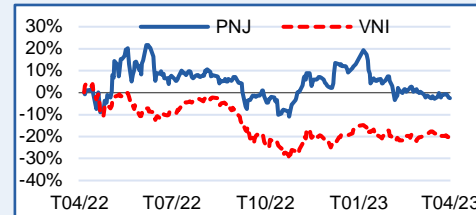


CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) [KHẢ QUAN +18,5%]

Cập nhật

Ngành:	Trang sức		2022	2023F	2024F	2025F
Ngày báo cáo:	28/04/2023	TT DT	73,3%	-6,9%	14,7%	9,2%
Giá hiện tại:	75.700VND	TT EPS	63,9%	-2,4%	27,0%	17,2%
Giá mục tiêu:	87.700VND	Biên LN gộp	17,5%	18,7%	19,1%	19,8%
Giá mục tiêu gần nhất*:	95.000VND	Biên LN ròng	5,3%	5,6%	6,4%	6,8%
TL tăng:	15,9%	EV/EBITDA	10,1x	10,4x	8,4x	7,2x
Lợi suất cổ tức:	2,6%	Giá CP/DTHĐ	246,9x	8,1x	19,7x	13,8x
Tổng mức sinh lời:	18,5%	P/E	13,6x	14,0x	11,0x	9,4x



GT vốn hóa:	1,1 tỷ USD	PNJ	VNI
Room KN:	0USD	P/E (trượt)	13,5x / 13,7x
GTGD/ngày (30n):	1,5tr USD	P/B (hiện tại)	2,7x / 1,6x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	4,4% / N/A
SL cổ phiếu lưu hành:	328,1tr	ROE	21,3% / 13,7%
Pha loãng:	334,7tr	ROA	15,1% / 2,2%
PEG 3 năm:	1,0		

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

Lợi nhuận giảm do chi tiêu của tầng lớp thu nhập trung bình cao yếu hơn

- Chúng tôi giảm 7% giá mục tiêu dành cho cho CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) và duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN. Lãi suất thấp hơn của chúng tôi là do giảm 9% tổng LNST 2023-2025 của PNJ (mức giảm tương ứng 13%/4%/9% cho 2023/2024/2025), chủ yếu là do dự báo tổng doanh thu thấp hơn 11% YoY của chúng tôi cho giai đoạn 2023-2025. Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi cập nhật mô hình định giá mục tiêu của chúng tôi đến giữa năm 2024 từ cuối năm 2023.
- Chúng tôi duy trì quan điểm rằng hiệu ứng dự phòng tài sản sẽ làm giảm triển vọng tăng trưởng chi tiêu cho trang sức có thương hiệu trong năm 2023. Tuy nhiên, dự báo thận trọng hơn của chúng tôi về lợi nhuận của PNJ trong năm 2023 chủ yếu là do tăng trưởng doanh thu yếu hơn dự kiến ở một số danh mục tại thị trường hàng hóa đắt tiền của Việt Nam vào quý 1/2023.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) doanh thu bán lẻ là 7% trong giai đoạn 2022-2025 so với mức tăng trưởng 80% YoY vào năm 2022. Sự cải thiện dự kiến của chúng tôi về danh mục sản phẩm và hiệu quả hoạt động của PNJ tiếp tục thúc đẩy dự báo CAGR EPS của chúng tôi là 13% trong giai đoạn 2022-2025.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E 2023/2024 của PNJ lần lượt là 17/14 lần, cao hơn 5%/thấp hơn 17% so với P/E trượt trung bình 5 năm của công ty là 16 lần và tương ứng với mức chiết khấu khoảng 32%/44% so với chúng tôi P/E trượt trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành là 25 lần.
- Rủi ro/yếu tố hỗ trợ theo quan điểm của chúng tôi: Nhu cầu yếu/cao hơn dự kiến đối với các sản phẩm đắt tiền và mở rộng cửa hàng; cải thiện yếu hơn/mạnh hơn mong đợi trong lợi nhuận mảng bán lẻ.

Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán lẻ của PNJ sẽ giảm 7% YoY vào năm 2023 và tăng 18%/11% YoY vào năm 2024/2025. Tốc độ tăng trưởng của một số ngành hàng trên thị trường cao cấp của Việt Nam trong quý 1/2023 cho thấy niềm tin của người tiêu dùng yếu hơn kỳ vọng — ngay cả trong tầng lớp thu nhập trung bình cao. Ví dụ, doanh số bán xe du lịch từ trung cấp đến cao cấp tại Việt Nam đã giảm 22% YoY trong quý 1/2023, theo Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam. Theo ước tính và tổng hợp của chúng tôi, điện thoại thông minh có giá trên ~430 USD/chiếc cũng giảm ~15% YoY trong quý 1/2023. Ngược lại, doanh số bán lẻ của PNJ đi ngang trong quý 1/2023, chúng tôi chủ yếu cho rằng do tác động tương đối thấp hơn từ quy trình phê duyệt tài chính tiêu dùng chặt chẽ hơn bắt đầu vào tháng 12/2022 so với các danh mục không thiết yếu khác. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng những thách thức kinh tế — bao gồm lãi suất cao hơn so với cùng kỳ năm trước cùng với sự suy yếu của thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản — cuối cùng sẽ làm giảm

niềm tin của người tiêu dùng — ngay cả trong tầng lớp thu nhập trung bình cao. Chúng tôi giả định chi tiêu không thiết yếu gia tăng trong năm 2024.

Chúng tôi duy trì quan điểm về tiến độ mở rộng cửa hàng khiêm tốn và biên lợi nhuận cải thiện nhẹ sẽ hỗ trợ tăng trưởng. Chúng tôi dự phóng PNJ sẽ mở mới 15/25 cửa hàng vàng trong năm 2023/2024 và mở mới 35 tiệm vàng mỗi năm bắt đầu từ năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp bán lẻ của PNJ sẽ tăng lên 120 điểm cơ bản vào năm 2023 và 40/60 điểm cơ bản vào năm 2024/2025 nhờ cơ cấu sản phẩm tốt hơn (cụ thể, (1) đóng góp doanh thu cao hơn từ các khu vực ngoài TP.HCM nơi khách hàng ưa chuộng các sản phẩm trang sức vàng có biên lợi nhuận cao như trang sức đính đá cubic zirconia và trang sức vàng đính đá cubic zirconia, và (2) đóng góp doanh thu từ kim cương và vàng miếng có biên lợi nhuận thấp quay về mức bình thường.

Báo cáo Tài chính

QQLN (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	33.876	31.553	36.186	39.517	Tiền và tương đương	879	1.793	3.358	4.183
Giá vốn hàng bán	-27.949	-25.659	-29.265	-31.706	Đầu tư TC ngắn hạn	200	720	500	1.000
Lợi nhuận gộp	5.927	5.894	6.921	7.811	Các khoản phải thu	57	57	57	57
Chi phí bán hàng	-2.828	-2.783	-3.181	-3.513	Hàng tồn kho	10.506	9.178	10.194	11.001
Chi phí quản lí DN	-674	-768	-822	-889	TS ngắn hạn khác	325	325	325	325
LN thuần HĐKD	2.425	2.343	2.917	3.409	Tổng TS ngắn hạn	11.966	12.072	14.433	16.565
Thu nhập tài chính	54	81	90	126	TS dài hạn (gộp)	1.411	1.450	1.519	1.596
Chi phí tài chính	-141	-174	-101	-134	- Khấu hao lũy kế	-497	-580	-669	-765
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	<i>-94</i>	<i>-174</i>	<i>-101</i>	<i>-134</i>	TS dài hạn (ròng)	914	869	850	831
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	457	431	467	545
LNTT	2.312	2.225	2.881	3.376	Tổng TS dài hạn	1.371	1.301	1.317	1.375
Thuế TNDN	-502	-445	-576	-675	Tổng Tài sản	13.337	13.373	15.750	17.941
LNST trước CĐTS	1.811	1.780	2.305	2.701	Phải trả ngắn hạn	277	242	269	290
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	2.683	1.683	2.672	3.065
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.811	1.780	2.305	2.701	Nợ ngắn hạn khác	1.923	1.923	1.923	1.923
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh⁽¹⁾	1.811	1.780	2.305	2.701	Tổng nợ ngắn hạn	4.883	3.848	4.864	5.278
EBITDA	2.504	2.426	3.006	3.505	Nợ dài hạn	0	0	0	0
EPS báo cáo, VND	5.586	5.424	6.887	8.070	Nợ dài hạn khác	10	10	10	10
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	5.223	5.099	6.474	7.586	Tổng nợ	4.893	3.858	4.874	5.288
EPS pha loãng điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	5.223	5.099	6.474	7.586	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	1.903	2.000	2.500	2.500	Thặng dư vốn CP	2.462	3.281	3.281	3.331
DPS/EPS (%)	34%	37%	36%	31%	Vốn cổ phần	2.251	2.251	2.251	2.251
⁽¹⁾ Điều chỉnh cho các khoản lãi/lỗ bất thường					Lợi nhuận giữ lại	2.522	2.708	4.069	5.795
TỶ LỆ	2022	2023F	2024F	2025F	Vốn khác	1.209	1.276	1.276	1.276
Tăng trưởng					Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	73,3%	-6,9%	14,7%	9,2%	Vốn chủ sở hữu	8.444	9.516	10.877	12.653
Tăng trưởng LN HĐKD	72,0%	-3,4%	24,5%	16,9%	Tổng cộng nguồn vốn	13.337	13.374	15.751	17.942
Tăng trưởng LNTT	80,7%	-3,8%	29,5%	17,2%	Số cp lưu hành cuối năm, tr	328,1	334,7	334,7	339,7
Tăng trưởng EPS	64,5%	-2,9%	27,0%	17,2%	Số cp quỹ, tr	0,2	0,2	0,2	0,2
Khả năng sinh lời					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Biên LN gộp %	17,5%	18,7%	19,1%	19,8%	Tiền đầu năm	355	879	1.793	3.358
Biên LN từ HĐ %	7,2%	7,4%	8,1%	8,6%	Lợi nhuận sau thuế	1.811	1.780	2.305	2.701
Biên EBITDA	7,4%	7,7%	8,3%	8,9%	Khấu hao	80	83	89	96
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	5,3%	5,6%	6,4%	6,8%	Thay đổi vốn lưu động	-1.592	1.293	-989	-786
ROE %	25,0%	19,8%	22,6%	23,0%	Điều chỉnh khác	-198	-92	-143	-216
ROA %	15,1%	13,3%	15,8%	16,0%	Tiền từ hoạt động KD	101	3.064	1.262	1.795
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-52	-39	-69	-77
Số ngày tồn kho	126	140	121	122	Đầu tư	-318	-520	220	-500
Số ngày phải thu	1	1	1	1	Tiền từ HĐ đầu tư	-371	-559	151	-577
Số ngày phải trả	6	4	3	3	Cổ tức đã trả	-617	-656	-837	-837
TG luân chuyển tiền	121	137	118	119	Tăng (giảm) vốn cổ phần	1.447	66	0	50
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-39	-1.000	989	393
CS thanh toán hiện hành	2,5	3,1	3,0	3,1	Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
CS thanh toán nhanh	0,2	0,7	0,8	1,0	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,7	0,8	1,0	Tiền từ hoạt động TC	792	-1.591	152	-393
Nợ/Tài sản	20,1%	12,6%	17,0%	17,1%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	522	915	1.565	825
Nợ/Vốn sử dụng	24,1%	15,0%	19,7%	19,5%	Tiền cuối năm	879	1.793	3.358	4.183
Nợ/Vốn CSH	19,0%	-8,7%	-10,9%	-16,7%					
Khả năng thanh toán lãi vay	25,8	13,4	28,9	25,5					

Nguồn: PNJ, 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 HOẢN	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.

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 Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532
- Bạch Chấn Mãn, Chuyên viên, ext 135
- Trần Thị Thùy Linh, ext 196

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.