CÔNG TY CỔ PHẦN VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN

HOSE: PNJ

KHUYẾN NGHỊ	GIÁ MỤC TIÊU	TIỀM NĂNG TĂNG GIÁ
MUA	**123.800VND/CP**	**+18,0%**

Triển vọng tích cực từ năng lực vượt trội & vị thế dẫn đầu

Chúng tôi cho rằng PNJ có thể tiếp đà tăng trưởng vượt trội trong giai đoạn 2024-2025 nhờ (i) Thương hiệu mạnh, năng lực vượt trội, vị thế dẫn đầu, mạng lưới bán lẻ mở rộng, (ii) Tăng cường sự đổi mới sản phẩm thúc đẩy cải thiện biên lợi nhuận gộp, (iii) Quản lý chi phí hiệu quả và (iv) Chiến lược marketing, xây dựng thương hiệu, đồng thời cải tiến công nghệ và quản lý tài chính.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng KQKD của PNJ sẽ có sự tăng trưởng vượt trội với LNST trong năm 2024F và 2025F lần lượt đạt mức 2.450 tỷ đồng (+24% svck) và 2.639 tỷ đồng (+8% svck).

Cập nhật KQKD

Kết thúc Q2/2024, doanh thu thuần PNJ đạt hơn 9,5 nghìn tỷ đồng, tăng 43% so với cùng kỳ năm trước, đưa doanh thu lũy kế 6 tháng đầu năm lên hơn 22,1 nghìn tỷ đồng và thực hiện được 60,1% kế hoạch năm đề ra. Đáng chú ý, PNJ đạt LNST gần 429 tỷ đồng, tăng 27,03% so với cùng kỳ năm trước, qua đó giúp LNST lũy kế 6 tháng đầu năm gần 1,1 nghìn tỷ đồng, tương ứng thực hiện được 55,6% kế hoạch năm.

Luận điểm đầu tư

Thương hiệu mạnh, năng lực vượt trội, vị thế dẫn đầu, mạng lưới bán lẻ mở rộng: Chúng tôi dự báo doanh thu mảng bán lẻ năm 2024F và 2025F lần lượt đạt 22,2 nghìn tỷ đồng (+14,0% svck) và 25,2 nghìn tỷ đồng (+13,7% svck), đóng góp 51% và 53% vào tổng doanh thu 2024F và 2025F. Sự tăng trưởng này nhờ vào sự phục hồi chi tiêu trong tầng lớp trung - thượng lưu tại Việt Nam, cùng với vị thế vượt trội của PNJ so với các đối thủ về mạng lưới cửa hàng, năng lực thiết kế, sản xuất và thực thi.

Tăng cường sự đổi mới sản phẩm thúc đẩy cải thiện biên lợi nhuận gộp: Việc liên tục đổi mới và cải tiến sản phẩm có thể thu hút sự quan tâm của khách hàng, giúp công ty duy trì sự cạnh tranh và phát triển thị trường. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ của PNJ sẽ tăng 10-40 điểm cơ bản trong 2024F-2028F, được thúc đẩy bởi (1) cơ cấu sản phẩm chuyển sang trang sức thời trang có giá trị gia tăng cao hơn nhờ đổi mới sản phẩm và giá trị thương hiệu tăng, và (2) đóng góp doanh thu từ mảng vàng miếng vốn có biên lợi nhuận thấp trở về mức bình thường.

Quản lý chi phí hiệu quả hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận: Mặc dù có tốc độ mở rộng cửa hàng khá nhanh (+10% svck), PNJ vẫn đang kiểm soát tốt chi phí bán hàng & QLDN với tỷ trọng 9,7% tổng doanh thu thuần (giảm nhẹ từ mức 10,4% svck) trong 6T2024. Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ tiếp tục kiểm soát tốt chi phí với tỷ trọng chi phí bán hàng & QLDN/doanh thu ổn định ở mức 9,3%-10,3% trong 2024F-2028F.

Chiến lược marketing, xây dựng thương hiệu, đồng thời cải tiến công nghệ và quản lý tài chính. Đầu tư vào marketing và xây dựng thương hiệu cũng như cải tiến công nghệ có thể nâng cao nhận diện thương hiệu và thu hút khách hàng mới, đồng thời giữ chân khách hàng hiện tại. Chúng tôi cho rằng chiến lược này sẽ giúp PNJ cắt giảm chi phí không cần thiết đồng thời cải thiện được biên lợi nhuận trong dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ dần cải thiện từ 5,5% - 5,6% vào 2024F-2025F lên 6,0% trong năm 2028F.

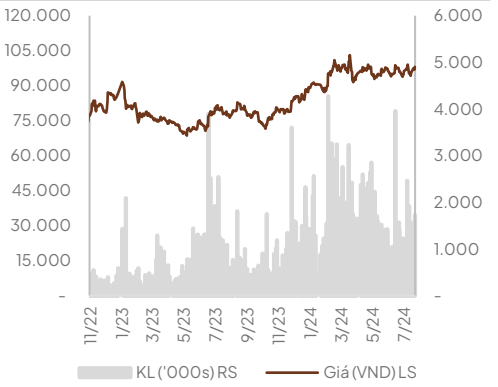
Khuyến nghị & Định giá

Sử dụng kết hợp phương pháp định giá so sánh PE, PB và chiết khấu dòng tiền DCF, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của PNJ là **123.800** đồng/ cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá **18%**. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **Mua** đối với PNJ.

THÔNG TIN GIAO DỊCH

Ngành	Hàng cá nhân & gia dụng
Mã giao dịch	HOSE: PNJ
Giá cp 19/08/2024	104.900
KLGD TB 52 tuần	1.064.592
Khối lượng lưu hành (CP)	334.559.621
Biên độ 52 tuần	70.830 ₫ - 104.020 ₫
Vốn hóa doanh nghiệp	32.586 tỷ VNĐ
Beta	0,94
Sở hữu NĐTNN	49,00%

DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU



Đvt : tỷ VND	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	33.482	43.451	47.664
Lợi nhuận gộp	6.059	7.117	7.854
EBITDA	2.610	3.186	3.375
LNST	1.971	2.450	2.639
PE	15,7x	15,4x	14,5x
ROE (%)	14,2%	15,8%	14,5%
ROA (%)	21,6%	23,2%	21,6%
Nợ/VCSH (%)	24,3%	19,7%	25,5%

Tổng quan công ty

Công Ty Cổ Phần Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (PNJ) là công ty bán lẻ trang sức và đá quý hàng đầu Việt Nam. Ngoài việc kinh doanh vàng miếng, PNJ tập trung vào 5 mảng trang sức chính (i) CAO: Chế tác nữ trang cao cấp, (ii) Đá quý: nhẫn hàng trang sức và phụ kiện thời trang, (iii) PNJ Gold: nhắm tới đối tượng KH nữ trên 30 tuổi, (iv) PNJ Silver: nhắm tới đối tượng KH các cô gái trẻ và giới văn phòng, (v) Yabling: đáp ứng nhu cầu trang sức và phụ kiện của thanh thiếu niên.

Phòng Phân tích

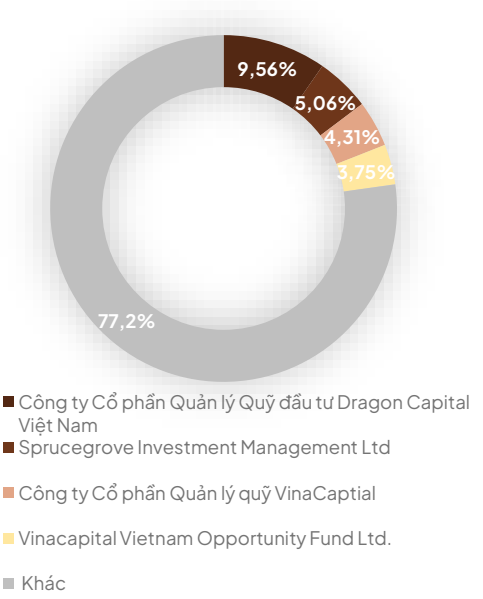
Hoàng Ngọc Thùy Liên
Chuyên viên Phân tích
Email: lien.hoang@lpbs.com.vn

CTCP Chứng khoán LPBank (LPBS) có và tìm cách hợp tác kinh doanh với các công ty được đề cập trong các báo cáo nghiên cứu của mình. Do đó, nhà đầu tư cần lưu ý rằng công ty có thể có xung đột lợi ích, điều này có thể ảnh hưởng đến tính khách quan của báo cáo. Nhà đầu tư nên xem xét báo cáo này chỉ là một trong những yếu tố trong việc đưa ra quyết định đầu tư của mình.

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

- **Công Ty Cổ Phần Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (PNJ),** thành lập vào năm 1998, là một trong những tên tuổi hàng đầu trong ngành vàng bạc đá quý tại Việt Nam. Với một mạng lưới cửa hàng rộng khắp tại Việt Nam, PNJ đã tạo dựng được sự hiện diện mạnh mẽ trên toàn quốc.
- **PNJ nổi bật với khả năng đổi mới và sáng tạo cùng dịch vụ khách hàng xuất sắc**, PNJ chuyên cung cấp một loạt các sản phẩm trang sức bao gồm vàng, bạc, đá quý và các sản phẩm kim hoàn tinh xảo. Công ty cam kết mang đến những sản phẩm đẹp mắt, chất lượng hàng đầu, được chế tác bởi đội ngũ thợ kim hoàn tay nghề cao. Ngoài việc bán lẻ, PNJ còn cung cấp dịch vụ bảo trì và sửa chữa trang sức, đáp ứng nhu cầu của khách hàng về chăm sóc và duy trì sản phẩm yêu thích.
- Tính đến 2023, công ty sở hữu hệ thống bán lẻ rộng khắp cả nước với hơn 400 cửa hàng không ngừng được mở rộng và nâng cấp, hệ thống bán hàng Omnichannel thông qua website và ứng dụng di động mang đến cho khách hàng trải nghiệm toàn diện với các chương trình khuyến mãi và chăm sóc khách hàng được làm mới thường xuyên.
- PNJ sở hữu đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm, nhiệt tình và năng động, đã đồng hành cùng công ty trong suốt 30 năm qua. Hiện tại, công ty đang chiếm lĩnh hơn 55% thị phần trang sức với lượng lớn khách hàng thuộc phân khúc trung đến cao cấp.
- **PNJ có 4 cổ đông lớn:**
  - Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ đầu tư Dragon Capital Việt Nam (9,65%)
  - Sprucegrove Investment Management Ltd (5,06%).
  - Công ty Cổ phần Quản lý quỹ VinaCaptial(4,31%).
  - Vinacapital Vietnam Opportunity Fund Ltd (3,75%)

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



CÁC CÔNG TY CON & LIÊN KẾT

Tên Công Ty	Lĩnh Vực Kinh Doanh	Tỷ Lệ Sở Hữu
Công ty con trực tiếp chính		
Công ty TNHH một thành viên Chế tác và kinh doanh trang sức PNJ		100%
Công ty TNHH một thành viên Thời trang CAO		100%
Công ty TNHH một thành viên Giám định PNJ		100%
Công ty liên kết trực tiếp		
Công ty Cổ phần Người Bạn Vàng		19,90%
Ngân hàng Thương mại Cổ phần Đông Á		7,69%

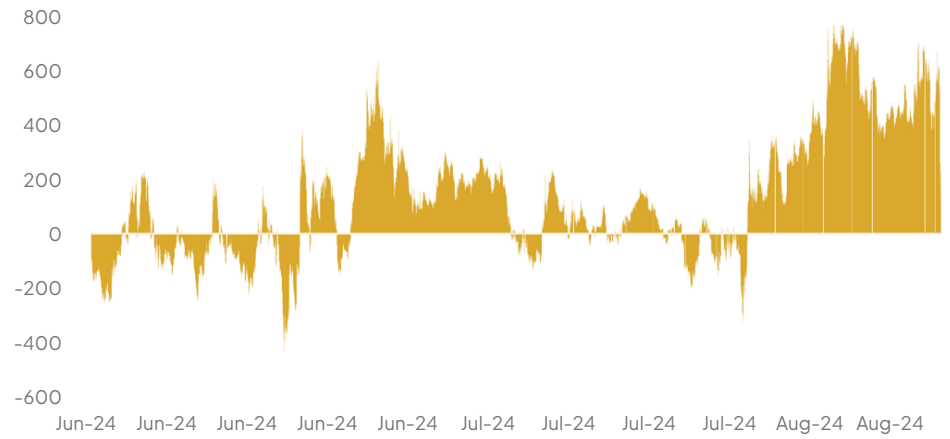
Nguồn: BCTC PNJ, Fiinpro & LPBS Research

CẬP NHẬT NGÀNH: BIẾN ĐỘNG TRÊN THỊ TRƯỜNG VÀNG

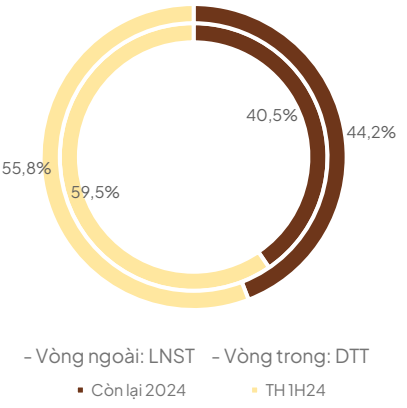
Vào năm 2012, Chính phủ ban hành Nghị định 24/2012/NĐ-CP, đây là quy định toàn diện nhất về hoạt động kinh doanh vàng. Các quy định chính của nghị định bao gồm (1) NHNN độc quyền xuất nhập khẩu vàng và (2) SJC độc quyền sản xuất vàng miếng SJC dưới sự kiểm soát của NHNN. Sau khi được áp dụng trong 12 năm qua, Nghị định 24 đã gây ra (1) tình trạng khan hiếm nguồn cung vàng trong nước và (2) chênh lệch giá ngày càng lớn giữa vàng trong nước và vàng thế giới cũng như giữa vàng miếng SJC và vàng miếng thương hiệu khác ở Việt Nam. Điều này thể hiện rõ qua chênh lệch giá giữa vàng miếng SJC và vàng thế giới một lần nữa tăng mạnh trong thời gian gần đây.

Vào tháng 3/2024, NHNN đề xuất dỡ bỏ tình trạng độc quyền hiện do SJC nắm giữ trong việc sản xuất vàng miếng và cấp phép sản xuất vàng miếng cho các doanh nghiệp đủ điều kiện.

Chênh lệch giá vàng trong nước và quốc tế (USD/ounce)
(Đvt: tỷ VND)



Doanh thu và LNST thực hiện 1H.2024 so với Kế hoạch 2024

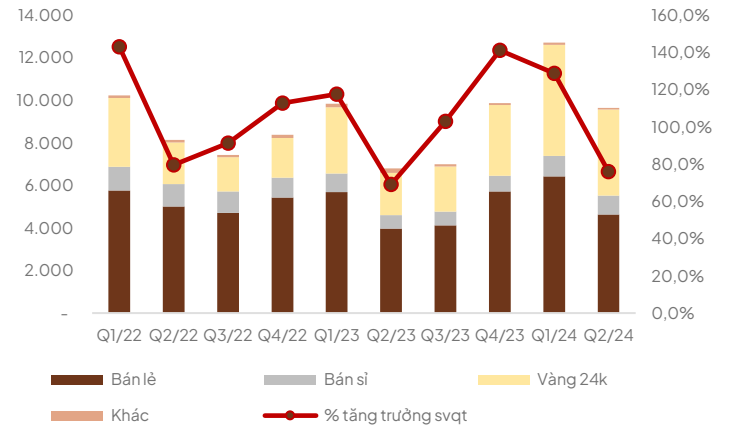


KẾT QUẢ KINH DOANH & TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH 1H.2024

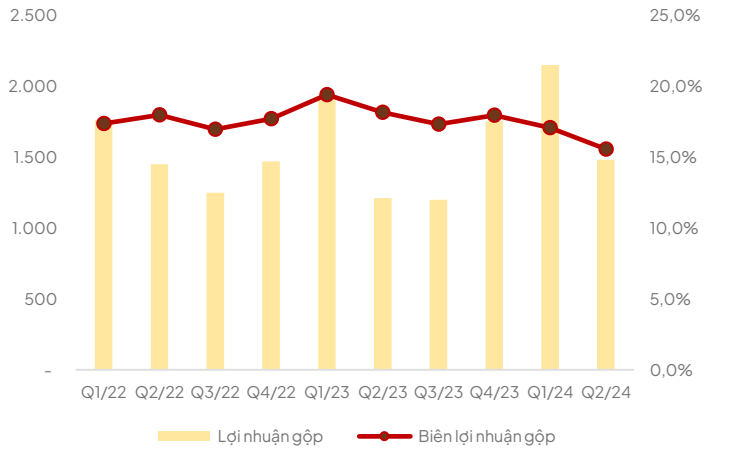
Doanh thu thuần của PNJ trong 6T2024 đã tăng trưởng 34,4% svck khi đạt 22,1 nghìn tỷ, lợi nhuận sau thuế tăng 7,4% so với cùng kỳ đạt 1,2 nghìn tỷ. Mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng của PNJ trong 6T2024 đến từ doanh thu vàng 24K tăng vọt cộng với sự phục hồi ở cả mảng bán lẻ và bán sỉ. Biên lợi nhuận gộp giảm xuống 16,4% trong 6T2024 so với 18,9% trong 6T2023 do tỷ trọng đóng góp tăng vọt của phân khúc vàng 24K có biên lợi nhuận thấp.

Tăng trưởng LNST chậm hơn tăng trưởng doanh thu chủ yếu do tỷ lệ chi phí BH&QLDN trên lợi nhuận gộp tăng vọt (lên 59% trong 6T2024 so với 54,9% trong 6T2023), xuất phát từ việc công ty trích trước một số khoản chi phí và khởi động lại một số khoản chi cho nhân viên và một số hoạt động marketing bị hoãn trong cùng kỳ năm trước.

Doanh thu từng mảng kinh doanh PNJ từ Q1/2022 – Q2/2024
(Đvt: tỷ VND)



LN gộp và Biên LN gộp của PNJ từ Q1/2022 đến Q2/2024
(Đvt: tỷ VND)



Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, BCTC PNJ, & LPBS Research

KẾT QUẢ KINH DOANH & TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH 1H.2024

MẢNG BÁN LẺ

Doanh thu mảng bán lẻ là động lực tăng trưởng chính của PNJ. Mảng bán lẻ ghi nhận doanh thu tăng 14% svck, tiếp tục là hoạt động đóng góp lớn nhất vào doanh thu công ty với tỷ lệ gần 50%. Tăng trưởng doanh thu cùng cửa hàng đạt trên 10%. Kết quả này đến từ việc tăng cường tương tác với khách hàng cũ cùng với thúc đẩy số lượng khách hàng mới trong lúc giá trị hóa đơn vẫn giảm. Ngoài ra, mảng sản phẩm đá quý, kim cương và các sản phẩm liên quan chiếm tỷ trọng 30-40% tổng doanh thu bán lẻ của PNJ.

Việc mở cửa hàng mới vẫn được duy trì mặc dù vẫn có một số cửa hàng bị đóng (mở mới 13 cửa hàng, đóng 8 cửa hàng) để tối ưu hóa mạng lưới. Tính đến cuối tháng 6/2024, PNJ có 405 cửa hàng đang hoạt động (cuối 2023: 400). Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng sẽ tiếp tục gia tăng trong năm 2024 nhờ vị thế doanh nghiệp ngày càng mạnh cùng chiến lược mở mới thêm nhiều cửa hàng trong thời gian tới.

MẢNG BÁN SỈ

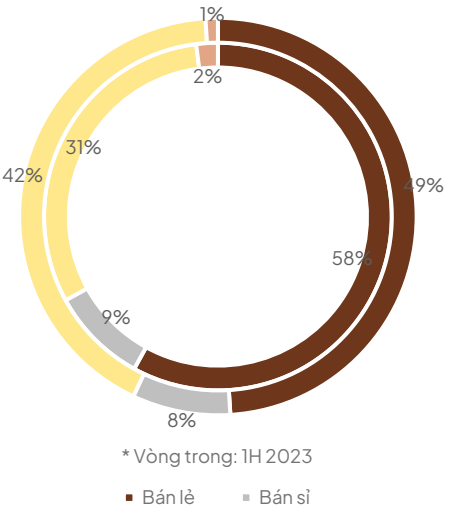
Mảng bán sỉ tăng trưởng trở lại sau khi trải qua năm 2023 ảm đạm, tăng 20% svck trong 6T2024, đóng góp 8,2% vào doanh thu chung.

KINH DOANH VÀNG 24K

Doanh thu kinh doanh vàng 24K tăng 80,8% svck trong 6T2024 do giá vàng trong nước và nhu cầu tăng cao.Tuy nhiên, trước các biện pháp hạ nhiệt thị trường của chính phủ và các yêu cầu về hoạt động kinh doanh vàng được thắt chặt hơn, tăng trưởng từ mảng kinh doanh này có dấu hiệu chững lại từ tháng 6/2024 (+10,8% svck).

Hàng tồn kho giảm 11,2% so với cuối năm 2023, trong đó nguyên vật liệu (gồm vàng nguyên liệu và nhiều nguyên liệu khác) giảm 68%. Do việc tìm kiếm nguồn nguyên liệu vàng trong nước (nguồn cung chính của PNJ) trở nên khó khăn hơn bởi nhu cầu vàng 24K tăng cao và các quy định kinh doanh vàng thắt chặt hơn trong thời gian gần đây, PNJ ưu tiên dự trữ nguyên liệu dành cho sản xuất trang sức hơn là cho các sản phẩm vàng 24K có biên lợi nhuận thấp.

Cơ cấu doanh thu PNJ 1H.2024 so với 1H.2023



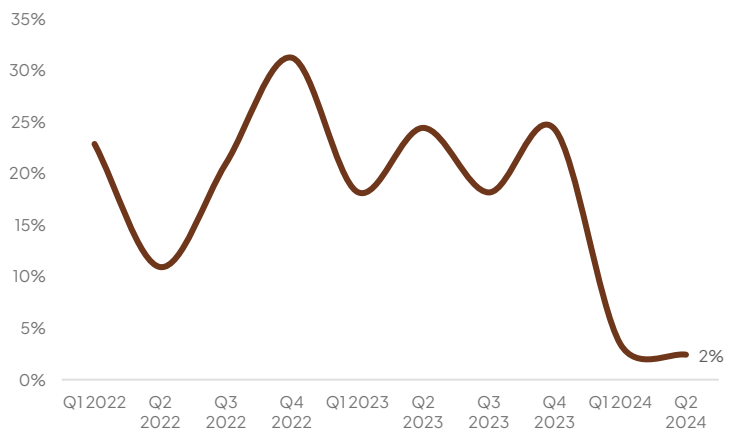
Nguồn: BCTC PNJ, & LPBS Research

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH & LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

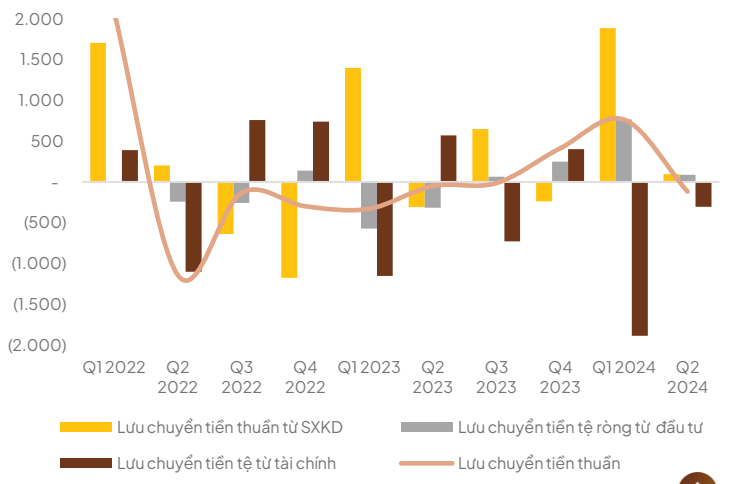
Tỷ lệ nợ vay/VCSH của PNJ vào cuối quý 2/2024 đã giảm xuống mức thấp kỷ lục, chỉ khoảng 2,3%, vỏn vẹn chưa đến 250 tỷ đồng, giảm hơn 2.100 tỷ so với đầu năm và là mức thấp nhất kể từ khi niêm yết năm 2009.

Điều này là nhờ PNJ đã đẩy mạnh trả nợ vay với dòng tiền từ HĐKD mạnh mẽ: 6 tháng đầu năm nay, dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp này dương đến gần 2.000 tỷ đồng, gần gấp đôi cùng kỳ 2023, chủ yếu nhờ giảm tồn kho. Dòng tiền mạnh có được là do tình hình kinh doanh khởi sắc. Ban lãnh đạo cho biết nguyên nhân là PNJ chiếm thêm thị phần, gia tăng khách hàng mới, mở rộng mạng lưới, tung ra sản phẩm đa dạng và tiếp cận khách hàng tốt hơn. Bên cạnh đó, dòng tiền thuần từ hoạt động đầu tư cũng dương gần 900 tỷ nhờ thu hồi cho vay và bán các công cụ nợ.

Vay nợ ngắn dài hạn/ VCSH
(Đvt: tỷ VND)



Lưu chuyển tiền thuần theo quý
(Đvt: tỷ VND)



TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG 2024F – 2025F

PNJ có lợi thế khi nền kinh tế mà trọng tâm là ngành bán lẻ đang dần phục hồi với những tín hiệu tích cực trong 7T24 , trong đó PNJ được hưởng lợi nhờ vị thế đầu ngành bán lẻ vàng và trang sức.

Ngành bán lẻ được kỳ vọng tăng trưởng trung bình 16%/năm, một cách thận trọng chúng tôi đang dự phóng PNJ tăng trưởng với CAGR 12,7% từ 2023 – 2028F. Chúng tôi cho rằng nhóm hàng xa xỉ như vàng, trang sức của PNJ sẽ hưởng lợi tỷ lệ dân số trung lưu và cao hơn ngày càng chiếm tỷ trọng cao hơn trong cơ cấu dân số.

Với thương hiệu tốt và độ phủ cao với 405 cửa hàng nằm tại 57/63 tỉnh thành, kinh nghiệm và các sản phẩm đều rất riêng biệt, điều này giúp cho biên lợi nhuận của PNJ luôn ở mức cao.

Chiếm lĩnh thị phần thông qua mở rộng cửa hàng

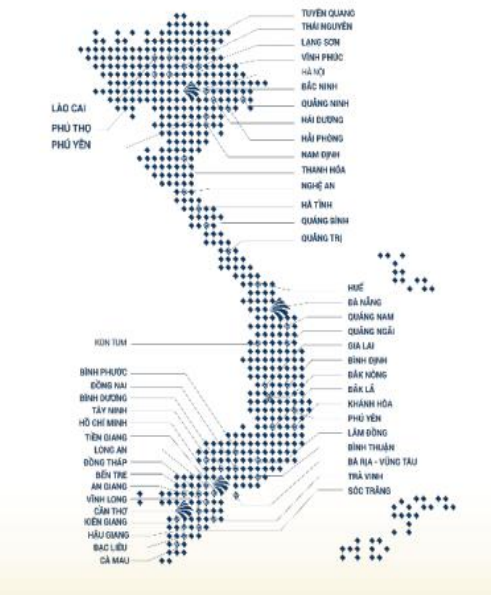
Năm 2023, doanh thu bán sỉ của PNJ (gia công trang sức cho khách hàng sỉ trong nước - các cửa hàng trang sức không có thương hiệu) giảm 30,5% svck, cho thấy những khó khăn chung của thị trường trang sức. Tuy nhiên, doanh thu bán lẻ của PNJ chỉ giảm 7,8% svck, đồng nghĩa với việc công ty đã tăng thị phần trong năm 2023. Bước sang 2024, doanh thu bán sỉ và bán lẻ của PNJ đều có sự phục hồi mạnh mẽ, tăng trưởng 20% và 14% svck thể hiện sự bền bỉ từ cả phía nhu cầu vàng trong nước và sức bật mạnh mẽ của PNJ.

Cụ thể, PNJ đã thể hiện sự ổn định và sự mạnh mẽ trong việc mở rộng hệ thống cửa hàng của mình, tạo ra một sự hiện diện mạnh mẽ trên thị trường. Trước những khó khăn chung trong ngành bán lẻ, PNJ vẫn duy trì tốc độ mở rộng cửa hàng nhanh hơn nhiều so với các thương hiệu trang sức khác, đặc biệt trong lĩnh vực bán lẻ. Hơn nữa, PNJ đã phát triển tệp khách hàng mới thông qua mở rộng hệ thống cửa hàng tại khu vực miền Bắc trong khi thương hiệu trang sức khác duy trì số lượng cửa hàng đi ngang. PNJ đã mở mới 36 cửa hàng vào 2023 trong khi bốn đối thủ cạnh tranh lớn trong ngành chỉ mở mới thêm tổng số 18 cửa hàng. Trong 6T24, việc mở cửa hàng mới vẫn được duy trì mặc dù vẫn có một số cửa hàng bị đóng (mở mới 13 cửa hàng, đóng 8 cửa hàng) để tối ưu hóa mạng lưới. Tính đến cuối tháng 6/2024, PNJ có 405 cửa hàng đang hoạt động (cuối 2023: 400).

Việc thu hút khách hàng mới trong một thời kỳ khó khăn cho thị trường trang sức là một chiến lược quan trọng, và PNJ đã thể hiện sự thành công trong việc này. Sự tập trung vào thị trường tiềm năng ở các thành phố loại 2 và loại 3 là một chiến lược thông minh, đặc biệt là khi nhu cầu tiêu dùng đang gia tăng.

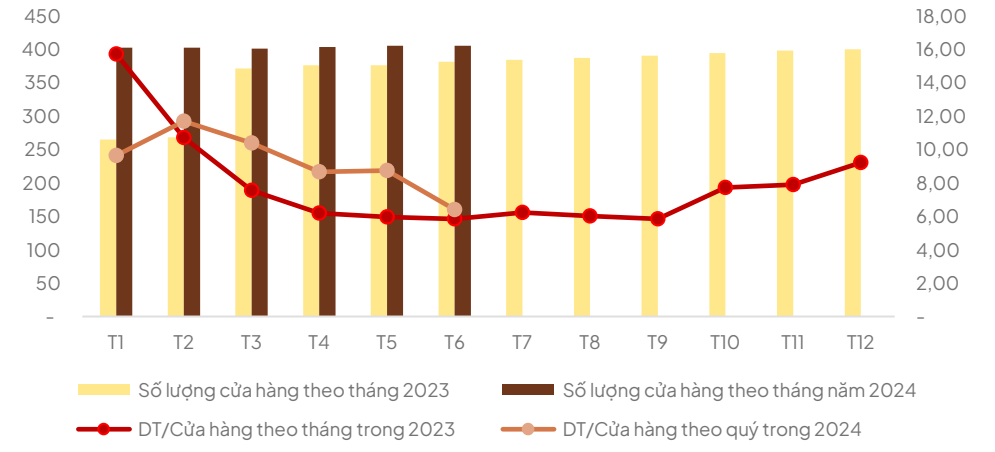
Chúng tôi dự báo doanh thu mảng bán lẻ năm 2024F và 2025F lần lượt đạt 22,2 nghìn tỷ đồng (+14,0% svck) và 25,2 nghìn tỷ đồng (+13,7% svck), đóng góp 51% và 53% vào tổng doanh thu 2024F và 2025F. **Công ty đặt mục tiêu tiếp tục mở rộng mạng lưới cửa hàng ở các khu vực còn tiềm năng. Tuy nhiên, việc mở rộng ồ ạt sẽ không diễn ra.**

Phân bổ số lượng cửa hàng theo địa lý
405 cửa hàng nằm tại 57/63 tỉnh thành



Nguồn: PNJ & LPBS Research

Doanh thu trên mỗi cửa hàng theo tháng từ năm 2023
(Đvt: tỷ VND)



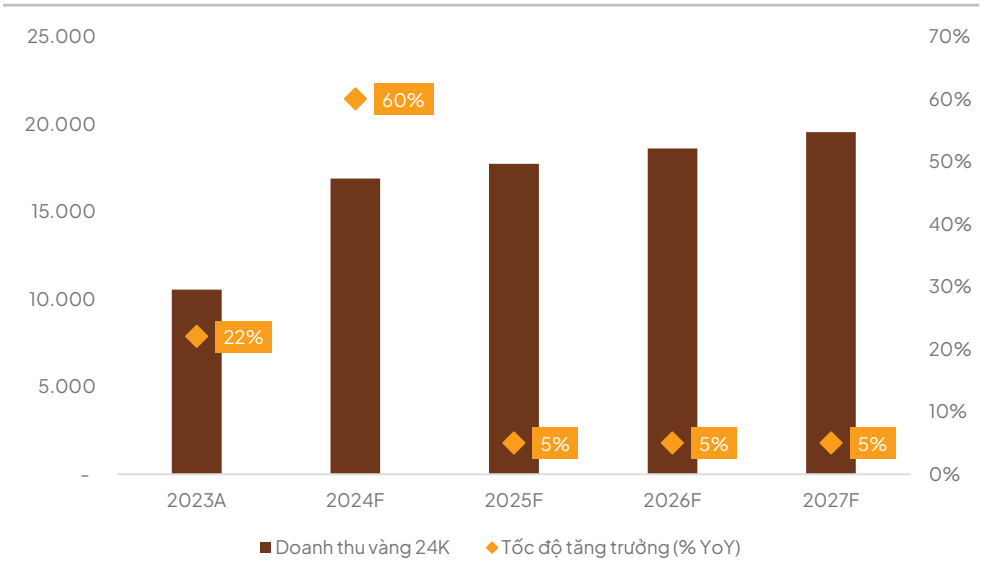
Nguồn: BCTC PNJ & LPBS Research

TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG 2024F – 2025F

Đóng góp đột biến của mảng vàng 24K trong 2024F sẽ bình thường hóa trong 2025F, nhờ các biện pháp hạ nhiệt thị trường của Chính phủ

Từ đầu tháng 6/2024, với mục tiêu thu hẹp khoảng cách lớn giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) thông báo bán vàng miếng trực tiếp cho 4 ngân hàng (bao gồm Agribank, Vietcombank, BIDV, Vietinbank) để các ngân hàng này bán ra cho người dân với mức giá chênh lệch thấp so với giá thế giới (với yêu cầu đăng ký thành công trên trang web của các ngân hàng và khối lượng hạn chế cho mỗi lần giao dịch). Ngoài ra, các quy định về kinh doanh vàng cũng được thắt chặt hơn và các hoạt động thanh tra cũng được tăng cường nhằm giảm tình trạng buôn bán vàng trái phép, không rõ nguồn gốc, thao túng, v.v. **Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng doanh thu bán vàng miếng sẽ giảm dần đến cuối năm 2024F và trở lại bình thường với mức tăng trưởng một chữ số từ năm 2025F.**

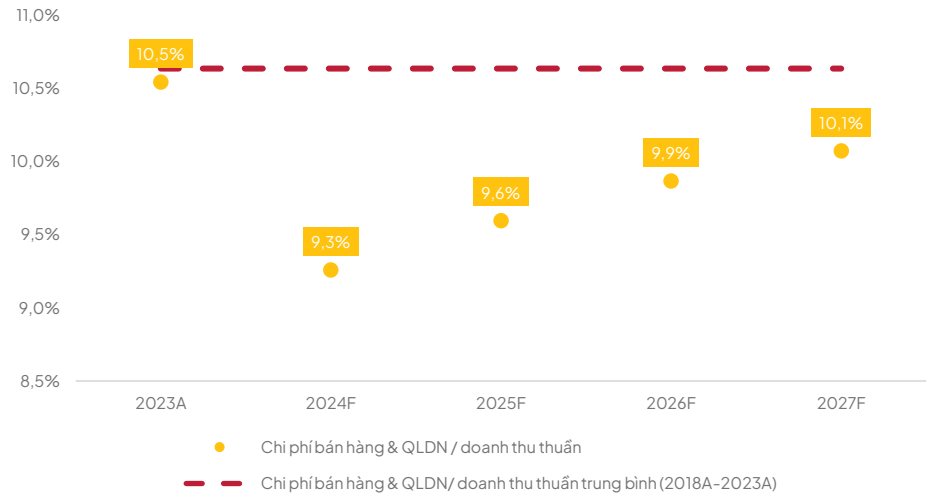
Doanh thu mảng vàng 24K, 2023A-2028F
(Đvt: tỷ VND)



Quản lý chi phí hiệu quả hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận:

Mặc dù có tốc độ mở rộng cửa hàng khá nhanh (+10% svck), PNJ vẫn đang kiểm soát tốt chi phí bán hàng & QLDN với tỷ trọng 9,7% tổng doanh thu thuần (giảm nhẹ từ mức 10,4% svck) trong 6T2024. Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ tiếp tục kiểm soát tốt chi phí với tỷ trọng chi phí bán hàng & QLDN/doanh thu ổn định ở mức 9,3%-10,3% trong 2024F-2028F, hỗ trợ đà tăng trưởng lợi nhuận.

Chi phí bán hàng & QLDN/ Doanh thu thuần, 2023A-2028F
(Đvt: tỷ VND)



Nguồn: BCTC PNJ & LPBS Research

KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi cho rằng PNJ có thể tiếp đà tăng trưởng vượt trội trong giai đoạn 2024–2025 nhờ (i) Thương hiệu mạnh, năng lực vượt trội, vị thế dẫn đầu, mạng lưới bán lẻ mở rộng, (ii) Tăng cường sự đổi mới sản phẩm thúc đẩy cải thiện biên lợi nhuận gộp, (iii) Quản lý chi phí hiệu quả và (iv) Chiến lược marketing, xây dựng thương hiệu, đồng thời cải tiến công nghệ và quản lý tài chính.

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng KQKD của PNJ sẽ có sự tăng trưởng vượt trội với LNST trong năm 2024F và 2025F lần lượt đạt mức 2.450 tỷ đồng (+24% svck) và 2.639 tỷ đồng (+8% svck).

Cập nhật KQKD

Kết thúc Q2/2024, doanh thu thuần PNJ đạt hơn 9,5 nghìn tỷ đồng, tăng 43% so với cùng kỳ năm trước, đưa doanh thu lũy kế 6 tháng đầu năm lên hơn 22,1 nghìn tỷ đồng và thực hiện được 60,1% kế hoạch năm đề ra. Đáng chú ý, PNJ đạt LNST gần 429 tỷ đồng, tăng 27,03% so với cùng kỳ năm trước, qua đó giúp LNST lũy kế 6 tháng đầu năm gần 1,1 nghìn tỷ đồng, tương ứng thực hiện được 55,6% kế hoạch năm.

Luận điểm đầu tư

Thương hiệu mạnh, năng lực vượt trội, vị thế dẫn đầu, mạng lưới bán lẻ mở rộng: Chúng tôi dự báo doanh thu mảng bán lẻ năm 2024F và 2025F lần lượt đạt 22,2 nghìn tỷ đồng (+14,0% svck) và 25,2 nghìn tỷ đồng (+13,7% svck), đóng góp 51% và 53% vào tổng doanh thu 2024F và 2025F. Sự tăng trưởng này nhờ vào sự phục hồi chi tiêu trong tầng lớp trung - thượng lưu tại Việt Nam, cùng với vị thế vượt trội của PNJ so với các đối thủ về mạng lưới cửa hàng, năng lực thiết kế, sản xuất và thực thi.

Tăng cường sự đổi mới sản phẩm thúc đẩy cải thiện biên lợi nhuận gộp: Việc liên tục đổi mới và cải tiến sản phẩm có thể thu hút sự quan tâm của khách hàng, giúp công ty duy trì sự cạnh tranh và phát triển thị trường. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ của PNJ sẽ tăng 10–40 điểm cơ bản trong 2024F-2028F, được thúc đẩy bởi (1) cơ cấu sản phẩm chuyển sang trang sức thời trang có giá trị gia tăng cao hơn nhờ đổi mới sản phẩm và giá trị thương hiệu tăng, và (2) đóng góp doanh thu từ mảng vàng miếng vốn có biên lợi nhuận thấp trở về mức bình thường.

Quản lý chi phí hiệu quả hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận: Mặc dù có tốc độ mở rộng cửa hàng khá nhanh (+10% svck), PNJ vẫn đang kiểm soát tốt chi phí bán hàng & QLDN với tỷ trọng 9,7% tổng doanh thu thuần (giảm nhẹ từ mức 10,4% svck) trong 6T2024. Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ tiếp tục kiểm soát tốt chi phí với tỷ trọng chi phí bán hàng & QLDN/doanh thu ổn định ở mức 9,3%-10,3% trong 2024F-2028F, hỗ trợ đà tăng trưởng lợi nhuận.

Chiến lược marketing, xây dựng thương hiệu, đồng thời cải tiến công nghệ và quản lý tài chính. Đầu tư vào marketing và xây dựng thương hiệu cũng như cải tiến công nghệ có thể nâng cao nhận diện thương hiệu và thu hút khách hàng mới, đồng thời giữ chân khách hàng hiện tại. Chúng tôi cho rằng chiến lược này sẽ giúp PNJ cắt giảm chi phí không cần thiết đồng thời cải thiện được biên lợi nhuận trong dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ dần cải thiện từ 5,5% - 5,6% vào 2024F-2025F lên 6,0% trong năm 2028F.

Rủi ro đầu tư

Tốc độ mở rộng/doanh số cửa hàng chậm hơn dự kiến, đặc biệt là doanh số bán lẻ trang sức của PNJ.

Nhu cầu trang sức yếu hơn dự kiến.

Biến động giá vàng: giá vàng thế giới có thể ảnh hưởng lớn đến doanh thu và lợi nhuận của công ty.

Rủi ro liên quan đến chuỗi cung ứng: PNJ phụ thuộc vào việc cung ứng nguyên liệu và sản phẩm từ các nguồn bên ngoài. Các vấn đề trong chuỗi cung ứng, như sự gián đoạn trong nguồn cung hoặc tăng giá nguyên liệu, có thể ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh.

Rủi ro thị trường: Giá cổ phiếu PNJ có thể bị ảnh hưởng bởi các yếu tố thị trường chung như tâm lý nhà đầu tư, sự thay đổi trong chỉ số chứng khoán, và các yếu tố bên ngoài khác

ĐỊNH GIÁ SO SÁNH (COMPARABLE VALUATION) & CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN (FCFF)

Phương pháp định giá So sánh (Comparable Valuation)

Chúng tôi sử dụng các công ty thuộc ngành bán lẻ để làm cơ sở tham chiếu cho giá trị nội tại (intrinsic value) của PNJ dùng 2 chỉ số gồm PE và PB.

Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (FCFF)

Với phương pháp chiết khấu dòng tiền, bên cạnh các kỳ vọng về kết quả hoạt động kinh doanh của PNJ, chúng tôi có thực hiện thêm một số giả định như sau:

- **Chi phí vốn (WACC):** PNJ sẽ có xu hướng sử dụng nợ ngắn hạn để tài trợ việc gia tăng vốn lưu động và hầu như đã không còn sử dụng nợ vay dài hạn từ 2020, do đó chúng tôi tiếp tục dự phóng cơ cấu vốn không có nợ vay dài hạn trong suốt giai đoạn dự phóng. Ngoài ra, chi phí vốn chủ sở hữu được ước tính khoảng 8,6%. Vì vậy, chúng tôi ước tính chi phí vốn của Công ty sẽ ở mức 8%/năm.
- **Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn (Terminal growth):** Do ngành bán lẻ trang sức Việt Nam vẫn khá hấp dẫn, vì vậy chúng tôi đặt kỳ vọng tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn sẽ ở mức 2%.

Ticker	Tên công ty	Market Cap (tỷ VND)	EV/EBITDA	P/E	P/B
MWG.HM	Mobile World Investment Corp	89,607	13.5	40.9	3.4
PNJ.HM	Phu Nhuan Jewelry JSC	31,692	11.4	17.2	3.0
FRT.HM	FPT Digital Retail JSC	22,030	50.1	NULL	13.3
DGW.HM	Digiworld Corp	9,026	20.6	24.1	3.3
SAS.HNO	Southern Airports Services JSC	3,971	11.9	15.6	2.7
PET.HM	PetroVietnam General Services Corp	2,565	14.9	19.2	1.3
Mean			**15.7**	**20.8**	**2.8**
Median			**14.2**	**19.2**	**3.1**

Nguồn: Refinitiv, Bloomberg, & LPBS Research

Chúng tôi xác định phương pháp DCF sẽ là phương pháp đáng tin cậy, vì vậy sẽ chiếm tỷ trọng 50%, các phương pháp còn lại sẽ có tỷ trọng 25% trên mỗi phương pháp.

Phương pháp	Multiples	Chỉ tiêu FY2024	VND/CP	Tỷ trọng	Giá trị
PE	21,8	EPS	6.818	25%	118.679
PB	3,1	BVPS	34.297	25%	97.252
DCF				50%	139.675
Giá trị cổ phiếu (VND/cp)				**100%**	**123.800**

Nguồn: Refinitiv, Bloomberg, & LPBS Research

PHỤ LỤC – BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Bảng Cân đối Kế toán *(Đvt: tỷ VND)*	2022	2023	2024E	2025E
Tài Sản Ngắn Hạn	**11.966**	**12.960**	**15.042**	**17.951**
Tiền và Tương đương tiền	880	896	780	793
Đầu tư ngắn hạn	200	810	2.310	3.810
Khoản phải thu ngắn hạn	301	217	278	305
Hàng Tồn Kho	10.506	10.941	11.534	12.889
Tài sản ngắn hạn khác	80	96	140	154
Tài Sản Dài Hạn	**1.371**	**1.470**	**1.610**	**1.750**
Tài sản cố định	882	883	921	997
Đầu tư dài hạn	31	33	33	33
Tài sản dài hạn khác	458	554	656	720
TỔNG TÀI SẢN	**13.337**	**14.430**	**16.652**	**19.701**
Nợ Ngắn Hạn	**4.883**	**4.614**	**5.287**	**6.672**
Phải trả người bán	277	255	757	830
Vay ngắn hạn	2.683	2.384	2.232	3.325
Phải trả ngắn hạn khác	1.923	1.975	2.297	2.517
Nợ Dài Hạn	**10**	**9**	**9**	**9**
Vay dài hạn	0	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	10	9	9	9
Vốn Chủ Sở Hữu	**8.444**	**9.807**	**11.356**	**13.020**
Vốn góp của chủ sở hữu	2.462	3.282	3.314	3.348
Thặng dư vốn cổ phần	2.251	1.851	1.884	1.917
LNST chưa phân phối	2.522	2.740	4.224	5.822
Lợi ích CĐ không kiểm soát	0	0	0	0
VCSH khác	1.209	1.933	1.933	1.933
TỔNG NGUỒN VỐN	**13.337**	**14.430**	**16.652**	**19.701**

Bảng Kết quả Kinh doanh *(Đvt: tỷ VND)*	2022	2023	2024E	2025F
Doanh thu thuần	**34.164**	**33.482**	**43.451**	**47.664**
Giá vốn hàng bán	-28.237	-27.423	-36.334	-39.810
Lợi nhuận gộp	**5.927**	**6.059**	**7.117**	**7.854**
Chi phí bán hàng & quản lý	-3.502	-3.529	-4.023	-4.573
Lợi nhuận hoạt động	**2.425**	**2.529**	**3.094**	**3.281**
Khấu hao	80	81	92	94
EBITDA	**2.504**	**2.610**	**3.186**	**3.375**
Thu nhập tài chính	54	98	146	232
Chi phí tài chính	-141	-143	-157	-192
Chi phí lãi vay	-94	-119	-133	-168
Lợi nhuận khác	-25	5	5	5
Lợi nhuận trước thuế	**2.312**	**2.489**	**3.088**	**3.325**
Chi phí thuế	-502	-518	-638	-687
Lợi nhuận sau thuế	**1.811**	**1.971**	**2.450**	**2.639**
LN CĐ Thiểu số	*0*	*0*	*0*	*0*
LN Công ty mẹ	*1.811*	*1.971*	*2.450*	*2.639*
EPS	**5.350**	**5.435**	**6.818**	**7.269**

Chỉ số sinh lời	2022	2023	2024E	2025F
Biên lợi nhuận gộp (%)	17,3%	18,1%	16,4%	16,5%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	7,1%	7,6%	7,1%	6,9%
Biên lợi nhuận EBITDA (%)	7,3%	7,8%	7,3%	7,1%
Biên lợi nhuận thuần (%)	5,3%	5,9%	5,6%	5,5%
ROE (%)	15,1%	14,2%	15,8%	14,5%
ROA (%)	25,0%	21,6%	23,2%	21,6%

Nguồn: BCTC PNJ, Fiinpro & LPBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo, Phòng Phân tích chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân tích không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích cùng các định giá nằm trong báo cáo phân tích (nếu có) nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân tích – CTCP Chứng Khoán LPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán LPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần Chứng khoán LPBank

Tòa nhà Thaisquare The Merit

43-45-47 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (028) 730 98198

Phòng Phân tích

Email: research@lpbs.com.vn