất cao của nửa đầu năm 2022. Lợi nhuận gộp đạt 2.308 tỷ đồng, tăng nhẹ 0,6% trong khi LNST giảm nhẹ svck, đạt 859 tỷ. Kết thúc 4 tháng đầu năm 2023, PNJ hoàn thành lần lượt 34% và 44,3% kế hoạch doanh thu thuần và LNST. Phần lớn các mảng kinh doanh bán lẻ, si và vàng miếng đều giảm svck đến từ sự suy giảm sức mua của thị trường chung.

Triển vọng:

- Sức mua trang sức nội địa kì vọng hồi phục từ Quý 4 năm 2023
- Chiến lược mở rộng 25-30 cửa hàng mỗi năm giúp PNJ duy trì vị thế số 1 của ngành

Rủi ro:

- Nhu cầu đối với ngành hàng trang sức phục hồi chậm do thu nhập của người dân bị ảnh hưởng
- Biến động vĩ mô thế giới ảnh hưởng đến giá vàng và tâm lý chi tiêu

Khuyến nghị đầu tư:

Trong trong bối cảnh kinh doanh của ngành bán lẻ gặp nhiều khó khăn, PNJ đã chứng minh được năng lực nội tại của mình nhờ khả năng duy trì kết quả kinh doanh ấn tượng so với nhiều doanh nghiệp cùng ngành khác. Trong dài hạn, VCBS cũng đánh giá cao PNJ với vị thế là doanh nghiệp bán lẻ trang sức số 1 và dư địa tăng trưởng tốt trong 3 năm tới của nhu cầu trang sức và làm đẹp tại Việt Nam. Hiện nay PNJ đang được giao dịch với mức P/E chiết khấu khoảng 10% so với trung bình ngành và 15% so với trung bình lịch sử, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PNJ để đón đầu cho kì vọng hồi phục của sức mua trang sức từ Quý 4 năm 2023. Cho cả năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của PNJ lần lượt đạt **32.581 tỷ đồng** (-3,8% yoy) và **1.856 tỷ đồng** (+2,5% yoy), tương ứng với đó EPS đạt **5.654 đồng**. Mức giá mục tiêu cho PNJ là **86.500 đồng/cổ phiếu**, tiềm năng tăng giá **19%**.

Chỉ tiêu tài chính	2019	2020	2021	2022	2023F
DTT (tỷ đồng)	17,001	17,511	19,547	33,876	32,581
+/- yoy (%)		3.0%	11.6%	73.3%	-3.8%
LNST (tỷ đồng)	1,194	1,069	1,029	1,811	1,856
+/- yoy (%)		-10.4%	-3.8%	76.0%	2.5%
TTS (tỷ đồng)	8,603	8,483	10,619	13,337	14,899
+/- yoy (%)		-1.4%	25.2%	25.6%	11.7%
TS LN gộp (%)	20.4%	19.6%	18.4%	17.5%	19.0%
TS LN ròng (%)	7.0%	6.1%	5.3%	5.3%	5.7%
EPS (đồng)	4,896	4,308	4,197	5,223	5,654

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD 4T.2023

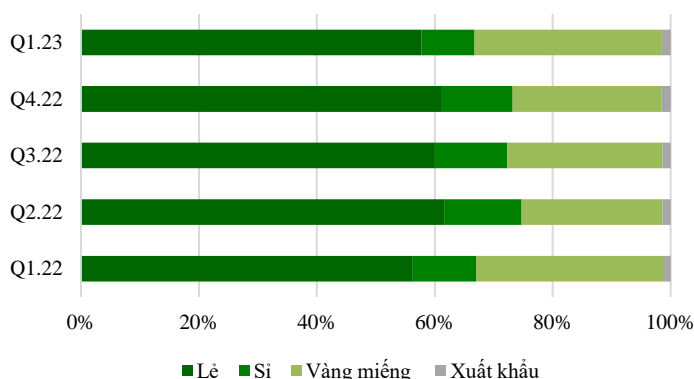
Lũy kế 4T.23, PNJ ghi nhận DTT đạt 12.059 tỷ đồng, giảm 6,6% yoy trên cơ sở nền doanh thu rất cao của nửa đầu năm 2022. Lợi nhuận gộp đạt 2.308 tỷ đồng, tăng nhẹ 0,6% trong khi LNST giảm nhẹ svck, đạt 859 tỷ. Kết thúc 4 tháng đầu năm 2023, PNJ hoàn thành lần lượt 34% và 44,3% kế hoạch doanh thu thuần và LNST. Phần lớn các mảng kinh doanh bán lẻ, si và vàng miếng đều giảm svck đến từ sự suy giảm sức mua của thị trường chung.

BLNG trong 4T.2022 trung bình đạt 19.1% so với mức 17.8% cùng kỳ 2022 chủ yếu do sự gia tăng tỷ trọng của mảng vàng trang sức cũng như chuyển dịch cơ cấu sang các sản phẩm có giá trị cao. Các hoạt động marketing tiếp tục tích cực với chiến dịch “PNJ – Giữ trọn niềm tin – Tôn vinh vẻ đẹp” và ra mắt BST PNJ Disney mới giúp PNJ thu hút và mở rộng tập khách hàng.

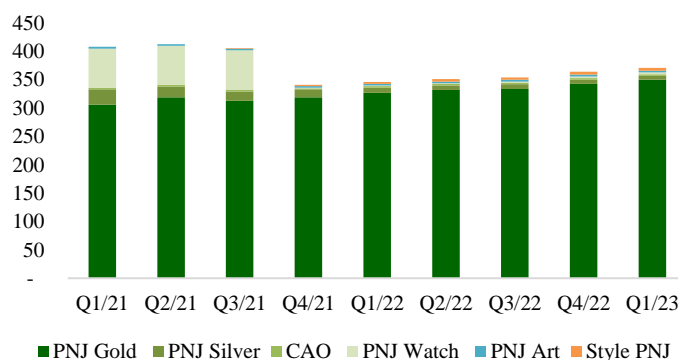
Tổng chi phí hoạt động lũy kế 4 tháng tăng trưởng 6,1% so với cùng kỳ, và tỷ lệ CPHĐ/LNG tăng từ mức 49.3% năm 2022 lên mức 52.0% năm 2023 do nền giá cao hơn bởi ảnh hưởng của yếu tố lạm phát.

Cơ cấu cửa hàng: Trong 4T.2022 PNJ tiếp tục mở thêm 13 cửa hàng PNJ Gold và đóng 1 cửa hàng PNJ Gold. Như vậy đến cuối tháng 4 năm 2023, hệ thống PNJ có 376 cửa hàng độc lập bao gồm 355 CH PNJ Gold, 7 CH PNJ Silver (+299 SiS), 3 CH CAO Fine Jewellery (+13 SiS), 5 CH Style by PNJ (+33 SiS) và 3 CH PNJ Watch (+79 SiS) và 3 CH PNJ Art.

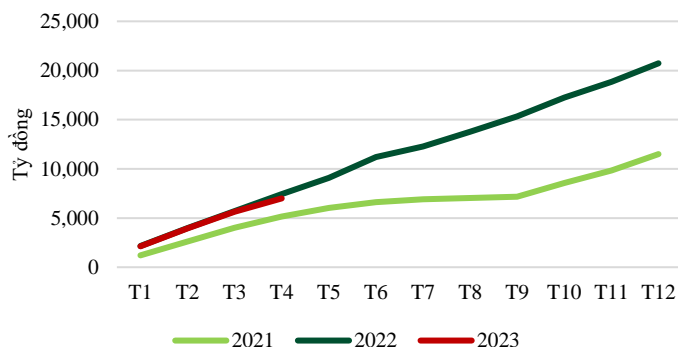
Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của PNJ



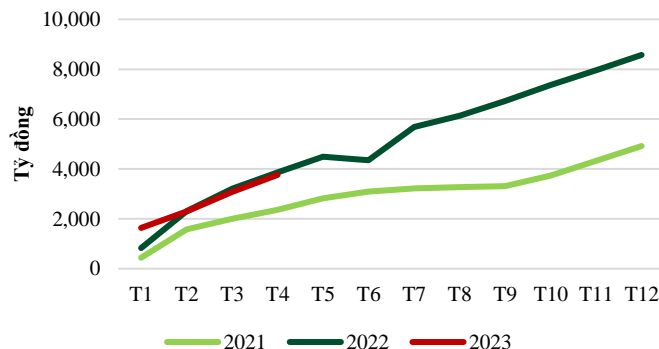
Số lượng cửa hàng của PNJ



Doanh thu bán lẻ hàng tháng của PNJ



Doanh thu vàng miếng theo tháng của PNJ

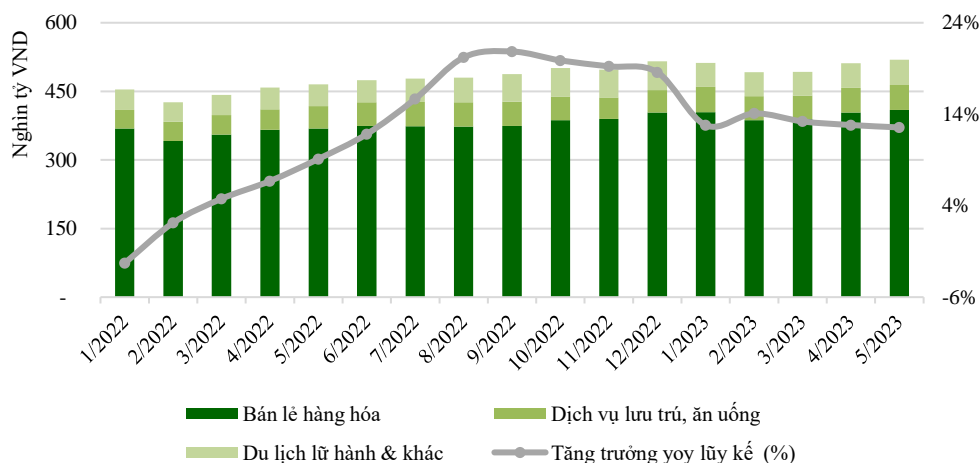


TRIỂN VỌNG VÀ ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

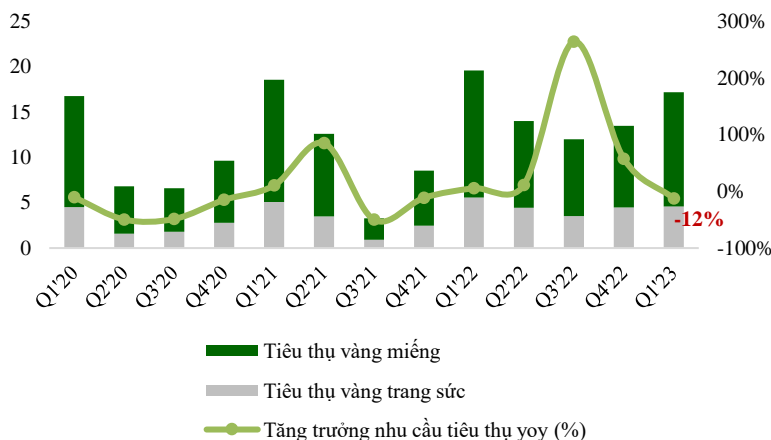
PNJ là doanh nghiệp hiếm hoi duy trì được nền lợi nhuận tốt trong bối cảnh lạm phát trong 2 quý đầu 2023

Quý 1.2023, sức mua trong nước của Việt Nam nhìn chung đã thể hiện mức sụt giảm ở hầu hết các ngành hàng tiêu dùng. Lũy kế từ đầu năm 2023, tăng trưởng của tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng nổi tiếp đã giảm tháng thứ 4 liên tiếp, đặc biệt ở các mặt hàng tiêu dùng không thiết yếu như điện thoại, máy tính, hàng tiêu dùng xa xỉ trong đó có vàng. Theo World Gold Council, tiêu thụ vàng của VN trong Q1.23 giảm 12% so với cùng kì, trong đó tiêu thụ vàng trang sức chỉ đạt 4,6 tấn, giảm 18% yoy.

Doanh thu bán lẻ hàng hóa dịch vụ tiêu dùng từng tháng và tăng trưởng lũy kế

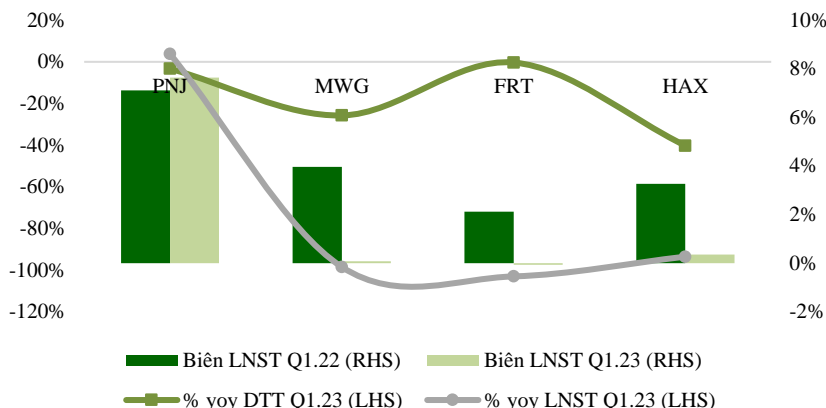


Nhu cầu tiêu thụ vàng tại Việt Nam



Nhu cầu tiêu thụ yếu do lạm phát đã được phản ánh vào kết quả kinh doanh của PNJ trong Q4.22 và Q1.23. Tuy nhiên so với các doanh nghiệp bán lẻ khác, KQKD của PNJ vẫn thể hiện sự vượt trội trên nền so sánh rất cao của cùng kì Q1.22.

So sánh biến động KQKD Q1.23 của một số doanh nghiệp bán lẻ

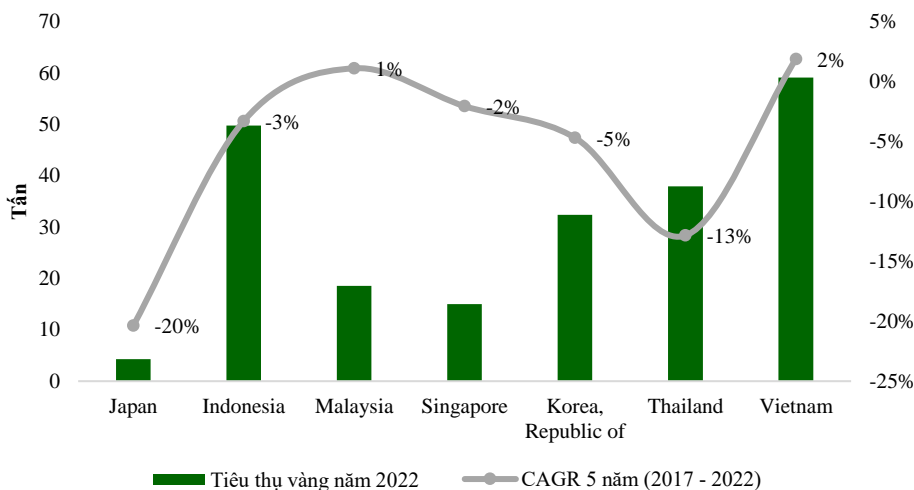


Với đặc thù quý 2 là quý thấp điểm của ngành bán lẻ, chúng tôi cho rằng những gì xấu nhất về KQKD của PNJ sẽ được phản ánh hết trong Q2.2023. Trong hai quý cuối năm, áp lực tăng trưởng đối với PNJ sẽ giảm bớt do (1) Nền tăng trưởng đã giảm nhẹ trong Quý 3,4 năm 2022 và (2) Các chính sách kích cầu tiêu dùng như giảm thuế VAT, nới lỏng điều kiện cho vay tiêu dùng sẽ giúp nâng cao sức mua đối với ngành bán lẻ nói chung và PNJ nói riêng.

Với tiềm năng lớn của thị trường trang sức, PNJ sẽ tiếp tục mở rộng bất chấp bối cảnh khó khăn trong 2023

Tuy khó khăn trong ngắn hạn, tiềm năng tăng trưởng của thị trường vàng Việt Nam vẫn còn rất lớn, đối với cả vàng miếng và vàng trang sức. Theo Hội đồng Vàng thế giới (WGC), tiêu thụ vàng miếng của Việt Nam luôn dẫn đầu khu vực Đông Nam Á không chỉ về sản lượng tuyệt đối mà còn về tăng trưởng lũy kế trong 5 năm qua. Trong dài hạn, nhu cầu tiêu thụ vàng trang sức ở Việt Nam dự tính đạt 7,5% trong giai đoạn 2021-2030 theo ước tính của chúng tôi nhờ (1) Tầng lớp trung lưu gia tăng nhanh chóng (25% dân số năm 2021 lên 60% năm 2030) (2) Thu nhập bình quân/ đầu người kì vọng tăng trưởng với CAGR 9% và đạt \$7.500 trước năm 2030.

Nhu cầu tiêu thụ vàng tại một số nước châu Á điển hình



Với tiềm năng lớn đó, PNJ vẫn luôn duy trì chiến lược tăng trưởng dài hạn bằng cách mở rộng hệ thống bán lẻ khoảng 30-40 cửa hàng/năm. Trong năm 2023, doanh nghiệp dự kiến sẽ tăng thêm 25 – 30 cửa hàng, chủ yếu tập trung vào các thành phố Tier 2. Theo BLĐ, các cửa hàng này có nhu cầu vốn đầu tư ban đầu thấp hơn, trung bình khoảng 600-800 USD/ cửa hàng, thời gian hòa vốn dao động từ 20-24 tháng. Tỷ trọng hiện tại của hệ thống cửa hàng tại Tier1 và Tier 2 lần lượt là 49% và 51%, và dự kiến sẽ tiếp tục gia tăng về phía Tier 2 do độ phủ của PNJ tại các thành phố lớn đã đạt đến

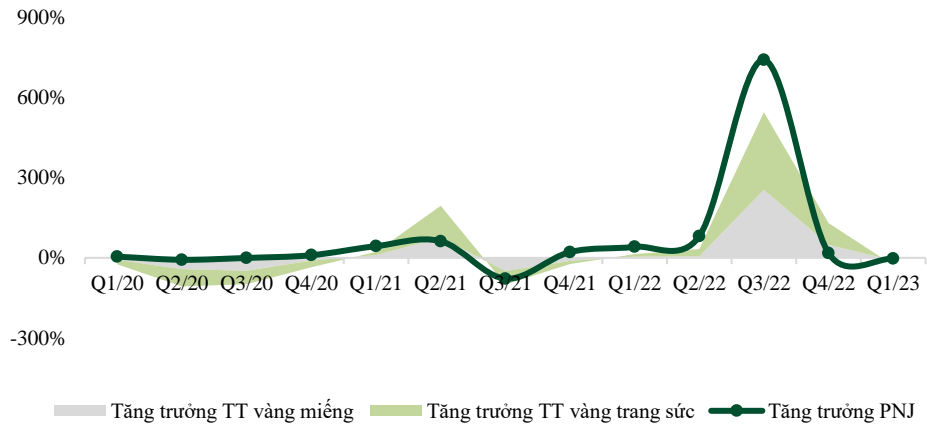
mức tương đối và khó mở rộng thêm.

Điều này sẽ tạo điều kiện để doanh nghiệp gia tăng thị phần khi sức mua hồi phục

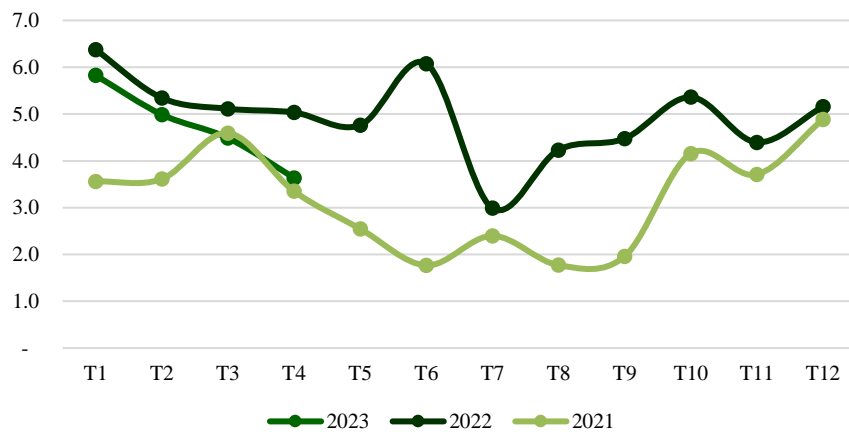
PNJ vẫn luôn khẳng định được năng lực nội tại và vị thế trong ngành vàng bạc trang sức với tốc độ tăng trưởng vượt bậc so với thị trường chung. Lịch sử tăng trưởng cao đã và đang được phản ánh liên tục trong giai đoạn 2017-2022 của PNJ khi tốc độ này luôn cao hơn trung bình ngành trong những năm thuận lợi và sụt giảm ít hơn ngành trong những năm khó khăn. Qua mỗi giai đoạn khó khăn, thị phần của PNJ lại tăng lên mạnh mẽ nhờ chiếm được miếng bánh thị phần khi các doanh nghiệp nhỏ lẻ bị đào thải. Chúng tôi kì vọng với các chính sách vĩ mô hỗ trợ như giảm lãi suất, nới lỏng điều kiện cho vay, giảm VAT để kích cầu tiêu dùng, nhu cầu mua sắm các sản phẩm giá trị cao như trang sức sẽ có dấu hiệu hồi phục tốt hơn kể từ Q4.2023.

Hiện nay, doanh thu trung bình từ các cửa hàng hiện hữu ước tính khoảng 4.95 tỷ đồng/tháng tại Q1.23, giảm so với cùng kì nhưng không thay đổi nhiều so với Q4.22. Để làm được điều này, PNJ không ngừng đưa ra các BST mới, quảng bá bằng chiến dịch truyền thông rộng rãi hướng tới đối tượng thế hệ Millennials và gen Z tại Việt Nam.

Tăng trưởng PNJ so với thị trường chung



Doanh thu trung bình/cửa hàng (tỷ đồng)



DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Chúng tôi dự phóng DTT và LNST của PNJ trong năm 2023 sẽ đạt lần lượt là 32.581 tỷ đồng (-3,8% yoy) và 1.856 tỷ đồng (+2% yoy). Duy trì kế hoạch mở mới 25-30 cửa hàng mỗi năm, dự phóng doanh thu các mảng kinh doanh của PNJ trong 2023-2024F được chi tiết như trong bản dưới đây.

Tỷ đồng	2022	2023	Luận điểm
Tổng doanh thu	33,876	32,581	
% yoy	73.3%	-3.8%	
Bán lẻ	20,732	19,979	Doanh thu bán lẻ sụt giảm trong do sức mua ngành trang sức yếu và nền rất cao của năm 2022. PNJ thực hiện nhiều chiến dịch marketing cũng như ra mắt BST mới để kích thích tiêu dùng
% yoy	80.7%	-3.6%	
Vàng miếng	8,571	8,656	Doanh thu vàng miếng kì vọng có thể tăng nhẹ trong 2023 do nhu cầu tích trữ vàng vẫn cao, đặc biệt trong bối cảnh quan ngại về lạm phát như 2023
% yoy	71.3%	1.0%	
Bán si	4,065	3,252	Doanh thu bán si và khác dự kiến giảm mạnh hơn do sức khỏe doanh nghiệp trong nền kinh tế nói chung bị ảnh hưởng nặng nề
% yoy	54.1%	-20.0%	
Khác	508	693	
Lợi nhuận gộp	5,927	6,190	
Biên LNG	17.5%	19.0%	Biên LNG tăng tốt hơn cùng kì do cơ chế điều chỉnh giá bán linh hoạt của PNJ cũng như thay đổi cơ cấu sản phẩm
Lợi nhuận sau thuế	1,811	1,856	
Biên LNST	5.3%	5.7%	
EPS (đồng/cổ phiếu)	5.223	5.654	

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF với một số giả định chính như sau

Lãi suất phi rủi ro (Rf)	5%
Phần bù VCSH	8%
Hệ số beta	0,8
Chi phí VCSH	11,4%
Chi phí nợ	3,48%
Tỷ trọng nợ	8,91%
Tỷ trọng VCSH	91,09%
Thuế suất	20,6%
WACC	10,63%

Dự phóng dòng tiền FCFF

FCFF	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	2,406	2,451	2,660	3,116	3,405	3,713	4,043
(-) Thuế * EBIT	(522)	(505)	(548)	(653)	(706)	(771)	(842)
(+) Khấu hao	80	80	98	108	109	113	115
(-) CAPEX	(52)	(263)	(298)	(126)	(155)	(147)	(147)
(+) Thay đổi VLD	(1,591)	(6)	(336)	(370)	(399)	(370)	(339)
Dòng tiền FCFF chưa chiết khấu	320	1,757	1,575	2,074	2,255	2,538	2,830
Tỷ suất chiết khấu	-	0.95	0.86	0.78	0.70	0.63	0.57
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	-	1,670	1,353	1,611	1,583	1,611	1,624

Giá trị hợp lý của chúng tôi đưa ra cho PNJ là **88.400 đồng/cổ phiếu**

	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	9,452
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3%
Giá trị dài hạn hiện tại	21,916
(+) Tiền mặt	355
(-) Tổng nợ	2,722
Giá trị VCSH	29,002
Số lượng cổ phiếu (nghìn)	328,172
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	88,374

Phương pháp so sánh tương đối P/E

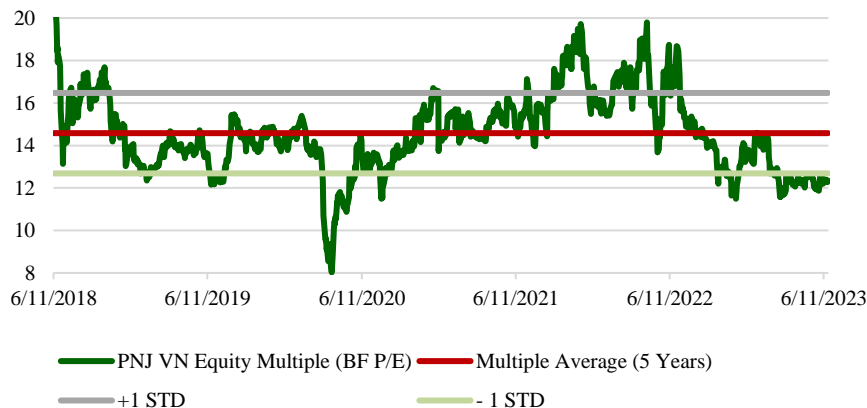
So sánh với các công ty cùng ngành, PNJ đang được giao dịch ở mức định giá chiết khấu 10%. Đây cũng đồng thời là mức định giá thấp hơn 15% so với trung bình lịch sử của PNJ. Với mức giao dịch này cùng bối cảnh kinh doanh khó có thể xấu hơn, chúng tôi cho rằng PNJ sẽ sớm quay lại mức định giá trung bình 5 năm gần nhất, tương đương với P/E 15 lần nhờ các động lực thúc đẩy triển vọng kinh doanh của ngành từ Q4.2023 và năm 2024. Khi đó giá trị hợp lý của PNJ là **84.500 đồng/CP**.

Doanh nghiệp so sánh

STT	Tên công ty	Mã CK	Vốn hóa (Triệu USD)	BF P/E	BF EV/EBIT	BF EV/Rev	LF P/BV
1	Kalyan Jewellers India Ltd	KALYANKJ IN	1,596	21.3	15.2	0.9	3.6
2	Arvind Fashions Ltd	ARVINDFA IN	553	29.3	8.8	1.1	5.0
3	Chow Tai Seng Jewellery Co Ltd	002867 CH	2,561	12.3	8.6	1.1	3.0
4	Rajesh Exports Ltd	RJEX IN	2,005	5.9	5.3	0.0	1.1
5	Guangdong Chj Industry Co Ltd	002345 CH	910	14.4	11.9	1.1	1.8
6	Zhejiang KangLongDa Special Pr	603665 CH	633	10.2	6.9	1.4	3.2
7	Suzhou Hengmingda Electronic T	002947 CH	657	12.2	8.8	1.6	2.5
8	Phu Nhuan Jewelry JSC	PNJ VN	1,011	12.3	9.1	0.7	2.6
	Trung bình (Bao gồm PNJ VN)			15.1	8.8	1.9	2.9

Nguồn: Bloomberg

Lịch sử định giá của PNJ (2018 – 2023)



Kết hợp các phương pháp định giá, giá trị hợp lý của cổ phiếu PNJ là **86.500 đồng/ CP**

Phương pháp	Giá (đồng/CP)	Tỷ trọng
So sánh tương đối	84.500	50%
Chiết khấu dòng tiền	88.400	50%
Giá hợp lý	86.500	

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Sức mua đối với ngành hàng trang sức phục hồi chậm do thu nhập của người dân bị ảnh hưởng
- Biến động vĩ mô thế giới ảnh hưởng đến giá vàng và tâm lý chi tiêu

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

PNJ – MUA

Giá mục tiêu: **86.500 đồng/cp**

Trong trong bối cảnh kinh doanh của ngành bán lẻ gặp nhiều khó khăn, PNJ đã chứng minh được năng lực nội tại của mình nhờ khả năng duy trì kết quả kinh doanh ấn tượng so với nhiều doanh nghiệp cùng ngành khác. Trong dài hạn, VCBS cũng đánh giá cao PNJ với vị thế là doanh nghiệp bán lẻ trang sức số 1 và dự địa tăng trưởng tốt trong 3 năm tới của nhu cầu trang sức và làm đẹp tại Việt Nam. Hiện nay PNJ đang được giao dịch với mức P/E chiết khấu khoảng 10% so với trung bình ngành và 15% so với trung bình lịch sử, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PNJ để đón đầu cho kì vọng hồi phục của sức mua trang sức từ Quý 4 năm 2023. Cho cả năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của PNJ lần lượt đạt **32.581 tỷ đồng** (-3,8% yoy) và **1.856 tỷ đồng** (+2,5% yoy), tương ứng với đó EPS đạt 5.654 đồng. Mức giá mục tiêu cho PNJ là **86.500 đồng/cổ phiếu**, tiềm năng tăng giá **19%**.

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Trưởng phòng
Phân tích & Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng nhóm
Phân tích Ngành & DN
ldquang@vcbs.com.vn

Phạm Phương Thảo

Chuyên viên phân tích
ppthao@vcbs.com.vn