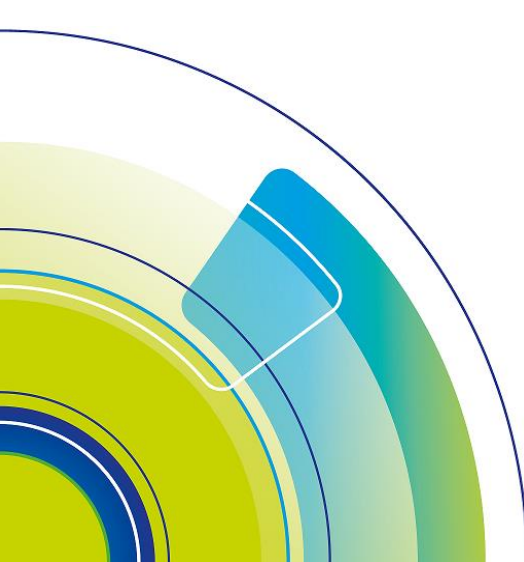




# Cập nhật PNJ – TRUNG LẬP

Ngày 11/08/2023



## Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 7300 7000 – Ext: 1042

chiltk@acbs.com.vn

## Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị **TRUNG LẬP**

HSX: **PNJ**

Bán lẻ trang sức & phụ kiện

Giá mục tiêu (VND) **83.489**

Giá hiện tại (VND) **79.000**

Tỷ lệ tăng giá 5,7%

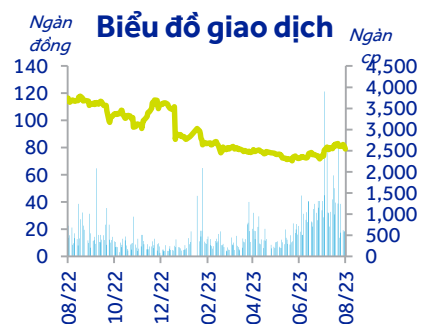
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 2,5%

Tổng tỷ suất lợi nhuận **8,2%**

## Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-9,4	7,2	5,9	-7,5
Tương đối	-32,2	0,8	-10,1	-6,1

Nguồn: Bloomberg



## Cơ cấu sở hữu

VietFund Management	9,2%
Sprucegrove Inv.	5,1%
VinaCapital	4,5%

## Thông kê 10/08/23

Mã Bloomberg	PNJ VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	67.500-95.100
SL lưu hành (triệu cp)	328
Vốn hóa (tỷ đồng)	26.306
Vốn hóa (triệu USD)	1.110
Room khối ngoại còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	82,7
KLGD TB 3 tháng (cp)	905.139
VND/USD	23.910
Index: VNIndex / HNX	1224,8/244,2

## CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ VN)

Công ty ghi nhận kết quả kinh doanh sụt giảm trong 6T23 do sức mua của người tiêu dùng yếu, mặc dù bức tranh được kỳ vọng sẽ cải thiện dần trong nửa sau của năm 2023. Duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP**. Giá mục tiêu 83.489 đ/cp.

PNJ công bố doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 6.663 tỷ đồng (-17,4% n/n) và 338 tỷ đồng (-8,0% n/n) trong Q2/23. Lũy kế 6T23, doanh thu thuần và LNST của công ty lần lượt giảm 9,6% và 0,2% n/n, đạt 16.459 tỷ đồng và 1.086 tỷ đồng.

KQKD PNJ 6T23		Tăng trưởng
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>16.459</b>	<b>-9,6%</b>
Bán lẻ	9.546	-10,3%
Bán sỉ	1.498	-30,2%
Vàng 24K	5.053	-1,1%
Khác	362	+41,5%
<b>LNST</b>	<b>1.086</b>	<b>-0,2%</b>

Nguồn: PNJ; tính toán của ACBS

Doanh thu bán lẻ giảm 10,3% n/n trong 6T23 do nền cao trong cùng kỳ năm ngoài và sức mua yếu đi kể từ những tháng cuối năm 2022. Tính đến cuối tháng 6/2023, PNJ có 381 cửa hàng (cuối 2022: 364) đang hoạt động, gồm 360 cửa hàng vàng (cuối 2022: 343). Doanh thu vàng miếng và các sản phẩm có hàm lượng vàng cao giảm 1,1% n/n trong khi doanh thu bán sỉ giảm 30,2% n/n trong 6T23. Biên lợi nhuận gộp toàn công ty đạt 18,9%, so với 17,6% trong 6T22, nhờ tối ưu hóa chi phí, trong khi tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên lợi nhuận gộp tăng nhẹ lên 54,9% so với 54,6% trong 6T22.

Mặc dù đối mặt với nhiều khó khăn trong nửa đầu năm 2023, chúng tôi kỳ vọng sức mua của người tiêu dùng có thể cải thiện về cuối năm nhờ lãi suất đã điều chỉnh giảm và các biện pháp hỗ trợ của chính phủ, mặc dù sự cải thiện này có thể diễn ra dần dần theo sự phục hồi của nền kinh tế. Chúng tôi giả định mảng bán lẻ, mảng đóng góp chính cho công ty, có thể thu hẹp mức giảm xuống còn 8% cho cả năm. Theo đó doanh thu thuần năm 2023 của PNJ được kỳ vọng ở 31.568 tỷ đồng (-6,8% n/n), thấp hơn 10% so với dự phóng trước và LNST có thể tăng 1,9% n/n, đạt 1.846 tỷ đồng, thấp hơn 7% so với dự phóng trước. Kết hợp phương pháp DCF và P/E, chúng tôi định giá cổ phiếu ở mức 83.489 đồng/cp, tương đương với tổng mức sinh lời 8,2% vào cuối 2023.

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
DT thuần (tỷ đồng)	19.547	33.876	31.568	35.609	39.221
Tăng trưởng	11,6%	73,3%	-6,8%	12,8%	10,1%
EBITDA (tỷ đồng)	1.486	2.491	2.481	2.959	3.371
Biên EBITDA	7,6%	7,4%	7,9%	8,3%	8,6%
LN ròng (tỷ đồng)	1.029	1.811	1.846	2.237	2.574
Tăng trưởng LN	-3,8%	76,0%	1,9%	21,2%	15,1%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	3.182	5.285	5.279	6.398	7.289
Tăng trưởng	-4,0%	66,1%	-0,1%	21,2%	13,9%
ROE	18,3%	25,1%	20,4%	21,4%	21,0%
ROA	10,8%	15,1%	13,6%	15,5%	16,7%
Nợ ròng /EBITDA (x)	1,6	0,6	0,3	0,1	(0,3)
EV/EBITDA (x)	18,4	11,0	11,0	9,3	8,1
EV/Doanh thu (x)	1,4	0,8	0,9	0,8	0,7
P/E (x)	24,8	14,9	15,0	12,3	10,8
P/B (x)	3,0	2,3	2,7	2,3	2,0
Cổ tức (đồng)	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Suất sinh lợi cổ tức	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

<b>MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ PNJ</b>	Giá hiện tại (đồng):	79.000	Giá mục tiêu (đồng):	83.489	Vốn hóa (tỷ đồng):	26.306
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2021	2022	2023F	2024F	2025F	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>19.547</b>	<b>33.876</b>	<b>31.568</b>	<b>35.609</b>	<b>39.221</b>	
<i>Tăng trưởng</i>	<i>11,6%</i>	<i>73,3%</i>	<i>-6,8%</i>	<i>12,8%</i>	<i>10,1%</i>	
GVHB trừ khấu hao	15.921	27.921	25.643	28.766	31.573	
Chi phí bán hàng trừ khấu hao	1.669	2.808	2.837	3.200	3.525	
Chi phí quản lý doanh nghiệp trừ khấu hao	473	644	600	677	745	
Doanh thu tài chính	16	34	17	19	21	
Chi phí tài chính	14	47	24	26	28	
<b>EBITDA</b>	<b>1.486</b>	<b>2.491</b>	<b>2.481</b>	<b>2.959</b>	<b>3.371</b>	
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,4%</i>	<i>7,9%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,6%</i>	
Khấu hao	75	80	82	88	92	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>1.411</b>	<b>2.411</b>	<b>2.399</b>	<b>2.871</b>	<b>3.278</b>	
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>7,2%</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,6%</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,4%</i>	
Lợi nhuận/Lỗ khác	(28)	(25)	1	1	1	
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLC	-	-	-	-	-	
Chi phí lãi vay ròng	104	74	51	26	4	
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>5,5%</i>	<i>3,9%</i>	<i>4,8%</i>	<i>5,1%</i>	<i>-1,2%</i>	
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>13,5</i>	<i>32,6</i>	<i>46,7</i>	<i>112,0</i>	<i>911,3</i>	
Thuế	250	502	503	610	702	
<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	-	-	-	-	-	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.029</b>	<b>1.811</b>	<b>1.846</b>	<b>2.237</b>	<b>2.574</b>	
Tiền mặt từ hoạt động kinh doanh	1.104	1.890	1.928	2.325	2.666	
Tổng số lượng cổ phiếu	227.612.362	246.171.620	328.220.621	331.502.827	334.817.855	
<b>EPS (VND)</b>	<b>4.242</b>	<b>7.044</b>	<b>5.279</b>	<b>6.398</b>	<b>7.289</b>	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>3.182</b>	<b>5.285</b>	<b>5.279</b>	<b>6.398</b>	<b>7.289</b>	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>	<i>-4,0%</i>	<i>66,1%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>21,2%</i>	<i>13,9%</i>	

<b>CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Thay đổi vốn lưu động	1.773	1.441	222	1.040	533
Capex	48	51	88	63	63
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	-	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	-53	-326	-189	-258	-223
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>-771</b>	<b>72</b>	<b>1.429</b>	<b>965</b>	<b>1.848</b>
Phát hành cp	(2)	1.447	-	66	66
Cổ tức đã trả	177	617	656	663	669
Thay đổi nợ ròng	949	-903	-773	-367	-1.245
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>2.366</b>	<b>1.464</b>	<b>690</b>	<b>323</b>	<b>-922</b>
<b>Vốn CSH</b>	<b>6.013</b>	<b>8.444</b>	<b>9.634</b>	<b>11.274</b>	<b>13.245</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	26.425	35.019	29.371	34.371	39.980
Nợ ròng / VCSH	39,4%	17,3%	7,2%	2,9%	-7,0%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1,6	0,6	0,3	0,1	(0,3)
<b>Tổng tài sản</b>	<b>10.619</b>	<b>13.337</b>	<b>13.754</b>	<b>15.026</b>	<b>15.752</b>

<b>CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
ROE	18,3%	25,1%	20,4%	21,4%	21,0%
ROA	10,8%	15,1%	13,6%	15,5%	16,7%
ROIC	14,8%	20,5%	18,7%	20,6%	21,5%
WACC	11,3%	12,4%	13,4%	13,8%	14,0%
EVA	3,5%	8,0%	5,3%	6,8%	7,5%
P/E (x)	24,8	14,9	15,0	12,3	10,8
EV/EBITDA (x)	18,4	11,0	11,0	9,3	8,1
EV/FCF (x)	-35,5	378,4	19,2	28,4	14,8
P/B (x)	3,0	2,3	2,7	2,3	2,0
P/S (x)	1,3	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/Doanh thu (x)	1,4	0,8	0,9	0,8	0,7
PEG	1,2	0,5	1,3	0,8	0,8
Suất sinh lợi cổ tức	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

### 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

#### Giám đốc phân tích ngành Bất động sản

**Phạm Thái Thanh Trúc**  
(+84 28) 7300 7000 (x1043)  
[trucptt@acbs.com.vn](mailto: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](mailto:hungcv@acbs.com.vn)

#### Giám đốc phân tích ngành Bán lẻ

**Lương Thị Kim Chi**  
(+84 28) 7300 7000 (x1042)  
[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

#### CVPT – Hàng tiêu dùng Trần Nhật Trung

(+84 28) 7300 7000 (x1045)  
[trungtn@acbs.com.vn](mailto:trungtn@acbs.com.vn)

#### CVPT- Dầu khí Phan Việt Hưng

(+84 28) 7300 7000 (x1044)  
[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

#### CVPT – Năng lượng Phạm Đức Toàn

(+84 28) 7300 7000 (x1051)  
[toanpd@acbs.com.vn](mailto:toanpd@acbs.com.vn)

#### CVPT – Vĩ mô Nguyễn Thị Hòa

(+84 28) 7300 7000 (x1050)  
[hoant@acbs.com.vn](mailto:hoant@acbs.com.vn)

#### NVPT – PTKT Võ Phú Hữu

(+84 28) 7300 7000 (x1052)  
[huuvp@acbs.com.vn](mailto:huuvp@acbs.com.vn)

### KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

#### Giám đốc khối khách hàng định chế

**Chu Thị Kim Hương**  
(+84 28) 7300 6879 (x1083)  
[huongctk@acbs.com.vn](mailto:huongctk@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC Lý Ngọc Dung

(+84 28) 7300 6879 (x1084)  
[dungln.hso@acbs.com.vn](mailto:dungln.hso@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC Nguyễn Trần Như Huỳnh

(+84 28) 7300 6879 (x1088)  
[huynhntn@acbs.com.vn](mailto:huynhntn@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC Lê Nguyễn Anh Thư

(+84 28) 7300 6879 (x1095)  
[thulna@acbs.com.vn](mailto:thulna@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC Hoàng Trọng Khôi

(+84 28) 7300 6879 (x1098)  
[khoiht.khdc@acbs.com.vn](mailto:khoiht.khdc@acbs.com.vn)

## KHUYẾN CÁO

## Nguyên Tắc Khuyến Nghị

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 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 đó.

## 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.