

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)

KHẢ QUAN +16,6%

Ngành	Trang sức
Ngày báo cáo	08/08/2023
Giá hiện tại	80.800VND
Giá mục tiêu	92.200VND
Giá mục tiêu gần nhất	87.700VND
TL tăng	14,1%
Lợi suất cổ tức	+2,5%
Tổng mức sinh lời	16,6%
GT vốn hóa	1,1 tỷ USD
Room KN	11tr USD
GTGD/ngày (30n)	4,9tr USD
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	328,1 tr
Pha loãng	334,7 tr

	PNJ	VNI
P/E (trượt)	14,5x	16,8x
P/B (hiện tại)	2,8x	1,9x
ROE	21,3%	12,4%
ROA	15,1%	2,0%

Tổng quan Công ty

PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức hàng đầu tại Việt Nam với mạng lưới 364 cửa hàng tính đến cuối năm 2022.

Diễn biến giá cổ phiếu



Huỳnh Thu Hà
Chuyên viên

Hoàng Nam
Trưởng phòng cao cấp

	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	33.876	30.837	34.229	38.908
% YoY	73,3%	-9,0%	11,0%	13,7%
LNST-CĐTTS (tỷ đồng)	1.811	1.833	2.116	2.470
% YoY	75,9%	1,2%	15,5%	16,7%
EPS	63,9%	0,6%	13,2%	15,5%
Biên LN gộp	17,5%	18,6%	19,3%	20,4%
Biên EBITDA	7,4%	8,0%	8,1%	8,2%
Biên LN từ HĐKD	7,2%	7,8%	7,8%	7,9%
Biên LN ròng	5,3%	5,9%	6,2%	6,3%
DTTD/Doanh thu	0,2%	10,1%	4,7%	4,5%
EV/EBITDA	15,2x	15,3x	13,7x	11,9x
P/E	14,5x	15,4x	13,6x	11,8x
P/B	3,1x	2,7x	2,4x	2,1x
ROE	24,8%	20,0%	20,5%	21,1%

Lợi nhuận dự kiến tăng trưởng trở lại vào năm 2024

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 5% và duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN cho CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ).
- Chúng tôi nâng giá mục tiêu chủ yếu do (1) chúng tôi nâng dự báo LNST năm 2023 thêm 3% do chúng tôi giảm 6% dự báo chi phí bán hàng và quản lý (SG&A) do chi phí lương thấp hơn dự kiến của PNJ và dịch vụ thuê ngoài của công ty trong nửa đầu năm 2023, và (2) chúng tôi kéo dài giai đoạn dự phóng của chúng tôi từ năm 2027 sang năm 2028 do thời điểm hiện tại đã là nửa cuối năm 2023.
- Mặc dù sức tiêu thụ trong nước yếu trong nửa đầu năm 2023, doanh số bán lẻ của PNJ chỉ giảm 10% YoY do (1) cơ sở người tiêu dùng có thu nhập trung bình cao ổn định hơn và (2) PNJ tung ra các bộ sưu tập mới cùng với các chiến dịch marketing hiệu quả để giành thị phần.
- Trong trung và dài hạn, chúng tôi dự báo tăng lớp thu nhập trung bình ngày càng tăng của Việt Nam sẽ có xu hướng mua trang sức từ các thương hiệu uy tín thay vì mua trang sức từ các cửa hàng nhỏ lẻ không có thương hiệu, vốn chiếm 67% thị trường trang sức Việt Nam vào năm 2022 (so với 82% trong năm 2017) theo Euromonitor. Do đó, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) doanh thu bán lẻ là 17% trong giai đoạn 2023-2026 (so với dự báo của chúng tôi là -10% trong năm 2023), tương ứng với dự báo CAGR EPS giai đoạn 2023-26 của chúng tôi là 15%.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E các năm 2023/24 lần lượt là 18 lần/16 lần, nhìn chung phù hợp với trung vị P/E trượt 5 năm của công ty là 17 lần và trung vị P/E trượt trung bình 5 năm của một số công ty cùng ngành là 16 lần.
- Rủi ro/yếu tố hỗ trợ: Nhu cầu trang sức và mở rộng cửa hàng yếu hơn/mạnh hơn dự kiến; khả năng sinh lời mảng bán lẻ cải thiện yếu hơn/mạnh hơn dự kiến.

Sức chi tiêu ổn định cho trang sức và lợi thế cạnh tranh của PNJ sẽ hỗ trợ cho triển vọng tăng trưởng và phục hồi mạnh. Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán lẻ của PNJ sẽ tăng 14%/19% YoY trong các năm 2024/2025 sau khi giảm 10% YoY vào năm 2023, do chúng tôi (1) kỳ vọng lĩnh vực xuất khẩu của Việt Nam sẽ phục hồi vào năm 2024, từ đó hỗ trợ triển vọng tích cực hơn cho cả thị trường lao động và tiêu dùng và (2) năng lực của PNJ so với các đối thủ cạnh tranh về thiết kế, sản xuất và gia công sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng vượt trội so với các công ty cùng ngành.

Kế hoạch mở rộng cửa hàng và biên lợi nhuận cải thiện dự kiến thúc đẩy tăng trưởng dài hạn.

Chúng tôi dự báo PNJ sẽ mở mới 30 cửa hàng vàng/năm vào các năm 2023 và 2024 (so với 15 và 25 cửa hàng trong dự báo trước đây) và 35 cửa hàng vàng mới/năm từ năm 2025 với dự địa dồi dào của PNJ trong việc mở rộng mạng lưới của công ty sang các khu vực kém thâm nhập như Hà Nội và các tỉnh cấp 2-3 ngoài thị trường chính là TP.HCM. Chúng tôi cho rằng PNJ đang có lợi thế khi mở thêm 17 cửa hàng mới trong nửa đầu năm 2023 bất chấp những thách thức trong lĩnh vực bán lẻ. Trong khi đó, các đối thủ của PNJ là DOJI và SJC, mỗi công ty đóng cửa 6 cửa hàng trong nửa đầu năm 2023, theo tổng hợp của chúng tôi từ các trang web của công ty. Diễn biến này sẽ giúp PNJ dẫn dắt đà phục hồi khi mức tiêu dùng của tầng lớp thu nhập trung bình phục hồi. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ của PNJ sẽ tăng 200 điểm cơ bản vào năm 2023 và 50

điểm cơ bản trong các năm 2024 và 2025 nhờ danh mục sản phẩm của PNJ chuyển sang (1) trang sức thời trang có giá trị gia tăng cao hơn và đóng góp lớn hơn từ trang sức kim cương và (2) đóng góp doanh thu từ mảng kim cương và vàng miếng vốn có biên lợi nhuận thấp sẽ trở lại mức bình thường.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	33.876	30.837	34.229	38.908
Giá vốn hàng bán	-27.949	-25.100	-27.614	-30.989
Lợi nhuận gộp	5.927	5.737	6.615	7.919
Chi phí bán hàng	-2.828	-2.690	-3.207	-4.004
Chi phí quản lí DN	-674	-650	-733	-826
LN thuần HĐKD	2.425	2.397	2.675	3.088
Thu nhập tài chính	54	81	116	154
Chi phí tài chính	-141	-161	-120	-131
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-94</i>	<i>-161</i>	<i>-120</i>	<i>-131</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	-25	-25	-25	-25
LNTT	2.312	2.291	2.646	3.087
Thuế TNDN	-502	-458	-529	-617
LNST trước CĐTS	1.811	1.833	2.116	2.470
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.811	1.833	2.116	2.470
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh⁽⁰⁾	1.693	1.723	1.989	2.321
EBITDA	2.504	2.480	2.763	3.184
EPS báo cáo, VND	5.586	5.587	6.324	7.307
EPS điều chỉnh ⁽⁰⁾ , VND	5.223	5.252	5.945	6.868
EPS pha loãng điều chỉnh ⁽⁰⁾ , VND	34%	36%	40%	34%

TỶ LỆ	2022	2023F	2024F	2025F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	73,3%	-9,0%	11,0%	13,7%
Tăng trưởng LN HĐKD	72,1%	-1,2%	11,6%	15,5%
Tăng trưởng LNTT	80,8%	-0,9%	15,5%	16,7%
Tăng trưởng EPS	64,6%	0,0%	13,2%	15,5%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	17,5%	18,6%	19,3%	20,4%
Biên LN từ HĐ %	7,2%	7,8%	7,8%	7,9%
Biên EBITDA	7,4%	8,0%	8,1%	8,2%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	5,3%	5,9%	6,2%	6,3%
ROE %	24,8%	20,0%	20,5%	21,1%
ROA %	15,1%	13,5%	14,4%	15,0%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	125,8	143,0	124,0	116,5
Số ngày phải thu	1,9	3,5	3,1	2,7
Số ngày phải trả	5,8	3,8	3,1	2,9
TG luân chuyển tiền	121,8	142,6	124,0	116,3
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,5	3,0	3,1	3,3
CS thanh toán nhanh	0,3	0,8	1,0	1,2
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,8	1,0	1,2
Nợ/Tài sản	20%	16%	17%	17%
Nợ/Vốn sử dụng	24%	18%	19%	19%
Nợ/Vốn CSH	19%	-10%	-17%	-23%
Khả năng thanh toán lãi vay	25,8	14,9	22,3	23,7

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền và tương đương	880	2.202	3.476	4.308
Đầu tư TC ngắn hạn	200	1.000	1.000	1.500
Các khoản phải thu	293	293	293	293
Hàng tồn kho	10.506	9.162	9.601	10.181
TS ngắn hạn khác	80	80	80	80
Tổng TS ngắn hạn	11.958	12.736	14.450	16.362
TS dài hạn (gộp)	0	38	102	179
- Khấu hao lũy kế	268	184	96	0
TS dài hạn (ròng)	268	222	198	179
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	1.096	954	907	899
Tổng TS dài hạn	1.363	1.176	1.105	1.078
Tổng Tài sản	13.321	13.912	15.554	17.440
Phải trả ngắn hạn	268	233	245	259
Nợ ngắn hạn	2.683	2.183	2.611	2.950
Nợ ngắn hạn khác	1.773	1.773	1.773	1.773
Tổng nợ ngắn hạn	4.723	4.189	4.628	4.982
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	10	10	10	10
Tổng nợ	4.733	4.199	4.638	4.992
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	2.462	3.281	3.314	3.348
Thặng dư vốn CP	2.251	2.251	2.251	2.251
Lợi nhuận giữ lại	2.666	2.905	4.075	5.573
Vốn khác	1.209	1.276	1.276	1.276
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	8.588	9.713	10.917	12.448
Tổng cộng nguồn vốn	13.321	13.912	15.555	17.440
Số cp lưu hành cuối năm, tr	328,1	334,7	338,0	341,4

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền đầu năm	355	880	2.202	3.476
Lợi nhuận sau thuế	1.811	1.833	2.116	2.470
Khấu hao	80	83	88	95
Thay đổi vốn lưu động	-1.742	1.310	-428	-566
Điều chỉnh khác	-47	24	-63	-120
Tiền từ hoạt động KD	101	3.251	1.714	1.880
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-52	-38	-65	-77
Đầu tư	-318	-800	0	-500
Tiền từ HĐ đầu tư	-371	-838	-65	-577
Cổ tức đã trả	-617	-656	-837	-845
Tăng (giảm) vốn cổ phần	1.447	66	33	34
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-39	-500	428	339
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	792	-1.091	-375	-472
Tổng lưu chuyển tiền tệ	522	1.322	1.274	832
Tiền cuối năm	880	2.202	3.476	4.308

Nguồn: PNJ, dự báo của Vietcap

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Huỳnh Thu Hà, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của tôi đối với các công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Trưởng phòng cao cấp, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Vũ Hoàng Khánh, Chuyên viên, ext 130

Bất động sản

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Pasteur

Tòa nhà Sailing, tầng 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald

Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Ví mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532
- Trần Thị Thùy Linh, Chuyên viên, ext 196
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.