

CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận - PNJ

Khả quan (duy trì khuyến nghị)

Hàng tiêu dùng

Giá hiện tại	VND79.100
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND92.241/68.984
Giá mục tiêu	VND99.900
Cập nhật gần nhất	17/07/2023
Giá mục tiêu trước đó	Khả quan
Consensus	6,1%
Tiềm năng tăng giá	24,1%
Tỷ suất cổ tức	2,1%
Tổng tỷ suất sinh lời	23,7%

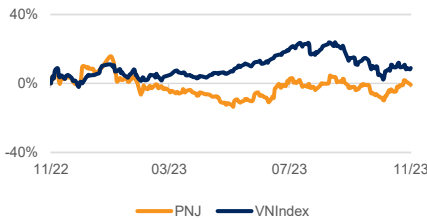
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	1.070
GTGDQB 3 tháng (tr USD)	1,7
Sở hữu NN (tr USD)	0,0
Số CP lưu hành (tr)	328,0
Số CP sau pha loãng (tr)	328,0

	PNJ	VNI
P/E trượt 12T	14,4	13,5
P/B	2,8	1,6
ROA (%)	13,9%	2,0%
ROE (%)	20,3%	11,7%

*Dữ liệu ngày 28/11/2023

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
PNJ	7,5	-0,6	-4,1
Tương quan VNIIndex	4,3	8,5	-12,2

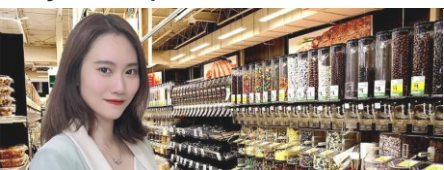
Cơ cấu sở hữu

Vietnam Enterprise Investments	10,3%
Cao Thị Ngọc Dung	9,0%
Khác	80,7%

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập từ năm 1988, với hơn 30 năm phát triển, PNJ đã trở thành công ty dẫn đầu thị trường trang sức bán lẻ có thương hiệu tại Việt Nam với các mặt hàng có chất lượng cao, kiểu dáng đa dạng.

Chuyên viên phân tích:



Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

Thuận lợi bước vào mùa cao điểm

- Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với tiềm năng tăng giá 24,1%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 3,8% lên 99.900đ/cp khi giá cổ phiếu đã tăng 1,1% kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi.
- Giá mục tiêu thay đổi do thay đổi giả định WACC và chuyển mô hình dự phóng DCF sang năm 2024.
- P/E trượt 12T của PNJ là 14,4x, thấp hơn so với mức P/E trung bình 3 năm là 17,0 lần và khá hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp.

Điểm nhấn tài chính

- Doanh thu/cửa hàng/tháng của PNJ có xu hướng giảm từ đầu năm tới T9/2023, với mức giảm 24,6% svck trong 9T23.
- Mùa kinh doanh cao điểm của PNJ bắt đầu từ tháng 10 hàng năm đến tháng 2 năm sau. Trong T10/2023 doanh thu của PNJ cải thiện 1,6% svck và 33,6% so với tháng trước trong khi lợi nhuận hoạt động tăng 11,4% svck, tạo khởi đầu thuận lợi trong mùa cao điểm.
- Biên LN gộp mở rộng 1,7 điểm % svck trong T10/2023 nhờ 1) thay đổi danh mục sản phẩm và 2) tối ưu hóa hoạt động sản xuất.

Luận điểm đầu tư

Dẫn đầu thị trường trang sức thương hiệu với hệ thống cửa hàng lớn mạnh

PNJ chiếm 55% thị phần trang sức thương hiệu với tệp khách hàng thuộc phân khúc trung đến cao cấp - ít bị ảnh hưởng bởi lạm phát. Công ty sở hữu chuỗi 394 cửa hàng bán lẻ trang sức, vượt trội so với các công ty cùng ngành. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ chiếm thêm thị phần từ các cửa hàng trang sức nhỏ lẻ nhờ xu hướng người tiêu dùng chuyển sang ưa chuộng trang sức có thương hiệu.

Động lực tăng trưởng dài hạn đến từ tầng lớp trung – thượng lưu gia tăng

Theo McKinsey, tầng lớp tiêu dùng của Việt Nam sẽ có thêm 36tr người (tiêu tối thiểu 11 USD/ngày) trong 2021-30. Hai tầng lớp cao nhất (gồm những người chi tối thiểu 30 USD/ngày) đang gia tăng với tốc độ nhanh nhất, và có thể chiếm 20% dân số Việt Nam trong năm 2030. Do đó, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu trang sức sẽ tăng theo sự phát triển của tầng lớp trung – thượng lưu.

Kế hoạch mở rộng và chiến lược marketing hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng tăng 5,7%/6,6%/13,5% trong giai đoạn 2023-25 nhờ tốc độ mở rộng cửa hàng nhanh và biên LN gộp cải thiện. Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng chiến lược của PNJ sẽ phát triển các nội dung hấp dẫn hơn, các chiến dịch quảng cáo hiệu quả hơn, hợp tác với các thương hiệu toàn cầu để trở thành chuỗi cửa hàng đa thương hiệu và tăng cường số hóa sẽ hỗ trợ lợi nhuận ròng của PNJ duy trì mức tăng trưởng 2 con số với mức CAGR là 11,2% trong 2023- 26 (dựa trên ước tính của chúng tôi).

Định giá hấp dẫn cho nhà bán lẻ trang sức hàng đầu

PNJ đang giao dịch ở mức P/E trượt 12T là 14,4 lần, thấp hơn so với mức P/E trung bình 3 năm là 17,0 lần. Mức định giá này khá hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và vị thế dẫn đầu của công ty trên thị trường trang sức Việt Nam.

Chỉ số tài chính (%)	12-22	12-23	12-24	12-25
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	33.876	32.799	35.990	39.665
Tăng trưởng doanh thu	73,3%	(3,2%)	9,7%	10,2%
Bán lẻ	92,6%	-0,7%	10,7%	10,0%
Vàng 24K	96,4%	2,2%	9,5%	10,4%
Bán sỉ	52,0%	-30,0%	2,0%	10,0%
Biên lợi nhuận gộp	17,5%	19,2%	19,5%	19,5%
Biên EBITDA	7,4%	7,9%	7,7%	7,9%
Biên lợi nhuận ròng	0,8	0,1	0,1	0,1
P/E (x)	17,0	10,4	13,6	12,8
ROAE	21,0%	18,5%	16,5%	15,7%

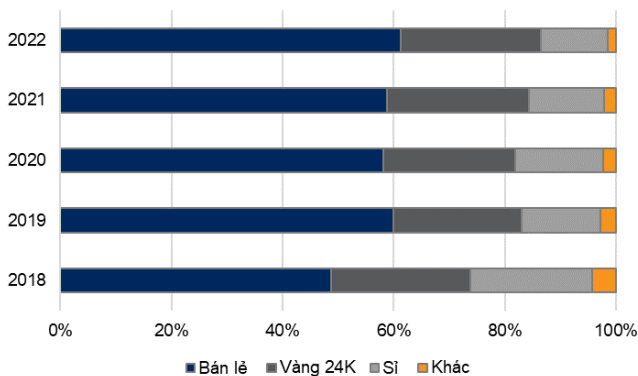
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập từ năm 1988, với hơn 30 năm phát triển, PNJ đã trở thành công ty dẫn đầu thị trường trang sức bán lẻ có thương hiệu tại Việt Nam với các mặt hàng có chất lượng cao, kiểu dáng đa dạng.

- PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ, cung cấp ra thị trường các sản phẩm trang sức bao gồm trang sức vàng, trang sức bạc, kim cương (chiếm khoảng 62% tổng doanh thu). Ngoài ra, công ty còn kinh doanh vàng 24K (chiếm 25,3% doanh thu) và gia công trang sức cho các khách hàng lớn trong nước (chiếm 12% tổng doanh thu).
- So với các doanh nghiệp cùng ngành, PNJ có lợi thế cạnh tranh lớn về năng lực sản xuất khi sở hữu 2 nhà máy ở Gò Vấp và Long Hậu (tổng công suất hơn 4 triệu sản phẩm/năm) với hơn 1.000 nghệ nhân và thợ kim hoàn.
- Tính đến cuối T10/23, công ty sở hữu hệ thống bán lẻ rộng khắp cả nước với hơn 390 cửa hàng không ngừng được mở rộng và nâng cấp, hệ thống bán hàng Omnichannel thông qua website và ứng dụng di động mang đến cho khách hàng trải nghiệm toàn diện với các chương trình khuyến mãi và chăm sóc khách hàng được làm mới thường xuyên.
- PNJ sở hữu đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm, nhiệt tình và năng động, đã đồng hành cùng công ty trong suốt 30 năm qua. Hiện tại, công ty đang chiếm lĩnh hơn 55% thị phần trang sức với lượng lớn khách hàng thuộc phân khúc trung đến cao cấp.

Hình 1: Doanh thu của PNJ chia theo từng mảng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: Danh mục sản phẩm đa dạng của PNJ



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

KQKD Q3/23 và 10T23

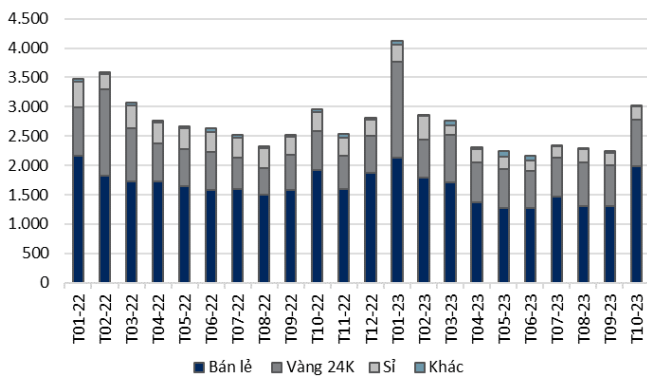
Lợi nhuận gộp cải thiện trong T10/23

Hình 3: KQKD Q3/23 và 10T23

Tỷ đồng	Q3/23	Q3/22	% svck	10T23	10T22	% svck	Dự phóng VND	% so với dự phóng	Chú thích
Doanh thu thuần	6.918	7.364	-6,1%	26.384	28.535	-7,5%	33.041	79,9%	
Mảng bán lẻ	4.083	4.673	-12,6%	15.619	17.264	-9,5%	20.541	76,0%	Trong T10/2023, doanh thu mảng bán lẻ cải thiện 3,6% svck và 51,6% so với tháng trước nhờ yếu tố mùa vụ (tháng 10 bắt đầu vào mùa kinh doanh cao điểm hàng năm của PNJ) và ngày Phụ nữ Việt Nam (20/10)
Mảng vàng 24K	2.100	1.591	32,0%	7.942	7.385	7,5%	8.600	92,3%	Mảng kinh doanh vàng 24K theo sát dự phóng của chúng tôi do nhu cầu tích trữ vàng tăng trong bối cảnh bất ổn địa chính trị trên thế giới đẩy giá vàng lên cao.
Mảng bán sỉ	629	997	-36,9%	2.348	3.481	-32,5%	3.250	72,2%	
GVHB	5.720	6.116	-6,5%	21.503	23.570	-8,8%	26.738	80,4%	
Lợi nhuận gộp	1.198	1.248	-4,0%	4.881	4.965	-1,7%	6.303	77,4%	
Biên LNG	17,3%	16,9%	0,4 đ %	18,5%	17,4%	1,1 đ %	19,1%	-0,6 đ %	Biên LN gộp tăng 1,7 điểm % svck trong T10/2023 nhờ 1) thay đổi danh mục sản phẩm theo nhu cầu của khách hàng và 2) tối ưu hóa hoạt động sản xuất nhằm cải thiện biên LN gộp của từng dòng sản phẩm.
Chi phí BH&QLDN	854	893	-4,3%	2.904	2.929	-0,9%	3.793	76,6%	
Chi phí QLDN	175	167	4,7%	N/a	N/a	N/a	726	N/a	
Chi phí bán hàng	679	726	-6,4%	N/a	N/a	N/a	3.067	N/a	
CP bán hàng / doanh thu	9,82%	9,85%	0,0 đ %	N/a	N/a	N/a	9,28%	N/a	
CP QLDN / doanh thu	2,53%	2,27%	0,3 đ %	N/a	N/a	N/a	2,20%	N/a	
CP BH&QLDN / doanh thu	12,35%	12,13%	0,2 đ %	11,0%	10,3%	0,7 đ %	11,48%	-0,5 đ %	
Lợi nhuận hoạt động	343	355	-3,3%	1.977	2.036	-2,9%	2.510	78,8%	Lợi nhuận hoạt động tăng 11,4% svck trong T10/2023 cho thấy khởi đầu tích cực trong KQKD của doanh nghiệp khi bắt đầu bước vào mùa kinh doanh cao điểm hàng năm.
Biên LN hoạt động	5,0%	4,8%	0,1 đ %	7,5%	7,1%	0,4 đ %	7,6%	-0,1 đ %	
Lợi nhuận / (Chi phí) tài chính	(9)	(26)	-65,4%	N/a	N/a	N/a	(85)	N/a	
Lợi nhuận trước thuế	313	330	-5,0%	N/a	N/a	N/a	2.405	N/a	
Biên LN trước thuế	4,5%	4,5%	0,1%	N/a	N/a	N/a	7,3%	N/a	
Lợi nhuận ròng	253	252	0,4%	1.533	1.487	3,1%	1.924	79,7%	Lợi nhuận ròng tăng 3,1% svck trong 10T23, hoàn thành 79,7% dự phóng cả năm của chúng tôi.
Biên LN ròng	3,7%	3,4%	0,2 đ %	5,8%	5,2%	0,6 đ %	5,8%	0,0 đ %	

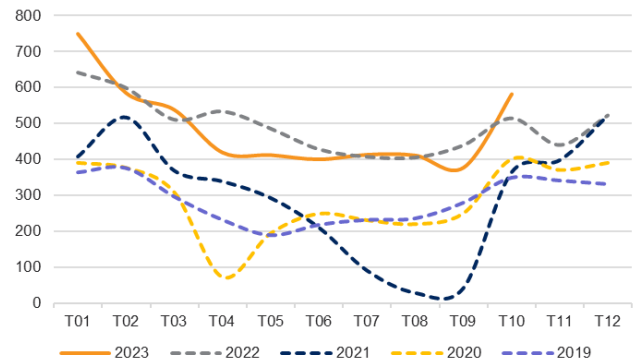
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 4: DTT của PNJ cải thiện 1,6% svck và 33,6% so với T10/23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 5: Lợi nhuận gộp của PNJ tăng 13,2% svck trong T10/23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng năm 2024: Lợi nhuận tăng trưởng ổn định

Duy trì vị thế dẫn đầu thị trường trang sức thương hiệu

Hình 6: Thay đổi dự phóng 2023-25 phù hợp với số liệu 10T23

	2023			2024			2025		
	Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi	Cũ	Mới	Thay đổi
Tỷ đồng									
Doanh thu thuần	33.041	32.799	-0,7%	36.225	35.990	-0,6%	39.927	39.665	-0,7%
% svck	-2,5%	-3,2%	-0,7 đ %	9,6%	9,7%	0,1 đ %	10,2%	10,2%	0,0 đ %
Màng bán lẻ	20.541	20.541	0,0%	22.735	22.735	0,0%	25.002	25.002	0,0%
Màng vàng 24K	8.600	8.764	1,9%	9.415	9.594	1,9%	10.398	10.592	1,9%
Màng bán sỉ	3.250	2.844	-12,5%	3.315	2.901	-12,5%	3.647	3.191	-12,5%
Giá vốn hàng bán	(26.738)	(26.508)	-0,9%	(29.203)	(28.980)	-0,8%	(31.940)	(31.916)	-0,1%
Lợi nhuận gộp	6.303	6.291	-0,2%	7.022	7.010	-0,2%	7.987	7.749	-3,0%
% svck	6,3%	6,1%	-0,2 đ %	11,4%	11,4%	0,0 đ %	13,7%	10,5%	-3,2 đ %
Biên LNG	19,1%	19,2%	0,1 đ %	19,4%	19,5%	0,1 đ %	20,0%	19,5%	-0,5 đ %
Chi phí bán hàng	(3.067)	(3.067)	0,0%	(3.543)	(3.543)	0,0%	(3.559)	(3.819)	7,3%
Chi phí QLDN	(726)	(726)	0,0%	(800)	(800)	0,0%	(842)	(903)	7,2%
Chi phí BH&QLDN	(3.793)	(3.793)	0,0%	(4.343)	(4.343)	0,0%	(4.401)	(4.722)	7,3%
CP bán hàng / doanh thu	9,3%	9,4%	0,1 đ %	9,8%	9,8%	0,0 đ %	8,9%	9,6%	0,7 đ %
CP QLDN / doanh thu	2,2%	2,2%	0,0 đ %	2,2%	2,2%	0,0 đ %	2,1%	2,3%	0,2 đ %
CP BH&QLDN / doanh thu	11,5%	11,6%	0,1 đ %	12,0%	12,0%	0,0 đ %	11,0%	11,9%	0,9 đ %
Lợi nhuận hoạt động	2.510	2.498	-0,5%	2.679	2.667	-0,4%	3.586	3.027	-15,6%
% svck	3,5%	3,0%	-0,5 đ %	6,7%	6,8%	0,1 đ %	33,9%	13,5%	-20,4 đ %
Lợi nhuận / (Chi phí) tài chính	(85)	(84)	-1,2%	(93)	(92)	-1,1%	(102)	(102)	0,0%
Lợi nhuận trước thuế	2.405	2.394	-0,5%	2.563	2.552	-0,4%	3.457	2.898	-16,2%
Lợi nhuận ròng	1.924	1.915	-0,5%	2.050	2.042	-0,4%	2.766	2.318	-16,2%
% svck	6,2%	5,7%	-0,5 đ %	6,5%	6,6%	0,1 đ %	34,9%	13,5%	-21,4 đ %

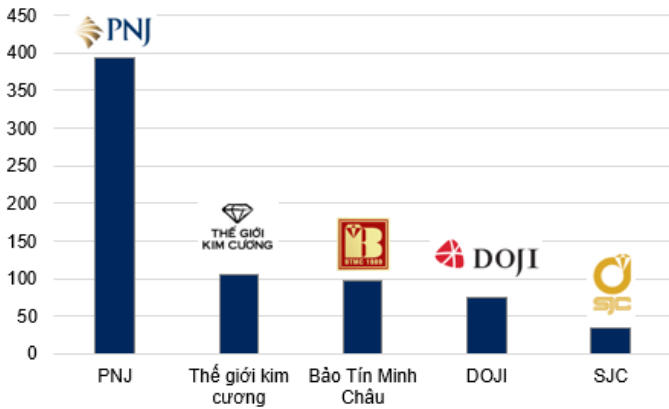
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tốc độ mở rộng cửa hàng nhanh chóng giúp giữ vững vị thế dẫn đầu

PNJ có tốc độ mở rộng cửa hàng nhanh chóng trong 10T2023 với tổng 394 cửa hàng, vượt trội hơn so với các đối thủ lớn khác như Doji và SJC. Theo ban lãnh đạo, công ty đang thực hiện chiến lược mở rộng hệ thống phân phối, đặc biệt tại các thành phố cấp 2 và cấp 3 nhằm tăng độ nhận diện của trang sức có thương hiệu. Công ty đã xây dựng thành công tệp khách hàng tại các khu vực này với số lượng khách hàng mới tăng trưởng hai con số, chiếm 40% tổng số khách hàng của PNJ.

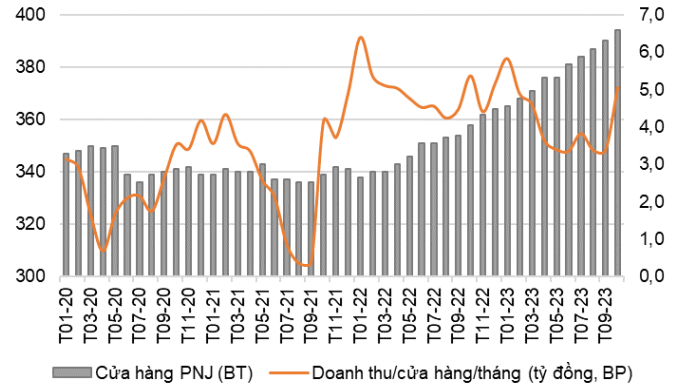
Bên cạnh đó, chúng tôi cũng nhận thấy số lượng cửa hàng trang sức không có thương hiệu đang giảm dần do 1) thu hẹp quy mô khi thu nhập của người tiêu dùng giảm dẫn đến nhu cầu mua sắm thấp hơn và 2) người tiêu dùng ưa chuộng trang sức có thương hiệu hơn. Trong Q3/23, nhu cầu tiêu thụ trang sức tại Việt Nam giảm 14% svck (theo Hội đồng vàng thế giới) trong khi doanh thu bán lẻ của PNJ ghi nhận mức giảm thấp hơn 12,6% svck. Vì vậy, chúng tôi cho rằng PNJ đã giành được thị phần từ các cửa hàng trang sức không có thương hiệu trong Q3/23. Do đó, chúng tôi kỳ vọng số lượng cửa hàng của PNJ sẽ tiếp tục tăng 8,0%/8,2%/7,4% svck trong năm 2023-25.

Hình 7: PNJ sở hữu hệ thống cửa hàng vượt trội so với các công ty cùng ngành trong T10/2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WEBSITE CÔNG TY

Hình 8: Số lượng cửa hàng và doanh thu mỗi cửa hàng của PNJ từ T1/2020 đến T10/2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tiếp tục tung ra các bộ sưu tập mới và chương trình marketing nhằm thu hút khách hàng

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của PNJ giảm nhẹ 2,5% svck trong năm 2023 do nhu cầu yếu và tăng 9,6%/10,2% svck trong năm 2024-25. Trong T9/2023, PNJ ra mắt bộ sưu tập trang sức cưới “Trầu cau” mang đậm nét văn hóa Việt Nam và nhanh chóng trở thành sự lựa chọn ưa thích của nhiều cặp đôi trong ngày cưới (trong đó có nhiều cặp đôi là người nổi tiếng). Bên cạnh đó, trong T10/2023 công ty cũng chủ động triển khai các chương trình tiếp thị nhằm kích cầu mua sắm cuối năm như triển lãm cưới tại các cửa hàng flagship, giới thiệu bộ sưu tập mới (bộ sưu tập Trust và bộ sưu tập Sunnyva), đồng thời tài trợ cho các chương trình truyền hình và chương trình ca nhạc. Chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ tiếp tục tung ra các bộ sưu tập mới mang tính thời trang với giá cả phải chăng nhằm thu hút tập khách hàng có thu nhập tầm trung trong bối cảnh tiêu dùng được dự báo sẽ phục hồi trong thời gian tới. Chúng tôi tin rằng các bộ sưu tập mới và chương trình tiếp thị sẽ là động lực tăng trưởng chính cho doanh thu trong năm 2024-25. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng nhận thấy dù triển khai nhiều chương trình tiếp thị nhưng công ty vẫn quản lý tốt chi phí với tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu duy trì ổn định ở mức 11%-12%.

Hình 9: Bộ sưu tập trang sức cưới “Trầu cau”



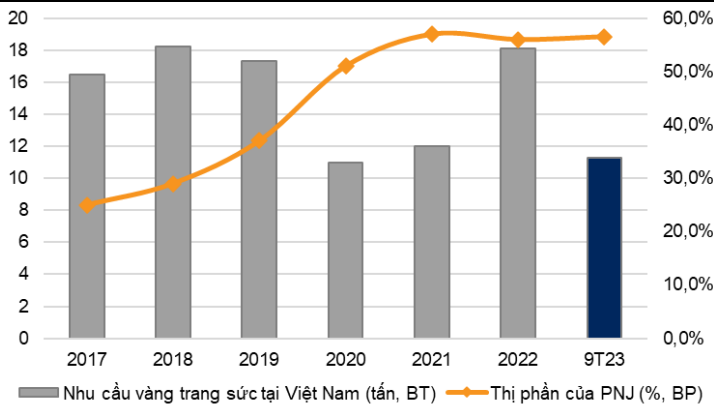
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, WEBSITE CÔNG TY

Hình 10: Bộ sưu tập Trust và bộ sưu tập Sunnyva



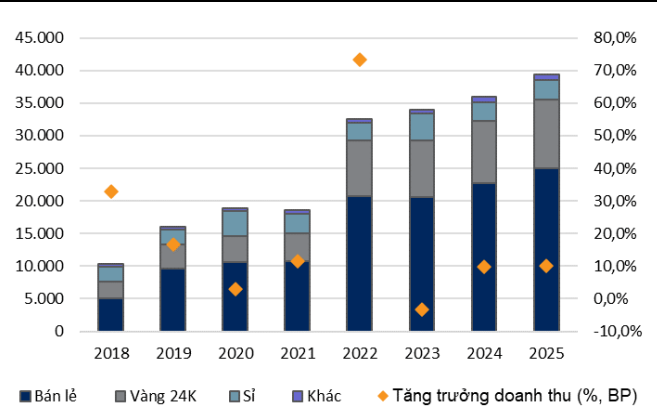
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 11: Nhu cầu trang sức của Việt Nam và thị phần của PNJ từ 2017 đến 9T/23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 12: Dự phóng doanh thu của PNJ (tỷ đồng) trong 2023-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Lợi nhuận tăng trưởng ổn định

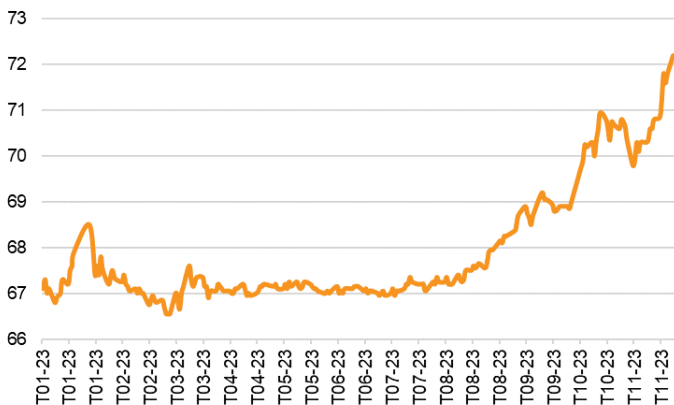
Hưởng lợi từ xu hướng giá vàng tăng nhờ lượng hàng tồn kho cao

Giá vàng trong nước tiếp tục lập đỉnh mới trong ngày 27/11, trong đó giá vàng bán ra của SJC tăng 1,5 triệu đồng/lượng vàng so với tháng trước và 5,1 triệu đồng/lượng vàng so với đầu năm. Giá vàng trong nước tăng mạnh do 1) diễn biến giá vàng trong nước có xu hướng tương quan với diễn biến giá vàng thế giới và 2) nhu cầu đầu tư vàng tăng trong bối cảnh lãi suất tiền gửi có xu hướng giảm.

Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của PNJ vẫn được hưởng lợi từ xu hướng tăng giá này trong ngắn hạn do:

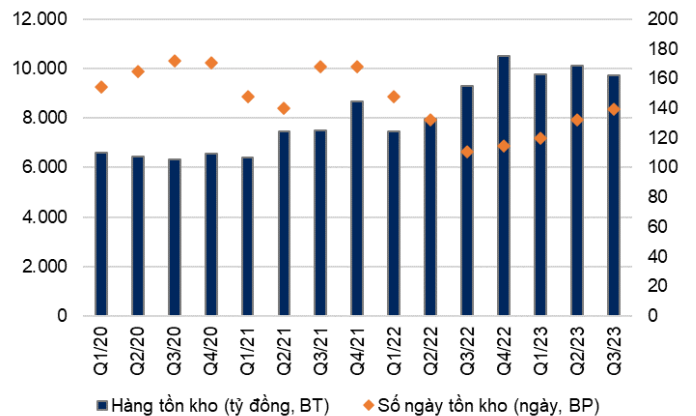
- Lượng tồn kho lớn từ thời kỳ trước tạo lợi thế về giá vốn hàng bán thấp hơn cho công ty, giúp biên LN gộp của PNJ duy trì ổn định trong giai đoạn giá vàng trong nước tăng cao.
- Trong bối cảnh nhu cầu giao dịch vàng miếng ngày càng tăng, công ty cũng được hưởng lợi từ sự chênh lệch giữa giá mua/bán vàng miếng.

Hình 13: Giá vàng Việt Nam trong 11T2023 (triệu đồng/lượng vàng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 14: Lượng hàng tồn kho của PNJ trong Q1/20-Q3/23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

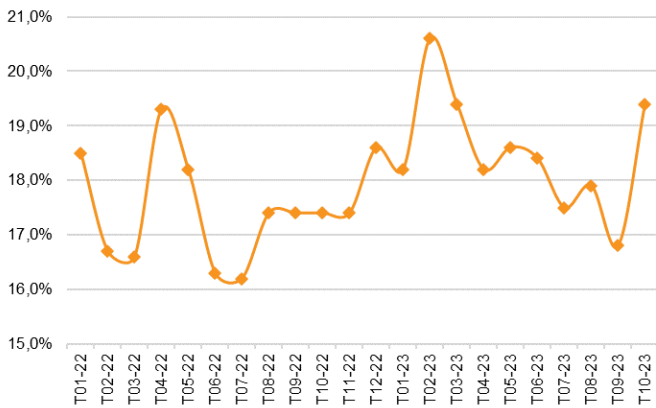
Tăng trưởng LN ổn định trong giai đoạn 2024-25

Trong giai đoạn 2023-24, chúng tôi kỳ vọng LN ròng tăng 5,7%/6,6% svck nhờ:

- Doanh thu thuần giảm nhẹ 3,2% svck trong năm 2023 do nhu cầu tiêu thụ yếu và tăng 9,7% svck trong năm 2024.
- Biên lợi nhuận gộp tăng 1,6/0,3 điểm % svck trong năm 2023-24 do công ty tiếp tục nỗ lực tối ưu hóa chi phí sản xuất nhằm cải thiện biên lợi nhuận gộp của từng sản phẩm.
- Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu tăng 1,2/0,5 điểm % svck, chủ yếu do % chi phí bán hàng tăng 1,0/0,5 điểm % svck theo tiến độ mở rộng chuỗi cửa hàng.

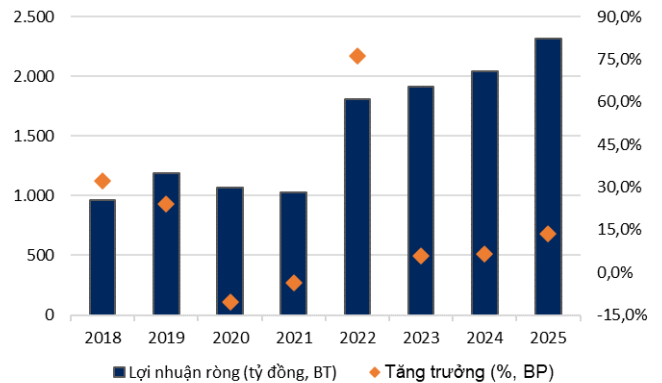
Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng LN ròng tăng 13,5% chủ yếu nhờ doanh thu thuần tăng 10,2% svck trong khi biên LN gộp không thay đổi so với năm 2024.

Hình 15: Biên LN gộp của PNJ (%) từ T1/2022 đến T10/2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 16: Dự phóng LN ròng của PNJ trong giai đoạn 2023-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá: Nâng giá mục tiêu lên 99.900

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu tăng 3,8% dựa trên: 1) chuyển năm cơ sở mô hình dự phóng DCF sang năm 2024, 2) giảm WACC từ 10,9% xuống 9,2% do chúng tôi hạ lãi suất phi rủi ro từ 3% xuống 2,7 % (dựa trên lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 30 tháng 9) và [phần bù rủi ro thị trường](#) từ 10% xuống 9,6%, 3) P/E mục tiêu là 17,0 lần (P/E trung bình 3 năm của PNJ) áp dụng cho EPS trung bình năm 2023-24.

Động lực tăng giá bao gồm 1) tốc độ mở cửa hàng nhanh hơn dự kiến và 2) các dự án/bộ sưu tập/ý tưởng mới dự kiến sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng.

Rủi ro giảm giá bao gồm 1) tốc độ mở rộng/doanh số cửa hàng chậm hơn dự kiến, đặc biệt là doanh số bán lẻ trang sức của PNJ và 2) nhu cầu trang sức thấp hơn dự kiến.

Hình 17: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	97.300	50%	48.650
P/E	102.493	50%	51.247
Giá trung bình (đồng)			99.897
Giá mục tiêu (Làm tròn)			99.900

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Định giá: Phương pháp P/E

Lợi nhuận sau thuế để tính EPS (tỷ đồng)	1.979
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (CP)	328.169.188
EPS (đồng)	6.029
P/E mục tiêu	17,0
Giá mục tiêu (đồng)	102.493

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Giá định

Chi phí sử dụng vốn	
Beta	0,8
Phần bù rủi ro thị trường	9,6%
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Chi phí vốn CSH	10,8%
Chi phí sử dụng nợ	6,2%
Thuế DN	21,7%
WACC	9,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Giá mục tiêu

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	8.589	tỷ đồng
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	25.143	tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	33.732	tỷ đồng
Tiền và tương đương tiền	880	tỷ đồng
Tổng nợ	(2.683)	tỷ đồng
Giá trị vốn CSH	31.929	tỷ đồng
SL cổ phiếu	328	triệu
Giá cổ phiếu	97.300	đồng/cp

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	2.667	3.027	3.439	3.922	4.219
Khấu hao	91	104	120	132	144
Đầu tư tài sản cố định	(227)	(261)	(200)	(219)	(241)
Thay đổi vốn lưu động	(1.525)	(1.354)	(1.609)	(1.052)	(983)
Dòng tiền tự do	496	936	1.091	2.029	2.327
Chi phí thuế	(510)	(580)	(659)	(754)	(812)
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	496	936	1.091	2.029	2.327
Giá trị năm cuối mô hình					39.246
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	454	783	835	1.421	1.491
Giá trị hiện tại của giá trị năm cuối mô hình					25.143

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: : So sánh với các DN khác trong ngành (dữ liệu ngày 29/11/2023)

Công ty	Quốc gia	Doanh thu trượt 12T		LN ròng trượt 12T		D/E	ROE	P/E trượt 12T	P/E điều chỉnh	P/B	
		Vốn hóa Tr USD	Tr USD	svck %	Tr USD						svck %
Chow Tai Fook Jewellery Group	Hongkong	14.233	12.473	-4,0	858	2,0	101,5	22,8	16,9	11,8	4,2
Chow Sang Sang Holdings Intern	Hongkong	779	N/a	10,0	101	40,0	21,3	3,9	4,6	3,2	0,5
Citizen Watch Co Ltd	Nhật Bản	1.441	2.211	5,0	158	-9,0	29,3	9,3	9,7	11,1	0,9
Luk Fook Holdings Internationa	Hongkong	1.646	1.774	19,0	200	12,0	7,2	7,3	8,3	9,5	1,0
PC Jeweller Ltd	Ấn Độ	157	308	54,0	-25	48,0	101,2	-5,4	N/a	N/a	0,4
Asian Star Co Ltd	Ấn Độ	172	558	1,0	10	-12,0	43,8	6,0	15,9	23,3	1,0
Average							43,8	6,0	12,1	16,4	1,0
Median							50,7	2,6	12,1	16,4	0,8
CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận	Việt Nam	1.088	1.330	-2,8	76	0,9	18,2	20,4	14,4	14,4	2,8

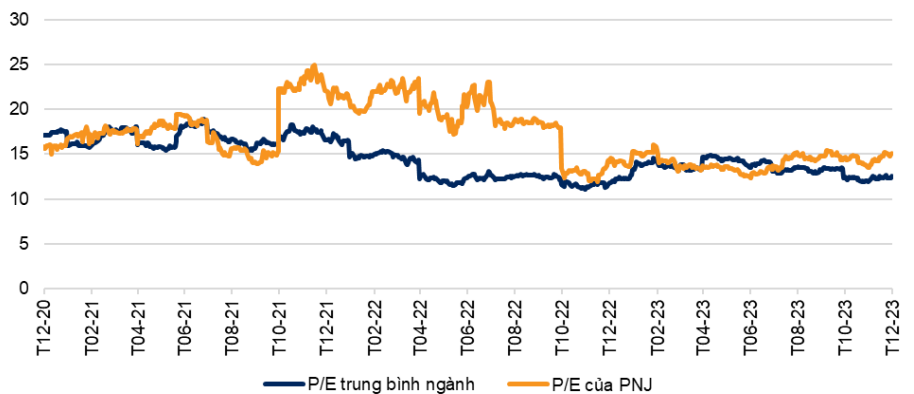
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 23: Phân tích độ nhạy của định giá

Tăng trưởng dài hạn	Chi phí vốn							
	1,1%	9,9%	10,2%	10,5%	10,8%	11,1%	11,4%	11,7%
1,1%	103.600	101.800	100.100	98.600	97.000	95.500	94.200	
1,4%	104.200	102.400	100.600	99.000	97.300	95.900	94.400	
1,7%	104.900	102.900	101.100	99.400	97.700	96.200	94.700	
2,0%	105.600	103.500	101.600	99.900	98.100	96.500	95.000	
2,3%	106.300	104.200	102.200	100.400	98.500	96.900	95.300	
2,6%	107.100	104.900	102.800	100.900	99.000	97.300	95.700	
2,9%	108.000	105.700	103.500	101.500	99.500	97.700	96.000	

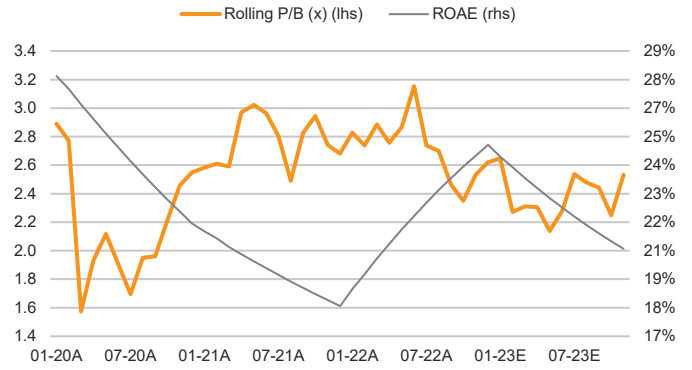
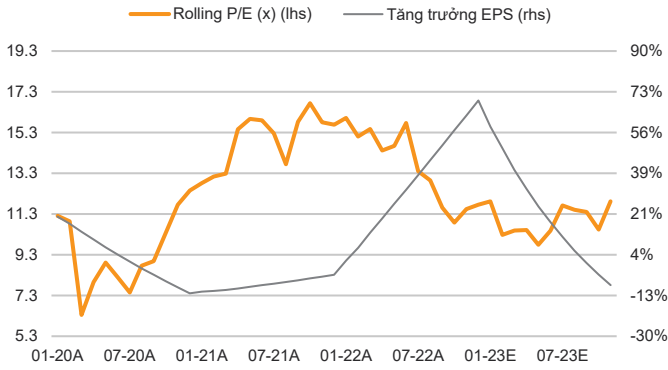
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 24: P/E của PNJ và các công ty cùng ngành từ T12/20 đến T11/23 (đơn vị: lần)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	33.876	32.799	35.990
Giá vốn hàng bán	(27.949)	(26.508)	(28.980)
Chi phí quản lý DN	(674)	(726)	(800)
Chi phí bán hàng	(2.828)	(3.067)	(3.543)
LN hoạt động thuần	2.425	2.498	2.667
EBITDA thuần	2.505	2.581	2.758
Chi phí khấu hao	(80)	(83)	(91)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	2.425	2.498	2.667
Thu nhập lãi	54	26	29
Chi phí tài chính	(141)	(110)	(121)
Thu nhập ròng khác	(25)	(20)	(23)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	2.313	2.394	2.552
Thuế	(502)	(479)	(510)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	1.811	1.915	2.042
Thu nhập trên vốn	1.811	1.915	2.042
Cổ tức phổ thông	(617)	(656)	(656)
LN giữ lại	1.194	1.259	1.386

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	880	1.380	2.281
Đầu tư ngắn hạn	200	492	212
Các khoản phải thu ngắn hạn	302	170	246
Hàng tồn kho	10.506	11.980	13.013
Các tài sản ngắn hạn khác	80	99	361
Tổng tài sản ngắn hạn	11.968	14.121	16.113
Tài sản cố định	882	934	1.067
Tổng đầu tư	31	0	0
Tài sản dài hạn khác	458	483	530
Tổng tài sản	13.339	15.538	17.710
Vay & nợ ngắn hạn	2.683	2.762	3.030
Phải trả người bán	277	537	426
Nợ ngắn hạn khác	1.923	1.641	1.843
Tổng nợ ngắn hạn	4.883	4.940	5.299
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	12	239	10
Vốn điều lệ và	2.462	3.282	3.282
LN giữ lại	2.522	4.366	6.323
Vốn chủ sở hữu	8.444	10.359	12.401
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	13.339	15.538	17.710

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	2.313	2.394	2.552
Khấu hao	80	83	91
Thuế đã nộp	(464)	(479)	(510)
Các khoản điều chỉnh khác	69	94	150
Thay đổi VLĐ	(1.894)	(1.415)	(1.015)
LC tiền thuần HKĐK	104	677	1.268
Đầu tư TSCĐ	(52)	(138)	(227)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	2	0	0
Các khoản khác	(340)	(280)	246
Thay đổi tài sản dài hạn khác	20	0	0
LC tiền từ HĐĐT	(370)	(418)	19
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	1.447	820	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	1
Tiền vay ròng nhận được	(39)	79	268
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	1
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(617)	(656)	(656)
LC tiền thuần HĐTC	791	243	(386)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	355	880	1.380
LC tiền thuần trong năm	525	502	901
Tiền & tương đương tiền cuối kì	880	1.382	2.281

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	5,3%	5,8%	5,7%
Vòng quay TS	2,83	2,27	2,16
ROAA	15,1%	13,3%	12,3%
Đòn bẩy tài chính	1,66	1,54	1,46
ROAE	25,1%	20,4%	17,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	0,6	1,0	1,0
Số ngày nắm giữ HTK	137,2	165,0	164,3
Số ngày phải trả tiền bán	3,6	7,4	5,4
Vòng quay TSCĐ	37,81	36,12	35,97
ROIC	16,3%	14,6%	13,2%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,5	2,9	3,0
Khả năng thanh toán nhanh	0,3	0,4	0,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,4	0,5
Vòng quay tiền	134,2	158,6	160,0
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	73,3%	(3,2%)	9,7%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	72,2%	3,0%	6,8%
Tăng trưởng LN ròng	76,2%	5,7%	6,6%
Tăng trưởng EPS	69,3%	(12,8%)	(6,7%)

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Phan Như Bách – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: bach.phannhu@vndirect.com.vn

Hà Thu Hiền – Chuyên viên Phân tích

Email: hien.hathu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>