

CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Quay lại đà tăng trưởng

12/12/2023

 Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang
 Giangnt1@kbsec.com.vn

KQKD 3Q2023 đã bắt kịp so với cùng kỳ dù trong bối cảnh sức mua hồi phục chậm

Kết thúc 3Q2023, PNJ đạt doanh thu thuần 6,918 tỷ đồng giảm 6.1% yoy do sức mua đã bắt đầu hồi phục tuy nhiên chưa thể tương đương so với thời điểm cùng kỳ có sức mua mạnh sau đại dịch. Biên LNG tăng nhẹ 40bps yoy lên 17.3% nhờ những nỗ lực tối ưu chi phí, tăng bán sản phẩm giá trị cao. LNST đạt 253 tỷ đồng tương đương cùng kỳ nhờ những nỗ lực tối ưu vận hành trong thời kỳ sức mua giảm sút.

Các mảng kinh doanh có kết quả trái ngược

Doanh thu các mảng kinh doanh chính của PNJ đều giảm so với cùng kỳ tuy nhiên mức giảm nhỏ hơn rất nhiều so với toàn ngành. Mảng kinh doanh chính là bán lẻ trang sức chỉ đạt 4,054 tỷ đồng (-13% yoy), mảng bán sỉ chỉ đạt 621 tỷ đồng (-38% yoy), mảng vàng 24K đạt 2,073 tỷ đồng (+31% yoy) vẫn duy trì được tăng trưởng doanh thu do người dân tăng mua vàng miếng trong thời kỳ kinh tế giảm sút.

Mảng kinh doanh chính bán lẻ trang sức có nhiều tín hiệu tích cực

Doanh thu bán lẻ dù tăng trưởng âm so với cùng kỳ nhưng tín hiệu tích cực là so với mặt bằng chung của ngành mức giảm ít hơn rất nhiều. Có được kết quả tích cực này là nhờ PNJ thực hiện nhiều chiến dịch thu hút thêm khách hàng mới, mở thêm cửa hàng số lượng khách hàng mới và khách hàng cũ quay trở lại đều tăng trưởng mạnh mẽ. Trong 9T2023, công ty vừa tăng trưởng thị phần nhưng vẫn đảm bảo cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 92,200 VND

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2023 của PNJ với doanh thu thuần đạt 31,939 tỷ đồng (-5.7% yoy), LNST đạt 1,838 tỷ đồng (+1.4% yoy). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PNJ với giá mục tiêu 92,200 VND/cổ phiếu.

MUA DUY TRÌ

Giá mục tiêu	92,200 VND
Tăng/giảm (%)	15%
Giá hiện tại (12/12/2023)	80,300VND
Giá mục tiêu đồng thuận	92,575VND
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	25.7/1.1

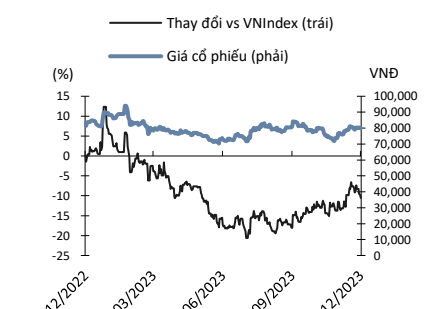
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	82.7%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	39.8/1.7
Sở hữu nước ngoài	49%
Cổ đông lớn	VIETFUND (9.16%)

Biến động giá cổ phiếu (%)				
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	4.6	-1.2	10.0	-1.7
Tương đối	1.2	9.2	8.3	-9.2

Dự phóng KQKD & định giá

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	19,613	33,876	32,208	36,630
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	1,305	2,338	2,389	2,753
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	1,033	1,811	1,886	2,173
EPS (nghìn VND)	4,161	7,358	7,662	8,828
Tăng trưởng EPS (%)	-3.4%	76.8%	4.1%	15.2%
P/E (x)	23.5	13.4	13.5	10.9
P/B (x)	4.0	2.9	2.6	2.2
ROE (%)	17%	25%	21%	21%
Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%)	1.7%	2.5%	2.5%	2.5%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



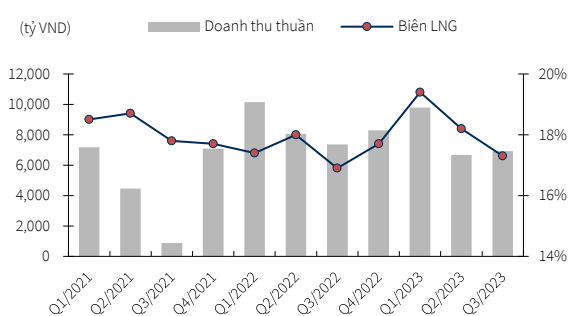
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Kết quả kinh doanh

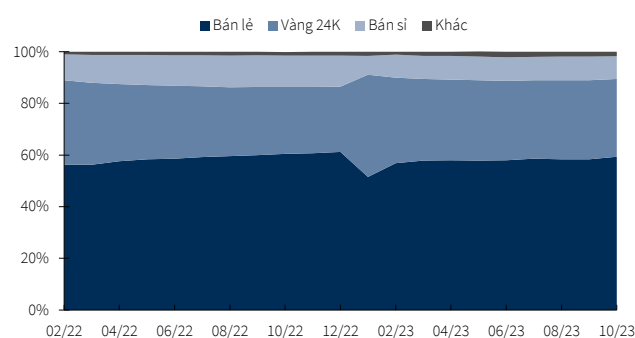
Bảng 1. Cập nhật KQKD

(Tỷ VND)	3Q2022	3Q2023	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	7,364	6,918	-6.1%	Doanh thu lấy lại gần mức so với cùng kỳ nhờ chiếm thêm thị phần từ các đối thủ
Bán lẻ trang sức	4,675	4,054	-13.3%	Sức mua đối với các sản phẩm không thiết yếu như vàng và trang sức giảm mạnh tuy nhiên mức giảm của PNJ đang thấp hơn khá nhiều so với toàn ngành nói chung do công ty chiếm được thêm nhiều thị phần từ đối thủ với các chiến dịch sáng tạo, thu hút khách hàng.
Vàng 24K	1,589	2,073	30.5%	Vàng 24K trước giờ vẫn là lớp tài sản ưa thích của nhiều người dân Việt Nam do đó không bị ảnh hưởng nhiều do suy giảm sức mua thậm chí khi nền kinh tế giảm tốc, người dân còn có xu hướng mua vàng nhiều hơn để bảo toàn tài sản.
Bán sỉ trang sức	997	621	-37.7%	Sức mua giảm mạnh, các cửa hàng nhỏ lẻ là đối tác si của PNJ sụt giảm mạnh doanh thu từ đó giảm nhập hàng từ PNJ.
Khác	103	80	-22.3%	
Lợi nhuận gộp	1,248	1,198	-4.0%	Biên lợi nhuận gộp mặc dù giảm với quý trước do đặc thù mùa thấp điểm (doanh thu giảm trong khi vẫn phải chịu chi phí cố định trong sản xuất), tuy nhiên biên lợi nhuận gộp so với cùng kỳ vẫn có sự cải thiện do PNJ ngày càng tối ưu về quản trị hàng tồn kho và logistic, tăng tỷ trọng các sản phẩm có biên lợi nhuận cao.
Biên lợi nhuận gộp	16.9%	17.3%	40bps	
Thu nhập tài chính	6	27	350%	
Chi phí tài chính	-33	-36	9.1%	
SG&A	-893	-872	-2.4%	Chi phí SG&A giảm nhờ PNJ tối ưu hoá bộ máy vận hành, thay đổi chiến lược marketing, không chủ động cắt giảm ngân sách quảng cáo mà tập trung tìm cách đánh đúng đối tượng, tìm kiếm ra những nhóm khách hàng mới còn sức mua.
Lợi nhuận từ HKKD	329	316	-4.0%	
Lợi nhuận trước thuế	330	313	-5.2%	
Lợi nhuận sau thuế	252	253	0.4%	LNST tăng nhẹ so với cùng kỳ dù toàn ngành gặp khó khăn, doanh số giảm, đạt được kết quả này nhờ nỗ lực cải tiến, tối ưu các chi phí tồn kho, vận hành, marketing.

Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 2. Doanh thu thuần và BLNG của PNJ


Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của PNJ


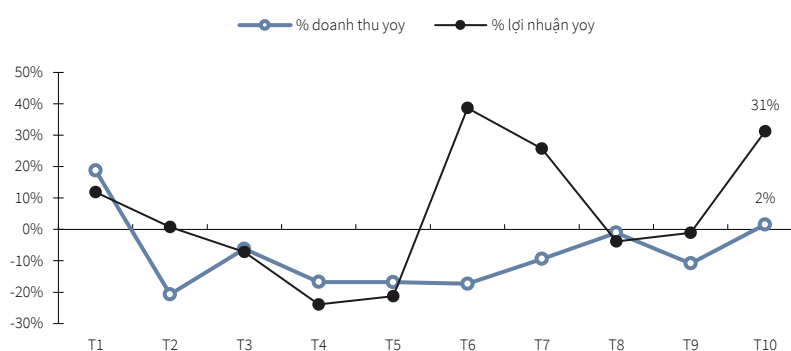
Nguồn: PNJ, KBSV

Kết quả kinh doanh tháng quay lại đà tăng trưởng

Nửa đầu năm 2023 ngoại trừ tháng 1, KQKD theo tháng của PNJ đa số đều tăng trưởng âm với doanh thu giảm và lợi nhuận đa số đều giảm so với cùng kỳ. Nguyên nhân do (1) sức mua giảm sút với các ngành hàng không thiết yếu và (2) mức nền rất cao của cùng kỳ do mua sắm bùng nổ sau dịch. Dù gặp nhiều khó khăn nhưng so với đa số các doanh nghiệp bán lẻ khác, PNJ vẫn đạt được kết quả rất tích cực khi duy trì được đồng thời cả doanh thu lẫn lợi nhuận.

Mới đây PNJ đã công bố KQKD tháng 10 khi công ty bắt đầu bước vào mùa cao điểm kinh doanh. Lần đầu tiên kể từ tháng 1/2023, doanh thu và lợi nhuận cùng tăng trưởng dương. Cụ thể doanh thu tháng 10 của mảng bán lẻ tăng 4% yoy, doanh thu vàng miếng tăng 24% yoy trong khi doanh thu bán sỉ tiếp tục giảm mạnh 34% yoy. Công ty cũng duy trì tốc độ mở mới cửa hàng đều đặn, tại thời điểm cuối tháng 10, PNJ hiện có tổng cộng 394 cửa hàng (382 PNJ Gold và các cửa hàng khác)

Biểu đồ 4. KQKD theo tháng của PNJ quay lại đà tăng trưởng dương



Nguồn: PNJ, KBSV

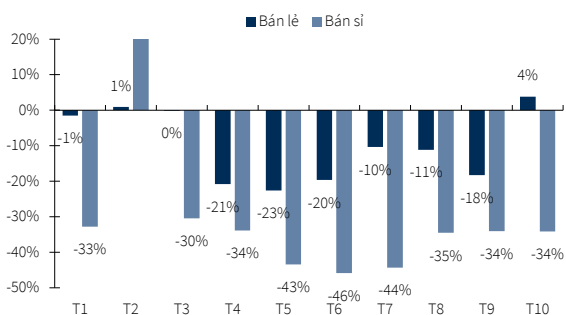
Mảng bán lẻ tiếp tục là động lực tăng trưởng dài hạn cho PNJ

Mảng bán lẻ dù chỉ chiếm khoảng 60% doanh thu nhưng lợi nhuận phần lớn (>90%) lại nằm ở mảng này do đó các tín hiệu tích cực hay tiêu cực của mảng này có ảnh hưởng lớn đến triển vọng kinh doanh của PNJ. Nhìn vào kết quả tình hình kinh doanh gần đây của PNJ có thể thấy được những tín hiệu tích cực trong mảng bán lẻ, cụ thể:

(1) Quay lại tăng trưởng dương, giành thêm thị phần từ đối thủ. Mảng bán lẻ quay lại tăng trưởng dương (+4% YoY tháng 10) kể từ đầu năm sau nhiều tháng liên tục tăng trưởng âm tuy nhiên mức giảm đang thấp hơn thị trường rất nhiều, có thể nhìn vào mảng bán sỉ của PNJ để nhìn xu hướng ngành. Các khách hàng sỉ của PNJ là các cửa hàng nhỏ lẻ, doanh số bị ảnh hưởng trong thời gian vừa qua nên hạn chế nhập mới, mảng bán lẻ mức độ giảm nhẹ hơn nhiều mảng bán sỉ cho thấy PNJ đã chiếm thêm thị phần từ các đối thủ nhỏ lẻ.

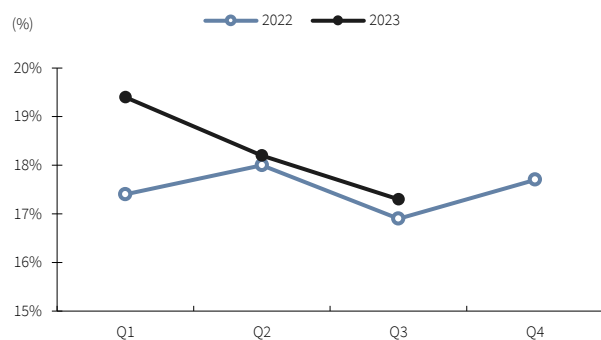
(2) Cải thiện biên lợi nhuận gộp mà không phải đánh đổi thị phần. Dù mảng bán lẻ có biên lợi nhuận cao sụt giảm doanh số, biên lợi nhuận gộp toàn công ty vẫn cải thiện so với cùng kỳ. Ngoài ra thị phần của công ty cũng cải thiện đáng kể như đã đề cập ở trên. Đây là những tín hiệu rất tích cực nhất là khi nhiều công ty bán lẻ khác vẫn phải đang cạnh tranh gay gắt, chấp nhận đánh đổi lợi nhuận để giành lấy thị phần.

Biểu đồ 5. Tăng trưởng doanh thu bán lẻ và sỉ theo tháng so với cùng kỳ



Nguồn: PNJ, KBSV

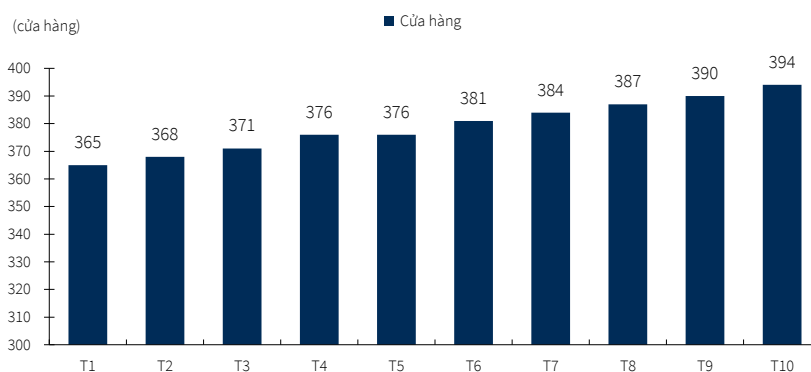
Biểu đồ 6. Biên lợi nhuận gộp của PNJ cải thiện so với cùng kỳ



Nguồn: PNJ, KBSV

(3) Giữ tốc độ mở mới cửa hàng ổn định. Luỹ kế 10 tháng đầu năm, PNJ đã mở mới 38 cửa hàng và đóng 8 cửa hàng nhằm tiếp tục gia tăng độ phủ. Khác với các công ty bán lẻ khác, PNJ vẫn tiếp tục duy trì mở cửa hàng với tốc độ đều đặn 3-4 cửa hàng/tháng. Việc mở mới một mặt cho thấy sự tự tin của PNJ về khả năng thu hút khách hàng mới, mặt khác giúp PNJ gia tăng độ phủ, đón đầu khi nền kinh tế hồi phục.

Biểu đồ 7. Số lượng cửa hàng của PNJ gia tăng đều đặn qua từng tháng



Nguồn: PNJ, KBSV

Dự phóng và định giá

Dự phóng KQKD năm 2023

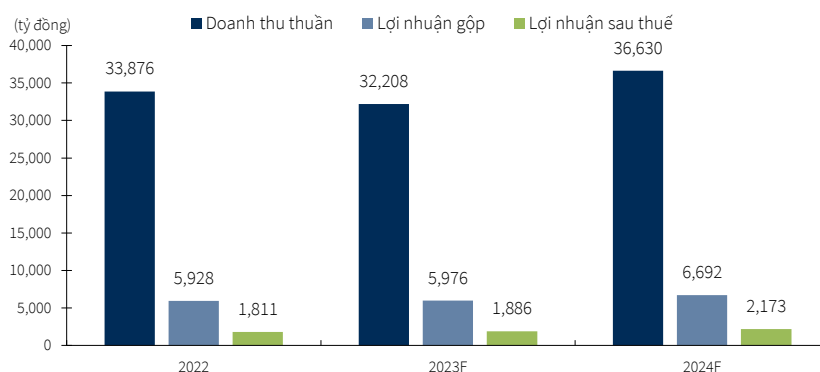
Chúng tôi cho rằng ngành bán lẻ nói chung và bán lẻ trang sức nói riêng đang trong thời gian phục hồi tuy nhiên tốc độ phục hồi là khá chậm. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của PNJ đạt 32,208 tỷ đồng (-4.9% yoy), biên lợi nhuận gộp cả năm đạt 18.6% tăng 110 bps so với mức 17.5% của 2022 do thay đổi cơ cấu sản phẩm, tối ưu hàng tồn kho và chuỗi cung ứng. LNST đạt 1,886 tỷ đồng (+4.1% yoy), mặc dù doanh thu giảm nhưng nhờ nỗ lực tối ưu chi phí chúng tôi dự phóng PNJ vẫn kết thúc năm 2023 với lợi nhuận tăng trưởng dương, tiệm cận kế hoạch năm đề ra.

Bảng 8. Dự phóng KQKD 2023

(Tỷ VND)	2022	2023F	+/- % YoY	2024F	+/- YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu thuần	33,876	32,208	-4.9%	36,630	13.7%	
<i>Bán lẻ trang sức</i>	20,732	19,497	-6.0%	22,005	12.9%	Sức mua giảm sút ảnh hưởng trực tiếp đến bán lẻ trang sức, tuy nhiên PNJ đã chiếm được thị phần từ các đối thủ nhờ các chiến dịch marketing, thu hút khách hàng mà không phải đánh đổi biên lợi nhuận như các công ty bán lẻ khác. Nhờ thị phần chiếm được trong giai đoạn khó khăn, khi thị trường trở lại PNJ sẽ có sự bật tốc mạnh mẽ.
<i>Vàng 24K</i>	8,571	9,256	8.0%	10,367	12.0%	Màng vàng miếng đặc thù không biến động nhiều do đặc thù người Việt Nam vẫn ưa thích tích trữ vàng miếng, đặc biệt trong thời kỳ kinh tế suy thoái.
<i>Bán sỉ trang sức</i>	4,065	2,846	-30.0%	3,557	25.0%	Các đối tác sỉ của PNJ gặp nhiều khó khăn chung do sức mua toàn ngành suy yếu phải giảm nhập trang sức từ PNJ. Khi thị trường hồi phục các đối tác này sẽ tăng nhập hàng trở lại.
<i>Khác</i>	508	610	20.0%	701	15.0%	
Lợi nhuận gộp	5,928	5,976	0.8%	6,692	12.0%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	17.5%	18.6%	6.0%	18.3%	-1.5%	Biên lợi nhuận gộp cải thiện do thay đổi cơ cấu hàng hoá và tăng hiệu quả quản trị hàng tồn kho và tối ưu hệ thống logistic.
SG&A	-3,502	-3,446	-1.6%	-3,810	10.5%	PNJ cố gắng cải thiện hiệu quả marketing, ngày càng tối ưu hệ thống quản trị doanh nghiệp.
EBIT	2,426	2,530	4.3%	2,883	14.0%	
EBT	2,313	2,378	2.8%	2,740	15.2%	
Lợi nhuận sau thuế	1,811	1,886	4.1%	2,173	15.2%	LNST năm 2023 tăng nhẹ trong bối cảnh sức mua giảm sút là một tín hiệu rất tích cực. Năm 2024 khi kinh tế và sức mua hồi phục, với lượng khách hàng tích lũy trong thời gian trước dự báo PNJ sẽ quay trở lại đà tăng trưởng mạnh mẽ.

Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 9. Dự phóng KQKD PNJ giai đoạn 2022-2024F



Nguồn: PNJ, KBSV dự phóng

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:
92,200 VND**

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu PNJ với 2 phương pháp là (1) chiết khấu dòng tiền và (2) phương pháp so sánh để đưa ra mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu PNJ.

(1) Với phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do trong doanh nghiệp FCFF với các giả định nêu dưới đây. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cổ phiếu PNJ đối với phương pháp này là 91,500 VND/cổ phiếu.

(2) Với phương pháp so sánh, chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu là 15 lần, gần với mức P/E trung bình 5 năm. EPS mục tiêu là 6,185 VND/cổ phiếu. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu đối với phương pháp này là 92,800 VND/cổ phiếu

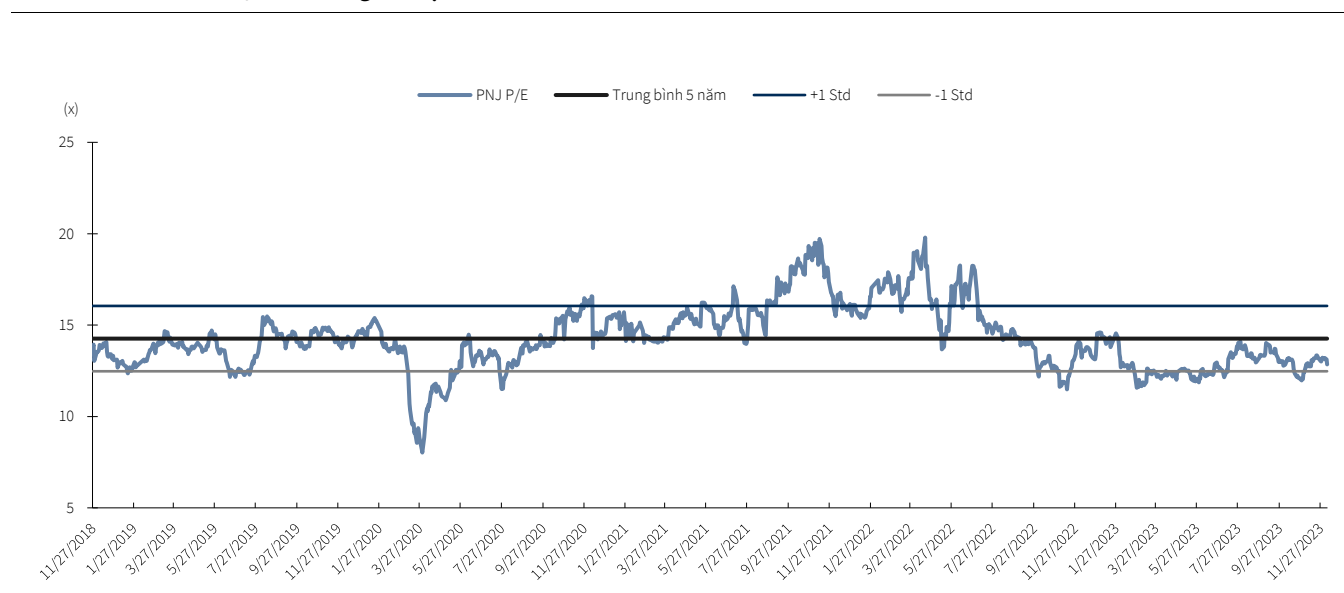
Với tỷ trọng sử dụng vào mô hình định giá đối với mỗi phương pháp là 50-50 chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PNJ, mức giá mục tiêu 92,200 VNĐ/cp, cao hơn 15% giá đóng cửa ngày 12/12/2023.

Bảng 10. Dự báo FCFF và các giả định

Chi phí VCSH	11.58%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	24,856
Chi phí vốn vay	7.00%	Giá trị hiện tại FCFF	5,814
Lãi suất phi rủi ro	5.00%	Tiền và tương đương tiền	575
Beta	0.8	Đầu tư ngắn hạn	800
Tăng trưởng dài hạn	4.0%	Giá trị doanh nghiệp	32,045
Thời gian dự phóng	5	Nợ vay	2,039
WACC	10.38%	Giá trị công ty	30,006
		SLCP	327,999,629
Giá mục tiêu			91,500

Nguồn: KBSV dự phóng

Biểu đồ 11. Diễn biến P/E của PNJ giai đoạn 2018-2023



Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyenn1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuann1@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khoảng phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhdt@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congh@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tiens@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.