

CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

KQKD duy trì ổn định, kỳ vọng bứt phá cuối năm

22/06/2023

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

KQKD 1Q2023 lập đỉnh lợi nhuận bất chấp những khó khăn của nền kinh tế

Kết thúc 1Q2023, PNJ đạt doanh thu thuần 9,795 tỷ đồng giảm nhẹ 3% yoy, dù sức mua chung vẫn khá yếu nhưng bù lại Q1 là khoảng thời gian có ngày Vía Thần tài và rất nhiều ngày lễ nên PNJ gần như vẫn giữ được doanh số. Biên LNG tăng từ 17.2% lên 19.2% nhờ chiến lược cơ cấu hàng hoá và tối ưu hàng tồn kho. LNST đạt kỷ lục 749 tỷ đồng tăng 4% yoy, hoàn thành 38.8% kế hoạch.

Bán lẻ trang sức tiếp tục duy trì kết quả khả quan trong khi các mảng khác suy giảm chung

Doanh thu bán lẻ trang sức 1Q2023 tiếp tục duy trì tương đương với mức kỷ lục trong năm 2022 dù cho sức mua chung toàn nền kinh tế suy giảm và 1Q2022 cũng là quý nhu cầu dồn nén mạnh sau đại dịch. Trong khi đó doanh thu bán sỉ giảm 19.2% yoy cho thấy sự khó khăn của các doanh nghiệp vàng bạc khác, doanh thu vàng miếng giảm nhẹ 3% yoy do đây vẫn là tài sản phòng thủ ưa thích của người dân. Nhờ chiến lược cơ cấu hàng hoá và quản trị hiệu quả hàng tồn kho, biên LNG toàn công ty cũng đã cải thiện đáng kể.

Bước vào mùa thấp điểm KQKD giảm mạnh, dự báo hồi phục vào dịp cuối năm

KQKD các tháng gần đây cho thấy sự suy giảm doanh số của PNJ khi bước vào mùa thấp điểm hơn nữa sức mua cũng chưa thực sự phục hồi. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sức mua sẽ hồi phục vào thời điểm cuối năm nhờ (1) mùa cao điểm cưới, ngày lễ (2) ngành bán lẻ hưởng lợi từ hồi phục kinh tế nói chung.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 86,600 VND

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2023 của PNJ với doanh thu thuần đạt 33,720 tỷ đồng (-0.5% yoy), LNST đạt 1,789 tỷ đồng (-1% yoy). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PNJ với giá mục tiêu 86,600 VND/cổ phiếu.

MUA DUY TRÌ

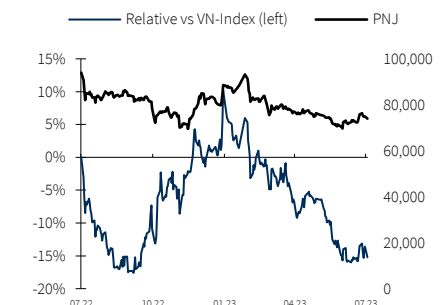
Giá mục tiêu	86,600 VND
Tăng/giảm (%)	16%
Giá hiện tại (22/6/2023)	74,500 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	90,300 VND
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	24.2/1.02

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	48.4%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	60.81/2.6
Sở hữu nước ngoài	49%
Cổ đông lớn	VIETFUND (9.2%)

Biến động giá cổ phiếu (%)				
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1	-3	-16	-21
Tương đối	-2	-7	-24	-15

Dự phóng KQKD & định giá

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	19,613	33,876	33,720	38,130
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	1,305	2,338	2,268	2,822
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	1,033	1,811	1,789	2,228
EPS (nghìn VND)	4,161	7,358	5,452	9,049
Tăng trưởng EPS (%)	-3.4%	75.3%	-1.2%	24.5%
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%	20%	22%
Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%)	-8%	15%	20%	20%



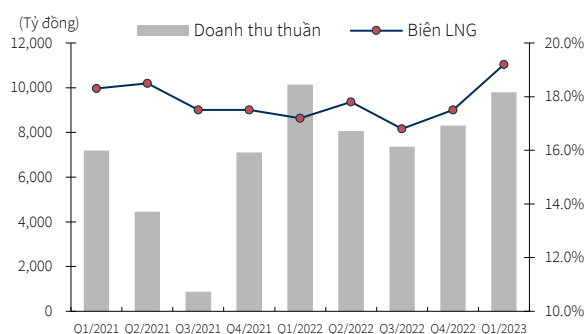
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Kết quả kinh doanh

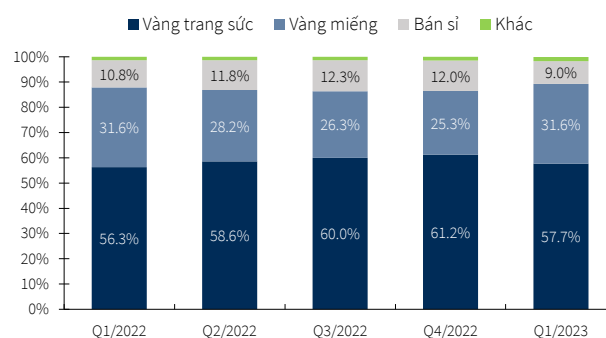
Bảng 1. Cập nhật KQKD

(Tỷ VND)	1Q2022	1Q2023	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	10,143	9,753	-3.8%	Doanh thu duy trì so với cùng kỳ là kết quả tích cực mặc dù sức mua còn yếu. PNJ duy trì được KQKD nguyên nhân nhờ có dịp lễ tết, các ngày lễ lớn kết hợp với sự nỗ lực trong các chương trình marketing thu hút khách hàng, áp dụng công nghệ quản trị hàng tồn kho, tối ưu vận hành
Bán lẻ trang sức	5,711	5,627	-1.5%	Các chương trình marketing giúp thu hút khách hàng, ngoài ra còn nhiều dịp lễ lớn, cưới hỏi do đó nhu cầu vàng trang sức không sụt giảm quá nhiều
Vàng 24K	3,205	3,082	-3.8%	Vàng 24K trước giờ vẫn là lớp tài sản ưa thích của nhiều người dân Việt Nam do đó nhu cầu không suy giảm quá nhiều khi sức mua giảm, hơn nữa đầu năm còn có ngày Vía Thần Tài, nhu cầu vàng miếng rất lớn.
Bán sỉ trang sức	1,095	878	-19.9%	Sức mua giảm mạnh, các đối tác sỉ của PNJ cũng giảm nhu cầu nhập sản phẩm do đó doanh thu sỉ sụt giảm mạnh
Khác	132	156	18.3%	
Lợi nhuận gộp	1,761	1,891	7.4%	
Biên lợi nhuận gộp	17.4%	19.4%	11.7%	Biên lợi nhuận gộp tăng nhờ các hoạt động tối ưu hoá hàng tồn kho, áp dụng công nghệ giảm chi phí logistic và thay đổi cơ cấu hàng hoá, tăng tỉ trọng các mặt hàng có giá trị cao
Thu nhập tài chính	5	14	176.5%	
Chi phí tài chính	-34	-38	11.0%	
SG&A	-818	-934	14.2%	Chi phí bán hàng tăng do công ty thực hiện nhiều chiến dịch marketing nhằm thu hút khách hàng mới, chiếm thêm thị phần trong bối cảnh các đối thủ gặp khó khăn
SG&A/Doanh thu	-8.1%	-9.6%	18.8%	
Lợi nhuận từ HĐKD	913	941	3.1%	
Thu nhập khác	0	2	1800%	
Lợi nhuận trước thuế	913	943	3.3%	
Lợi nhuận sau thuế	721	748	3.8%	LNST duy trì so với mức nền rất cao cùng kỳ, nhờ nỗ lực duy trì doanh thu và các hoạt động tối ưu nhằm tăng biên lợi nhuận

Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 1. Doanh thu thuần và BLNG của PNJ


Nguồn: PNJ, KBSV

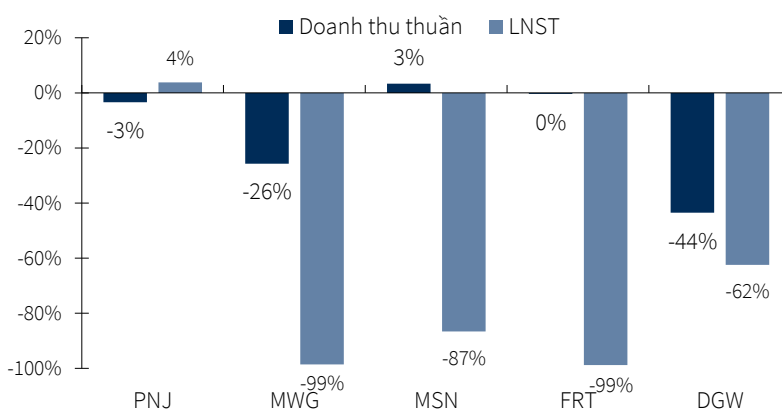
Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của PNJ


Nguồn: PNJ, KBSV

Kết quả kinh doanh đi ngược xu thế chung ngành bán lẻ trong bối cảnh suy giảm sức mua

1Q2023 có thể coi là khoảng thời điểm khó khăn với hầu hết các doanh nghiệp bán lẻ, lạm phát và lãi suất tăng cao, các lớp tài sản giảm giá trị, suy thoái kinh tế toàn cầu dẫn đến các doanh nghiệp thu hẹp nhân công và tiền lương, thu nhập chung của người dân giảm dẫn đến sức mua suy giảm mạnh. Các doanh nghiệp bán lẻ lớn đều gặp tình trạng giảm cả doanh thu và biên lợi nhuận. Trong bối cảnh đó PNJ vẫn xuất sắc ngược dòng duy trì cả doanh thu và lợi nhuận so với cùng kỳ dù 1Q2022 là thời điểm sau đại dịch sức mua dồn nén cực kỳ lớn. Những nguyên nhân để PNJ duy trì KQKD ấn tượng bao gồm (1) Nỗ lực của đội ngũ trong các chiến dịch marketing, bán hàng hiệu quả thu hút thêm nhiều khách hàng mới và giữ chân được các khách hàng cũ; (2) Đặc thù khách hàng thu nhập cao ít bị ảnh hưởng bởi suy giảm sức mua; (3) Quý 1 là cao điểm với nhiều ngày lễ, tết, mùa cưới.

Bảng 7. So sánh kết quả kinh doanh 1Q2023 của các DN bán lẻ so với cùng kỳ 1Q2022

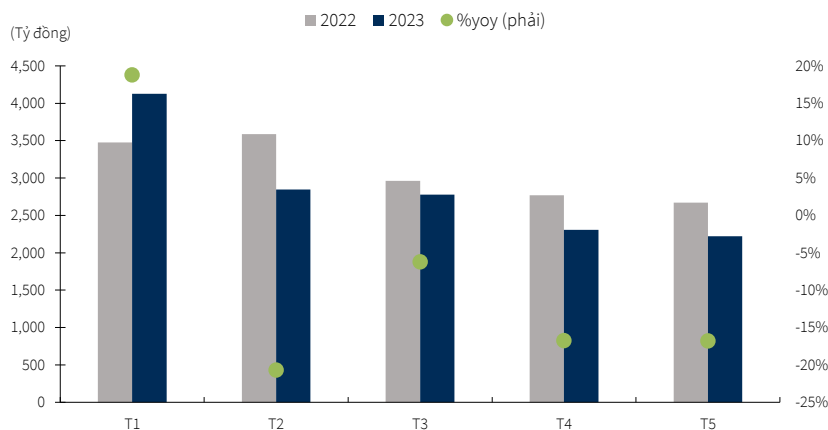


Nguồn: PNJ, KBSV tổng hợp

Bước vào mùa thấp điểm KQKD sụt giảm, KQKD 2H2023 phụ thuộc vào sự hồi phục của nền kinh tế

Mặc dù KQKD Q1/2023 vẫn duy trì ấn tượng trong bối cảnh sức mua suy giảm nhưng bước vào Q2 và Q3 là mùa thấp điểm cộng thêm sức mua toàn nền kinh tế còn yếu. KQKD những tháng thấp điểm gần đây đang giảm khá nhiều so với cùng kỳ phản ánh tình trạng chung. Chúng tôi dự báo PNJ sẽ tăng trưởng âm trong Q2 và Q3 trước khi hồi phục và bứt phá vào Q4. Những kỳ vọng giúp KQKD của PNJ hồi phục vào cuối năm bao gồm (1) Dịp cuối năm cũng là dịp cao điểm mua sắm, nhiều ngày lễ (2) Lạm phát và lãi suất hạ nhiệt tác động tích cực đến nền kinh tế (3) Tăng lương cơ bản và giảm thuế VAT hỗ trợ sức mua.

Bảng 7. KQKD của PNJ 5 tháng đầu năm 2023 so sánh với cùng kỳ 2022



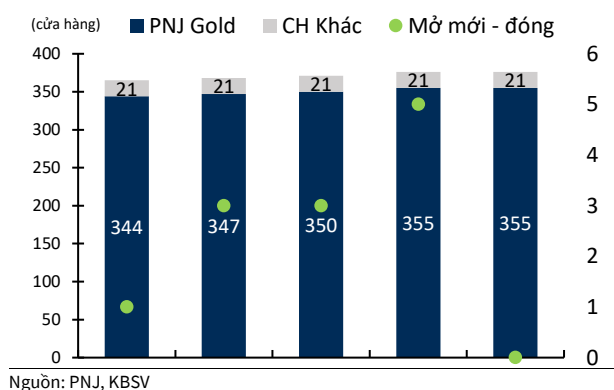
Nguồn: PNJ, KBSV

Mở mới cửa hàng ổn định tuy nhiên doanh thu trung bình trên cửa hàng khó duy trì vào mùa thấp điểm

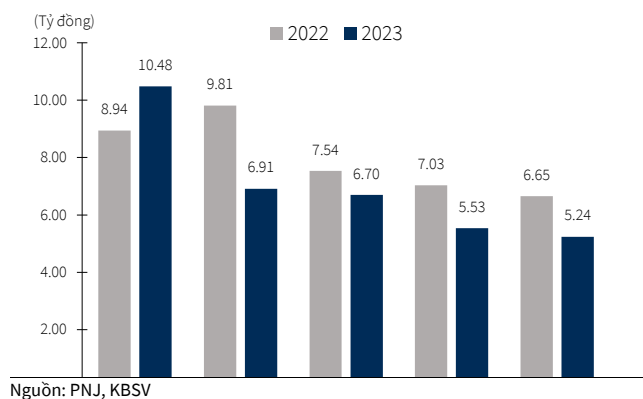
Luỹ kế 5 tháng đầu năm PNJ đã mở mới được 16 cửa hàng đồng thời đóng 4 cửa hàng trên kế hoạch mở 20-25 cửa hàng trong năm, với tốc độ này chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ đạt được kế hoạch mở mới. Trong bối cảnh nền kinh tế không khả quan việc mở rộng cửa hàng của PNJ sẽ thận trọng, họ sẽ ưu tiên duy trì doanh thu trên cửa hàng hiện hữu, khi kinh tế quay trở lại và dịp mua sắm cao điểm Q4 và Q1 năm sau sẽ ưu tiên mở thêm cửa hàng ở những thị trường mới.

Doanh thu trên cửa hàng các tháng gần đây đang thấp hơn so với cùng kỳ, tháng 4 chỉ đạt 5.53 tỷ/cửa hàng (-21% yoy), tháng 5 chỉ đạt 5.24 tỷ/cửa hàng (-21% yoy). Có thể lý giải do vào mùa thấp điểm, sức mua kém; các cửa hàng mới mở gần đây ở các khu đô thị loại 2, loại 3, ở trong trung tâm thương mại có doanh thu thấp so với các cửa hàng ở các thành phố lớn từ đó làm doanh thu trung bình giảm xuống. Chúng tôi dự báo trong thời gian tới doanh thu trung bình trên cửa hàng sẽ không tăng do chiến lược trong tương lai sẽ đánh vào các thị trường mới ở các thành phố, đô thị mới nổi hơn với các cửa hàng diện tích nhỏ hơn đem lại doanh thu nhỏ hơn.

Biểu đồ 1. Số lượng cửa hàng của PNJ 2023



Biểu đồ 2. Doanh thu trung bình/cửa hàng của PNJ



Các thông tin khác

Về kế hoạch ESOP, trong ĐHCĐ 2023 PNJ đã trình cổ đông dự kiến phát hành ESOP. Cụ thể, nếu lợi nhuận sau thuế nhỏ hơn 1,811 tỷ đồng, công ty sẽ không phát hành ESOP. Nếu lợi nhuận sau thuế lớn hơn hoặc bằng 1,811 tỷ đồng và nhỏ hơn 1,937 tỷ đồng, PNJ sẽ phát hành ESOP với tỷ lệ 1% tổng số cổ phiếu đang lưu hành tại thời điểm phát hành. Nếu lợi nhuận sau thuế lớn hơn hoặc bằng 1,937 tỷ đồng, công ty dự kiến phát hành ESOP với tỷ lệ 1.5% tổng số cổ phiếu đang lưu hành tại thời điểm phát hành.

Ngoài ra trong ĐHCĐ, ban lãnh đạo PNJ cho biết họ sẽ ra mắt mảng kinh doanh mới liên quan đến ngành hàng làm đẹp tuy nhiên sẽ không có ý định đi quá xa. Theo chúng tôi đánh giá mảng này sẽ bổ trợ thêm phần nhỏ vào kết quả kinh doanh khi tệp khách hàng trang sức và tệp khách hàng các sản phẩm làm đẹp tương đối giống nhau là phụ nữ Gen Y và Gen Z, tuy nhiên sẽ không đóng góp quá nhiều do thị trường này không quá lớn, tương đối phân mảnh và đã có nhiều đối thủ khác có sẵn trên thị trường.

Dự phóng và định giá

Dự phóng KQKD năm 2023

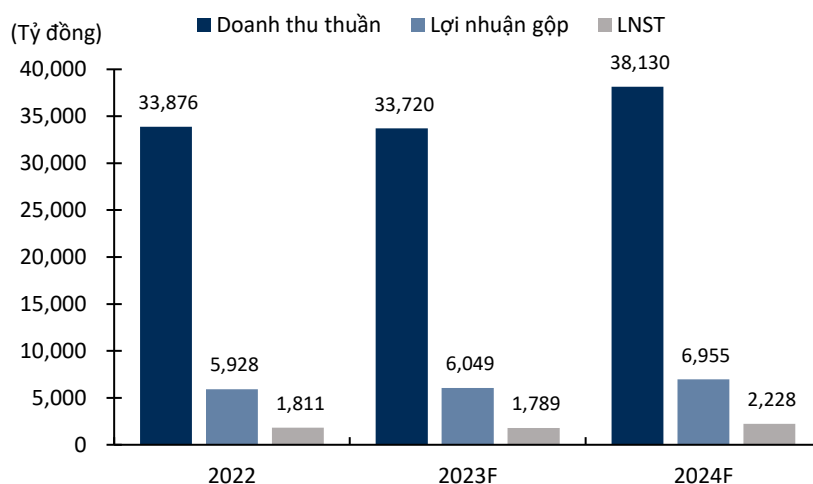
Chúng tôi cho rằng với sức mua hạn chế trong mùa thấp điểm so sánh với cùng kỳ năm trước có sự mua sắm trả thù do nhu cầu dồn nén, Q2 và Q3 năm nay PNJ sẽ tăng trưởng âm, sự phục hồi sẽ đến vào cuối năm với nhiều dịp lễ và sức mua hồi phục khi các chính sách dần có tác dụng với nền kinh tế. Chúng tôi dự phóng DTT của PNJ đạt 33,720 tỷ đồng (-0.5% yoy), BLNG cả năm tăng từ 17.5% lên 17.9% do có sự chuyển đổi cơ cấu sản phẩm. LNST đạt 1,789 tỷ đồng (-1% yoy). Năm 2024 khi nền kinh tế và sức mua phục hồi, PNJ sẽ có những chiến lược mở rộng thị trường củng cố sự tăng trưởng của mình.

Bảng 8. Dự phóng KQKD 2023

(Tỷ VND)	2022	2023F	+/-% YoY	2024F	+/- YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	33,876	33,720	-0.5%	38,130	13.1%	
<i>Bán lẻ trang sức</i>	20,732	20,732	0.0%	23,427	13.0%	Sức mua giảm sút, PNJ cố gắng thực hiện nhiều chương trình marketing, khuyến mãi nhằm duy trì kết quả của mảng chủ lực là bán lẻ trang sức
<i>Bán lẻ vàng miếng</i>	8,571	8,999	5.0%	10,169	13.0%	Mảng vàng miếng đặc thù không biến động nhiều do đặc thù người Việt Nam vẫn ưa thích tích trữ vàng miếng
<i>Bán sỉ trang sức</i>	4,065	3,455	-15.0%	3,974	15.0%	Các đối tác sỉ của PNJ cũng gặp khó khăn khi sức mua giảm sút, thậm chí họ còn gặp nhiều khó khăn hơn PNJ do không đủ nguồn lực thực hiện các chương trình marketing bán hàng lớn thu hút khách hàng
<i>Khác</i>	508	534	5.0%	560	5.0%	
Lợi nhuận gộp	5,928	6,049	2.0%	6,955	15.0%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	17.5%	17.9%	2.5%	18.2%	1.7%	Biên lợi nhuận gộp cải thiện do thay đổi cơ cấu hàng hoá và tăng hiệu quả quản trị hàng tồn kho
SG&A	-3,502	-3,642	4.0%	-4,004	9.9%	Chi phí SG&A tăng do công ty triển khai nhiều chính sách bán hàng marketing nhằm thu hút khách hàng mới
EBIT	2,426	2,407	-0.8%	2,952	22.6%	
EBT	2,313	2,256	-2.5%	2,809	24.5%	
Lợi nhuận sau thuế	1,811	1,789	-1.2%	2,228	24.5%	LNST năm 2023 đi ngang, năm 2024 khi kinh tế và sức mua hồi phục dự kiến sẽ có sự tăng trưởng bùng nổ

Nguồn: PNJ, KBSV

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



Nguồn: PNJ, KBSV

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:

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 91,400 VND/cổ phiếu.

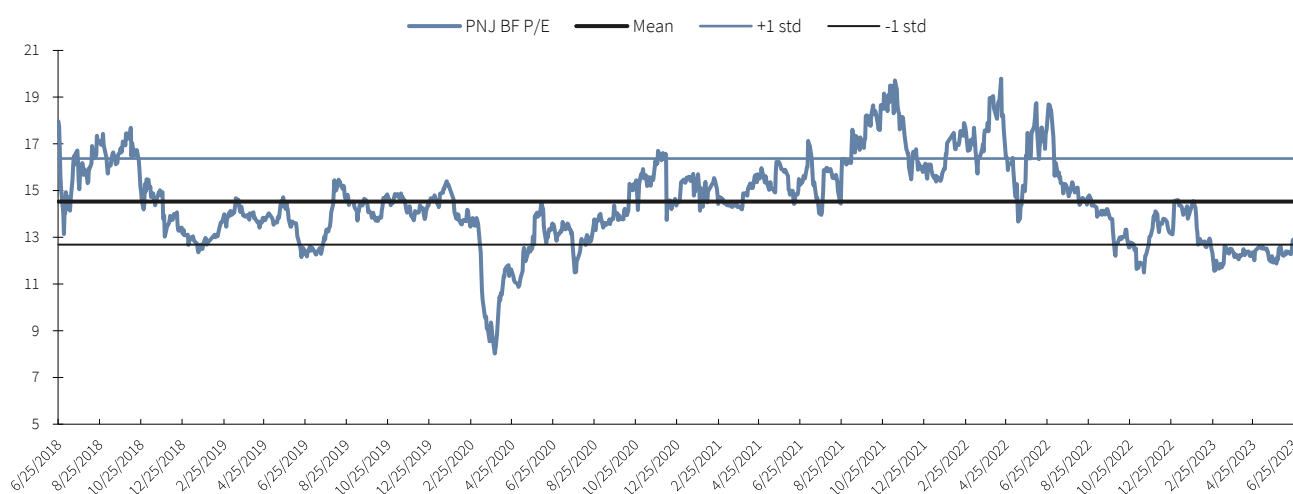
(2) Với phương pháp so sánh, chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu là 15 lần gần với mức P/E trung bình 5 năm. EPS mục tiêu là 5,452 VND/cổ phiếu. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu đối với phương pháp này là 81,800 VND/cổ phiếu

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 86,600 VND/cp, cao hơn 16% giá đóng cửa ngày 22/06/2023.

Bảng 10. Dự báo FCFF và các giả định

Chi phí VCSH	14.36%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	24,497
Chi phí vốn vay	8.00%	Giá trị hiện tại FCFF	6,771
Lãi suất phi rủi ro	5%	Tiền và tương đương tiền	376
Beta	1.2	Đầu tư ngắn hạn	337
Tăng trưởng dài hạn	3.5%	Giá trị doanh nghiệp	31,981
Thời gian dự phóng	5 năm	Nợ vay	2,009
WACC	12.37%	Giá trị công ty	29,972
		SLCP	327,999,629
Giá mục tiêu			91,400

Nguồn: KBSV dự phóng

Biểu đồ 3. 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
anhhd@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.