

Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 10, 2022

Mã giao dịch: PNJ

Reuters: PNJ.HM

Bloomberg: PNJ VN Equity

Áp lực tăng trưởng gia tăng từ mức nền so sánh cao

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá mục tiêu (VNĐ/CP) **119.974**

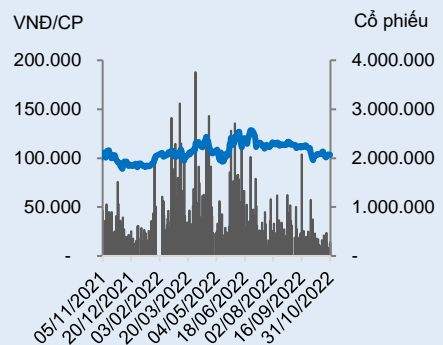
Giá thị trường (31/10/2022) 103.300

Lợi nhuận kỳ vọng **16,1%**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	89.658-128.503
Vốn hóa	25.420 Tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	246.078.301
KLGD bình quân 10 ngày	293.029
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	1,9%
Beta	0,9

DIỄN BIẾN GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PNJ	9,1%	5,7%	-9,4%	7,3%
VNIndex	-35,4%	-8,5%	-21,3%	-16,6%

Chuyên viên phân tích

Trần Đăng Mạnh

(84 28) 3914 6888 ext. 256

manhtd@bvsc.com.vn

PNJ gần đây đã tổ chức buổi Analyst Meeting Quý 3/2022, tập trung thảo luận: (1) sức mua trong bối cảnh lo ngại lạm phát tăng; và (2) chiến lược dài hạn của Công ty.

Dù rơi vào mùa thấp điểm, KQKD Q3.2022 của PNJ vẫn rất ấn tượng với: Doanh thu thuần (DTT) tăng mạnh 740% y/y, đạt 7.364 tỷ, trong khi lợi nhuận ròng đạt 252 tỷ so với khoản lỗ 160 tỷ trong Q3.2021, chịu ảnh hưởng bởi các đợt lockdowns.

Lũy kế 9T22, DTT và LN ròng của PNJ lần lượt đạt 25.565 tỷ (+104% y/y) và 1.340 tỷ (+132% y/y), hoàn thành 81%/75% dự báo tương ứng năm 2022 của BVSC.

Hình 1: KQKD Quý 3/2022 và 9T22 của PNJ: Tóm tắt

Tỷ đồng	Q3/2022	Q3/2021	y/y	9T/2022	9T/2021	y/y
DTT	7.364	877	740%	25.565	12.514	104%
LN ròng	252	(160)	Turnaround	1.340	577	132%

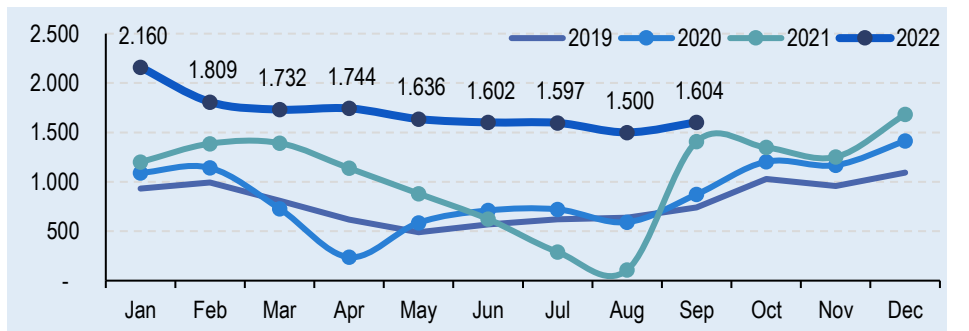
Nguồn: Dữ liệu công ty; BVSC; *Turnaround: "chuyển từ lỗ thành lãi"

Lạm phát khả năng tác động trễ hơn với khách hàng của PNJ

Doanh thu thuần Q3.2022 của PNJ vẫn vững chắc ở mức 7.364 tỷ (tăng 8,4x từ nền thấp do lockdowns) và chỉ giảm 9,4% q/q do tính mùa vụ. Đáng chú ý nhất, doanh thu bán lẻ duy trì lành mạnh trong Q3.2022, xác lập những kỷ lục mới.

Đến nay, Ban lãnh đạo chia sẻ rằng sức mua của nhóm khách hàng trung lưu và giàu có (MAC) vẫn ổn định giúp PNJ đạt kỷ lục mới trong mùa bán hàng 20/10. Tuy nhiên, PNJ tin rằng tác động từ lạm phát lên nhóm khách hàng MAC sẽ ít hơn và có độ trễ so với nhóm người tiêu dùng có thu nhập thấp hơn.

Hình 2: Xu hướng doanh thu bán lẻ/tháng của PNJ trong giai đoạn 2019-22:



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

Mở rộng cơ sở KH + tăng hiệu quả hoạt động = động lực chính

Trong dài hạn, Ban lãnh đạo tin rằng việc gia tăng thị phần trong bối cảnh thị trường trang sức tăng trưởng tốt ở Việt Nam là quan trọng cho câu chuyện tăng trưởng.

- Về mặt địa lý, Ban lãnh đạo cho rằng vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng ở các thành phố ngoài TP. HCM, các thành phố này dự kiến sẽ được nâng cấp lên đô thị loại cao hơn.
- Thu hút khách hàng mới đến các thị trường có thương hiệu là chìa khóa để phát triển cơ sở khách hàng. Kế hoạch mở mới các cửa hàng của PNJ trong năm 2022 (35-40 cửa hàng) vẫn đang đúng tiến độ, trong khi mục tiêu ở kịch bản cơ sở cho năm 2023 là mở mới 30-35 CH, sẽ được điều chỉnh tùy thuộc vào nhu cầu thị trường, theo chia sẻ của Ban lãnh đạo.

Đồng thời, hiệu quả hoạt động tiếp tục được cải thiện nhờ: (1) thúc đẩy doanh số với các sản phẩm có BLN cao, (2) bổ sung các sản phẩm "cộng hưởng", và (3) quá trình chuyển đổi số không ngừng đã chứng minh mang lại hiệu quả đối với trải nghiệm khách hàng và quản lý tồn kho. Điều này giúp tối ưu hóa BLN hơn nữa, theo BVSC.

Triển vọng FY22-23 vững chắc, dù giảm dự báo lợi nhuận

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận FY22-23 đối với PNJ, chủ yếu do giả định BLN thấp hơn và chi phí hoạt động cao hơn, trong bối cảnh Công ty nỗ lực thâm nhập các thị trường thấp hơn.

- Cho 2022, chúng tôi nâng dự báo doanh thu 3,9% lên mức 31.592 tỷ (+61,1% y/y), trong khi giảm dự báo lợi nhuận ròng 7,8% xuống 1.794 tỷ (+73,7% y/y).
- Đối với 2023, chúng tôi hiện dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt tăng 7,4% y/y lên 33.917 tỷ và tăng 9,3% y/y lên 1.962 tỷ.

Hình 3: Dự báo KQKD FY22-23 của BVSC cho PNJ: Giả định chính

Tỷ đồng	FY21	FY22F	FY23F	FY21 y/y	FY22 y/y	FY23 y/y
DTT	19.613	31.592	33.917	12,0%	61,1%	7,4%
Bán lẻ	11.175	19.738	21.535	11,3%	76,6%	9,1%
Bán sỉ	2.648	3.177	3.336	-4,3%	20,0%	5,0%
Vàng miếng	5.021	7.782	8.016	29,7%	55,0%	3,0%
Khác	770	894	1.030	26,0%	16,1%	15,2%
LN ròng	1.033	1.794	1.962	-3,4%	73,7%	9,3%
BLN góp %	18,2%	17,8%	18,4%	-1,4%	-0,4%	0,5%
OpEx %	11,0%	10,4%	10,8%	0,0%	-0,6%	0,4%
Biên EBIT %	7,2%	7,4%	7,6%	-1,4%	0,2%	0,2%
BLN ròng %	5,3%	5,7%	5,8%	-0,8%	0,4%	0,1%

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC dự báo

Định giá và khuyến nghị:

Chúng tôi giảm 14,9% giá mục tiêu theo DCF cho PNJ xuống mức **119.974 đồng/cp** (từ 141.000 đồng/cp trước đây), do: (1) giảm dự báo lợi nhuận, và (2) sử dụng WACC cao hơn (các giả định đầu vào là lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu cao hơn).

Ở mức giá hiện tại, PNJ đang giao dịch tại mức P/Es là 14,1x (giữa-2023) và 13,6x (2023), so với trung bình 5 năm là 17,9x. Do lợi nhuận tăng đột biến trong năm nay, giá cổ phiếu PNJ đã tăng 9,1% YTD, outperform mạnh mẽ so với mức giảm 35,4% của VNIndex.

Chúng tôi ưa thích PNJ, với: (1) giá trị thương hiệu hàng đầu, (2) vị thế dẫn đầu thị trường cho phép hưởng lợi từ (i) xu hướng hợp nhất đang diễn ra của ngành, và (ii) sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu và giàu có ở Việt Nam; và (3) tác động hạn chế từ lạm phát. Duy trì khuyến nghị **Outperform**.

SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2019	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	17.001	17.511	19.613	31.592	33.917
Giá vốn	13.540	14.076	16.040	25.956	27.690
Lợi nhuận gộp	3.461	3.435	3.573	5.635	6.227
EBIT	1.623	1.508	1.407	2.342	2.566
LNTT	1.507	1.346	1.287	2.243	2.452
LNST	1.194	1.069	1.033	1.794	1.962

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2019	2020	2021	2022F	2023F
Tiền & khoản tương đương tiền	95	422	358	162	622
Các khoản đầu tư ngắn hạn	-	-	-	400	400
Các khoản phải thu ngắn hạn	130	100	110	132	139
Hàng tồn kho	7.030	6.545	8.687	10.071	11.003
Tài sản cố định hữu hình	952	965	941	1.022	1.076
Tổng tài sản	8.603	8.483	10.547	12.279	13.739
Nợ ngắn hạn	4.018	3.232	4.521	4.741	4.675
Nợ dài hạn	8	9	9	14	16
Vốn chủ sở hữu	4.577	5.242	6.017	7.524	9.049
Tổng nguồn vốn	8.603	8.483	10.547	12.279	13.739

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022F	2023F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	16,7%	3,0%	12,0%	80,4%	7,4%
Tăng trưởng LNST (%)	24,4%	-10,4%	-3,4%	67,8%	9,3%
Chỉ tiêu sinh lời					
BLN gộp (%)	20,4%	19,6%	18,2%	17,8%	18,4%
BLN ròng (%)	7,0%	6,1%	5,3%	5,7%	5,8%
ROE (%)	28,7%	21,8%	18,3%	26,5%	23,7%
ROA (%)	15,9%	12,5%	10,9%	15,7%	15,1%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
D/E	0,57	0,35	0,45	0,34	0,26
D/A	0,08	0,06	0,07	0,08	0,08
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	5.302	4.411	4.543	7.287	7.966
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	20.326	21.621	26.462	30.555	36.747

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
manhdt@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Dầu Khí, Chứng Khoán, Ngân Hàng
phuonglh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón
hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển
tramnhb@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản
minhtn@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