

BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

NGÀY CẬP NHẬT: 17/09/2024

CÔNG TY CỔ PHẦN VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN – PNJ (HOSE)



GIỚI THIỆU TỔNG QUAN

KHUYẾN NGHỊ	THEO DÕI
Giá thị trường (17/09/2024)	100.000
Giá mục tiêu (đồng)	117.600
EPS 2023 (đồng)	6.195
EPS 2024 fw (đồng)	7.227
Doanh thu 2024 fw (tỉ đồng)	43.124
LNST 2024 fw (tỉ đồng)	2.328

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Số lượng CP lưu hành	334,56 triệu
KLGD bình quân 1 tháng	1,6 triệu CP/phiên
Biến động giá 1 tuần	-1,36%
Biến động giá 1 tháng	+2,2%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	34.191

Cơ cấu cổ đông

Sprucegrove Investment Management Ltd	5,06%
Vinacapital Vietnam Opportunity Fund Ltd.	3,75%
Trần Phương Ngọc Hà	3,66%

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Tổng quan doanh nghiệp

PNJ được thành lập từ năm 1988, là công ty dẫn đầu về ngành bán lẻ trang sức tại Việt Nam với đa dạng các loại mẫu mã chất liệu cho nhiều lứa tuổi và nhiều phân khúc khách hàng. Đến nay đã có hơn 400 cửa hàng và 55/63 tỉnh thành Việt Nam, là doanh nghiệp ngành kim hoàn đầu tiên và duy nhất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Kết quả kinh doanh: tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ

6 tháng đầu năm, PNJ lần lượt đạt 22,1 nghìn tỷ doanh thu (+34%yoy) và 1.167 tỷ LNST (+7,4%yoy). Doanh thu tăng trưởng đều ở các mảng bán lẻ, bán sỉ và vàng 24K. Trong đó doanh thu vàng 24K đạt 9 nghìn tỷ (+80%yoy) đóng góp chính cho đà tăng của doanh thu.

Triển vọng kinh doanh: Tăng trưởng doanh thu đến cả từ chiều rộng và chiều sâu

- **Tiếp tục chiến lược tăng doanh thu đến từ mở rộng cả về chiều rộng và chiều sâu:** tiếp tục mở mới cửa hàng, tăng độ phủ thương hiệu, đẩy mạnh online phát triển hệ thống Omichanel, liên tục ra tăng các bộ sưu tập với đa dạng mẫu mã.

- **Doanh thu vàng miếng sẽ hạ nhiệt tuy nhiên là điều trong dự báo:** sau khi NHNN ra những biện pháp bình ổn thị trường vàng, doanh thu vàng miếng của PNJ có thể sẽ sụt giảm trong những tháng cuối năm, có thể sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến doanh thu trong ngắn hạn tuy nhiên sẽ không ảnh hưởng đến trung hạn do đây là mảng có biên lợi nhuận rất thấp và không phải là mảng cốt lõi của PNJ.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Dự phóng kết quả kinh doanh 2024:

+ Dự phóng năm 2024, PNJ lần lượt đạt 43.124 tỷ doanh thu (+30,1%yoy) và 2.328 tỷ LNST (+16,5%yoy). **EPS fw 2024 là 7.227 VNĐ.**

II. KẾT QUẢ KINH DOANH

KHUYẾN NGHỊ: MUA

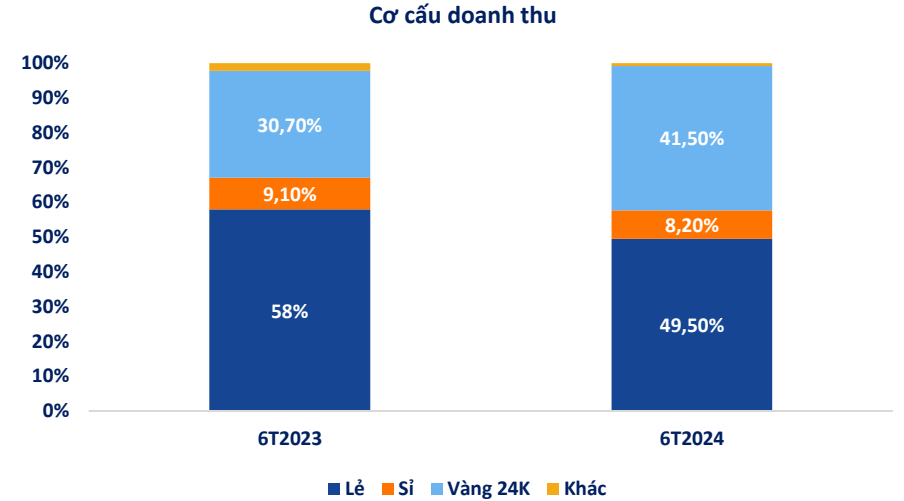
CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 6T2024

Doanh thu tăng trưởng tích cực đóng góp từ tất cả các mảng

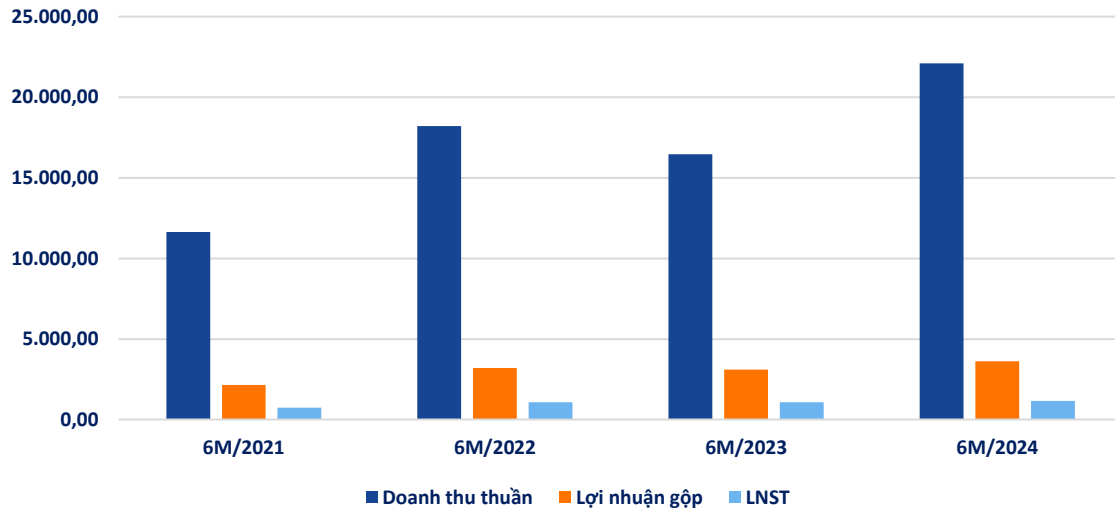
6 tháng đầu năm, PNJ lần lượt đạt 22,1 nghìn tỷ doanh thu (+34%yoy) và 1.167 tỷ LNST (+7,4%yoy). Doanh thu tăng trưởng đều ở các mảng bán lẻ, bán sỉ và vàng 24K. Trong đó doanh thu vàng 24K đạt 9 nghìn tỷ (+80%yoy) đóng góp chính cho đà tăng của doanh thu. Động lực tăng trưởng doanh thu đến từ:

- (1) Chiến dịch marketing hiệu quả + sản phẩm mẫu mã đa dạng phù hợp với thị hiếu khách hàng => tăng khách hàng mới và khách hàng cũ quay lại
- (2) Sự sôi động của thị trường vàng trong nước.

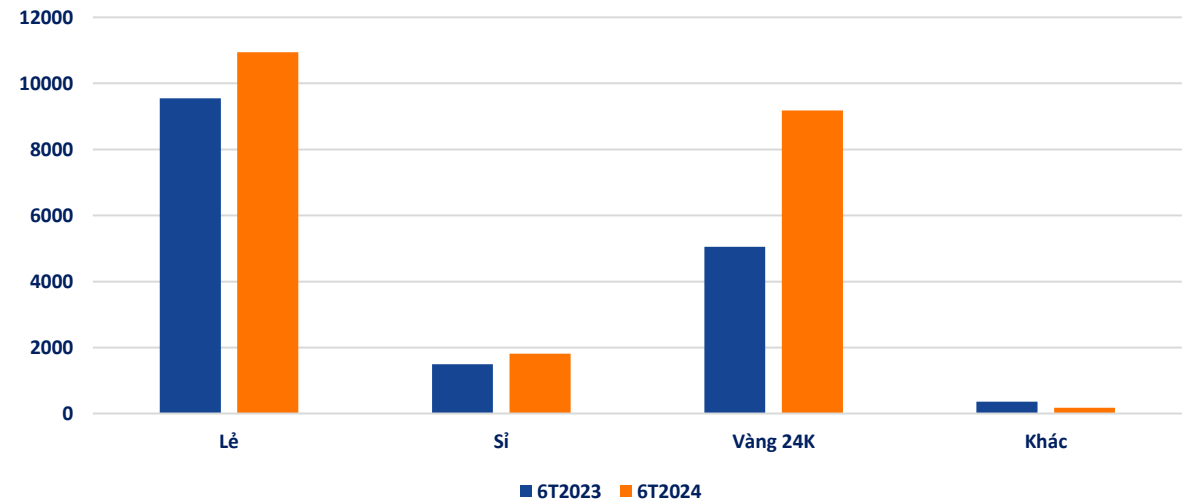
Tuy nhiên biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng sụt giảm từ 18,9% còn 16,4% do biên lợi nhuận của mảng bán vàng thấp hơn mảng bán lẻ. Biên lợi nhuận của mảng bán vàng chỉ khoảng 1 – 2% trong khi đó biên lợi nhuận mảng bán lẻ khoảng 20 – 25%.



Hoạt động kinh doanh 6 tháng đầu năm



Tăng trưởng doanh thu từng mảng



III. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP 2024

Tiếp tục chiến lược mở rộng theo cả chiều rộng và chiều sâu

Chiều rộng: tích cực mở mới cửa hàng, tăng độ phủ thương hiệu

Sau đại dịch Covid và những khó khăn của nền kinh tế trong năm 2023, nhiều doanh nghiệp nhỏ lẻ và cửa hàng tư nhân đã không theo được cuộc chơi và để lại những khoảng trống trên thị trường. Đến nay, trên cả nước còn khoảng 10.000 cửa hàng bán vàng bạc đá quý. Khi người tiêu dùng ngày càng thông minh hơn, vừa ưu tiên về thương hiệu và chất lượng sẽ là cơ hội cho những chuỗi thương hiệu lớn muốn mở rộng thị phần. Các thương hiệu lớn hiện nay mới chỉ chiếm 40% thị phần, nên dư địa cho các thương hiệu vẫn còn rất lớn.

Tuy nhiên, PNJ đi khá thận trọng, PNJ không mở mới ồ ạt mà khảo sát thị trường kỹ lưỡng, bên cạnh việc mở mới vẫn đóng cửa những cửa hàng không hiệu quả để tiết giảm chi phí. 6 tháng đầu năm 2024, PNJ mở mới 13 cửa hàng và đóng cửa 8 cửa hàng. => Chúng tôi cho rằng đây là chiến lược hợp lý ở thời điểm hiện tại.

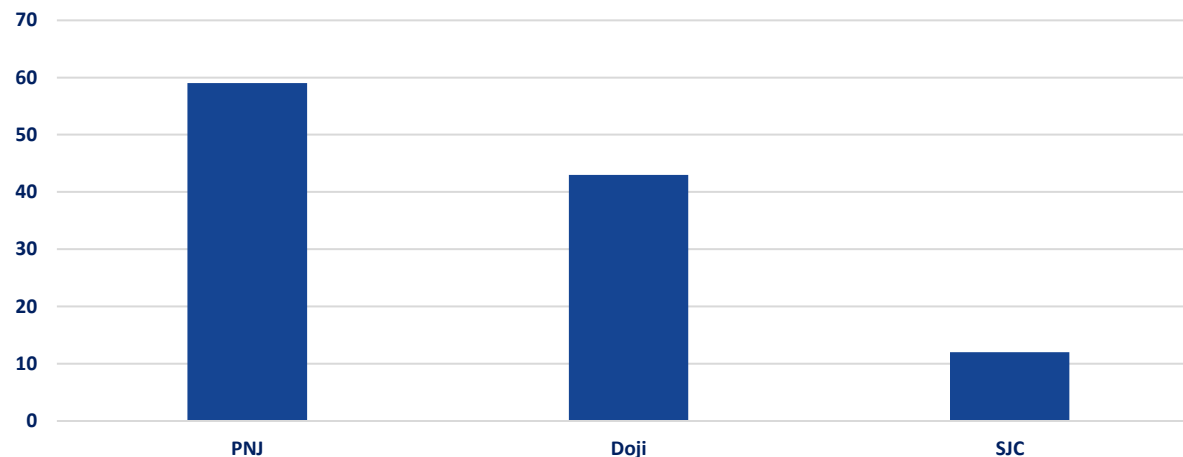
Đẩy mạnh kênh online, phát triển hệ thống Omichannel

Bên cạnh việc bán hàng trực tiếp, PNJ còn phát triển bán hàng qua website và app, mua hàng chỉ với một chạm. Bên cạnh đó, PNJ còn tích cực tham gia bán các sản phẩm bạc với mẫu mã đa dạng thông qua Shopee, Tiktok giúp tăng nhận diện thương hiệu

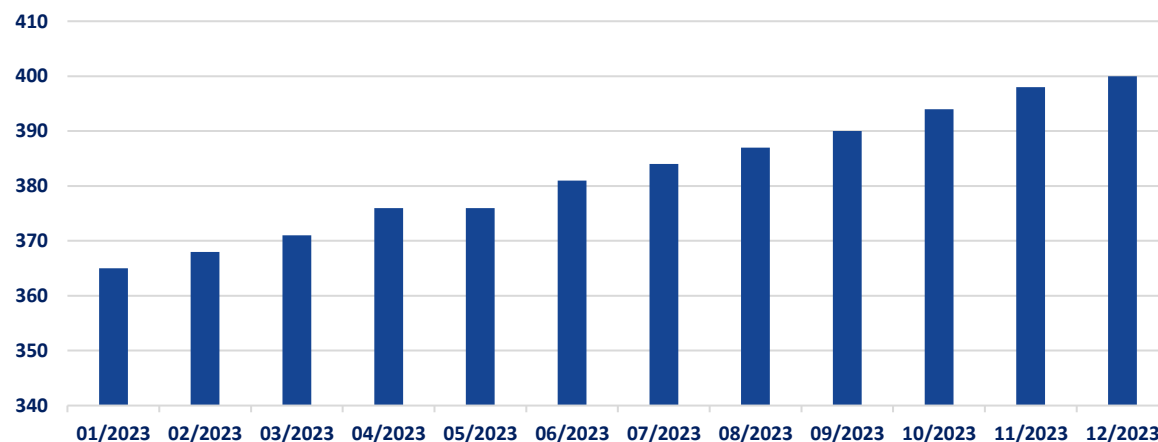
⇒ Đây là chiến lược hợp lý trong bối cảnh bán hàng online đang là xu thế, người mua hàng cũng ngày càng cởi mở hơn với việc mua hàng giá trị cao thông qua kênh online.

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Độ phủ xuất hiện trên các tỉnh thành



Số lượng cửa hàng PNJ



TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP 2024

Tiếp tục chiến lược mở rộng theo cả chiều rộng và chiều sâu

Chiều sâu: phát triển đa dạng các sản phẩm từ các loại và tăng trải nghiệm khách hàng => tăng doanh thu/cửa hàng

PNJ có một loạt các lợi thế cạnh tranh hơn hẳn so với các đối thủ nhỏ lẻ:

(1) PNJ đi đầu trong việc đa dạng hóa danh mục sản phẩm, PNJ có đội ngũ hơn 1.000 thợ kim hoàn và 2 nhà máy chế biến kim hoàn có 1.500 nhân viên với công suất 4 triệu sản phẩm/năm. Ra mắt nhiều thương hiệu khác nhau:

+ PNJ sliver: Khách hàng trẻ từ 15 – 25 tuổi

+ PNJ Gold: 25 – 45 tuổi

+ Cao Fine Jewellery: khách hàng có thu nhập cao

+ Bộ sưu tập Style by PNJ, PNJ x Hello Kitty, Disney x PNJ,...

⇒ Có thể đáp ứng đủ về mẫu mã và các độ tuổi cho từng phân khúc khách hàng khác nhau. Tăng sức cạnh tranh với các thương hiệu nhỏ lẻ.

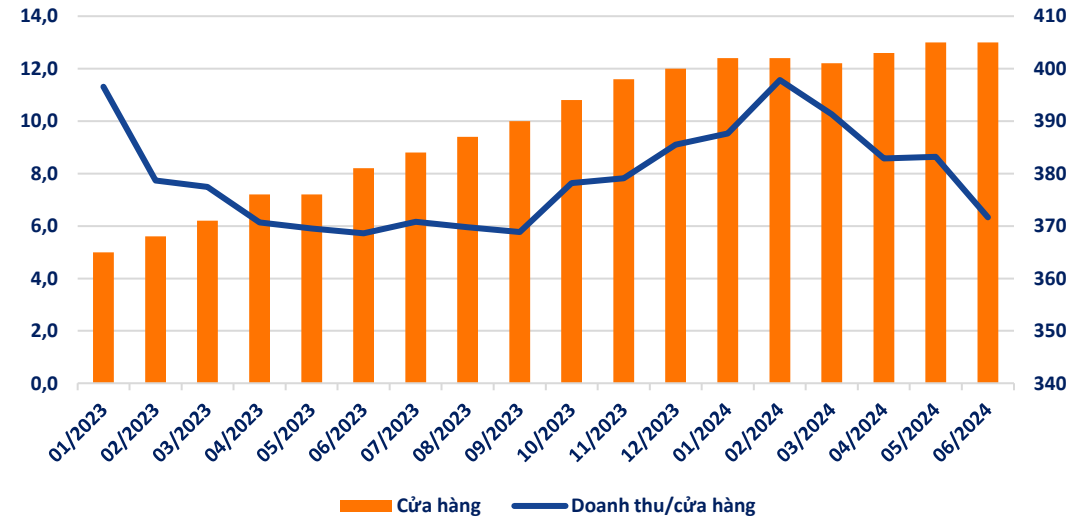
(2) Cùng với đó, PNJ chú trọng vào nâng cao trải nghiệm khách hàng thông qua đào tạo nhân viên, các chính sách chăm sóc khách hàng sau sử dụng dịch vụ (thu đổi, bảo hành, vệ sinh...) nhằm thu hút khách hàng quay trở lại.

Liên tục tung ra các chiến dịch marketing tăng độ nhận diện thương hiệu

PNJ tích cực tạo ra các chiến dịch marketing thông qua các MV ca nhạc chạm đến khách hàng. Nhờ đó, giá trị thương hiệu PNJ theo Brand Finance năm 2023 đạt 428 triệu USD, tăng 16,6% so với năm 2022.

⇒ Doanh thu/cửa hàng các tháng liên tục tăng trưởng so với cùng kỳ. Doanh thu tháng 6/2024 đạt 6,3 tỷ/cửa hàng/tháng (+10,8% so với cùng kỳ năm ngoái). Chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng doanh thu/cửa hàng vẫn còn. Ước tính doanh thu/cửa hàng/năm có thể đạt 7,2 tỷ trong năm 2024 (+4,5%yoy) và 7,8 tỷ trong năm 2025 (+8,3%yoy).

Doanh thu trung bình/cửa hàng



TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP 2024

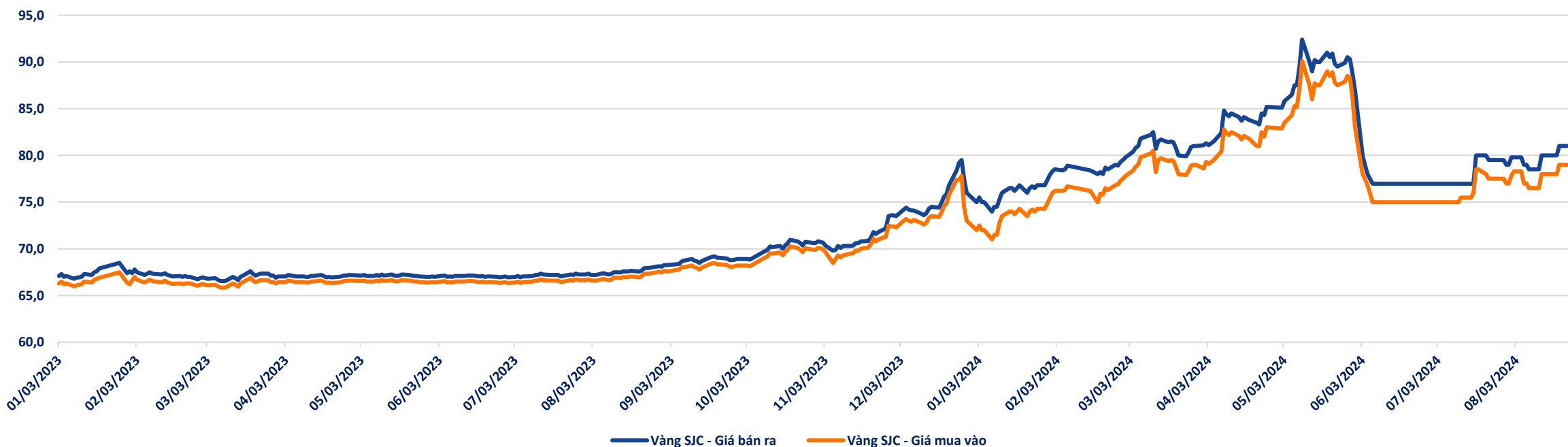
Doanh thu vàng miếng sẽ hạ nhiệt tuy nhiên là điều trong dự báo

Trong những tháng cuối năm 2023 và đầu 2024, giá vàng tăng mạnh đã làm thị trường vàng miếng trở nên vô cùng sôi động, doanh thu vàng miếng tăng 80,8% so với cùng kỳ.

Sau đó chính phủ tiến hành thanh tra thị trường vàng và trang sức để kiểm tra nguồn nguyên liệu đầu vào. Bên cạnh đó còn ban hành cơ chế mới từ tháng 6/2024, 4 ngân hàng thương mại nhà nước (VCB, Agribank, BIDV, Vietin Bank) được bán vàng miếng SJC nhằm mục đích thu hẹp chênh lệch giá vàng Việt Nam và giá vàng quốc tế, giúp hạ nhiệt thị trường vàng trong nước

=> Chúng tôi dự phòng doanh thu vàng miếng của PNJ sẽ sụt giảm trong những tháng cuối năm, có thể sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến doanh thu trong ngắn hạn tuy nhiên sẽ không ảnh hưởng đến trung hạn do đây là mảng có biên lợi nhuận rất thấp và không phải là mảng cốt lõi của PNJ.

Giá vàng SJC



IV. DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

KHUYẾN NGHỊ: MUA

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

Dự phóng kết quả kinh doanh 2024:

+ Dự phóng năm 2024, PNJ lần lượt đạt 43.124 tỷ doanh thu (+30,1%yoy) và 2.328 tỷ LNST (+16,5%yoy). Trong đó doanh thu 6 tháng cuối năm sụt giảm nhẹ so với 6 tháng đầu năm do doanh thu mảng bán vàng miếng sụt giảm. Doanh thu mảng bán vàng trang sức là động lực tăng trưởng khi chuẩn bị đến mùa cưới.

=> **EPS fw 2024 là 7.227VNĐ.**

Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá P/E và FCFF định giá cổ phiếu với tỷ trọng lần lượt là 60% và 40%. Đưa ra mức giá hợp lý cho cổ phiếu PNJ là **117.600 VNĐ.**

KHUYẾN NGHỊ: MUA

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	17.000,7	17.510,8	19.547,1	33.876,5	33.136,9	43.124,0
%yoy	16,7%	3,0%	11,6%	73,3%	-2,2%	30,1%
Lợi nhuận gộp	3.460,7	3.434,7	3.598,3	5.927,1	6.058,6	7.115,5
%yoy	24,5%	-0,8%	4,8%	64,7%	2,2%	17,4%
Chi phí bán hàng	1.361,8	1.420,9	1.687,7	2.828,2	2.835,8	3.146,0
%yoy	16,4%	4,3%	18,8%	67,6%	0,3%	10,9%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	475,8	505,6	501,8	674,0	693,9	753,0
%yoy	37,6%	6,3%	-0,7%	34,3%	3,0%	8,5%
Lợi nhuận sau thuế	1.193,9	1.069,3	1.029,0	1.810,7	1.971,1	2.328,7
%yoy	24,4%	-10,4%	-3,8%	76,0%	8,9%	18,1%
Biên lợi nhuận gộp	20,4%	19,6%	18,4%	17,5%	18,3%	16,5%
Biên lợi nhuận ròng	7,0%	6,1%	5,3%	5,3%	5,9%	5,4%

	P/E	FCFF
Định giá	115.000	121.500
Tỷ trọng	60%	40%
Giá mục tiêu PNJ	117.600 VNĐ	

© CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 1, 117 - 119 - 121 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: (84-8) 62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: www.vfs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Số 37 Bà Triệu, phường Hàng Bài, quận Hoàn Kiếm, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Trưởng phòng phân tích	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Huyền	Chuyên viên phân tích	huyen.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Anh Quân	Chuyên viên phân tích	quan.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Mai	Chuyên viên phân tích	mai.nguyen@vfs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.