

Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 11, 2024

Mã giao dịch: PNJ

Reuters: PNJ.HM

Bloomberg: PNJ VN

Điểm sáng từ doanh thu bán lẻ. Vàng khan hiếm áp lực lên biên lợi nhuận

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **117.300**

Giá thị trường (07/11/2024) 93.300

Lợi nhuận kỳ vọng +25,7%

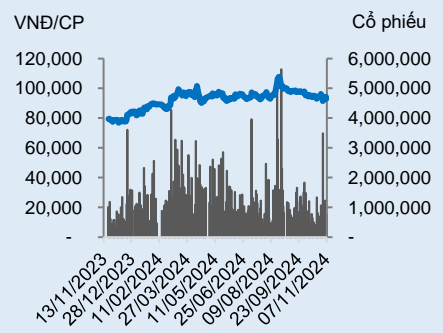
Kết quả kinh doanh Q3 2024 kém hơn kỳ vọng, doanh thu 7.130 tỷ (+3,1% yoy) và lợi nhuận sau thuế 216 tỷ (-14,8% yoy) với mức giảm chủ yếu tập trung vào tháng 7 và 8. Một số điểm nhấn chính:

- **Doanh số bán lẻ duy trì đà tăng trưởng ấn tượng** hơn 20% trong Q3 và gần 16% trong 9T 2024. PNJ cho rằng đây là kết quả của sự phục hồi tốt của nhu cầu trang sức, cộng với nỗ lực mở rộng quy mô chuỗi ngay cả trong những thời điểm thị trường khó khăn nhất đã mang lại quả ngọt. Số lượng cửa hàng PNJ cuối Q3 tăng 18 điểm so với đầu năm và 31 điểm so với cùng kỳ năm trước.
- **Thị trường vàng khan hiếm, doanh số 24K sụt giảm mạnh** trong Q3 với mức giảm 47% so với cùng kỳ và 73% so với quý trước. Với việc giá vàng trong nước tăng mạnh hơn 30% kể từ đầu năm, cùng với thanh tra thị trường vàng gắt gao, nguồn cung trên thị trường giảm mạnh do một phần không áp ứng được xuất xứ nguồn gốc cũng như người mua bán không muốn bán vì giá neo cao.
- **Biên lợi nhuận gộp chung cải thiện**, ghi nhận ở mức 17,5% trong Q3, tăng 198 bps qoq và 23 bps yoy chủ yếu do tỷ trọng đóng góp của nhóm 24K giảm về mức chỉ trên 15% doanh thu từ mức bình quân trên 40% trong 1H. **Tuy vậy, chúng tôi ước biên gộp của riêng mảng bán lẻ đã thu hẹp đáng kể** từ đầu năm không chỉ do thay đổi cơ cấu sản phẩm mà còn do sự tăng lên của chi phí đầu vào. Do khan hiếm nguồn cung, PNJ đã phải tăng cường việc tái chế các sản phẩm có vòng quay kém và xây dựng thêm một số chính sách để kích thích việc thu hồi sản phẩm từ khách hàng, qua đó đảm bảo nguồn cung đầu vào phục vụ cho tăng trưởng của mảng bán lẻ. Điều này đã làm cho chi phí đầu vào tăng mạnh, đặc biệt là trong Q3.
- **Sẽ giới thiệu một số mảng kinh doanh mới trong Q4 và 2025.** Trong đó nổi bật nhất là trang sức cho nam giới, sẽ triển khai dưới hình thức shop-in-shop trong thời gian tới. Ngoài ra PNJ cũng nghiên cứu một số sản phẩm mới có hàm lượng vàng thấp hơn nhưng vẫn đảm bảo về độ bền, tinh xảo và thoải mái được nhu cầu cơ bản về trang sức của khách hàng.

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	77.615-107.748
Vốn hóa	31.527 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	337.905.217
KLGD bình quân 10 ngày	991.335
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,14%
Beta	0,87

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PNJ	10,7%	-2,2%	-2,8%	-3,5%
VN-Index	11,3%	-2,2%	2,4%	-0,6%

Điều chỉnh giảm dự báo 2024 với doanh thu 38.665 tỷ (+16,7% yoy) và lợi nhuận sau thuế 2.092 tỷ (+6,8% yoy), thấp hơn 9% về doanh thu do doanh số 24K giảm mạnh và 8% về lợi nhuận do biên lợi nhuận mảng bán lẻ giảm. Điều này đồng nghĩa với kỳ vọng lợi nhuận Q4 sẽ đạt 710 tỷ đồng, tăng 11% so với năm ngoái.

Triển vọng 2025 phụ thuộc rất lớn vào nguồn cung và giá vàng. Dù quá trình thanh tra thị trường vàng kéo dài từ tháng 5 đã kết thúc, nguồn cung vàng vẫn chưa cải thiện do giá tiếp tục neo cao. BVSC tạm thời đưa ra dự báo 2025 với doanh thu 33.330 tỷ (-13,8% yoy) và lợi nhuận sau thuế 2.326 tỷ (11,2% yoy). Chúng tôi kỳ vọng mảng bán lẻ duy trì tăng trưởng 2 chữ số trong khi thận trọng giả định biên lợi nhuận mảng này hồi phục nhẹ nhưng vẫn thấp hơn 50 bps so với bình quân 2024. Tuy vậy, chúng tôi cũng bỏ ngõ triển vọng có thể tốt hơn nếu có tín hiệu tích cực từ chính sách, cũng như thanh khoản thị trường vàng cải thiện nếu giá vàng điều chỉnh.

Khuyến nghị đầu tư. Duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM**, P/E kỳ vọng 17 lần dựa trên mức bình quân trong 5 năm gần nhất và giá mục tiêu **117.300 đồng/cp** – giảm so với lần trước chủ yếu do giảm dự báo 2025. BVSC vẫn tin rằng PNJ là một trong những doanh nghiệp bán lẻ hàng đầu với tiềm năng tăng trưởng tốt trong dài hạn, hưởng lợi từ sự tăng lên của tầng lớp trung lưu, sự phân mảnh của thị trường bán lẻ trang sức và sự thay đổi về cơ bản trong thói tiêu dùng trang sức tại Việt Nam.

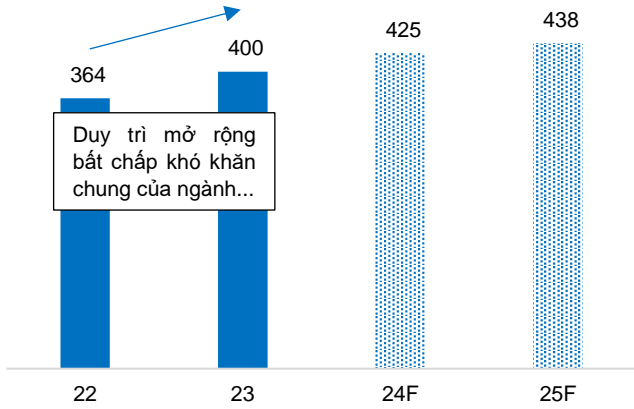
Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú, CFA

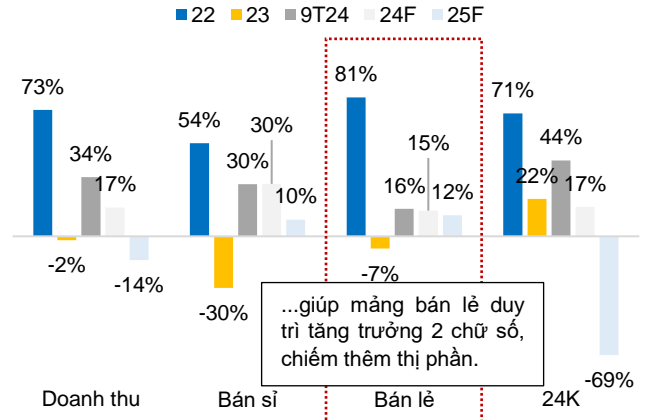
(84 28) 3914 6888 ext. 258

phuts@bvsc.com.vn

Số lượng cửa hàng

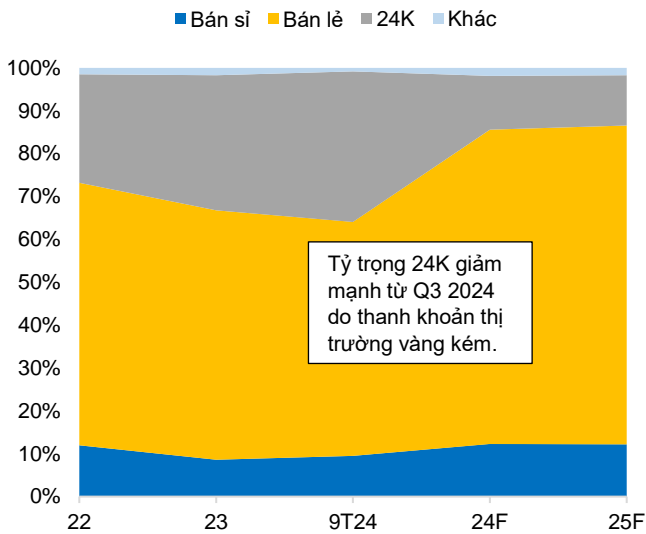


Tăng trưởng doanh số

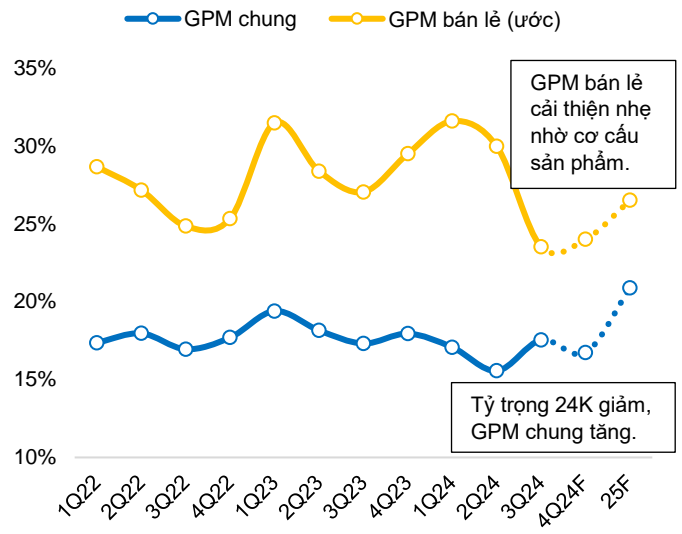


Nguồn: PNJ, BVSC dự báo

Cơ cấu doanh thu

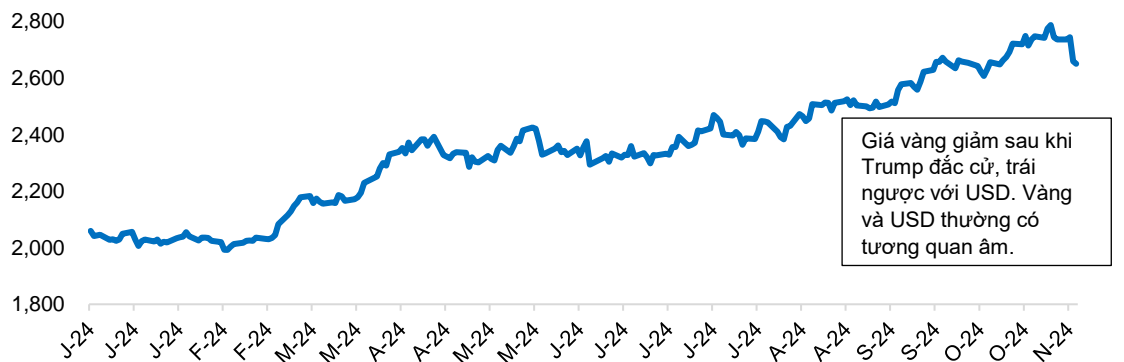


Biên lợi nhuận gộp

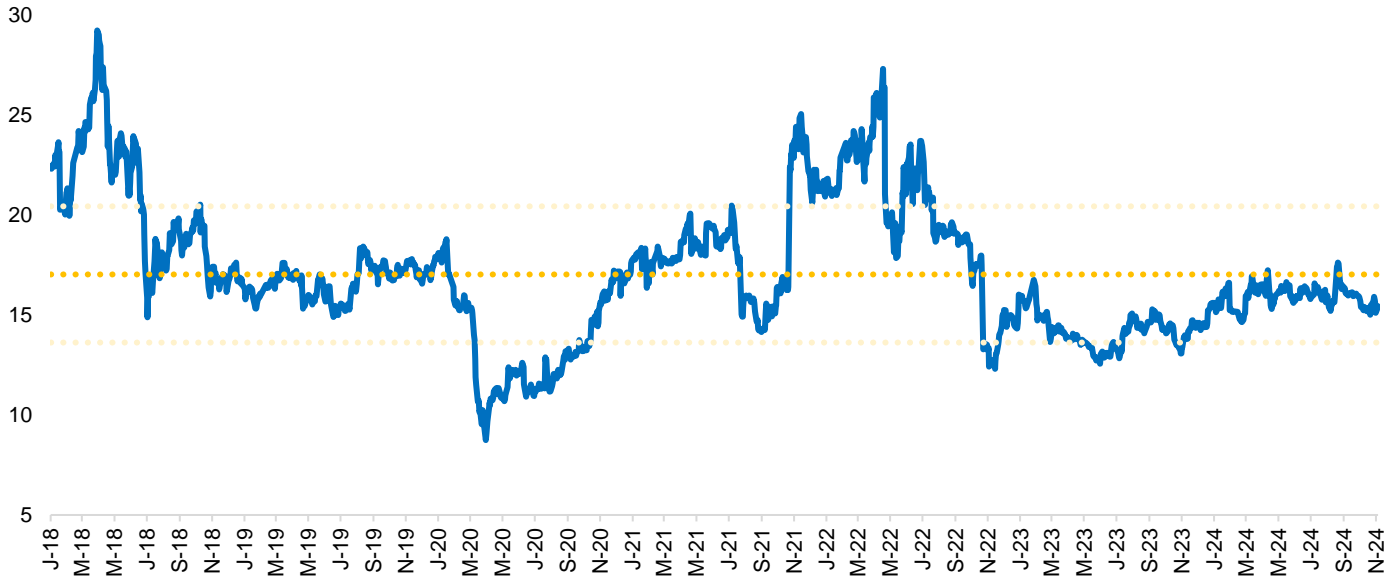


Nguồn: PNJ, BVSC dự báo

Giá vàng thế giới (Đvt: USD/oz)



Nguồn: Bloomberg

P/E lịch sử từ 2018

Nguồn: Fiin
Các doanh nghiệp cùng ngành

Mã Bloomberg	Tên doanh nghiệp	Vốn hoá (triệu USD)	P/E (x)	Suất cổ tức (%)
Trung bình		2.429	15,8	6,4
PNJ VN Equity	PHU NHUAN JEWELRY JSC	1.255	15,6	3,0
1929 HK Equity	CHOW TAI FOOK JEWELLERY GROU	9.505	11,4	7,4
590 HK Equity	LUK FOOK HOLDINGS INTL LTD	1.128	5,0	9,1
116 HK Equity	CHOW SANG SANG HLDG	578	6,1	8,3
002867 CH Equity	CHOW TAI SENG JEWELLERY CO-A	1.746	11,5	8,3
002574 CH Equity	ZHEJIANG MING JEWELRY CO-A	361	45,3	2,0

Nguồn: Bloomberg

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	33.876	33.137	38.665	33.330
Giá vốn	(27.949)	(27.078)	(32.207)	(26.372)
Lợi nhuận gộp	5.927	6.059	6.457	6.958
Doanh thu tài chính	54	98	64	116
Chi phí tài chính	(141)	(143)	(78)	(63)
Lợi nhuận sau thuế	1.802	1.959	2.092	2.326

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Tiền & khoản tương đương tiền	880	896	443	1.990
Các khoản phải thu ngắn hạn	301	215	251	216
Hàng tồn kho	10.506	10.941	12.766	11.005
Tài sản cố định hữu hình	882	883	841	791
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	4	4	4
Tổng tài sản	13.337	14.428	15.417	16.485
Nợ ngắn hạn	4.883	4.612	4.068	3.474
Nợ dài hạn	10	9	9	9
Vốn chủ sở hữu	8.444	9.806	11.340	13.002
Tổng nguồn vốn	13.337	14.428	15.417	16.485

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2022	2023	2024F	2025F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	73%	-2%	17%	-14%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	77%	9%	7%	11%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	17%	18%	17%	21%
Lợi nhuận thuần biên	5%	6%	5%	7%
ROA	14%	14%	14%	14%
ROE	21%	20%	18%	18%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	26%	20%	17%	10%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	45%	32%	24%	13%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	7.075	6.345	5.843	6.391
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.322	25.731	29.881	34.554

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trương Sỹ Phú** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan 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 về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác 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.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định

Định nghĩa

OUTPERFORM

Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%

NEUTRAL

Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%

UNDERPERFORM

Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

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

Nguyễn Đức Hoàng

Ngân hàng, Xây dựng, Vật liệu xây dựng
hoangnd@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Vật liệu xây dựng
thaotp@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép
minhtn@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

Nguyễn Việt Dân

Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không
dannv@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng
dunglnt@bvsc.com.vn

Nguyễn Đăng Thành

Dầu khí, Hàng không
thanhd@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