

Ngành Bán lẻ

Báo cáo cập nhật

Tháng 6, 2023

Mã giao dịch: PNJ

Reuters: PNJ.HM

Bloomberg: PNJ VN Equity

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá mục tiêu (VNĐ/CP) **79.665**

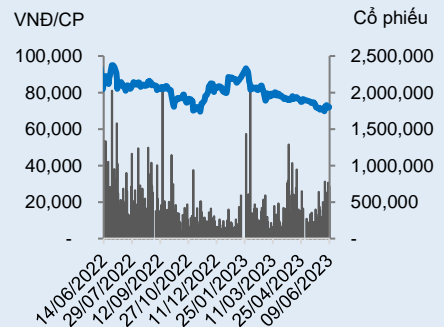
Giá thị trường (09/06/2023) **72.000**

Lợi nhuận kỳ vọng **10,6%**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	69.520-94.937
Vốn hóa	23.616 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	327.999.629
KLGD bình quân 10 ngày	543.004
% sở hữu nước ngoài	48,99%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,7%
Beta	0,6

DIỄN BIẾN GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PNJ	-18,3%	-3,5%	-10,1%	-13,4%
VNIndex	6,1%	3,9%	4,3%	5,7%

Chuyên viên phân tích

Trần Đăng Mạnh

(84 28) 3914 6888 ext. 256

manhtd@bvsc.com.vn

Dấu hiệu giảm tốc trong bối cảnh vĩ mô khó khăn

Sau khi có KQKD sơ bộ 4 tháng đầu năm, chúng tôi đã xem xét lại dự báo KQKD, giá mục tiêu và khuyến nghị đối với PNJ. Dưới đây là những điểm nhấn chính:

KQKD sơ bộ T4/2023: có dấu hiệu hạ nhiệt

Trong tháng 4/2023, PNJ đạt mức lợi nhuận ròng 111 tỷ, giảm 23,4% y/y do doanh thu sụt giảm xuống mức 2.263 tỷ (-18,3% y/y). Lũy kế 4T23, doanh thu thuần giảm 6,6% y/y xuống 12.059 tỷ, và lợi nhuận ròng đi ngang ở mức 860 tỷ (-0,7% y/y), nhờ BLN mở rộng. Với những kết quả trên, PNJ hoàn thành lần lượt 38,2%/50,4% dự báo doanh thu thuần/lợi nhuận ròng 2023 của BVSC.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu T4/2023 và 4T23 của PNJ:

Đvt: tỷ đồng	T4-23	y/y	m/m	4T-23	4T-22	y/y
DTT	2.263	-18,3%	-18,5%	12.059	12.913	-6,6%
Bán lẻ	1.355	-22,4%	-20,6%	7.021	7.445	-5,7%
Bán buôn	222	-36,2%	-14,7%	1.106	1.442	-23,3%
Vàng miếng	668	1,0%	-16,5%	3.763	3.856	-2,4%
LN ròng	111	-23,4%	-42,2%	860	866	-0,7%
BLN ròng	4,9%			7,2%	6,7%	

Nguồn: Dữ liệu công ty; BVSC

- Doanh thu bán lẻ Tháng 4 giảm 22,4% y/y xuống 1.355 tỷ, mức thấp nhất kể từ Tháng 12/2021. Mảng bán buôn có cùng xu hướng, giảm còn 222 tỷ (-36,2% y/y), phản ánh quan điểm thận trọng của các đơn vị nhỏ lẻ đối với triển vọng nhu cầu. Nhìn chung, doanh thu của PNJ giảm trong bối cảnh vĩ mô khó khăn cho thấy nhóm khách hàng trung lưu và giàu có cũng lo ngại về triển vọng tương lai, và quy mô giỏ hàng có thể bị ảnh hưởng theo.
- BLN ròng 4T23 mở rộng là điểm nhấn chính, đạt 7,2% so với 6,7% trong 4T22. Cụ thể, mức tăng BLN gộp trong 4T23 cao hơn mức tăng chi phí hoạt động/ DTT.

Giảm tốc trong ngắn hạn; Câu chuyện dài hạn không đổi

Trước dấu hiệu suy yếu trong bối cảnh vĩ mô khó khăn hơn, chúng tôi điều chỉnh giảm trung bình 14,8% đối với dự báo KQKD giai đoạn 2023-2025 cho PNJ. Cụ thể, chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận ròng của PNJ đạt 1.706 tỷ, giảm 5,8% y/y trên doanh thu thuần dự báo đạt 31.451 tỷ (-7,7% y/y).

Cho 2024, chúng tôi hiện kỳ vọng doanh thu phục hồi 8,9% y/y, đạt 34.262 tỷ và lợi nhuận ròng tăng 11,5% y/y lên mức 1.902 tỷ. Với kì vọng vĩ mô cải thiện, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng 2025 tăng trưởng mạnh 17,9% y/y, đạt 2.242 tỷ, với doanh thu thuần dự báo đạt 37.850 tỷ (+10,5% y/y).

Hình 2: Dự báo KQKD 2023-2025 của BVSC đối với PNJ: Tóm tắt

Đvt: tỷ đồng	FY23F	FY24F	FY25F	FY23 y/y	FY24 y/y	FY25 y/y
Doanh thu thuần	31.451	34.262	37.850	-7,7%	8,9%	10,5%
Bán lẻ	18.486	20.598	23.495	-10,6%	11,4%	14,1%
Bán buôn	3.513	3.864	4.250	-15,0%	10,0%	10,0%
Vàng miếng	8.992	9.262	9.540	5,0%	3,0%	3,0%
Khác	461	538	565	-35,1%	16,7%	5,0%
Lợi nhuận ròng	1.706	1.902	2.242	-5,8%	11,5%	17,9%
GPM	18,0%	18,5%	19,1%	0,6%	0,5%	0,6%
OpEx	10,8%	11,3%	11,5%	0,5%	0,5%	0,3%
OPM	7,2%	7,2%	7,6%	0,1%	0,0%	0,4%
NPM	5,4%	5,5%	5,9%	0,1%	0,1%	0,4%
Số cửa hàng	373	403	433	30	30	30

Nguồn: BVSC

Tựu chung, chúng tôi hiện dự báo mức CAGR lợi nhuận ròng giai đoạn 2023-25 của PNJ là 14,6%. Dưới đây là những giả định chính:

- Dự báo tăng trưởng doanh thu được dựa trên giả định PNJ mở mới 30 cửa hàng mỗi năm trong giai đoạn 2023-25, bù đắp nhiều hơn cho việc bình thường hóa doanh thu của các cửa hàng hiện hữu, vốn tăng nhanh hậu đại dịch nhờ nhu cầu dồn nén lớn.

PNJ cho rằng vẫn có nhiều dư địa tăng trưởng cho thị trường trang sức có thương hiệu tại Việt Nam. PNJ đang mở rộng tệp khách hàng bằng cách tiếp cận nhóm khách hàng mới, chưa khai thác (chuyển từ khách hàng đại chúng sang nhóm khách hàng cao cấp hơn); đồng thời cho ra mắt nhiều mẫu mã và cải thiện dịch vụ nhằm giữ chân khách hàng hiện tại.

- Mở rộng BLN là động lực tăng trưởng chính, mà chúng tôi kỳ vọng sẽ được thúc đẩy nhờ: (1) cơ cấu doanh thu cải thiện (tỷ trọng bán lẻ gia tăng); (2) PNJ có khả năng hướng khách hàng đến các sản phẩm có BLN cao hơn; và (3) tối ưu hóa chi phí.

Định giá & Khuyến nghị:

BVSC giảm 13,6% giá mục tiêu theo DCF cho PNJ xuống còn **79.665 đồng/cp** (từ mức 92.200 đồng trước đây), chủ yếu do cắt giảm dự báo KQKD, vốn có tác động mạnh hơn so với tác động tích cực từ việc chuyển cơ sở dự báo sang giữa 2024.

Dù giá cổ phiếu điều chỉnh dần đây (giảm 18,3% YTD), upside so với giá mục tiêu mới chỉ khiêm tốn ở mức 10%. BVSC hạ khuyến nghị từ Outperform xuống **Neutral** với PNJ. Với triển vọng ngắn hạn giảm tốc, BVSC khuyến nghị các nhà đầu tư tăng tỷ trọng đối với PNJ khi giá cổ phiếu về vùng hấp dẫn hơn cho câu chuyện phục hồi dự kiến trong 2 năm tới.

Về dài hạn, BVSC ưa thích PNJ với vị thế cạnh tranh để hưởng lợi từ tăng trưởng kinh tế Việt Nam và mức tiêu dùng ngày càng tăng của 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
khanhdi@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