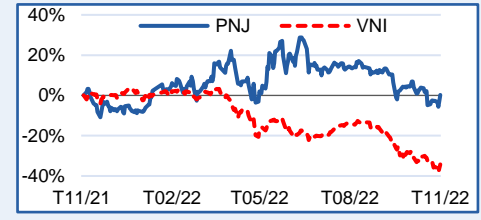


CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) [MUA +22,2%]

Cập nhật

Ngành:	Trang sức		2021	2022F	2023F	2024F
Ngày báo cáo:	21/11/2022	TT DT	12,0%	76,8%	4,7%	7,1%
Giá hiện tại:	102.100VND	TT EPS	-3,3%	66,8%	6,8%	13,4%
Giá mục tiêu:	123.000VND	Biên LN gộp	18,2%	17,7%	18,0%	18,6%
Giá mục tiêu gần nhất:	144.000VND	Biên LN ròng	5,3%	5,3%	5,6%	5,9%
TL tăng:	20,5%	EV/EBITDA	17,1x	10,1x	9,5x	8,4x
Lợi suất cổ tức:	1,8%	Giá CP/DTHĐ	N.M.	26,5x	13,4x	12,8x
Tổng mức sinh lời:	22,2%	P/E	23,9x	14,3x	13,4x	11,8x



GT vốn hóa:	1,0 tỷ USD		PNJ	VNI
Room KN:	0 USD	P/E (trượt)	13,4x	9,9x
GTGD/ngày (30n):	1,4tr USD	P/B (hiện tại)	3,0x	1,5x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	3,3%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành:	246,2tr	ROE	25,9%	15,5%
Pha loãng*:	246,2tr	ROA	16,6%	2,5%
PEG 3 năm:	0,9			

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

Niềm tin người tiêu dùng thấp yếu ảnh hưởng đến triển vọng năm 2023

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 15% giá mục tiêu cho CTCP Vàng Bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) nhưng giữ duy trì khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu là do (1) tăng giả định WACC do phân bù rủi ro vốn chủ sở hữu (ERP) cao hơn và (2) điều chỉnh giảm 13% đối với dự báo tổng LNST giai đoạn 2023-2025 của chúng tôi. Những yếu tố này được bù đắp một phần nhờ cập nhật mô hình định giá mục tiêu của chúng tôi đến cuối năm 2023.
- Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi ghi nhận 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 mà chúng tôi cho rằng sẽ làm suy yếu triển vọng tăng trưởng chi tiêu cho trang sức có thương hiệu trong năm 2023-2024. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 5% dự báo tổng doanh thu bán lẻ giai đoạn 2023-2025, đến từ (1) chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 200/300 điểm cơ bản cho tăng trưởng doanh số từ cửa hàng hiện hữu (SSSG) của PNJ trong giai đoạn 2023/2024 xuống 2%/6%, và (2) giảm dự báo số lượng cửa hàng vàng mới trong giai đoạn 2023/2024 xuống còn 15/25 so với giả định trước đây của chúng tôi là 35 cửa hàng vàng mới mỗi năm.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) doanh thu bán lẻ đạt 10% (so với 11% trước đó) trong giai đoạn 2022-2025 so với mức tăng trưởng 84% YoY vào năm 2022. Những cải thiện trong cơ cấu sản phẩm theo dự kiến của chúng tôi sẽ tiếp tục thúc đẩy dự báo CAGR EPS của chúng tôi là 14% (so với 18% trước đây) 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 20 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.

Chúng tôi dự báo hiệu ứng reverse wealth effect đối với tầng lớp thu nhập trung bình cao của Việt Nam và các thách thức đối với nền kinh tế trong năm 2023 sẽ ảnh hưởng đến triển vọng tăng trưởng trong ngắn hạn của PNJ. Tính đến cuối tháng 10/2022, chúng tôi nhận thấy không có thay đổi trong tâm lý người tiêu dùng đối với các sản phẩm không thiết yếu như trang sức, ô tô và iPhone. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy những thách thức kinh tế vĩ mô đang gia tăng, giá trị của tài sản tài chính giảm và thanh khoản thắt chặt hơn trong thị trường tài chính, mà chúng tôi cho rằng có thể ảnh hưởng đến niềm tin của người tiêu dùng, kể cả tầng lớp thu nhập trung bình cao, có thể dẫn đến việc cắt giảm hoặc hạn chế mua sắm các mặt hàng không thiết yếu. Ngoài ra, mức cơ sở cao của lợi nhuận PNJ trong năm 2022 là thách thức đối với tăng trưởng

năm 2023. Do đó, chúng tôi kỳ vọng SSSG mảng bán lẻ PNJ sẽ ghi nhận tăng trưởng từ 1%-5% trong giai đoạn 2023-2024. Theo dự báo của chúng tôi, chúng tôi giả định hoạt động chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu sẽ phục hồi trong 6 tháng cuối năm 2024 và sẽ phục hồi hoàn toàn từ năm 2025.

Kế hoạch mở rộng cửa hàng và biên lợi nhuận cải thiện khiêm tốn hỗ trợ tăng trưởng. Chúng tôi dự phóng PNJ sẽ mở mới 15/25 cửa hàng vàng trong các năm 2023/2024 và mở mới 35 cửa hàng vàng/năm từ năm 2025. Chúng tôi duy trì giả định biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ của PNJ sẽ tăng 50 điểm cơ bản/năm trong giai đoạn 2023-2025 nhờ cơ cấu sản phẩm tốt hơn (cụ thể đóng góp doanh thu cao hơn từ các khu vực ngoài TP. HCM nơi khách hàng ưa thích trang sức vàng có biên lợi nhuận cao như Excellent Cubic Zirconia (ECZ) và Cubic Zirconia (CZ)).

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)					BẢNG CĐKT (tỷ đồng)				
	2021	2022F	2023F	2024F		2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	19.613	34.679	36.293	38.877	Tiền và tương đương	358	972	1.769	2.837
Giá vốn hàng bán	-16.040	-28.547	-29.743	-31.660	Đầu tư TC ngắn hạn	0	400	900	1.400
Lợi nhuận gộp	3.573	6.132	6.551	7.217	Các khoản phải thu	60	60	60	60
Chi phí bán hàng	-1.694	-2.946	-3.139	-3.405	Hàng tồn kho	8.687	9.486	9.524	9.778
Chi phí quản lý DN	-472	-762	-846	-917	TS ngắn hạn khác	116	116	116	116
LN thuần HĐKD	1.407	2.424	2.565	2.894	Tổng TS ngắn hạn	9.220	11.033	12.369	14.191
Thu nhập tài chính	16	36	103	133	TS dài hạn (gộp)	1.363	1.503	1.650	1.810
Chi phí tài chính	-118	-136	-125	-117	- Khấu hao lũy kế	-422	-507	-605	-718
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	<i>-104</i>	<i>-136</i>	<i>-125</i>	<i>-117</i>	TS dài hạn (ròng)	941	997	1.046	1.092
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	-18	-25	-25	-25	TS dài hạn khác	386	563	634	715
LNTT	1.287	2.299	2.518	2.885	Tổng TS dài hạn	1.327	1.560	1.680	1.807
Thuế TNDN	-254	-460	-504	-577	Tổng Tài sản	10.547	12.593	14.049	15.998
LNST trước CĐTS	1.033	1.839	2.015	2.308	Phải trả ngắn hạn	689	752	755	775
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	2.722	1.922	1.957	2.191
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.033	1.839	2.015	2.308	Nợ ngắn hạn khác	1.110	1.110	1.110	1.110
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh⁽¹⁾	1.033	1.839	2.015	2.308	Tổng nợ ngắn hạn	4.521	3.784	3.823	4.077
EBITDA	1.482	2.508	2.664	3.008	Nợ dài hạn	0	0	0	0
EPS báo cáo, VND	4.270	7.123	7.609	8.631	Nợ dài hạn khác	9	9	9	9
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	4.270	7.123	7.609	8.631	Tổng nợ	4.530	3.794	3.832	4.086
EPS pha loãng điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	4.270	7.123	7.609	8.631	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	2.000	2.000	2.000	2.000	Thặng dư vốn CP	2.276	2.462	2.487	2.512
DPS/EPS (%)	47%	28%	26%	23%	Vốn cổ phần	991	2.266	2.266	2.266
⁽¹⁾ Điều chỉnh cho các khoản lãi/lỗ bất thường					Lợi nhuận giữ lại	1.954	3.275	4.669	6.339
TỶ LỆ	2021	2022F	2023F	2024F	Vốn khác	796	796	796	796
Tăng trưởng					Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	12,0%	76,8%	4,7%	7,1%	Vốn chủ sở hữu	6.017	8.799	10.218	11.912
Tăng trưởng LN HĐKD	-6,7%	72,3%	5,8%	12,8%	Tổng cộng nguồn vốn	10.547	12.593	14.049	15.998
Tăng trưởng LNTT	-4,4%	78,5%	9,6%	14,6%	Số cp lưu hành cuối năm, tr	227,6	246,2	248,7	251,2
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-3,3%	66,8%	6,8%	13,4%	Số cp quỹ, tr	0,2	0,2	0,2	0,2
Khả năng sinh lời					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
Biên LN gộp %	18,2%	17,7%	18,0%	18,6%	Tiền đầu năm	422	358	972	1.769
Biên LN từ HĐ %	7,2%	7,0%	7,1%	7,4%	Lợi nhuận sau thuế	1.033	1.839	2.015	2.308
Biên EBITDA	7,6%	7,2%	7,3%	7,7%	Khấu hao	75	84	98	113
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	5,3%	5,3%	5,6%	5,9%	Thay đổi vốn lưu động	-1.734	-736	-35	-234
ROE %	18,3%	24,8%	21,2%	20,9%	Điều chỉnh khác	-91	-239	-200	-222
ROA %	10,9%	15,9%	15,1%	15,4%	Tiền từ hoạt động KD	-717	948	1.877	1.965
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-63	-140	-147	-160
Số ngày tồn kho	173	116	117	111	Đầu tư	14	-400	-500	-500
Số ngày phải thu	1	1	1	1	Tiền từ HĐ đầu tư	-49	-540	-647	-660
Số ngày phải trả	12	9	9	9	Cổ tức đã trả	-177	-455	-492	-497
TG luân chuyển tiền	163	108	108	103	Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	1.461	25	25
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	883	-800	35	234
CS thanh toán hiện hành	2,0	2,9	3,2	3,5	Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
CS thanh toán nhanh	0,1	0,4	0,7	1,1	Tiền từ các hoạt động TC khác	-4	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,4	0,7	1,0	Tiền từ hoạt động TC	702	206	-433	-238
Nợ/Tài sản	25,8%	15,3%	13,9%	13,7%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-65	614	798	1.068
Nợ/Vốn sử dụng	31,1%	17,9%	16,1%	15,5%	Tiền cuối năm	358	972	1.769	2.837
Nợ/Vốn CSH	39,3%	6,3%	-7,0%	-17,2%					
Khả năng thanh toán lãi vay	13,5	17,8	20,5	24,6					

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

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, 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

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, 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, 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, ext 364

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

Dầu khí và Điện

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

- Hoàng Minh Thắng, Chuyên viên, ext 196
- 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, 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.