

Ngành Bán lẻ

Báo cáo thăm doanh nghiệp

Tháng 7, 2023

Mã giao dịch: PNJ

Reuters: PNJ.HM

Bloomberg: PNJ VN Equity

Bền bỉ với khả năng gia tăng thị phần & lợi thế vận hành

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá mục tiêu (VNĐ/CP) **98.902**

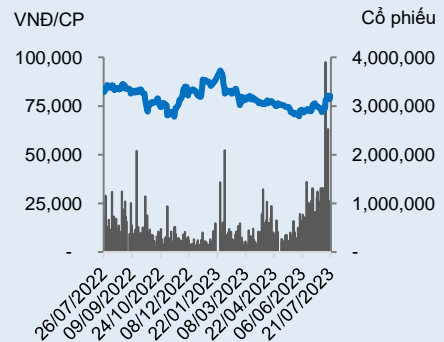
Giá thị trường (21/07/2023) **80.000**

Lợi nhuận kỳ vọng **23,6%**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	69.520-93.220
Vốn hóa	26.240 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	327.999.629
KLGD bình quân 10 ngày	1.499.620
% sở hữu nước ngoài	48,13%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,5%
Beta	1,01

DIỄN BIẾN GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PNJ	-9,3%	4,7%	6,7%	-7,0%
VNIndex	13,6%	4,8%	13,9%	10,2%

Chuyên viên phân tích

Trần Đăng Mạnh

(84 28) 3914 6888 ext. 256

manhtd@bvsc.com.vn

Mới đây, PNJ tổ chức Analyst meeting Q2/23, trong đó nội dung thảo luận của Ban lãnh đạo tập trung vào: KQKD Q2/23 và chiến lược phát triển bền vững.

PNJ báo cáo KQKD Q2/23 tốt hơn kỳ vọng. LN ròng giảm 8,8% y/y xuống 335 tỷ (cao hơn ước tính của BVSC là 274 tỷ), trên doanh thu thuần là 6.663 tỷ (so với ước tính của BVSC là 6.350 tỷ).

Lũy kế, LN ròng 6T23 của PNJ gần như đi ngang ở mức 1.083 tỷ (giảm 0,5% y/y) trên doanh thu thuần là 16.459 tỷ (giảm 9,6% y/y), hoàn thành 59,7%/52,7% dự báo tương ứng của BVSC cho năm 2023.

Hình 1: Kết quả kinh doanh Q2/23 và 6T/23 của PNJ: Tóm tắt

ĐVT: Tỷ VNĐ	2Q23	2Q21	y/y	6M23	6M22	y/y
DT thuần	6.663	8.058	-17,3%	16.459	18.201	-9,6%
Bán lẻ	3.921	4.982	-21,3%	9.587	10.683	-10,3%
Bán sỉ	619	1.058	-41,5%	1.503	2.152	-30,2%
Vàng miếng	1.973	1.932	2,1%	5.069	5.127	-1,1%
LN gộp	1.207	1.449	-16,7%	3.098	3.203	-3,3%
LN ròng	335	367	-8,8%	1.083	1.088	-0,5%
BLN ròng	5,0%	4,6%	+40 bps	6,6%	6,0%	+60 bps

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

Tăng thị phần + BLN mở rộng + Tối ưu hóa chi phí = KQKD 6T23 ấn tượng

Đáng chú ý, theo tháng, doanh thu bán lẻ của PNJ T6/23 tăng 2,0% m/m lên 1.296 tỷ (giảm 19,1% y/y) từ mức thấp 1.270 tỷ T5/23. Trong khi đó, BVSC ước tính lợi nhuận ròng T6/23 tăng 39,5% y/y lên 113 tỷ (so với mức 111 tỷ vào T4-5/23), nhờ mở rộng BLN, tối ưu hóa chi phí và hoàn nhập một số khoản one-off trong Q2/23.

Hình 2: Xu hướng KQKD theo tháng của PNJ kể từ đầu năm đến nay: Tóm tắt

Tỷ VNĐ	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	m/m	y/y
DT thuần	4.129	2.847	2.777	2.263	2.223	2.177	-2,1%	-16,8%
Bán lẻ	2.123	1.837	1.705	1.355	1.270	1.296	2,0%	-19,1%
Bán sỉ	303	320	260	222	205	192	-6,4%	-46,1%
Vàng miếng	1.630	666	799	668	660	645	-2,2%	0,7%
LN gộp	751	603	537	417	408	382	-6,4%	-11,0%
LN ròng	302	255	192	111	111	113	1,8%	39,5%

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC ước tính

Mở rộng thị phần: Ban lãnh đạo ước tính doanh thu toàn thị trường trang sức VN giảm đáng kể khoảng 40% y/y trong nửa đầu năm 2023 so với mức nền cao (nhờ hưởng lợi từ nhu cầu dồn nén lớn sau dịch). PNJ tiếp tục vượt trội so với thị trường chung khi doanh thu 6T23 chỉ giảm 9,6% y/y, cho thấy thị phần PNJ tiếp tục tăng.

- Đến nay, PNJ đã mở mới có chọn lọc 21 cửa hàng ở cả thành thị và nông thôn, điều này giúp PNJ có vị thế thuận lợi để nắm bắt nhu cầu bình thường hóa. PNJ duy trì quan điểm về thị trường trang sức đang phát triển của Việt Nam, nơi PNJ đặt mục tiêu bán các bộ sưu tập cho khách hàng thành thị, trong khi người tiêu dùng nông thôn đang chuyển dịch sang các sản phẩm trung-cao cấp từ đại trà.
- Đối mặt với áp lực cạnh tranh cao hơn, các nhà sản xuất trang sức khác đang hoạt động rất thận trọng trong điều kiện thị trường khó khăn hiện nay.

Mở rộng BLN: PNJ duy trì trọng tâm chính năm 2023 là nỗ lực hướng khách hàng đến các sản phẩm có BLN cao, vốn đã chứng minh hiệu quả cho đến thời điểm hiện tại. BLN gộp đang ở mức tốt, ở mức 18,9% trong 6T23, vượt xa mức 17,5% năm 2022 và 17,6% trong 6T22.

Tối ưu hóa chi phí: Ban lãnh đạo tiếp tục nhấn mạnh vào việc tối ưu hóa chi phí - tập trung vào việc tăng cường độ chính xác, nhằm chuyển đổi tốt hơn ở các nhóm khách hàng mục tiêu tiềm năng, thay vì cắt giảm chi phí. Điều này cũng chứng tỏ hiệu quả - BLN ròng 6T23 tăng lên 6,6% so với 6,0% trong 6T22.

Dự báo 2023-25: Điều chỉnh tăng 10-14% so với dự báo cũ

Do KQKD 6T23 tốt hơn nhiều so với kỳ vọng của BVSC, nhờ sự kết hợp giữa tăng thị phần, mở rộng BLN và tối ưu hóa chi phí, BVSC điều chỉnh tăng dự báo LN ròng năm 2023 của PNJ lên 1.815 tỷ (tăng nhẹ 0,2% y/y) từ 1.603 tỷ (giảm 11,5% y/y).

Hình 3: Dự báo KQKD mới giai đoạn 2023-25 của chúng tôi cho PNJ: Tóm tắt

ĐVT: Tỷ VNĐ	FY23F	FY24F	FY25F	FY23 y/y	FY24 y/y	FY25 y/y
DT thuần	31.214	34.799	38.650	-8,4%	11,5%	11,1%
Bán lẻ	18.883	21.633	24.643	-8,6%	14,6%	13,9%
Bán sỉ	3.306	3.637	4.000	-20,0%	10,0%	10,0%
Vàng miếng	8.564	8.992	9.442	0,0%	5,0%	5,0%
LN gộp	5.762	6.630	7.547	-2,8%	15,1%	13,8%
LN ròng	1.815	2.089	2.410	0,2%	15,1%	15,4%
BLN gộp	18,5%	19,1%	19,5%	1,1%	0,6%	0,5%
OpEx	10,8%	11,3%	11,5%	0,5%	0,5%	0,3%
BLN hoạt động	7,7%	7,8%	8,0%	0,6%	0,1%	0,2%
BLN ròng	5,8%	6,0%	6,2%	0,5%	0,2%	0,2%
Số lượng cửa hàng	373	403	433	30	30	30

Nguồn: BVSC dự báo

Triển vọng chung sáng sủa hơn, theo quan điểm của chúng tôi, nhờ các quy định hỗ trợ của Chính phủ đối với thị trường bất động sản, và cả chính sách tài khóa và tiền tệ mở rộng, và hoạt động thương mại sẽ được cải thiện theo thời gian. Do đó, BVSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận ròng trong giai đoạn 2024-25 thêm 10,3-13,9% lên 2.089 tỷ (tăng 15,1% y/y) và 2.410 tỷ (tăng 15,4% y/y).

Việc điều chỉnh tăng dự báo LN ròng giai đoạn 2023-25 thúc đẩy bởi BLN mở rộng và tối ưu hóa chi phí. Cụ thể, BVSC tăng dự báo doanh thu bán lẻ vốn có BLN cao giải thích cho cả việc tăng dự báo DT thuần và BLN mở rộng (cơ cấu sản phẩm tốt hơn).

Hình 4: Tóm tắt thay đổi dự báo KQKD giai đoạn FY23-25 so với Cập nhật trước:

Đơn vị: Tỷ đồng	FY23	FY24	FY25
Dự báo cũ			
Doanh thu thuần	31.451	34.262	37.850
Lợi nhuận ròng	1.603	1.834	2.186
Dự báo mới			
Doanh thu thuần	31.214	34.799	38.650
Lợi nhuận ròng	1.815	2.089	2.410
% thay đổi dự báo Doanh thu thuần	-0,8%	1,6%	2,1%
% thay đổi dự báo Lợi nhuận ròng	13,2%	13,9%	10,3%
% đóng góp từ BLN cải thiện	14,1%	12,1%	8,0%

Nguồn: BVSC

Định giá & Khuyến nghị:

Chủ yếu dựa trên việc điều chỉnh tăng dự báo KQKD, chúng tôi nâng giá mục tiêu (TP) theo Phương pháp DCF cho PNJ thêm 15,3% lên **98.902 đồng/cp** (Upside: 23,6%) từ mức 85.746 đồng/cp trong [Cập nhật Ngành Bán lẻ](#) gần đây. Tại TP mới, chúng tôi định giá PNJ ở mức P/E hợp lý là 15,5x.

Trong khi LN ròng nửa đầu năm 2023 của PNJ chứng tỏ bền bỉ, giá cổ phiếu của PNJ đã giảm 9,3% so với đầu năm, kém hiệu quả hơn 22,9% so với VNIndex (tăng 13,6%). Ở mức giá hiện tại, PNJ giao dịch hấp dẫn với P/E là 12,7x (năm 2024), 11,0x (năm 2025) so với mức trung bình 5 năm là 18,0x. Duy trì khuyến nghị **Outperform**.

Về dài hạn, BVSC tiếp tục ưa thích PNJ với vị thế cạnh tranh hưởng lợi trực tiếp từ: (1) tăng trưởng của thị trường trang sức có thương hiệu tại Việt Nam; và (2) gia tăng tầng lớp trung lưu và giàu có.

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trần Đăng Mạnh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính
khanhdl@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng
hoalt@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS
thaotp@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản
manhtd@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Dầu Khí, Chứng Khoán
phuonglh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón
hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển, Ngân hàng
tramnhb@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản
minhtnn@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp, HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888