

KHUYẾN NGHỊ MUA CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHẬN - (HSX: PNJ) ĐỦ NĂNG HOA SẼ NỞ

Giá hiện tại:	95,000	Ngày viết báo cáo:	07/03/2024	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước:	97,700	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	333	CTCP QLQ ĐT DC VN	9.65%
Giá mục tiêu mới:	112,000	Vốn hóa (tỷ VND)	31,644	Trương Ngọc Phượng	8.06%
Tỷ suất cổ tức	2.1%	Thanh khoản BQ 30n (Tỷ VND):	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

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu **PNJ** với giá mục tiêu trung hạn = 112,000 VNĐ/CP (Upside +18% so với giá đóng cửa ngày 6/3/2024) dựa trên PP DCF và PE với tỷ lệ 50/50. Chúng tôi nâng giá mục tiêu so với báo cáo trước nhờ điều chỉnh tăng KQKD 2024 và tăng triển vọng trung hạn năm 2024F-2026F dựa trên các yếu tố:

- Phương pháp DCF:** điều chỉnh tăng triển vọng tăng trưởng LNST 2024-2026, tăng hiệu quả kiểm soát hàng tồn kho và tăng tốc độ tăng trưởng dài hạn G từ 1% lên 1.1%.
- Phương pháp PE:** chúng tôi nâng PE mục tiêu của PNJ từ 15.2 lên 17 lần- tương đương trung bình 5 năm, nhờ
 - Năng lực tăng trưởng về thị phần và lợi nhuận đã được chứng minh bất chấp bối cảnh ngành trong KQKD 2021-2023 và
 - Nâng CAGR LNST 2023-2026 từ 16% lên 19% nhằm phản ánh hiệu quả mở rộng thị phần 2021-2024 tích cực hơn kì vọng trước đó

LƯẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- 2024F kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng +18%YoY** nhờ (1) mở rộng thị phần, (2) tăng độ phủ cửa hàng và (3) tối ưu hóa chi phí hoạt động
- Kỳ vọng nâng tầm định giá hậu giai đoạn chứng minh năng lực tăng trưởng bất chấp giai đoạn thuận lợi (2022) và bất lợi (2023):** PE FW 2024 =14.6 lần – thấp hơn trung bình lịch sử 5 năm là 17 lần.

CẬP NHẬT KQKD THÁNG 1/2024 – Chịu tác động của tính chất mùa vụ

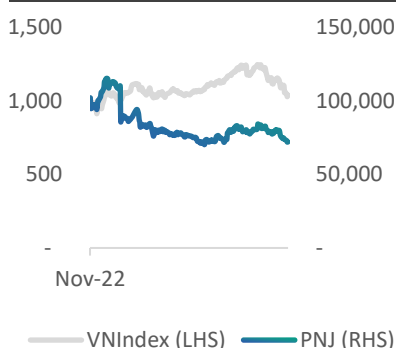
- KQKD tháng 1/2024 – có độ nhiễu, chưa phản ánh đầy đủ xu hướng KQKD 2024, do chịu áp lực từ sức mua chưa hồi phục và dịp Tết Nguyên Đán, lễ Thần Tài năm nay rơi vào tháng. vẫn cần quan sát thêm các yếu tố về trong các tháng sắp tới

- tăng trưởng doanh thu bán lẻ trang sức và tiến độ mở CH mới của PNJ,
- khả năng tiếp tục kiểm soát, tối ưu chi phí

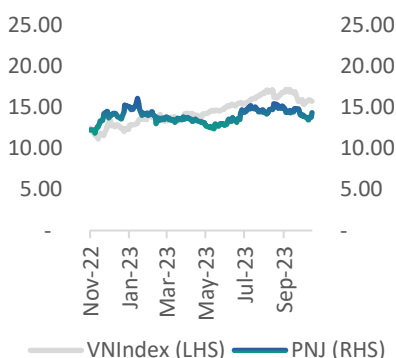
RỦI RO: KQKD thấp hơn kì vọng do áp lực cạnh tranh và bối cảnh kinh tế;

THÔNG TIN LIÊN QUAN: Dự thảo sửa đổi Nghị Định 24 về kinh doanh vàng đang được xem xét bởi NHNN để điều chỉnh quản lý thị trường vàng.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Chỉ số	2022	2023	2024	VNIndex
PE (x)	18.7	17.1	14.6	14.6
PB (x)	2.8	3.2	2.8	1.8
ROE (%)	14%	14%	14%	2%
ROA (%)	21%	20%	21%	11%

KQKD	2021	2022	2023	2024
Doanh thu thuần	19,613	33,876	33,137	37,594
Lợi nhuận gộp	3,573	5,927	6,059	6,863
NPATMI	1,033	1,811	1,971	2,326
EPS	2,953	5,093	5,545	6,495

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Tóm tắt: KQKD 2023 ghi nhận tăng trưởng khả quan về quy mô, thị phần, nhưng vẫn bảo vệ được lợi nhuận - Trong bối cảnh ngành ước tính giảm từ 30%-40% so với cùng kỳ

Cơ cấu doanh thu	Q4/2023	Q4/2022	%YoY	2023	2022	%YoY	Điểm nhấn
Lẻ	5,582	5,388	4%	19,286	20,732	-7.0%	<p>- Doanh thu bật tăng trong Q4/2023 sau 3 Quý chịu áp lực của sức mua suy giảm. Trong đó:</p> <p>(1) DT mảng bán lẻ trang sức liên tục thu hẹp đà suy giảm và đạt tăng trưởng dương từ tháng 11/2023.</p> <p>(2) Doanh thu vàng 24K trong năm 2023 mạnh, chủ yếu do diễn biến giá vàng tích cực hơn kì vọng</p> <p>- Biên lợi nhuận hoạt động tiếp tục cải thiện so với cùng kì nhờ</p> <p>(1) cơ cấu sản phẩm phù hợp vs từng nhóm KH</p> <p>(2) tối ưu hóa chi phí hoạt động: đóng/mở CH theo hướng hiệu quả, rút ngắn thời gian hiện từ hóa ý tưởng sáng thương mại hóa và giảm hao hụt trong sản xuất.</p>
% DT	57%	65%		58%	61%		
Sỉ	716	920	-22%	2,850	4,065	-29.9%	
% DT	7%	11%		9%	12%		
Vàng 24K	3,331	1,845	81%	10,438	8,571	21.8%	
% DT	34%	22%		32%	25%		
Khác	132	150	-12%	563	508	10.9%	
% DT	1%	2%		2%	1%		
	Q4/2023	Q4/2022	%YoY	2023	2022	%YoY	
Doanh thu thuần	9,760	8,302	18%	33,137	33,876	-2.2%	
Lãi gộp	1,751	1,469	19%	6,059	5,927	2.2%	
GPM	17.9%	17.7%		18.3%	17.5%		
Chi phí bán hàng	(763)	(707)	8%	(2,836)	(2,828)	0.3%	
Chi phí QLDN	(187)	(151)	24%	(694)	(675)	2.8%	
SG&A/Rev	9.7%	10.3%		10.65%	10.34%		
Lợi nhuận HĐKD	801	611	31%	2,529	2,424	4.4%	
Biên LN HĐKD	8.2%	7.4%		7.6%	7.2%		
Doanh thu tài chính	20	37	-45%	97	59	65.1%	
Chi phí tài chính	(29)	(57)	-49%	(142)	(146)	-2.9%	
Thu nhập khác, ròng	4	(0)		5	(25)	118.4%	
LNTT	797	591	35%	2,489	2,311	7.7%	
LNST	632	466	35%	1,971	1,807	9.1%	
Biên LNST	6.5%	5.6%		5.9%	5.3%		

Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Tóm tắt: KQKD tháng 1/2024 – có độ nhiễu, chưa phản ánh đầy đủ xu hướng KQKD 2024, do chịu áp lực từ sức mua chưa hồi phục và dịp Tết Nguyên Đán, lễ Thần Tài năm nay rơi vào tháng 2

Về DTT ghi nhận giảm -7.3% YoY:

- Mảng bán lẻ -6% YoY – tương đương tháng 12/2023 và mảng vàng 24K giảm 15.1% do tính chất mùa vụ: điểm rơi lợi nhuận Q1 chủ yếu nằm ở tết Nguyên Đán, lễ Thần tài và lễ tình nhân, bên cạnh đó, áp lực từ thu nhập suy giảm trong 2023 vẫn tác động đến nhu cầu tiêu dùng xa xỉ thời điểm cận tết
- Mảng bán sỉ phục hồi +32.6%YoY do mức nền thấp của 2023 và bối cảnh đơn đặt hàng phục hồi chuẩn bị cho dịp Tết Nguyên Đán.

Về biên lợi nhuận LNST giảm -1.3 điểm phần trăm so với cùng kỳ do

- Thay đổi cơ cấu bán hàng trong kênh lẻ
- Đẩy mạnh nhiều hoạt động truyền thông về các BST mới, nhằm lan tỏa sức mạnh thương hiệu, đón đầu mùa mua sắm dịp Tết 2024.
- Vận hành cửa hàng mới hoạt động chưa đủ 12 tháng (49CH mới /402 CH), tác động nhẹ đến KQKD chung của PNJ.

Do đó, chúng tôi nhận thấy rằng KQKD tháng 1/2024 có độ nhiễu nên chúng tôi vẫn duy trì quan điểm so với **báo cáo trước đó đã đề cập**, vẫn cần quan sát thêm các yếu tố về trong các tháng sắp tới (1) tăng trưởng doanh thu bán lẻ trang sức và tiến độ mở CH mới của PNJ, (2) khả năng tiếp tục kiểm soát, tối ưu chi phí.

BSC TĂNG DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH.

Tóm tắt: Điều chỉnh tăng KQKD 2023-2024 - Phù hợp với quan điểm đã đề cập trước đó ([link](#)) và nâng CAGR LNST 2023-2026 từ 16% lên 19% nhằm phản ánh hiệu quả mở rộng thị phần 2021-2024 tích cực hơn

(1) Chúng tôi nâng kì vọng DTT và LNST năm 2024 lần lượt +4.7% và +1.8% so với báo cáo trước, Trong đó:

- DT tăng do diễn biến tích cực từ thị trường vàng và xu hướng phục hồi của ngành hỗ trợ doanh thu bán sỉ 2H/2024.
- Biên lợi nhuận hoạt động giảm nhẹ 0.3ppt so với trước đó, cân đối cơ cấu các mảng doanh thu và chương trình quảng bá sản phẩm phù hợp với bối cảnh thị trường, nhằm tập trung bảo vệ lợi nhuận tuyệt đối.

(2) nâng CAGR LNST 2023-2026 từ 16% lên 19% nhằm phản ánh hiệu quả mở rộng thị phần 2021-2024 tích cực hơn kì vọng nhờ:

- Số lượng CH mở mới giai đoạn 2021-2024, được kì vọng bước vào giai đoạn trưởng thành và chứng minh hiệu quả (ước tính gần 100CH, ~20%SLCH của PNJ).
- Tăng trưởng DT TB/CH trung hạn +5% cao hơn 3% trước đó nhờ tăng trưởng tiêu dùng của tầng lớp trung lưu và khẳng định sức mạnh thương hiệu.
- Biên lợi nhuận hoạt động trung hạn kì vọng cải thiện 1 điểm phần trăm nhờ cơ cấu sản phẩm hiệu quả và tối ưu hóa chi phí hoạt động.

	2022F	2023 cũ	2023 mới	% thay đổi mới/cũ	2024F cũ	2024F mới	% thay đổi mới/cũ
DT bán lẻ	20,732	19,341	19,286	0%	22,242	22,233	0.0%
%YoY	80%	-7%	-7%		15%	15%	
DT bán sỉ	4,065	2,815	2,850	1%	2,970	3,225	8.6%
%YoY	54%	-31%	-30%		5%	13%	
DT vàng miếng	8,571	9,392	10,438	11%	9,772	11,528	18.0%
%YoY	71%	10%	22%		4%	10%	
DTT	33,876	32,103	33,137	3%	35,606	37,594	5.6%
%YoY	73%	-5%	-2%		11%	13%	
Lãi gộp	5,927	6,012	6,059		6,661	6,863	
GPM	17.5%	18.7%	18.3%	-0.4%	18.7%	18.3%	-0.5%
Biên EBIT	7.2%	7.9%	7.6%	-0.3%	8.1%	7.9%	-0.3%
LNST	1,811	1,934	1,971	2.0%	2,282	2,326	1.9%
Biên LNST	5.3%	6.0%	5.9%		6.4%	6.2%	-0.2%
%YoY	75%	7%	9%		18.0%	18.0%	

Nguồn: PNJ, BSC Research

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu **PNJ** với giá mục tiêu trung hạn = **112,000 VNĐ/CP (Upside +18% so với giá đóng cửa ngày 6/3/2024)** dựa trên PP DCF và PE với tỷ lệ 50/50. Chúng tôi nâng +15% với báo cáo trước đó nhờ điều chỉnh tăng KQKD 2024 và tăng triển vọng trung hạn năm 2024F-2026F dựa trên các yếu tố:

- **Phương pháp DCF:** điều chỉnh tăng triển vọng tăng trưởng LNST 2024-2026, kiểm soát tốt hơn hàng tồn kho/mỗi cửa hàng nhờ hoạt động tối ưu hóa chi phí và tăng tốc độ tăng trưởng dài hạn G từ 1% lên 1.1%.

- **Phương pháp PE:** chúng tôi nâng PE mục tiêu của PNJ từ 15.2 lên 17 lần- tương đương trung bình 5 năm, nhờ

- Năng lực tăng trưởng về thị phần và lợi nhuận đã được chứng minh bất chấp bối cảnh ngành trong KQKD 2021-2023 và
- Nâng CAGR LNST 2023-2026 từ 16% lên 19% nhằm phản ánh hiệu quả mở rộng thị phần 2021-2024 tích cực hơn kì vọng trước đó.

Phương pháp DCF	2024	2025	2026
Dòng tiền tự do công ty (FCFF)	1,597	2,581	3,066
Tổng giá trị chiết khấu dòng tiền tự do 5 năm	1,489	2,210	2,412
Giá trị cuối cùng	40,231	Chi phí sử dụng vốn	
Chiết khấu giá trị cuối cùng	31,655	Rf	3.0%
Tổng giá trị chiết khấu	37,767	Beta	0.84
(-) Nợ	(2,439)	Ke	10%
(+) Tiền mặt	2,524	Kd	6%
Tổng giá trị công ty	37,851	E/A	20%
SLCP Lưu hành (triệu)	333	D/A	80%
Giá trị hợp lý	113,636	WACC	9%
Phương pháp P/E			
EPS Pha loãng 2024F	6,495		
P/E mục tiêu	17.0		
Giá hợp lý	110,414		
Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá bình quân
DCF	113,636	50%	56,818
P/E	110,414	50%	55,207
Giá mục tiêu			112,000
Giá Hiện tại			95,000
Upside			18%
Khuyến nghị			MUA

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	33,137	37,594	(Lỗ)/LNST	1,287	2,312	2,489	2,937
Giá vốn hàng bán	(16,040)	(27,949)	(27,078)	(30,730)	Khấu hao và phân bổ	75	80	81	94
Lợi nhuận gộp	3,573	5,927	6,059	6,863	Thay đổi vốn lưu động	(1,801)	(1,788)	(526)	(821)
Chi phí bán hàng	(1,694)	(2,828)	(2,836)	(3,128)	Điều chỉnh khác	(356)	(571)	(599)	(611)
Chi phí QLDN	(472)	(674)	(694)	(779)	LCTT từ HĐ KD	(717)	101	1,503	1,599
Lãi/lỗ HĐKD	1,407	2,425	2,529	2,957					
Doanh thu tài chính	16	54	98	104	Tiền chi mua TSCĐ	(63)	(52)	(82)	(86)
Chi phí tài chính	(118)	(141)	(143)	(128)	Đầu tư khác	14	(318)	(495)	(600)
Chi phí lãi vay	(104)	(94)	(119)	(106)	LCTT từ HĐ Đầu tư	(49)	(371)	(577)	(686)
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	-	-	-	-					
Lãi/lỗ khác	(18)	(25)	5	5	Tiền chi trả cổ tức	(177)	(617)	(611)	(865)
Lợi nhuận trước thuế	1,287	2,312	2,489	2,937	Tiền từ vay ròng	880	(39)	(299)	55
Thuế thu nhập DN	(254)	(502)	(518)	(611)	Tiền thu khác	702	792	(909)	(767)
LN sau thuế	1,033	1,811	1,971	2,326	LCTT từ HĐ Tài chính	702	792	(909)	(712)
CĐTS	-	-	-	-					
LNST - CĐTS	1,033	1,811	1,971	2,326	Dòng tiền đầu kỳ	422	358	880	896
EBITDA	1,482	2,504	2,610	3,051	Tiền trong kì	(65)	522	17	201
EPS	2,953	5,093	5,545	6,495	Dòng tiền cuối kỳ	358	882	896	1,097

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024	Chỉ số (%)	2021	2022	2023	2024
Tiền và tương đương tiền	358	880	896	1,097	Khả năng thanh toán				
Đầu tư ngắn hạn	-	200	810	1,410	Hsố TT ngắn hạn	2.04	2.45	2.81	2.92
Phải thu ngắn hạn	110	301	217	225	Hsố TT nhanh	0.10	0.28	0.42	0.54
Tồn kho	8,687	10,506	10,941	11,968					
TS ngắn hạn khác	66	80	96	109	Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn	9,220	11,966	12,960	14,826	Hsố Nợ/TTTS	0.26	0.20	0.17	0.15
TS hữu hình	910	882	883	854	Hsố Nợ/VCSH	0.45	0.32	0.24	0.22
Khấu hao	(374)	(433)	(491)	(491)					
TS dở dang dài hạn	31	31	29	50	Năng lực hoạt động				
ĐT dài hạn	-	-	4	4	Số ngày HTK	160.0	112.1	119.3	115.1
TS dài hạn khác	302	364	449	449	Số ngày phải thu	2.0	3.2	2.4	2.2
TS dài hạn	1,327	1,371	1,470	1,462	Số ngày phải trả	15.7	3.6	3.4	3.4
Tổng TS	10,547	13,337	14,430	16,287	CCC	146.4	111.7	118.2	113.8
Nợ phải trả	689	277	255	289					
Vay ngắn hạn	2,722	2,683	2,384	2,439	Tỉ suất lợi nhuận				
Nợ ngắn hạn khác	984	1,761	1,802	1,994	Lợi nhuận gộp	18.2%	17.5%	18.3%	18.3%
Tổng Nợ ngắn hạn	4,521	4,883	4,614	5,075	Lợi nhuận LNST	5.3%	5.3%	5.9%	6.2%
Vay dài hạn	-	-	-	-	ROE	17.2%	21.4%	20.1%	20.8%
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	ROA	9.8%	13.6%	13.7%	14.3%
Tổng Nợ dài hạn	9	10	9	9					
Tổng Nợ	4,530	4,893	4,623	5,084	Định Giá				
Vốn góp	2,276	2,462	3,282	3,331	PE	32.17	18.65	17.13	14.63
Thặng dư vốn cổ phần	991	2,251	1,851	1,901	PB	3.89	2.77	3.18	2.82
LN chưa phân phối	1,954	2,522	2,740	3,563					
Vốn chủ khác	-	-	-	-	Tăng trưởng				
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-	Tăng trưởng DTT	12.0%	72.7%	-2.2%	13.4%
Tổng Vốn chủ sở hữu	6,017	8,444	9,807	11,203	Tăng trưởng EBIT	-6.7%	72.4%	4.3%	16.9%
Tổng nguồn vốn	10,547	13,337	14,430	16,287	Tăng trưởng LNNT	-4.4%	79.6%	7.6%	18.0%
Số lượng cổ phiếu lưu hành	246	246	328	333	Tăng trưởng EPS	-1.1%	72.5%	8.9%	17.1%

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 đồng 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

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>

nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

