

KHUYẾN NGHỊ THEO DỐI CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HSX: PNJ) NỖ LỰC BẢO VỆ LỢI NHUẬN

Giá hiện tại:	71,800	Ngày viết báo cáo:	10/7/2023	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước:	90,100	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	328	CTCP QLQ ĐT DC VN	9.65%
Giá mục tiêu mới:	83,500	Vốn hóa (tỷ VND)	23,550	Trương Ngọc Phương	8.06%
Tỷ suất cổ tức	2.7%	Thanh khoản bình quân (tỷ đồng):	75	Vinacapital	4.3%
Tiềm năng tăng giá	16%	Sở hữu nước ngoài	49%	Trần Phương Ngọc Hà	3.8%

Bộ phận Research:

Phạm Thị Minh Châu
(Ngành Tiêu dùng – bán lẻ)
Chauptm@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra **THEO DỐI** đối với cổ phiếu PNJ với giá hợp lý 1 năm là **83,500 VNĐ/CP** (Upside +16% so với giá đóng cửa ngày 7/7/2023), bằng phương pháp DCF và PE với tỷ trọng 50%/50%.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Kỳ vọng năm 2023: BSC điều chỉnh doanh thu thuần và LNST-LICDTS năm 2023 lần lượt -9 ppt và -5.7 ppt so với báo cáo trước do

- Điều chỉnh kết quả kinh doanh 5T/2023 chịu tác động của mức nền cao của năm 2022 và sức mua suy yếu;
- Biên lợi nhuận gộp tăng 1 ppt nhờ chiến lược bán hàng tập trung vào dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao trong bối cảnh nhu cầu thị trường yếu;
- Tăng tỷ lệ SG&A/REV tăng 0.2 điểm phần trăm do chiến lược quảng cáo khuyến mãi ra mắt các dòng sản phẩm mới, nhằm tiếp cận tập khách hàng mới và tăng độ nhận diện thương hiệu.

2024F: BSC kỳ vọng DTT và LNST lần lượt đạt 33,962 tỷ VND (+7%YoY) và 1,960 tỷ VND (+8%YoY), EPS FW 2024 = 5,367 VND/cp và P/E FW 2024 = 13.4 lần

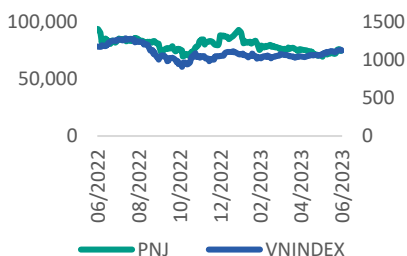
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận giảm tốc (+8%,2024F) trên mức nền cao năm 2022, nhưng vẫn tích cực hơn bối cảnh ngành chung nhờ năng lực nội tại của doanh nghiệp:**
 - (1) bắt kịp xu hướng tăng trưởng thu nhập và chi tiêu của tầng lớp trung lưu
 - (2) chiến lược mở rộng tập khách hàng mục tiêu và chiếm thị phần của các đối thủ trong giai đoạn kinh tế khó khăn vào nửa cuối 2022-2023 nhờ các chính sách bán hàng hấp dẫn
- **Giá thị trường đã chiết khấu sâu do giảm kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận: PE FW 2024 = 13.4 lần (-26% so với PE trượt lịch sử (4 năm) là 17 lần)**

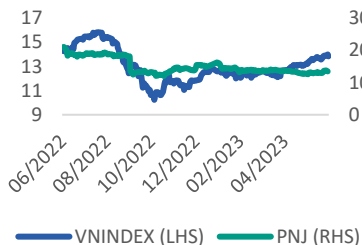
RỦI RO ĐẦU TƯ

- Mất thị phần do áp lực cạnh tranh;
- Rủi ro pha loãng.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



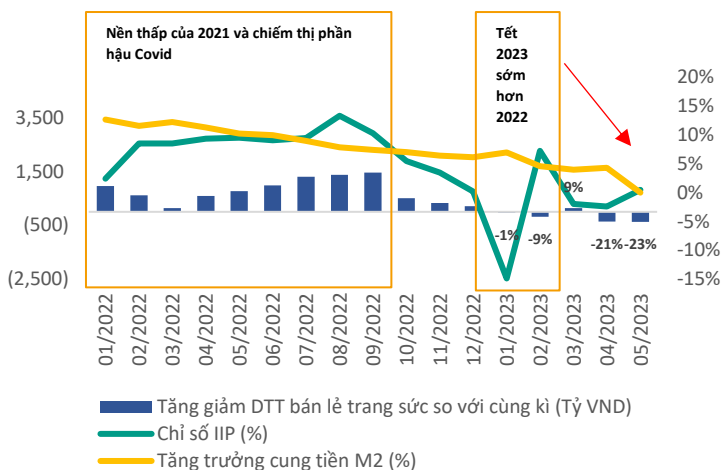
Chỉ số	2022	2023E	2024F	Peers	KQKD	2021	2022	2023E	2024F
PE (x)	14.4	14.2	13.4	16.4	Doanh thu thuần	19,613	33,876	31,787	33,962
PB (x)	2.1	2.5	2.3	1.6	Lợi nhuận gộp	3,573	5,927	6,043	6,402
EV/EBITDA (x)	7.1	7.1	7.1	12.3	NPATMI	1,033	1,811	1,814	1,960
ROE (%)	14%	13%	13%	4%	EPS	2,897	4,995	5,042	5,367
ROA (%)	21%	19%	18%	8%	Tăng trưởng NPAT	-3%	75%	0.2%	8%

I. ĐIỀU CHỈNH DỰ PHÓNG VÀ KÌ VỌNG 2023E

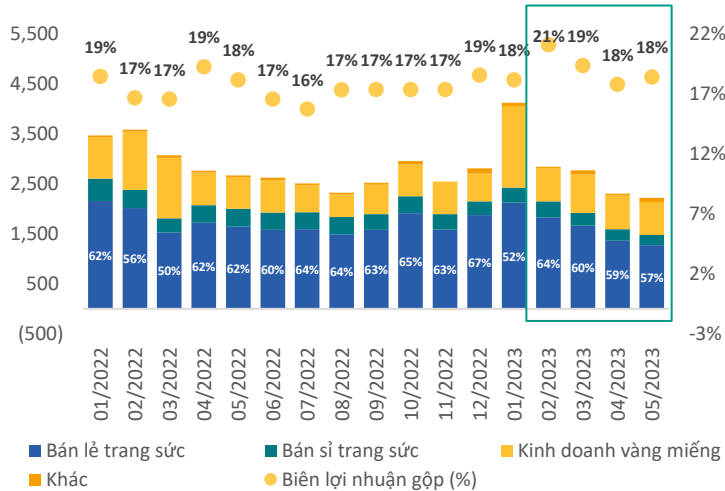
Dựa trên doanh thu cốt lõi từ bán lẻ trang sức suy giảm có độ trễ so tình hình kinh tế chung từ tháng 4 và tháng 5/2023:

DTT và LNST giảm lần lượt -18%/-17% và -23%/-21% so với cùng kì, trong đó sức mua suy giảm đã tác động đến của doanh thu bán lẻ trang sức (-21%YoY /-23%YoY), dẫn tới điều chỉnh kì vọng KQKD Q2/2023 của BSC lần lượt là -11% và -12% so với [kỳ vọng trong Q1/2023](#).

Hình 1: Doanh thu mảng bán lẻ trang sức suy giảm có độ trễ so với bối cảnh kinh tế chung nhờ tập khách hàng chính từ tầng lớp trung lưu.



Hình 2: Chiến lược bán hàng linh hoạt hướng đến mục tiêu bảo vệ lợi nhuận trong bối cảnh sức mua suy giảm.



Nguồn: GSO, SBV và BSC Research tổng hợp

Dựa trên các yếu tố trên chúng tôi điều chỉnh như sau:

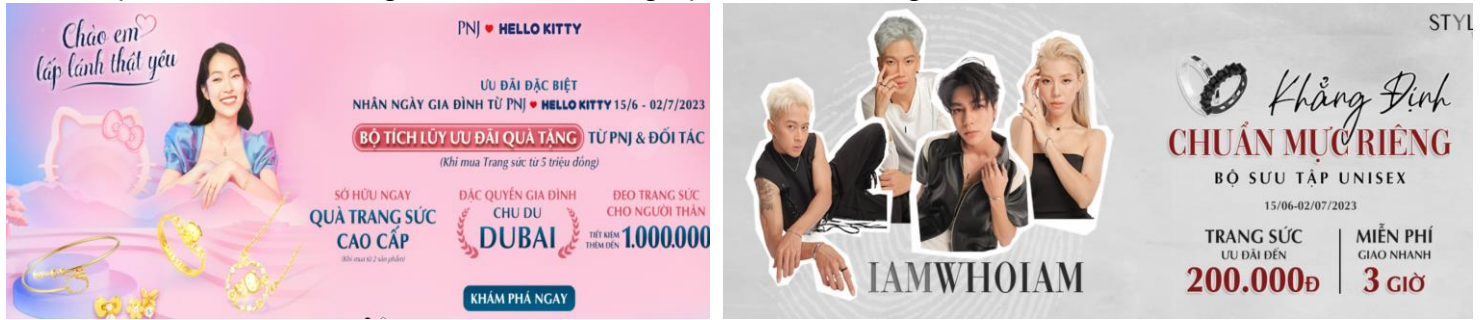
	Trước điều chỉnh				Sau điều chỉnh			
	Q1.23A	Q2.23E	Q3.23E	Q4.23E	Q1.23A	Q2.23E	Q3.23E	Q4.23E
Doanh thu thuần (tỷ VND)	9,753	7,648	7,882	9,504	9,753	6,829	6,854	8,351
%YoY	-4%	-5%	7%	14%	-3.9%	-15%	-7%	0.6%
LNST (tỷ VND)	749	382	276	516	749	336	240	489
%YoY	4%	1%	9%	12%	4%	-11%	-5%	6%

Nguồn: BSC ước tính.

Mặc dù, chúng tôi tiến hành điều chỉnh giảm KQKD năm 2023 của PNJ so với trước đó để phản ánh những khó khăn trong bối cảnh chung, nhưng chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực về năng lực nội tại của doanh nghiệp, bao gồm:

- Đặc thù tập khách hàng PNJ:** phần lớn khách hàng của PNJ thuộc tầng lớp trung lưu nên áp lực từ sức mua suy giảm sẽ có độ trễ tương đối so với bối cảnh kinh tế chung nhưng được kỳ vọng phục hồi tích cực hơn mặt bằng tăng trưởng chung trong cuối năm 2023-2024.
- Chiến lược bán hàng linh hoạt trong bối cảnh khó khăn:**
 - Tập trung quảng bá khai thác sâu các dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn.
 - Mở rộng tập khách hàng (trẻ em, người trẻ, nam giới,...) nhằm ra mắt nhiều bộ sưu tập mới, thương hiệu mới kèm nhiều dịch vụ hậu mãi và ưu đãi hấp dẫn, kênh thanh toán linh hoạt.
 - Không ngừng quảng bá hình ảnh, khai thác đa kênh tăng độ nhận diện thương hiệu nhằm chiếm thị phần của các đối thủ gặp khó khăn về thị trường.

Hình 3: Một số hình ảnh về chương trình ưu đãi và thương hiệu mới của PNJ trong 2023



Nguồn PNJ

II. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

	2021	2022F	2023 cũ	2023F	%Điều chỉnh	2024F
DT bán lẻ	11,513	20,732	21,582	19,118	-11%	20,726
%YoY	10%	80%	4%	-8%		8%
DT bán sỉ	2,648	4,065	3,862	3,325	-14%	3,460
%YoY	-4%	54%	-5%	-18%		4%
DT vàng miếng	5,021	8,571	8,758	8,758	0%	9,119
%YoY	30%	71%	2%	2%		4%
Khác	431	508	586	586	0%	657
%YoY	3%	18%	15%	15%		12%
DTT	19,613	33,876	34,788	31,787	-9%	33,962
%YoY	12%	73%	3%	-6%		7%
Lãi gộp	3,573	5,927	6,436	6,043		6,402
GPM	18.2%	17.5%	18.5%	19.01%	1%	18.8%
Chi phí bán hàng	(1,694)	(2,828)	(3,222)	(2,969)	-8%	(3,172)
Chi phí QLDN	(472)	(674)	(636)	(636)		(679)
SG&A/Rev	11.0%	10.3%	11.1%	11.3%	0.2%	11.3%
EBIT	1,407	2,425	2,578	2,438	-5%	2,550
Biên EBIT	7.2%	7.2%	7.4%	7.7%		7.5%
Thu nhập tài chính	16	54	71	71		112
Chi phí tài chính	(118)	(141)	(168)	(168)		(134)
Thu nhập khác, ròng	(18)	(25)	(25)	(25)		(25)
LNTT	1,287	2,312	2,456	2,316		2,503
LNST	1,033	1,811	1,923	1,814	-5.7%	1,960
Biên LNST	5.3%	5.3%	5.5%	5.7%		5.8%
%YoY	-3%	75%		0%		8.0%
EPS	2,897	4,995	5,347	5,042		5,367
P/E	24.8	14.4	13.4	14.2		13.4

*Đã điều chỉnh ESOP

Nguồn: BSC ước tính

BSC điều chỉnh doanh thu thuần và LNST-LICĐTS năm 2023 lần lượt -9 ppt và -5.7 ppt so với báo cáo trước do

- Điều chỉnh kết quả kinh doanh 5T/2023 chịu tác động của mức nền cao của năm 2022 và sức mua suy yếu
- Biên lợi nhuận gộp tăng 1 ppt nhờ chiến lược bán hàng tập trung vào dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao trong bối cảnh nhu cầu thị trường suy yếu
- Tăng tỷ lệ SG&A/REV tăng 0.2 ppt do chiến lược quảng cáo khuyến mãi ra mắt các dòng sản phẩm mới, nhằm tiếp cận tập khách hàng mới và tăng độ nhận diện thương hiệu.

2024F: BSC kì vọng DTT và LNST lần lượt đạt 33,962 tỷ VND(+7%YoY) và 1,960 tỷ VND (+8%YoY), EPS FW 2024 =5,367 VND/cp và P/E FW 2024= 13.4 lần- Kỳ vọng duy trì tốc độ tăng trưởng kép DTT/ lợi nhuận 2020-2024F đạt 18%/16% nhờ năng lực đến từ nội tại doanh nghiệp. Dựa trên giả định:

- Xu hướng tiêu dùng của tầng lớp trung lưu phục hồi và chiếm thêm thị phần nhờ các chiến lược mở rộng tập khách hàng và các dịch vụ ưu đãi hấp dẫn đã triển khai trong 2023
- Biên lợi nhuận hoạt động giảm nhẹ từ 7.7% về mức 7.5% do khai thác đa dạng tập khách hàng hơn và tiếp tục áp dụng các chiến lược quảng cáo làm hình ảnh tăng độ nhận diện thương hiệu phụng sự chiến lược mở rộng thị phần dài hạn.

III. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **PNJ** với giá trị hợp lý 1 năm là **83,500 VNĐ/CP** (Upside 16% so với giá đóng cửa ngày 7/7/2023). Điều chỉnh giảm -7.3% so với giá mục tiêu trước đó, do điều chỉnh giảm kì vọng lợi nhuận 2023E/2024F trên mức nền cao của 2022A và P/E mục tiêu từ 17 lần xuống 15.5 lần thấp hơn P/E trung bình 17 lần do giảm kì vọng tăng trưởng lợi nhuận so với quá khứ.

Bảng: Định giá cổ phiếu

Phương pháp DCF	2023	2024	2025	2026
Dòng tiền tự do công ty (FCFF)	2,018	2,220	2,539	2,837
Tổng giá trị chiết khấu dòng tiền tự do 5 năm	1,926	1,928	2,008	2,042
Giá trị cuối cùng	29,481		Chi phí sử dụng vốn	
Chiết khấu giá trị cuối cùng	21,222		Rf	4%
Tổng giá trị chiết khấu	29,125		Beta	0.84
(-) Nợ	-2,024		Ke	11%
(+) Tiền mặt	1,798		Kd	6%
Tổng giá trị công ty	28,899		E/A	17%
SLCP Lưu hành (triệu)	335		D/A	83%
Giá trị hợp lý	86,380		WACC	10%
Phương pháp P/E				
EPS Pha loãng 2023/2024	5,205			
P/E mục tiêu	15.5			
Giá hợp lý	80,672			
Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân	
DCF	86,380	50%	43,190	
P/E	80,672	50%	40,336	
Giá mục tiêu			83,500	
Giá Hiện tại			71,800	
Upside			16%	
Khuyến nghị				THEO DÕI

*Đã điều chỉnh ESOP

Nguồn: BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024
Doanh thu thuần	19,613	33,876	31,787	33,962	(LỖ)/LNST	1,287	2,312	2,316	2,503
Giá vốn hàng bán	(16,040)	(27,949)	(25,745)	(27,560)	Khấu hao và phân bổ	75	80	89	94
Lợi nhuận gộp	3,573	5,927	6,043	6,402	Thay đổi vốn lưu động	(1,801)	(1,788)	69	133
Chi phí bán hàng	(1,694)	(2,828)	(2,969)	(3,172)	Điều chỉnh khác	(356)	(571)	(503)	(543)
Chi phí QLDN	(472)	(674)	(636)	(679)	LCTT từ HĐ KD	(717)	101	1,971	2,186
Lãi/lỗ HĐKD	1,407	2,425	2,438	2,550	Tiền chi mua TSCĐ	(63)	(52)	(68)	(56)
Doanh thu tài chính	16	54	71	112	Đầu tư khác	14	(318)	(520)	(280)
Chi phí tài chính	(118)	(141)	(168)	(134)	LCTT từ HĐ Đầu tư	(49)	(371)	(588)	(336)
Chi phí lãi vay	(104)	(94)	(147)	(114)	Tiền chi trả cổ tức	(177)	(617)	(669)	(729)
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	-	-	-	-	Tiền từ vay ròng	880	(39)	(659)	(93)
Lãi/lỗ khác	(18)	(25)	(25)	(25)	Tiền thu khác	702	792	(538)	(629)
Lợi nhuận trước thuế	1,287	2,312	2,316	2,503	LCTT từ HĐ Tài chính	702	792	(1,197)	(722)
Thuế thu nhập DN	(254)	(502)	(503)	(543)	Dòng tiền đầu kỳ	422	358	880	1,068
LN sau thuế	1,033	1,811	1,814	1,960	Tiền trong kì	(65)	522	186	1,129
CĐTS	-	-	-	-	Dòng tiền cuối kỳ	358	882	1,068	2,199
LNST - CĐTS	1,033	1,811	1,814	1,960					
EBITDA	1,482	2,504	2,526	2,644					
EPS	2,897	4,995	5,042	5,367					

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	Chỉ số (%)	2021	2022	2023	2024
Tiền và tương đương tiền	358	880	1,068	2,199	Khả năng thanh toán				
Đầu tư ngắn hạn	-	200	720	1,000	Hố TT ngắn hạn	2.04	2.45	2.88	3.03
Phải thu ngắn hạn	110	301	388	320	Hố TT nhanh	0.10	0.28	0.50	0.75
Tồn kho	8,687	10,506	10,385	10,531	Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn khác	66	80	75	80	Hố Nợ/TTS	0.26	0.20	0.14	0.12
TS ngắn hạn	9,220	11,966	12,646	14,153	Hố Nợ/VCSH	0.45	0.32	0.21	0.18
TS hữu hình	910	882	862	852	Năng lực hoạt động				
Khấu hao	(374)	(433)	(433)	(433)	Số ngày HTK	160.0	112.1	118.1	112.1
TS dở dang dài hạn	31	31	31	3	Số ngày phải thu	2.0	3.2	4.4	3.4
ĐT dài hạn	-	-	-	-	Số ngày phải trả	15.7	3.6	3.6	4.6
TS dài hạn khác	302	364	364	364	CCC	146.4	111.7	118.9	110.9
TS dài hạn	1,327	1,371	1,350	1,312	Tỉ suất lợi nhuận				
Tổng TS	10,547	13,337	13,996	15,465	Lợi nhuận gộp	18.2%	17.5%	19.0%	18.8%
Nợ phải trả	689	277	255	349	Lợi nhuận LNST	5.3%	5.3%	5.7%	5.8%
Vay ngắn hạn	2,722	2,683	2,024	1,930	ROE	17.2%	21.4%	18.9%	18.2%
Nợ ngắn hạn khác	984	1,761	1,812	1,936	ROA	9.8%	13.6%	13.0%	12.7%
Tổng Nợ ngắn hạn	4,521	4,883	4,393	4,668	Định Giá				
Vay dài hạn	-	-	-	-	PE	24.79	14.37	14.24	13.38
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	PB	2.94	2.09	2.50	2.26
Tổng Nợ dài hạn	9	10	10	10	Tăng trưởng				
Tổng Nợ	4,530	4,893	4,403	4,678	Tăng trưởng DTT	12.0%	72.7%	-6.2%	6.8%
Vốn góp	2,276	2,462	3,346	3,396	Tăng trưởng EBIT	-6.7%	72.4%	0.5%	4.6%
Thặng dư vốn cổ phần	991	2,251	1,499	1,549	Tăng trưởng LNNT	-4.4%	79.6%	0.2%	8.0%
LN chưa phân phối	1,954	2,522	2,905	3,364	Tăng trưởng EPS	-1.1%	72.5%	0.9%	6.4%
Vốn chủ khác	-	-	-	-					
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-					
Tổng Vốn chủ sở hữu	6,017	8,444	9,593	10,787					
Tổng nguồn vốn	10,547	13,337	13,996	15,465					
Số lượng cổ phiếu lưu hành	246	246	335	340					

Nguồn: BSC Research

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV(BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV(BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV(BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8-9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

