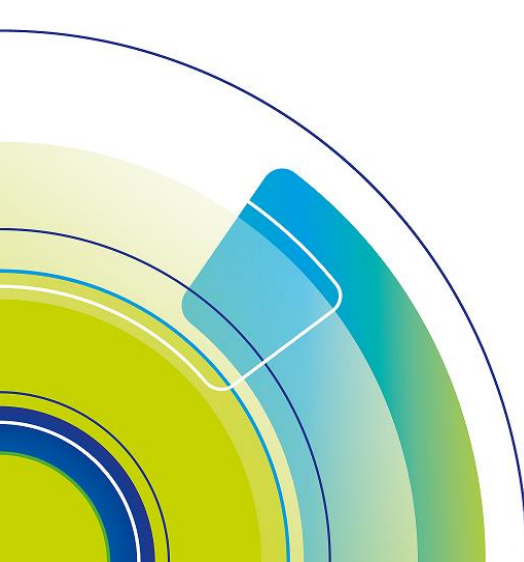




Cập nhật PNJ – GIỮ

Ngày 06/04/2023



Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 7300 7000 – Ext: 1042

chilk@acbs.com.vn

Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị

GIỮ

HSX: PNJ

Bán lẻ trang sức & phụ kiện

Giá mục tiêu (VND) **81.496**

Giá hiện tại (VND) **77.300**

Tỷ lệ tăng giá 5,3%

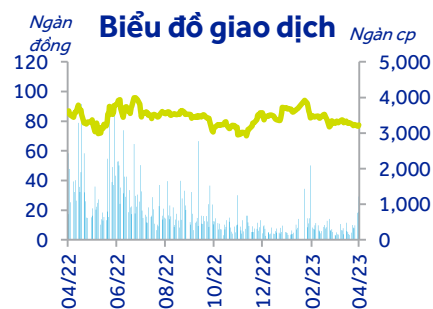
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 2,6%

Tổng tỷ suất lợi nhuận 8,0%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-13,3	-3,5	-13,3	-10,7
Tương đối	-20,9	-8,9	-16,7	17,4

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Dragon Capital	9,9%
B. Trương Ngọc Phượng	9,2%

Thông kê

Mã Bloomberg	PNJ VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	67.500-98.325
SL lưu hành (triệu cp)	328
Vốn hóa (tỷ đồng)	25.387
Vốn hóa (triệu USD)	1.063
Room khối ngoại còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	82,3
KLGD TB 3 tháng (cp)	370.063
VND/USD	23.875
Index: VNIIndex / HNX	1080,4/212,5

CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ VN)

PNJ kết thúc năm 2022 với kết quả ấn tượng. Tuy nhiên, chúng tôi đưa ra dự phóng thận trọng hơn cho năm 2023 trong bối cảnh tình hình kinh tế khó khăn, mặc dù tập khách hàng của PNJ không phải là đối tượng chịu ảnh hưởng nhiều nhất. Khuyến nghị **GIỮ**. Giá mục tiêu 81.496 đ/cp.

PNJ công bố doanh thu thuần 2022 tăng 73,3% n/n, đạt 33.876 tỷ đồng, và LNST tăng 76% n/n, đạt 1.811 tỷ đồng, đạt 99,9% và 93,5% dự phóng của chúng tôi. Tuy KQKD những tháng cuối năm 2022 có chậm lại, một phần do tình hình kinh tế chung xấu đi nhưng việc tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2022 cộng với hiệu ứng nền thấp của Q3/21 đã giúp công ty ghi nhận kết quả rực rỡ cho năm 2022.

KQKD PNJ 2022

		Tăng trưởng
Doanh thu thuần	33.876	73,3%
Bán lẻ	20.756	79,7%
Bán sỉ	4.070	56,1%
Vàng 24K	8.432	74,6%
Khác	618	5,5%
LNST	1.811	76,0%

Nguồn: PNJ; tính toán của ACBS

Doanh thu bán lẻ tăng 79,7% n/n trong 2022 nhờ nhu cầu phục hồi sau dịch bệnh, mở rộng mạng lưới cửa hàng, chiến lược marketing hiệu quả và chuyển đổi số. Tính đến cuối 2022, PNJ có 364 cửa hàng (cuối 2021: 341) đang hoạt động, với 343 cửa hàng vàng (cuối 2021: 319). Chúng tôi giả định công ty có thể tiếp tục mở rộng mạng lưới cửa hàng với 20 cửa hàng mới (số rỗng) trong năm 2023. Doanh thu vàng miếng và các sản phẩm có hàm lượng vàng cao tăng 74,6% n/n trong 2022, do nhu cầu cao đối với các sản phẩm này như là tài sản trú ẩn an toàn hoặc đầu tư/đầu cơ trong bối cảnh lạm phát và bất ổn địa chính trị toàn cầu. Doanh thu bán sỉ cũng tăng 56,1% n/n năm 2022.

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
DT thuần (tỷ đồng)	19.547	33.876	35.724	40.033	44.725
Tăng trưởng	11,6%	73,3%	5,5%	12,1%	11,7%
EBITDA (tỷ đồng)	1.486	2.491	2.678	3.056	3.468
Biên EBITDA	7,6%	7,4%	7,5%	7,6%	7,8%
LN ròng (tỷ đồng)	1.029	1.811	1.994	2.322	2.661
Tăng trưởng LN	-3,8%	76,0%	10,1%	16,5%	14,6%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	3.182	5.284	5.700	6.573	7.458
Tăng trưởng	-4,0%	66,0%	7,9%	15,3%	13,5%
ROE	18,3%	25,1%	21,8%	21,7%	21,1%
ROA	10,8%	15,1%	14,6%	15,9%	16,9%
Nợ ròng /EBITDA (x)	1,6	0,6	0,2	0,1	(0,2)
EV/EBITDA (x)	18,1	10,8	10,0	8,8	7,7
EV/Doanh thu (x)	1,4	0,8	0,8	0,7	0,6
P/E (x)	24,3	14,6	13,6	11,8	10,4
P/B (x)	2,9	2,2	2,6	2,2	1,9
Cổ tức (đồng)	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Suất sinh lợi cổ tức	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%

Biên lợi nhuận gộp toàn công ty đạt 17,5% so với 18,4% trong 2021, do tỷ trọng doanh thu vàng miếng tăng lên và thay đổi cơ cấu sản phẩm bán lẻ khi mở rộng vào thị trường cấp 2&3. Tuy vậy, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên lợi nhuận gộp giảm (59,1% trong 2022 so với 60,8% trong 2021) đã hỗ trợ lợi nhuận của công ty. PNJ không gặp áp lực từ việc tăng lãi suất do chi phí lãi vay giảm 9,6% n/n trong năm 2022, nhờ nợ ròng giảm (1.464 tỷ đồng cuối năm 2022 so với 2.366 tỷ đồng cuối năm 2021) chủ yếu do phát hành riêng lẻ (1.411 tỷ đồng) để tăng VCSH trong Q1/22. Ngoài ra, PNJ ghi nhận tỷ lệ chi phí lãi vay ròng trên nợ ròng trung bình tương đối thấp trong những năm qua (3,9% năm 2022, 5% năm 2021 và khoảng 5,3%-5,9% trong giai đoạn 2016-2019).

Triển vọng

Trong 2T23, PNJ báo cáo doanh thu thuần giảm 1,3% n/n dù LNST tăng 6,4% n/n. Mặc dù kết quả này có thể phần nào được giải thích bởi mức nền cao trong năm ngoái, chúng tôi cho rằng sức mua sụt giảm cũng có thể là một lý do. Tăng trưởng doanh thu của công ty có dấu hiệu chững lại trong hai tháng cuối năm 2022 (+17% n/n vào tháng 11 và -0,9% n/n vào tháng 12/2022 so với mức tăng trên 40% của những tháng còn lại). Phân khúc bán sỉ giảm 12,8% n/n trong khi tăng trưởng của phân khúc bán lẻ cũng giảm dần từ 25,5% n/n trong tháng 11, 12,7% n/n trong tháng 12/2022 và gần như không đổi trong 2T23. Tập khách hàng của PNJ thuộc phân khúc trung bình-cao nên không phải là đối tượng bị ảnh hưởng nhiều nhất bởi những bất ổn kinh tế, tuy nhiên, điều này không có nghĩa là hoàn toàn không có tác động.

Chúng tôi dự phóng công ty tiếp tục ghi nhận tăng trưởng trong 2023 dù với tốc độ khiêm tốn hơn trong bối cảnh triển vọng kinh tế âm ảm (ít nhất là trong 6 tháng đầu năm 2023) và do nền so sánh cao trong năm ngoái. Phân khúc bán lẻ vẫn là động lực chính. Doanh thu thuần của PNJ được dự phóng tăng 5,5% n/n, đạt 35.724 tỷ đồng và LNST dự phóng tăng 10,1% n/n, đạt 1.994 tỷ đồng. Kết hợp phương pháp DCF và P/E, chúng tôi định giá cổ phiếu ở mức 81.496 đồng/cổ phiếu, tương đương với tổng mức sinh lời 8,0% vào cuối 2023.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ PNJ	Giá hiện tại (đồng):	77.300	Giá mục tiêu (đồng):	81.418	Vốn hóa (tỷ đồng):	25.387
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2021	2022	2023F	2024F	2025F	
Doanh thu thuần	19.547	33.876	35.724	40.033	44.725	
<i>Tăng trưởng</i>	<i>11,6%</i>	<i>73,3%</i>	<i>5,5%</i>	<i>12,1%</i>	<i>11,7%</i>	
GVHB trừ khấu hao	15.874	27.870	29.373	32.882	36.705	
Chi phí bán hàng	1.688	2.828	2.965	3.302	3.667	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	502	674	711	796	890	
Doanh thu tài chính	16	34	17	19	21	
Chi phí tài chính	14	47	14	15	17	
EBITDA	1.486	2.491	2.678	3.056	3.468	
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,4%</i>	<i>7,5%</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,8%</i>	
Khấu hao	75	80	81	85	89	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.411	2.411	2.598	2.971	3.379	
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>7,2%</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,4%</i>	<i>7,6%</i>	
Lợi nhuận/Lỗ khác	(28)	(25)	1	1	1	
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	-	-	-	-	-	
Chi phí lãi vay ròng	104	74	61	17	(6)	
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>5,5%</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,8%</i>	<i>3,9%</i>	<i>2,2%</i>	
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>13,5</i>	<i>32,6</i>	<i>42,3</i>	<i>173,5</i>	<i>-537,3</i>	
Thuế	250	502	543	633	725	
<i>Thuế suất thực tế</i>	<i>19,1%</i>	<i>21,5%</i>	<i>21,4%</i>	<i>21,4%</i>	<i>21,4%</i>	
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-	
Lợi nhuận ròng	1.029	1.811	1.994	2.322	2.661	
Tiền mặt từ hoạt động kinh doanh	1.104	1.890	2.074	2.407	2.750	
Tổng số lượng cổ phiếu	227.612.362	246.171.620	331.502.827	334.817.855	338.166.034	
EPS (VND)	4.242	7.044	5.700	6.573	7.458	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	
EPS hiệu chỉnh (VND)	3.182	5.284	5.700	6.573	7.458	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>	<i>-4,0%</i>	<i>66,0%</i>	<i>7,9%</i>	<i>15,3%</i>	<i>13,5%</i>	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Thay đổi vốn lưu động	1.773	1.441	429	1.045	859
Capex	48	51	50	63	63
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	-	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	-53	-326	-189	-258	-223
Dòng tiền tự do	-771	72	1.406	1.042	1.605
Phát hành cp	(2)	1.447	66	66	67
Cổ tức đã trả	177	617	663	669	676
Thay đổi nợ ròng	949	-903	-809	-439	-996
Nợ ròng cuối năm	2.366	1.464	654	215	-781
Vốn CSH	6.013	8.444	9.841	11.560	13.611
Giá trị sổ sách/cp (VND)	26.425	35.015	29.995	34.885	40.670
Nợ ròng / VCSH	39,4%	17,3%	6,7%	1,9%	-5,7%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1,6	0,6	0,2	0,1	-0,2
Tổng tài sản	10.619	13.337	13.925	15.204	16.260

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2021	2022	2023F	2024F	2025F
ROE	18,3%	25,1%	21,8%	21,7%	21,1%
ROA	10,8%	15,1%	14,6%	15,9%	16,9%
ROIC	14,8%	20,5%	20,0%	21,0%	21,6%
WACC	10,9%	11,9%	12,9%	13,2%	13,4%
EVA	3,9%	8,6%	7,2%	7,7%	8,2%
P/E (x)	24,3	14,6	13,6	11,8	10,4
EV/EBITDA (x)	18,1	10,8	10,0	8,8	7,7
EV/FCF (x)	-34,8	370,8	19,1	25,7	16,7
P/B (x)	2,9	2,2	2,6	2,2	1,9
P/S (x)	1,3	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/Doanh thu (x)	1,4	0,8	0,8	0,7	0,6
PEG	1,0	0,5	1,1	0,8	0,8
Suất sinh lợi cổ tức	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

Leman, 117 Nguyễn Đình Chiểu, Q.3, TPHCM
Tel: (+84 28) 7300 1000

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Phó phòng Phân tích

Nguyễn Bình Thanh Giao
(+84 28) 7300 7000 (x1041)
giaonbt@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Bất động sản
Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 7300 7000 (x1043)
trucptt@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Tài chính ngân hàng
Cao Việt Hùng
(+84 28) 7300 7000 (x1049)
hungcv@acbs.com.vn

Giám đốc phân tích ngành Bán lẻ
Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 7300 7000 (x1042)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT- Dầu khí
Phan Việt Hưng
(+84 28) 7300 7000 (x1044)
hungpv@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Truyền thông
Trần Nhật Trung
(+84 28) 7300 7000 (x1045)
trungtn@acbs.com.vn

CVPT – Vật liệu xây dựng
Huỳnh Anh Huy
(+84 28) 7300 7000 (x1048)
huyha@acbs.com.vn

CVPT – Năng lượng
Phạm Đức Toàn
(+84 28) 7300 7000 (x1051)
toanpd@acbs.com.vn

CVPT – Vĩ mô
Nguyễn Thị Hòa
(+84 28) 7300 7000 (x1050)
hoant@acbs.com.vn

CVPT – Phái sinh, Vĩ mô
Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 7300 7000 (x1046)
minhtvh@acbs.com.vn

CVPT – PTKT
Lương Duy Phước
(+84 28) 7300 7000 (x1047)
phuocld@acbs.com.vn

NVPT – PTKT
Võ Phú Hữu
(+84 28) 7300 7000 (x1052)
huvvp@acbs.com.vn

KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc khối khách hàng định chế

Chu Thị Kim Hương
(+84 28) 7300 7000 (x1083)
huongctk@acbs.com.vn

NV Hỗ trợ khách hàng
Lê Nguyễn Tiến Thành
(+84 28) 7300 7000 (x1089)
thanhln@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Trần Như Huỳnh
(+84 28) 7300 7000 (x1088)
huynhntn@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC
Trần Thị Thanh
(+84 28) 7300 7000 (x1085)
thanhtht@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Thị Thảo
(+84 28) 7300 7000 (x1087)
thaont@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Lý Ngọc Dung
(+84 28) 7300 7000 (x1084)
dungln.hso@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Phương Nhi
(+84 28) 7300 7000 (x1086)
nhinp@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

GIỮ: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn 0-15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2023). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.