

KHUYẾN NGHỊ MUA		CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HSX: PNJ) DUY TRÌ NĂNG LỰC BẢO VỆ LỢI NHUẬN			
Giá hiện tại:	81,200	Ngày viết báo cáo:	15/9/2023	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước:	83,500	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	328	CTCP QLQ ĐT DC VN	9.65%
Giá mục tiêu mới:	95,600	Vốn hóa (tỷ VND)	26,634	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	18%	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 nâng khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PNJ với giá hợp lý 1 năm là **95,600 VNĐ/CP** (Upside +18% so với giá đóng cửa ngày 14/9/2023), bằng phương pháp DCF và PE với tỷ trọng 50%/50%.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC điều chỉnh tăng dự phóng về KQKD của PNJ so với **báo cáo ngày 10/7/2023**:

2023E: DTT và LNST điều chỉnh tăng +1% và +0.7% so với ước tính trước đó, dựa trên (1) điều chỉnh KQKD tháng 7/2023 (2) kì vọng vào chiến lược bán hàng linh hoạt và mở rộng thị phần trong bối cảnh kinh tế còn nhiều khó khăn

2024F: DTT và LNST điều chỉnh tăng +3% và +7% so với ước tính trước đó, nhờ chiến lược quản trị linh hoạt giúp PNJ tiếp tục mở rộng thị phần trong bối cảnh kinh tế phục hồi trong 2H/2023.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Kỳ vọng tăng trưởng doanh thu 2024F 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

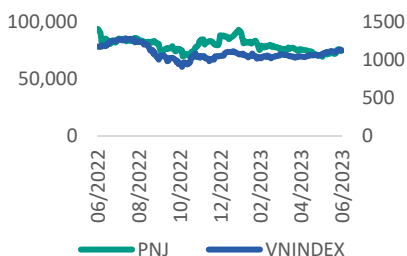
RỦI RO ĐẦU TƯ

- KQKD thấp hơn kì vọng do áp lực cạnh tranh và bối cảnh kinh tế;
- Rủi ro pha loãng.

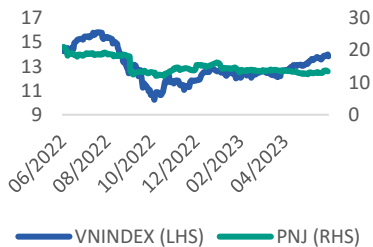
CẬP NHẬT KQKD

Đà giảm doanh thu so với cùng kỳ đã được thu hẹp trong tháng 7/2023: DTT và LNST lần lượt đạt 2,364 tỷ VND (-5.8%YoY) và 85 tỷ VND (+6.7%YoY). Điểm chú ý đến từ (1) Doanh thu mảng bán lẻ trang sức ghi nhận tín hiệu tích cực khi đà giảm doanh thu thu hẹp còn -8%YoY so với tháng 5 và tháng 6/2023 lần lượt -23%YoY và -19%YoY (2) Biên lợi nhuận gộp tháng 7/2023 tăng lên 1.54 ppt chủ yếu đến từ tập trung quảng bá khai thác sâu các dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Chỉ số	2022	2023E	2024F	Peers
PE (x)	16.3	15.8	14.1	15.3
PB (x)	2.4	2.8	2.5	1.2
EV/EBITDA (x)	8.0	8.0	8.0	12.6
ROE (%)	14%	13%	13%	4%
ROA (%)	21%	19%	19%	9%

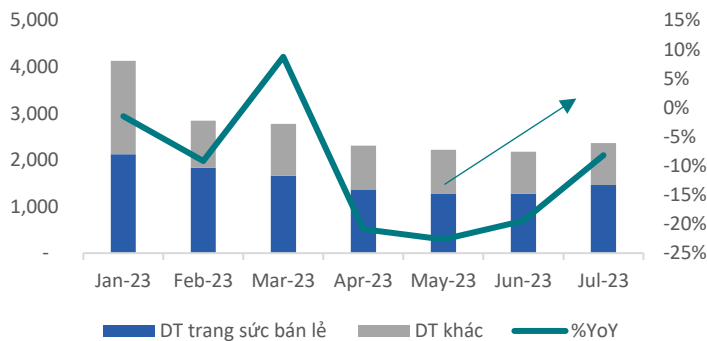
KQKD	2021	2022	2023E	2024F
Doanh thu thuần	19,613	33,876	31,950	34,982
Lợi nhuận gộp	3,573	5,927	6,107	6,698
NPATMI	1,033	1,811	1,850	2,100
EPS	2,897	4,995	5,142	5,752
Tăng trưởng NPAT	-3%	75%	2.2%	14%

I. DUY TRÌ DỰ PHÓNG KQKD 2023

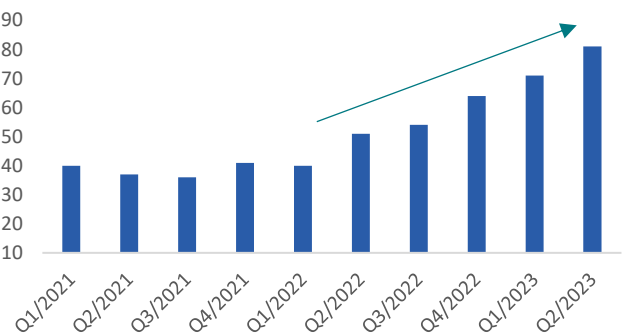
Tốc độ suy giảm doanh thu đã được thu hẹp trong tháng 7/2023: DTT và LNST lần lượt đạt 2,364 tỷ VND (-5.8%YoY) và 85 tỷ VND (+6.7%YoY). Điểm chú ý đến từ

- Doanh thu mảng bán lẻ trang sức ghi nhận tín hiệu tích cực khi đã giảm doanh thu thu hẹp còn -8%YoY so với tháng 5 và tháng 6/2023 lần lượt -23%YoY và -19%YoY.** Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực về chiến lược bán hàng linh hoạt của PNJ nhằm mở rộng phân khúc giá tiếp cận dạng các tập khách hàng, triển khai các dòng hàng phù hợp với từng đoạn nhu cầu thị trường và chiếm thị phần của các đối thủ.
- Biên lợi nhuận gộp tháng 7/2023 tăng lên 1.54 ppt** chủ yếu đến từ tập trung quảng bá khai thác sâu các dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn và chủ động vốn lưu động giúp PNJ có thể mở rộng phạm vi giá của các dòng sản phẩm phù hợp với đa dạng nhu cầu khách hàng.
- Tăng tốc mở mới cửa hàng trong 7 tháng 2023 đạt 384 CH (+5.5%YTD)** - tương đương mở mới 26 CH và đóng 5 CH, nhằm tối ưu hóa chi phí vận hành cửa hàng hiện hữu, tăng độ phủ của các cửa hàng hiện hữu hướng tới mục tiêu mở rộng thị phần.

Hình 1: Kỳ vọng doanh thu bán lẻ trang sức đã tạo đáy



Hình 2: liên tục tăng trưởng về số lượng cửa hàng



Nguồn: BSC ước tính.

Lũy kế 7 tháng 2023, DTT và LNST lần lượt đạt 18,823 tỷ VND (-9.2%YoY) và 1,171 tỷ VND(+0.3%YoY). Số liệu này lần lượt là 0.2% và +0.6% so với ước tính của BSC trong [báo cáo ngày 10/7/2023](#) nhờ chiến lược quản trị hiệu quả của PNJ được đề cập. Dựa trên cơ sở về KQKD và tín hiệu tích cực từ vĩ mô, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng Doanh thu và LNST Q3/23 và Q4/23 lần lượt là +1% /2.3% và +1.4% và 7.1% so với ước tính trước đó.

	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	6,829	6,854	8,351	9,753	6,706	6,949	8,541
%YoY	-4%	-15%	-7%	1%	-3.85%	-17%	-5.6%	2.9%
LNST (tỷ VND)	749	336	240	489	749	334	243	523
%YoY	4%	-11%	-5%	6%	4%	-12%	-3%	14%

Nguồn: BSC ước tính.

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

BSC điều chỉnh tăng dự phóng về KQKD của PNJ so với [báo cáo ngày 10/7/2023](#) trong năm 2023-2024F.

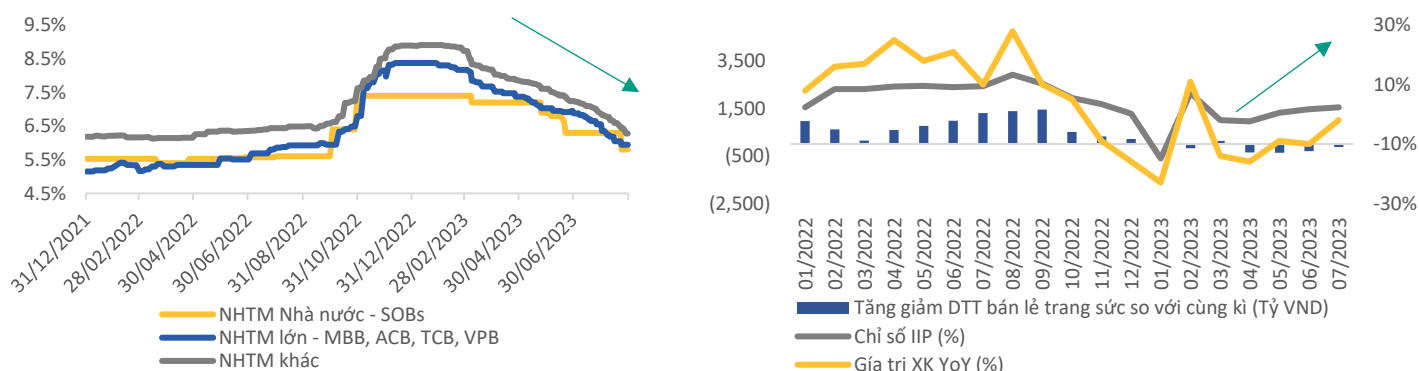
2023E: DTT và LNST điều chỉnh tăng +1% và +0.7% so với ước tính trước đó, dựa trên (1) điều chỉnh KQKD tháng 7/2023 (2) kì vọng vào chiến lược bán hàng linh hoạt và mở rộng thị phần trong bối cảnh kinh tế còn nhiều khó khăn

2024F: DTT và LNST điều chỉnh tăng +3% và +7% so với ước tính trước đó, nhờ chiến lược quản trị linh hoạt giúp PNJ tiếp tục mở rộng thị phần trong bối cảnh kinh tế phục hồi trong 2H/2023. Dựa trên giả định:

- Điều chỉnh tăng +3% DT so với dự phóng trước đó dựa trên kì vọng: mảng bán lẻ trang sức +5% nhờ kì vọng đóng góp doanh thu từ tập khách hàng mới và mở rộng thị phần, trong bối cảnh ngành vẫn gặp nhiều thách thức dẫn tới giảm kì vọng DT bán sỉ.
- Biên lợi nhuận hoạt động điều chỉnh tăng từ 7.5% về mức 7.7% nhờ kì vọng tích cực hơn vào DT bán lẻ có biên tốt hơn.

	2021	2022F	2023 cũ	2023F	%Điều chỉnh	2024F cũ	2024F	%Điều chỉnh
DT bán lẻ	11,513	20,732	19,118	19,386	1%	20,726	21,809	5%
%YoY	10%	80%	-8%	-6%		8%	12%	
DT bán sỉ	2,648	4,065	3,325	3,148	-5%	3,460	3,323	-4%
%YoY	-4%	54%	-18%	-23%		4%	6%	
DT vàng miếng	5,021	8,571	8,758	8,828	1%	9,119	9,192	1%
%YoY	30%	71%	2%	3%		4%	4%	
DTT	19,613	33,876	31,787	31,950	1%	33,962	34,982	3%
%YoY	12%	73%	-6%	-6%		7%	9%	
Lãi gộp	3,573	5,927	6,043	6,107		6,402	6,698	
GPM	18.2%	17.5%	19.0%	19.12%	0%	18.8%	19.1%	0%
Chi phí bán hàng	(1,694)	(2,828)	(2,969)	(2,984)	1%	(3,172)	(3,267)	3%
Chi phí QLDN	(472)	(674)	(636)	(639)		(679)	(700)	
SG&A/Rev	11.0%	10.3%	11.3%	11.3%	0.0%	11.3%	11.3%	0%
EBIT	1,407	2,425	2,438	2,484	2%	2,550	2,731	7%
Biên EBIT	7.2%	7.2%	7.7%	7.8%		7.5%	7.8%	
Thu nhập tài chính	16	54	71	71		112	111	
Chi phí tài chính	(118)	(141)	(168)	(168)		(134)	(135)	
LNTT	1,287	2,312	2,316	2,362		2,503	2,682	
LNST	1,033	1,811	1,814	1,850	2.0%	1,960	2,100	7%
Biên LNST	5.3%	5.3%	5.7%	5.8%		5.8%	6.0%	
%YoY	-3%	75%	0%	2%		8%	13.5%	

Hình 4: Tín hiệu tích cực từ vĩ mô hỗ trợ kì vọng DT PNJ trong 2H/2023 -2024F



Nguồn: GSO, PNJ, Fiiopro, BSC Research

III. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi nâng khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **PNJ** với giá trị hợp lý 1 năm là **95,600 VNĐ/CP** (Upside +18% so với giá đóng cửa ngày 14/9/2023). Điều chỉnh tăng +14% so với giá mục tiêu trước đó, nhờ tăng

(1) kì vọng về KQKD 2023E/2024F lần lượt +2%/7% so với ước tính trước và

(2) Định giá: DCF - chúng tôi điều chỉnh giảm chi phí sử dụng vốn từ 10% về 9.3% và PE- tăng PE mục tiêu tăng từ 15.5 lên 16.5 lần nhờ điều chỉnh dựa trên xu hướng lãi suất giảm và năng lực bảo vệ lợi nhuận của PNJ.

Bảng: Định giá cổ phiếu

Phương pháp DCF	2023	2024	2025	2026
Dòng tiền tự do công ty (FCFF)	2,009	2,240	2,700	3,013
Tổng giá trị chiết khấu dòng tiền tự do 5 năm	1,956	1,996	2,202	2,249
Giá trị cuối cùng	33,310			
Chiết khấu giá trị cuối cùng	24,862			
Tổng giá trị chiết khấu	33,265			
(-) Nợ	(2,032)			
(+) Tiền mặt	1,798			
Tổng giá trị công ty	33,030			
SLCP Lưu hành (triệu)	335			
Giá trị hợp lý	98,727		WACC	9.3%
Phương pháp P/E				
EPS Pha loãng 2023E/ 2024F	5,600			
P/E mục tiêu	16.5			
Giá hợp lý	92,397			
Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân	
DCF	98,727	50%	49,363	
P/E	92,397	50%	46,199	
Giá mục tiêu			95,600	
Giá Hiện tại			81,200	
Upside			18%	
Khuyến nghị			MUA	

*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	31,950	34,982	(Lỗ)/LNST	1,287	2,312	2,362	2,682
Giá vốn hàng bán	(16,040)	(27,949)	(25,842)	(28,283)	Khấu hao và phân bổ	75	80	89	94
Lợi nhuận gộp	3,573	5,927	6,107	6,698	Thay đổi vốn lưu động	(1,801)	(1,788)	24	14
Chi phí bán hàng	(1,694)	(2,828)	(2,984)	(3,267)	Điều chỉnh khác	(356)	(571)	(512)	(582)
Chi phí QLDN	(472)	(674)	(639)	(700)	LCTT từ HĐ KD	(717)	101	1,962	2,208
Lãi/lỗ HĐKD	1,407	2,425	2,484	2,731					
Doanh thu tài chính	16	54	71	111	Tiền chi mua TSCĐ	(63)	(52)	(68)	(57)
Chi phí tài chính	(118)	(141)	(168)	(135)	Đầu tư khác	14	(318)	(520)	(280)
Chi phí lãi vay	(104)	(94)	(147)	(114)	LCTT từ HĐ Đầu tư	(49)	(371)	(588)	(337)
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	-	-	-	-					
Lãi/lỗ khác	(18)	(25)	(25)	(25)	Tiền chi trả cổ tức	(177)	(617)	(669)	(781)
Lợi nhuận trước thuế	1,287	2,312	2,362	2,682	Tiền từ vay ròng	880	(39)	(651)	(90)
Thuế thu nhập DN	(254)	(502)	(512)	(582)	Tiền thu khác	702	792	(538)	(681)
LN sau thuế	1,033	1,811	1,850	2,100	LCTT từ HĐ Tài chính	702	792	(1,189)	(771)
CĐTS	-	-	-	-					
LNST - CĐTS	1,033	1,811	1,850	2,100	Dòng tiền đầu kỳ	422	358	880	1,067
EBITDA	1,482	2,504	2,573	2,825	Tiền trong kì	(65)	522	185	1,100
EPS	2,897	4,995	5,142	5,752	Dòng tiền cuối kỳ	358	882	1,067	2,170

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	Chỉ số (%)	2021	2022	2023	2024
Tiền và tương đương tiền	358	880	1,067	2,170	Khả năng thanh toán				
Đầu tư ngắn hạn	-	200	720	1,000	Hsố TT ngắn hạn	2.04	2.45	2.88	3.02
Phải thu ngắn hạn	110	301	390	330	Hsố TT nhanh	0.10	0.28	0.49	0.74
Tồn kho	8,687	10,506	10,438	10,751					
TS ngắn hạn khác	66	80	75	82	Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn	9,220	11,966	12,701	14,356	Hsố Nợ/TTS	0.26	0.20	0.14	0.12
TS hữu hình	910	882	862	855	Hsố Nợ/VCSH	0.45	0.32	0.21	0.18
Khấu hao	(374)	(433)	(433)	(433)					
TS dở dang dài hạn	31	31	31	2	Năng lực hoạt động				
ĐT dài hạn	-	-	-	-	Số ngày HTK	160.0	112.1	118.1	111.1
TS dài hạn khác	302	364	364	364	Số ngày phải thu	2.0	3.2	4.4	3.4
TS dài hạn	1,327	1,371	1,351	1,314	Số ngày phải trả	15.7	3.6	3.6	4.6
Tổng TS	10,547	13,337	14,051	15,670	CCC	146.4	111.7	118.9	109.9
Nợ phải trả	689	277	256	358					
Vay ngắn hạn	2,722	2,683	2,032	1,942	Tỉ suất lợi nhuận				
Nợ ngắn hạn khác	984	1,761	1,821	1,994	Lợi nhuận gộp	18.2%	17.5%	19.1%	19.1%
Tổng Nợ ngắn hạn	4,521	4,883	4,415	4,761	Lợi nhuận LNST	5.3%	5.3%	5.8%	6.0%
Vay dài hạn	-	-	-	-	ROE	17.2%	21.4%	19.2%	19.3%
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	ROA	9.8%	13.6%	13.2%	13.4%
Tổng Nợ dài hạn	9	10	10	10					
Tổng Nợ	4,530	4,893	4,425	4,771	Định Giá				
Vốn góp	2,276	2,462	3,346	3,396	PE	28.03	16.25	15.79	14.12
Thặng dư vốn cổ phần	991	2,251	1,499	1,549	PB	3.32	2.37	2.82	2.53
LN chưa phân phối	1,954	2,522	2,926	3,451					
Vốn chủ khác	-	-	-	-	Tăng trưởng				
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-	Tăng trưởng DTT	12.0%	72.7%	-5.7%	9.5%
Tổng Vốn chủ sở hữu	6,017	8,444	9,627	10,899	Tăng trưởng EBIT	-6.7%	72.4%	2.4%	9.9%
Tổng nguồn vốn	10,547	13,337	14,051	15,670	Tăng trưởng LNNT	-4.4%	79.6%	2.2%	13.5%
Số lượng cổ phiếu lưu hành	246	246	335	340	Tăng trưởng EPS	-1.1%	72.5%	2.9%	11.9%

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>

