

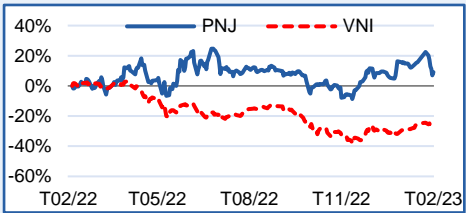
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) [KHẢ QUAN]

Cập nhật

Ngành:	Trang sức		2022	2023F	2024F	2025F
Ngày báo cáo:	08/02/2023	TT DT	73,3%	6,5%	7,7%	13,0%
Giá hiện tại:	83.100VND	TT EPS	64,3%	10,5%	15,6%	22,3%
Giá mục tiêu:	95.000VND	Biên LN gộp	17,5%	18,2%	18,8%	19,8%
Last Giá mục tiêu:	93.000VND	Biên LN ròng	5,3%	5,7%	6,2%	6,7%
TL tăng:	14,3%	EV/EBITDA	11,5x	10,4x	9,2x	7,6x
Lợi suất cổ tức:	2,3%	Giá CP/DTHĐ	290,8x	9,2x	13,3x	11,5x
Tổng mức sinh lời:	16,6%	P/E	14,7x	13,3x	11,5x	9,4x

GT vốn hóa:	1,2 tỷ USD
Room KN:	0USD
GTGD/ngày (30n):	1,5tr USD
Cổ phần Nhà nước:	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành:	328,1tr
Pha loãng*:	331,4tr
PEG 3 năm::	0,9

	PNJ	VNI
P/E (trượt)	14,7x	12,4x
P/B (hiện tại)	3,2x	1,8x
Nợ ròng/CSH	19,3%	N/A
ROE	24,7%	14,3%
ROA	15,1%	2,3%



Tổng quan Công ty

PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức hàng đầu tại Việt Nam với mạng lưới 334 cửa hàng tính đến cuối tháng 09/2022.

Huỳnh Thu Hà

Chuyên viên

Hoàng Nam

Trưởng phòng cao cấp

Tăng trưởng chứng lại do niềm tin người tiêu dùng kém tích cực hơn

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) thêm 2% nhưng điều chỉnh khuyến nghị từ MUA xuống KHẢ QUAN do giá cổ phiếu của PNJ đã tăng khoảng 18% trong 3 tháng qua. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi là do chúng tôi tăng 2% dự phóng LNST năm 2023 của PNJ, chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm 60 điểm cơ bản trong dự báo chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A)/doanh thu bán lẻ năm 2023 khi tỷ lệ này thấp hơn dự kiến trong năm 2022.
- Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi duy trì quan điểm rằng hiệu ứng tài sản đảo chiều (reverse wealth effect) đối với tầng lớp thu nhập trung bình cao của Việt Nam đến từ các thách thức gần đây trên thị trường tài chính và lãi suất tăng trong nửa cuối năm 2022 sẽ làm suy yếu triển vọng tăng trưởng chi tiêu cho trang sức có thương hiệu trong năm 2023.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) doanh thu bán lẻ là 12% trong giai đoạn 2022-2025 so với mức tăng trưởng 80% YoY trong năm 2022. Những cải thiện trong cơ cấu sản phẩm của PNJ theo dự kiến của chúng tôi sẽ tiếp tục thúc đẩy dự báo CAGR EPS của chúng tôi là 16% trong giai đoạn 2022-2025.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E dự phóng 2023/2024 của PNJ lần lượt là 16 lần/14 lần, thấp hơn P/E trượt trung bình 5 năm là 19 lần và tương ứng chiết khấu khoảng 37%/45% so với PER trượt trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành.
- Rủi ro/yếu tố hỗ trợ cho quan điểm của chúng tôi: Nhu cầu đối với các sản phẩm xa xỉ và việc mở rộng cửa hàng thấp/cao hơn dự kiến; khả năng sinh lời mảng bán lẻ cải thiện thấp/cao hơn dự kiến.

Chúng tôi duy trì quan điểm rằng hiệu ứng tài sản đảo chiều (reverse wealth effect) trong tầng lớp thu nhập trung bình cao của Việt Nam trong năm 2023 sẽ làm giảm triển vọng tăng trưởng ngắn hạn của PNJ. Hàng hóa đắt tiền (như trang sức và ô tô) có mức tăng trưởng vượt trội trong năm 2022. Tuy nhiên, những dấu hiệu ban đầu về sự chứng lại nhu cầu đã xuất hiện vào tháng 11-12/2022, đây thường là mùa cao điểm của chi tiêu tiêu dùng không thiết yếu. Ví dụ, doanh số bán xe du lịch toàn ngành tại Việt Nam đã giảm 13% YoY trong 2 tháng cuối năm 2022. Mặt khác, doanh số bán lẻ của PNJ tăng 17% YoY trong 2 tháng cuối năm 2022. Dù vậy, chúng tôi tin rằng những thách thức trong nền kinh tế - bao gồm lãi suất cao hơn và những khó khăn trên thị trường tài chính - có thể làm giảm niềm tin của người tiêu dùng ngay cả trong tầng lớp thu nhập trung bình cao. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh số từ các cửa hàng hiện hữu (SSSG) ở mức khoảng 5-9% trong mảng kinh doanh bán lẻ của PNJ trong năm 2023-2024. Chúng tôi giả định chi tiêu tiêu dùng không thiết yếu sẽ cao hơn vào năm 2024.

Chúng tôi duy trì quan điểm rằng việc mở rộng cửa hàng ở mức trung bình và cải thiện biên LN khiêm tốn sẽ hỗ trợ tăng trưởng. Chúng tôi dự phóng PNJ sẽ mở 15/25 cửa hàng vàng mới trong năm 2023/2024 và sau đó mở thêm 35 cửa hàng vàng mới mỗi năm, bắt đầu từ năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp mảng bán lẻ của PNJ sẽ tăng lên 70 điểm cơ bản vào năm 2023 và 50 điểm cơ bản mỗi năm trong các năm 2024-2025 nhờ cơ cấu sản phẩm tốt hơn (nghĩa là đóng góp doanh thu cao hơn từ các khu vực bên ngoài TP. HCM, nơi khách hàng ưa chuộng trang sức vàng có biên lợi nhuận cao như trang sức vàng Excellent Cubic Zirconia và Cubic Zirconia (CZ), đóng góp doanh thu thấp hơn từ kim cương (có biên lợi nhuận thấp) do nhu cầu thấp hơn từ (1) các lễ cưới bị trì hoãn và (2) mong muốn có tài sản trú ẩn an toàn, cùng với đóng góp doanh thu thấp hơn từ mảng vàng miếng (vốn có biên nhuận thấp).

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	33.876	36.077	38.864	43.906	Tiền và tương đương	880	2.240	3.294	4.826
Giá vốn hàng bán	-27.950	-29.508	-31.567	-35.213	Đầu tư TC ngắn hạn	200	200	700	1.200
Lợi nhuận gộp	5.927	6.569	7.298	8.693	Các khoản phải thu	56	56	56	56
Chi phí bán hàng	-2.828	-3.105	-3.398	-4.000	Hàng tồn kho	10.506	9.537	9.790	10.215
Chi phí quản lí DN	-675	-775	-848	-999	TS ngắn hạn khác	317	317	317	317
LN thuần HĐKD	2.424	2.688	3.052	3.695	Tổng TS ngắn hạn	11.958	12.350	14.157	16.614
Thu nhập tài chính	59	81	77	134	TS dài hạn (gộp)	1.408	1.453	1.560	1.687
Chi phí tài chính	-146	-174	-104	-99	- Khấu hao lũy kế	-496	-580	-671	-774
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	<i>-94</i>	<i>-174</i>	<i>-104</i>	<i>-99</i>	TS dài hạn (ròng)	912	873	889	913
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	-25	-25	-25	-25	TS dài hạn khác	451	435	491	595
LNTT	2.311	2.570	2.999	3.704	Tổng TS dài hạn	1.363	1.309	1.380	1.508
Thuế TNDN	-505	-514	-600	-741	Tổng Tài sản	13.321	13.658	15.537	18.122
LNST trước CĐTS	1.807	2.056	2.399	2.963					
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0	Phải trả ngắn hạn	268	243	249	260
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.807	2.056	2.399	2.963	Nợ ngắn hạn	2.683	1.739	1.985	2.400
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	1.807	2.056	2.399	2.963	Nợ ngắn hạn khác	1.773	1.773	1.773	1.773
					Tổng nợ ngắn hạn	4.723	3.755	4.007	4.433
EBITDA	2.501	2.772	3.143	3.798	Nợ dài hạn	0	0	0	0
EPS báo cáo, VND	5.669	6.266	7.241	8.854	Nợ dài hạn khác	10	10	10	10
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	5.272	5.827	6.734	8.234	Tổng nợ	4.733	3.765	4.017	4.443
EPS pha loãng điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	5.272	5.827	6.734	8.234					
DPS, VND	1.935	2.000	2.000	2.000	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS/EPS (%)	34%	32%	28%	23%	Thặng dư vốn CP	2.462	3.281	3.314	3.348
⁽¹⁾ Điều chỉnh cho các khoản lãi/lỗ bất thường					Vốn cổ phần	2.251	2.251	2.251	2.251
TỶ LỆ	2022	2023F	2024F	2025F	Lợi nhuận giữ lại	2.666	3.119	4.712	6.838
Tăng trưởng					Vốn khác	1.209	1.243	1.243	1.243
Tăng trưởng doanh thu	73,3%	6,5%	7,7%	13,0%	Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Tăng trưởng LN HĐKD	72,0%	10,9%	13,5%	21,1%	Vốn chủ sở hữu	8.588	9.894	11.520	13.679
Tăng trưởng LNTT	80,6%	11,2%	16,7%	23,5%	Tổng cộng nguồn vốn	13.321	13.659	15.537	18.122
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	66,0%	10,5%	15,6%	22,3%					
Khả năng sinh lời					Số cp lưu hành cuối năm, tr	328,1	331,4	334,7	338,0
Biên LN gộp %	17,5%	18,2%	18,8%	19,8%	Số cp quỹ, tr	0,2	0,2	0,2	0,2
Biên LN từ HĐ %	7,2%	7,5%	7,9%	8,4%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Biên EBITDA	7,4%	7,7%	8,1%	8,6%	Tiền đầu năm	355	879	2.240	3.294
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	5,3%	5,7%	6,2%	6,7%	Lợi nhuận sau thuế	1.807	2.056	2.399	2.963
ROE %	24,7%	22,2%	22,4%	23,5%	Khấu hao	78	84	91	103
ROA %	15,1%	15,2%	16,4%	17,6%	Thay đổi vốn lưu động	-1.742	944	-246	-415
					Điều chỉnh khác	-48	-110	-200	-272
Chỉ số hiệu quả vận hành					Tiền từ hoạt động KD	94	2.973	2.045	2.380
Số ngày tồn kho	126	124	112	104	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-50	-45	-107	-126
Số ngày phải thu	1	1	1	0	Đầu tư	-315	0	-500	-500
Số ngày phải trả	6	3	3	3	Tiền từ HĐ đầu tư	-364	-45	-607	-626
TG luân chuyển tiền	121	121	109	102					
Thanh khoản					Cổ tức đã trả	-617	-656	-663	-669
CS thanh toán hiện hành	2,5	3,3	3,5	3,7	Tăng (giảm) vốn cổ phần	1.447	33	33	33
CS thanh toán nhanh	0,2	0,7	1,0	1,4	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-39	-944	246	415
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,6	1,0	1,4	Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ/Tài sản	20,1%	12,7%	12,8%	13,2%	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Nợ/Vốn sử dụng	23,8%	15,0%	14,7%	14,9%	Tiền từ hoạt động TC	792	-1.567	-383	-221
Nợ/Vốn CSH	18,7%	-7,1%	-17,4%	-26,5%					
Khả năng thanh toán lãi vay	25,7	15,4	29,2	37,2	Tổng lưu chuyển tiền tệ	521	1.361	1.054	1.532
					Tiền cuối năm	879	2.240	3.294	4.826

Nguồn: thông tin từ công ty, VCSC

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 chúng tôi về 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 VCSC

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 VCSC 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 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 Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

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

Trụ sở chính

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

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Nghân 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 và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

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

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
- Bùi Thu Hà, 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@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch Hàm Nghi

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

Phòng giao dịch ABS

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

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng cao cấp, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thủy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532
- Bạch Chấn Mãn, Chuyên viên, ext 135

Vật liệu và Công nghiệp

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 Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt 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 Bản Việt 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 Bản Việt 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 Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.