

CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND108.000	VND128.200	1,96%	KHẢ QUAN	Hàng tiêu dùng

Ngày 17/11/2021

Triển vọng ngắn hạn: Trung bình
Triển vọng dài hạn: Tích cực
Định giá: Tích cực

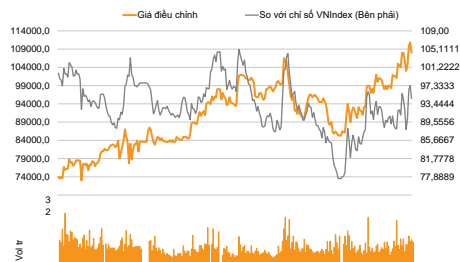
Consensus*: Mua:11 Giữ:3 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 15,2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Thay đổi LNR 2022/23 -5,6%/1,7%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	110.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	73.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	62.834tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	25.192
Free float (%)	33
P/E trượt (x)	24,4
P/B hiện tại (x)	4,1

Cơ cấu sở hữu

Vietnam Enterprise Investments Limited	10,3%
Cao Thị Ngọc Dung	9,0%
Vinacapital	8,1%
Khác	72,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Phan Như Bách

bach.phannhu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Lấp lánh trở lại từ tháng 10

- Trong 9T21, PNJ công bố DT đạt 12.514 tỷ đồng (+7,3% svck) và LNR đạt 576 tỷ đồng (-10,3% svck), chỉ hoàn thành 39% dự phóng năm 2021.
- Doanh thu sơ bộ của PNJ trong T10/21 tăng trưởng ở mức 12-15% svck, củng cố đà phục hồi mạnh mẽ sau giai đoạn giãn cách xã hội.
- Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 128.200 đồng.

KQKD Q3/21: Thấp nhất kể từ khi niêm yết

Doanh thu (DT) Q3/21 giảm 77,6% svck xuống còn 877 tỷ đồng do 80% cửa hàng phải đóng cửa khoảng 10 tuần đến giữa T9/21 vì trạng thái giãn cách xã hội. Do đó, PNJ ghi nhận khoản lỗ ròng 160 tỷ đồng so với mức lãi ròng 202 tỷ đồng trong Q3/20. Trong 9T21, PNJ công bố DT và lợi nhuận ròng (LNR) đạt 12.514 tỷ đồng (+7,3% svck)/576 tỷ đồng (-10,3% svck), chỉ hoàn thành 39% dự phóng năm 2021.

Lấp lánh trở lại từ tháng 10

PNJ báo cáo DT sơ bộ T10/21 tăng trưởng ở mức 12-15% svck, củng cố đà phục hồi mạnh mẽ sau giai đoạn giãn cách xã hội nhờ các chiến lược thúc đẩy bán lẻ gồm: 1) concept đầy hấp dẫn - Style by PNJ, 2) các chiến dịch quảng cáo hiệu quả và 3) hợp tác với Pandora để trở thành “Chuỗi cửa hàng đa thương hiệu”. Giá vàng đã tăng gần 8% từ T10/21 và chúng tôi cho rằng mức tăng này sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến kết quả kinh doanh của PNJ do 1) mức tăng hiện tại vẫn chưa mạnh như giai đoạn 2020, 2) động lực tăng trưởng chính của PNJ thuộc về mảng trang sức bán lẻ với tương quan thấp đối với giá vàng, 3) doanh thu bán vàng miếng có biên lợi nhuận gộp rất thấp và 4) PNJ có khả năng quản lý tốt hàng tồn kho để kiểm soát chi phí sản xuất.

Thay đổi dự phóng năm 2021-23

Chúng tôi giảm dự phóng DT bán lẻ trang sức trên mỗi cửa hàng xuống 4,2%/6,8% trong năm 2022/23 để do tác động bởi doanh thu bán trang sức thấp hơn dự kiến trong năm 2021. Tuy nhiên, chúng tôi tăng số lượng cửa hàng vàng PNJ mới năm 2022/23 từ 15/20 cửa hàng lên 35/20 cửa hàng phản ánh chiến lược mở rộng của PNJ. Như vậy, DT của kênh bán lẻ trong năm 2021/22 thay đổi -0,7%/7,0% so với báo cáo trước. Chúng tôi thay đổi dự phóng DT năm 2021/22 lần lượt là -3,5%/3,4% và LNR là -5,6%/1,7% so với dự báo trước. Chúng tôi kỳ vọng LNR của PNJ tăng 60,7% svck/22,6% svck trong 2022/23.

Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 128.200 đồng

Chúng tôi tăng giá mục tiêu 7,6% lên mức 128.200 đồng/cổ phiếu sau khi chuyển định giá sang năm 2022, thay đổi dự phóng LNR -5,6% trong 2022 và 0,5%-4,6% trong 2023-31 so với dự báo trước. Các tiềm năng tăng giá gồm 1) mở cửa hàng nhanh hơn dự kiến, 2) phục hồi tốt hơn mong đợi sau đại dịch và 3) các dự án mới thúc đẩy DT. Rủi ro giảm giá từ các đợt giãn cách xã hội diện rộng dẫn đến việc đóng cửa hàng hàng loạt.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	17.511	18.245	21.769	25.347
Tăng trưởng DT thuần	3,0%	4,2%	19,3%	16,4%
Biên lợi nhuận gộp	19,6%	19,1%	20,0%	20,4%
Biên EBITDA	8,9%	7,8%	10,2%	10,7%
LN ròng (tỷ)	1.070	1.006	1.616	1.982
Tăng trưởng LN ròng	(10,2%)	(5,9%)	60,7%	22,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(9,9%)	(6,2%)	60,7%	22,7%
EPS cơ bản	4.747	4.465	7.174	8.797
EPS điều chỉnh	4.210	3.880	6.553	8.148
BVPS	23.267	25.423	30.796	37.793
ROAE	21,8%	18,3%	25,5%	25,7% ¹

Nguồn: VND RESEARCH

LẤP LÁNH TRỞ LẠI TỪ THÁNG 10

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích PNJ vì:

- PNJ là nhà bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam, với thị phần trang sức hơn 30% trong các chuỗi trang sức và tiếp tục mở rộng sau đại dịch. PNJ báo cáo doanh thu sơ bộ T10/21 vẫn tăng trưởng 12-15% svck, khẳng định sự phục hồi mạnh mẽ của PNJ sau giãn cách xã hội.
- Chúng tôi kỳ vọng các chiến lược của PNJ sẽ hỗ trợ tăng trưởng bán lẻ của PNJ trong tương lai, bao gồm 1) Concept hấp dẫn – Style by PNJ, 2) các chiến dịch quảng cáo hiệu quả, 3) sự hợp tác với Pandora để trở thành “Chuỗi cửa hàng đa thương hiệu” và 4) tăng cường số hóa đẩy mạnh bán hàng đa kênh.
- Trạng thái “bình thường mới” - sống chung với đại dịch sẽ giảm rủi ro liên quan đến việc đóng cửa hàng và đảm bảo cho PNJ tiếp tục hoạt động xuyên suốt trong thời gian tới.
- Chúng tôi kỳ vọng PNJ có thể tăng trưởng LNR mạnh mẽ, đạt 60,7% svck/22,6% svck trong năm 2022/23.
- Định giá của PNJ vẫn hấp dẫn với giá mục tiêu 1 năm là 128.200 đồng, tương đương mức tăng 18,7% (giá hiện tại 108.000 đồng).

Rủi ro đầu tư: Hàng loạt cửa hàng bị đóng do các biến chủng Covid-19 mới, thời gian mở cửa hàng chậm hơn dự kiến và mức tăng trưởng doanh thu của PNJ thấp hơn dự kiến, đặc biệt là doanh thu bán lẻ trang sức của PNJ.

Chúng tôi đã tăng giá mục tiêu 1 năm cho PNJ thêm 7,6% lên 128.200 đồng, sau khi chuyển định giá sang năm 2022 và thay đổi dự báo LNR giảm 5,6% trong năm 2022 và tăng từ 0,5%-4,6% trong giai đoạn 2023-31 so với dự phóng trước. Giá mục tiêu dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền là 128.300 đồng với giả định lãi suất phi rủi ro là 3% và WACC là 10,8%.

Hình 1: Các giả định

Chi phí sử dụng vốn	
Beta	0,9
Phần bù rủi ro thị trường	10,1%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Chi phí vốn CSH	12,5%
Chi phí sử dụng nợ	5,0%
Thuế DN	20,0%
WACC	10,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Giá mục tiêu

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	14.339	tỷ đồng
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	16.597	tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	30.936	tỷ đồng
Tiền và tương đương tiền	685	tỷ đồng
Tổng nợ	(2.741)	tỷ đồng
Giá trị vốn CSH	28.880	tỷ đồng
SL cổ phiếu	225	triệu
Giá cổ phiếu	128.200	đồng/cp

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: So sánh ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Đv tiền bản địa)	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr US\$)	P/E (x)			Tăng trưởng EPS 3 năm CAGR (%)	P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)		
						TTM	2022	2023		TTM	2022	2023	TTM	2022	2023	TTM	2022	2023
CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận	PNJ VN	KQ	108.000	128.200	1.112	24,4	16,5	13,3	11,8%	4,1	3,9	3,2	18,4%	25,5%	25,7%	10,9%	15,3%	16,2%
Tiffany & Co	TIF US	na	na	na	na	na	na	na	12,5%	na	na	na	9,0%	9,0%	13,9%	4,4%	4,0%	8,5%
Chow Tai Fook Jewellery Group Ltd	1929 HK	na	17,68	6,00	22.705	28,9	24,6	21,0	27,7%	5,7	5,2	4,7	21,1%	21,7%	23,0%	9,3%	10,8%	11,1%
Chow Sang Sang Holdings Ltd	116 HK	na	11,98	na	1.042	9,3	8,1	7,2	-12,1%	0,6	0,6	0,6	7,4%	8,1%	8,6%	5,4%	5,8%	6,4%
Trung bình - bán lẻ trang sức						19,1	16,4	14,1	9,4%	3,2	2,9	2,7	12,5%	12,9%	15,2%	6,3%	6,9%	8,7%

Giá tại ngày 16/11/2021

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

KQKD Q3/21: Thấp nhất kể từ khi niêm yết

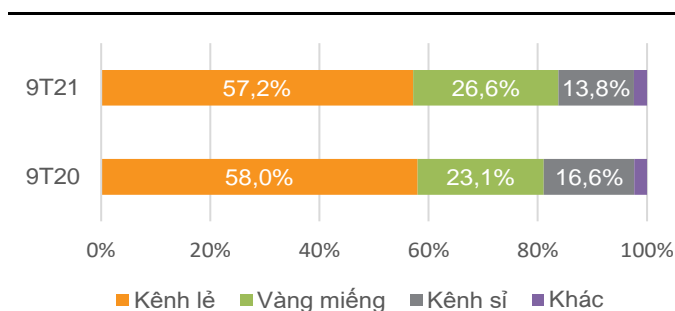
- Doanh thu Q3/21 giảm 77,6% svck xuống còn 877 tỷ đồng do 80% cửa hàng của công ty phải đóng cửa trong khoảng 10 tuần đến giữa tháng 9 vì giãn cách xã hội nghiêm ngặt.
- Biên lợi nhuận gộp trong Q3/21 giảm 0,93 điểm% svck xuống 17,8% do PNJ triển khai các chương trình giảm giá nhằm thúc đẩy mua sắm trực tuyến trong thời gian đóng cửa hàng. Do đó, PNJ ghi nhận khoản lỗ 160 tỷ đồng so với lãi 202 tỷ đồng trong Q3/2020.
- Trong T9/21, PNJ ghi nhận DT 226 tỷ đồng (-83,6% svck, +121% so với tháng trước) và lỗ ròng 48 tỷ đồng (so với mức lãi ròng 94 tỷ đồng trong ngày T9/20 / mức lỗ ròng 79 tỷ đồng trong T8/21). Kết quả kinh doanh T9/21 của PNJ cho thấy sự phục hồi dần khi TP HCM và các tỉnh phía Nam dần nới lỏng giãn cách xã hội và mở cửa trở lại từ giữa T9/21.
- Trong 9T21, DT của PNJ đạt 12.514 tỷ đồng (+7,25% svck), trong đó doanh thu bán lẻ và vàng miếng vẫn duy trì tăng trưởng dương lần lượt là 7,9% svck và 13,1% svck trong khi doanh thu bán buôn giảm 6,2% svck.
- LNR 9T21 đạt 576 tỷ đồng (-10,3% svck), hoàn thành 39,0% dự phóng năm 2021 của chúng tôi.

Hình 4: So sánh KQKD

Đơn vị: tỷ đồng	Q3/20	Q3/21	% svck	9T20	9T21	%svck	Dự phóng 2021 của VND	% so với dự phóng	Ghi chú
Doanh thu	3.922	877	-77,64%	11.668	12.514	7,25%	20.902	59,9%	Thấp hơn dự phóng
<i>Kênh bán lẻ</i>	2.207	537	-75,67%	6.634	7.158	7,90%	12.545	57,1%	
<i>Kênh vàng miếng</i>	1.137	234	-79,42%	2.943	3.329	13,12%	4.425	75,2%	
<i>Kênh bán sỉ</i>	543	74	-86,37%	1.841	1.727	-6,19%	3.416	50,6%	
Giá vốn hàng bán	40	32	-20,00%	9.411	10.198	8,36%	-16.811	-60,7%	
Lợi nhuận gộp	734	156	-78,75%	2.257	2.316	2,61%	4.091	56,6%	Thấp hơn dự phóng
<i>Biên LNG</i>	18,71%	17,79%	-0,93 điểm %	19,34%	18,51%	-0,84 điểm %	19,60%	-1,09 điểm %	
Chi phí tài chính	-42	-25	-40,48%	-128	-64	-50,00%	-82	78,0%	
Chi phí bán hàng	-319	-251	-21,32%	-976	-1174	20,29%	-1489	78,8%	
Chi phí QLDN	-113	-74	-34,51%	-337	-352	4,45%	-672	52,4%	
Chi phí BH&QLDN	-432,00	-325,00	-24,77%	-1.313,00	-1.526,00	16,22%	-2.161,00	52,4%	Thấp hơn dự phóng
<i>Chi phí bán hàng / DT</i>	8,13%	28,62%	20,49 điểm %	8,36%	9,38%	1,02 điểm %	7,1%	2,28 điểm %	
<i>Chi phí QLDN / DT</i>	2,88%	8,44%	5,56 điểm %	2,89%	2,81%	-0,08 điểm %	3,2%	-0,39 điểm %	
<i>Chi phí BH&QLDN / DT</i>	11,01%	37,06%	26,04 điểm %	11,25%	12,19%	0,94 điểm %	10,3%	1,89 điểm %	
Lợi nhuận hoạt động	260	-193	-174,23%	815	727	-10,80%	1.930	37,7%	Thấp hơn dự phóng
LN trước thuế	256	-194	-175,78%	810	728	-10,12%	1.847	39,4%	
LN ròng	202	-160	-179,21%	642	576	-10,28%	1.477	39,0%	Thấp hơn dự phóng

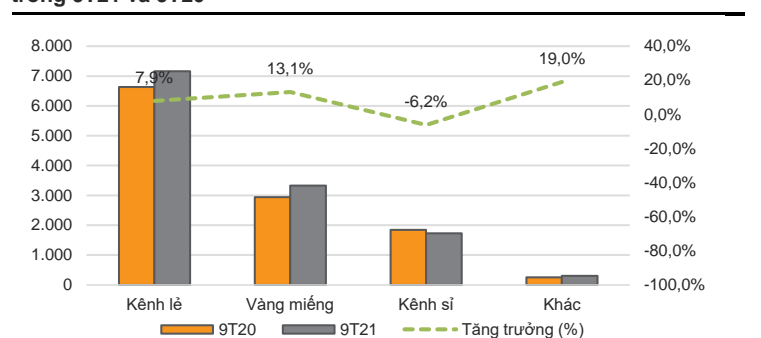
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 5: Tỷ trọng doanh thu theo mảng của PNJ trong 9T21 và 9T20



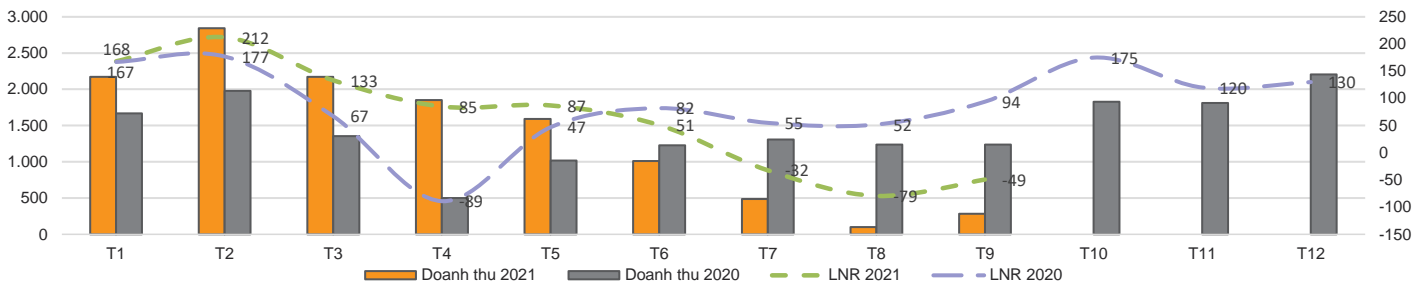
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 6: Doanh thu (tỷ đồng – cột trái) và tăng trưởng DT (% - cột phải) trong 9T21 và 9T20



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 7: Doanh thu (tỷ đồng – cột trái) và LNR (tỷ đồng – cột phải) hàng tháng của PNJ từ 2020-21



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Triển vọng 2022-23: Đa kênh và thương hiệu mạnh của PNJ sẽ thúc đẩy tăng trưởng bán lẻ trong trạng thái “bình thường mới”

Trạng thái “bình thường mới” sẽ ngăn rủi ro đóng cửa diện rộng của PNJ

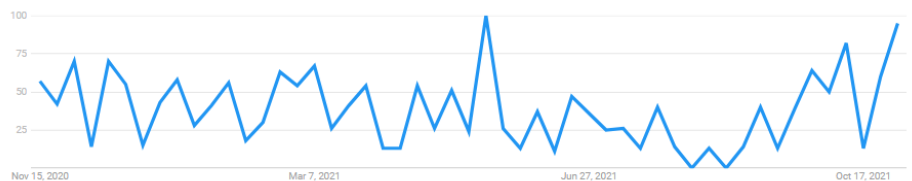
Sau khi từng bước mở cửa kinh tế ở các tỉnh phía Nam vào đầu T10/21, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 128/NQ-CP quy định "thích ứng an toàn, linh hoạt, kiểm soát hiệu quả dịch Covid-19", trong đó chia ra 4 cấp độ đại dịch để áp dụng trên từng địa bàn với đơn vị nhỏ nhất là “cấp xã”. Theo đó, ở cả 4 cấp độ dịch, các hoạt động kinh doanh như cửa hàng của PNJ và vận chuyển hàng hóa nội tỉnh/liên tỉnh đều được phép hoạt động.

Do đó, từ cuối Q4/21, chúng tôi cho rằng PNJ sẽ không đối mặt với các giai đoạn đóng cửa các cửa hàng trên diện rộng và có thể duy trì chuỗi cung ứng và giao hàng nhằm đảm bảo hoạt động kinh doanh xuyên suốt.

PNJ mở lại cửa hàng trong thời điểm thuận lợi để đón mùa cao điểm

Trong 2 tuần đầu tiên của T10/21, 94% cửa hàng PNJ đã mở cửa trở lại và PNJ không ngừng đẩy mạnh các hoạt động marketing cho concept Style by PNJ, đẩy mạnh quảng cáo trên các kênh xã hội như Facebook. Tại cuộc họp Chuyên viên phân tích ngày 9/11 vừa qua, PNJ cho biết doanh thu sơ bộ T10/21 đã tăng 12-15% svck và doanh thu ngày 20/10 - ngày quốc tế phụ nữ - tiếp tục đạt kỷ lục dù chưa mở cửa trở lại hoàn toàn trong tháng 10 (chỉ với 94-95% số lượng các cửa hàng mở cửa) với tăng trưởng khoảng 10% svck.

Hình 8: Từ khóa “tổ chức đám cưới” đạt mức xu hướng cao trong T10/21



Nguồn: VNDIRECT Research, Google trend

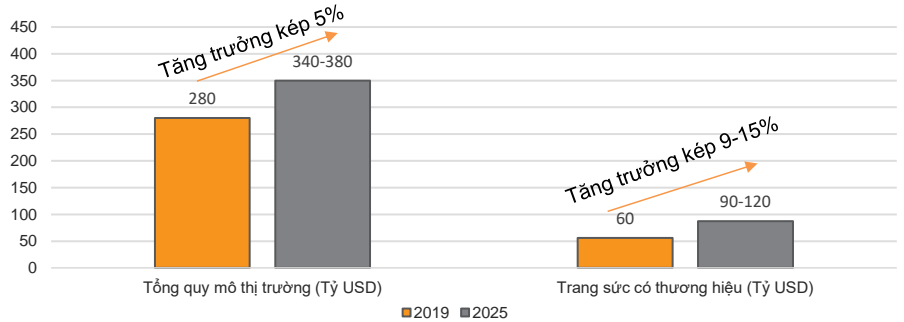
Do đó, với rủi ro về giãn cách xã hội được giảm bớt và nắm bắt thời cơ để mở rộng thị phần, chúng tôi dự báo PNJ sẽ đẩy nhanh việc mở mới cửa hàng vàng vào năm 2022/23 với 35/20 cửa hàng vàng trang sức mới, đồng thời tái cơ cấu các cửa hàng bạc và đóng 15/10 cửa hàng bạc trong cùng giai đoạn.

Trang sức có thương hiệu sẽ tăng trưởng mạnh mẽ hơn so với thị trường trang sức chung trong giai đoạn 2022-25

Theo McKinsey, thị trường trang sức thế giới duy trì đà tăng trưởng trong giai đoạn 2019-2025 với tốc độ tăng trưởng kép khoảng 5%. Trong đó, trang sức có thương hiệu chiếm tỷ lệ nhỏ trên thị trường, khoảng 20% quy mô, tuy nhiên, sẽ có tốc độ tăng trưởng mạnh hơn thị trường để đạt quy mô khoảng 25 đến 30% thị trường vào năm 2025. Dự báo tốc độ tăng trưởng kép của trang sức có thương hiệu sẽ đạt khoảng từ 9% đến 15% trong giai đoạn này, tương đương

với tốc độ tăng trưởng nhanh hơn từ 2-3 lần so với tăng trưởng chung của thị trường.

Hình 9: Quy mô và tăng trưởng thị trường trang sức thế giới giai đoạn 2019 - 2025



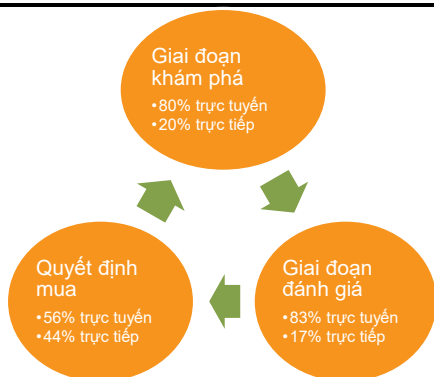
Nguồn: VNDIRECT Research, McKinsey

Tại Việt Nam, chúng tôi cho rằng xu hướng ngành trang sức sẽ tương đồng với xu hướng thế giới và tốc độ tăng trưởng của các trang sức có thương hiệu sẽ mạnh hơn thị trường. Theo dự báo của Statista, thị trường trang sức Việt Nam dự kiến đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm 6,1% trong giai đoạn 2021-26 và chúng tôi cho rằng mảng bán lẻ trang sức của các thương hiệu mạnh như PNJ sẽ đạt mức tăng trưởng mạnh hơn thị trường, có thể đạt mức tăng trưởng hai con số trong cùng giai đoạn.

Chiến lược đa kênh là chìa khóa thành công cho PNJ

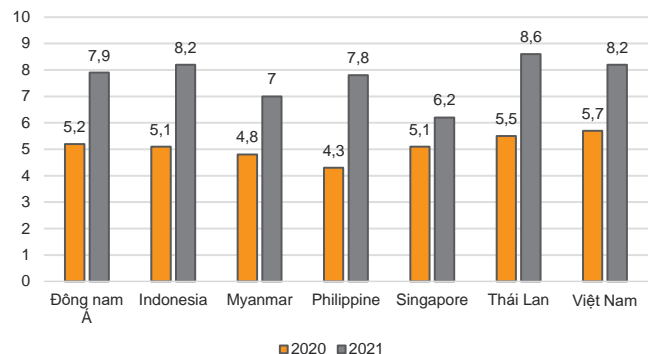
Việc duyệt và nghiên cứu về sản phẩm hiện nay chủ yếu được thực hiện trực tuyến thay vì trực tiếp và đồng thời, tỷ lệ chi tiêu dành cho các kênh trực tuyến đang thu hẹp lại, theo nghiên cứu của Facebook và Bain & Company. Trong hai giai đoạn đầu tiên của hành trình tiêu dùng — giai đoạn **Khám phá** và Giai đoạn **Đánh giá** — ít nhất 80% kênh được người tiêu dùng sử dụng là trực tuyến. Việc duyệt qua các sản phẩm, so sánh các mặt hàng, kiểm tra đánh giá và thực hiện nghiên cứu hiện chủ yếu được thực hiện trên các kênh như truyền thông xã hội, trang web thương mại điện tử, trang web và video của thương hiệu. Nhưng trong giai đoạn cuối cùng của hành trình tiêu dùng, giai đoạn **quyết định mua**, kênh trực tuyến mới chỉ bắt đầu tăng trong hành trình tiêu dùng.

Hình 10: Các kênh trực tuyến đã trở nên phổ biến hơn ở mỗi bước trong hành trình tiêu dùng



Nguồn: VNDIRECT Research, Facebook và Bain&Company

Hình 11: Báo cáo người tiêu dùng số: Số lượng trang web trung bình được sử dụng cho mỗi người trả lời trong báo cáo của Facebook và Bain & Company (trang)



Nguồn: VNDIRECT Research, Facebook và Bain&Company

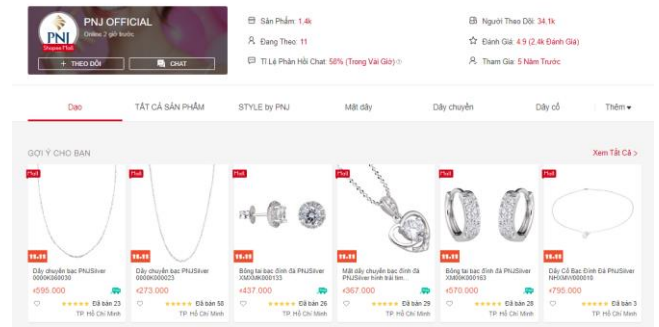
Đối với ngành trang sức, chúng tôi cho rằng việc áp dụng chiến lược đa kênh để hoàn thiện hành trình của người tiêu dùng là chiến lược đúng đắn để thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của PNJ. Trong giai đoạn **khám phá**, PNJ không ngừng nâng cao trải nghiệm mua sắm trên website, xây dựng phương thức vận chuyển, xây dựng các kênh mạng xã hội, website thương mại điện tử để thúc đẩy khách hàng đưa ra **quyết định mua hàng** tại các cửa hàng trực tiếp nơi PNJ đang cải thiện hình thức cửa hàng.

Hình 12: PNJ liên tục quảng bá sản phẩm và chạy các chiến dịch quảng cáo trên mạng xã hội



Nguồn: VNDIRECT Research, Trang cộng đồng của PNJ

Hình 13: Cửa hàng PNJ trên trang Shopee



Nguồn: VNDIRECT Research, Shopee

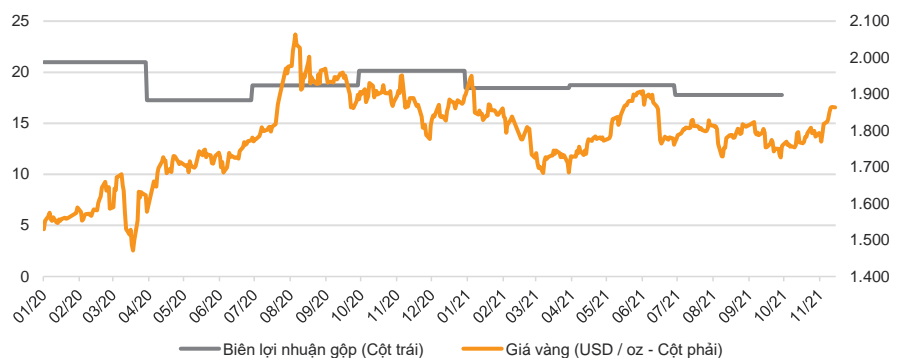
Với hai triển vọng trên, kết hợp với các chiến lược mà PNJ đã xây dựng để thúc đẩy kênh bán lẻ như 1) phát triển concept hấp dẫn – Style by PNJ, 2) chiến dịch quảng cáo hiệu quả, 3) hợp tác với Pandora để trở thành “Chuỗi cửa hàng đa thương hiệu” và mức cơ sở thấp trong năm 2021, chúng tôi dự báo doanh thu bán lẻ trên mỗi cửa hàng PNJ sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2022/23, đạt 33,5% svck / 13,8% svck, qua đó giúp doanh thu bán lẻ tăng 28% svck / 18,5% svck trong 2022/23.

Chúng tôi nhận thấy đợt tăng giá vàng chỉ tác động nhỏ lên hoạt động kinh doanh của PNJ

Giá vàng tăng gần 8% kể từ đầu quý khi lo ngại lạm phát có thể gia tăng trong thời gian tới. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đà tăng của giá vàng vẫn chưa tác động đáng kể đến hoạt động kinh doanh của PNJ do 1) mức tăng hiện tại vẫn thấp hơn mức tăng diễn ra trong Q3/20 và Q2/21, 2) Động lực tăng trưởng chính của PNJ là trang sức bán lẻ và PNJ đang có xu hướng phát triển thêm các sản phẩm trang sức đá, khiến cho tỷ lệ chi phí vàng trong sản phẩm trang sức giảm so với trước đây, từ đó giảm tương quan với giá vàng, 3) Hoạt động kinh doanh vàng miếng có biên lợi nhuận gộp rất mỏng và không đóng góp nhiều vào tổng lợi nhuận của PNJ và 4) PNJ áp dụng tốt công tác quản lý hàng tồn kho nên có thể kiểm soát tốt chi phí sản xuất.

Tuy nhiên, nếu giá vàng trong thời gian tới có mức tăng mạnh, tương tự như mức tăng của Q3/20 (hơn 20% trong 2 tháng), thì PNJ có thể hưởng lợi trong ngắn hạn nhờ lượng hàng tồn kho giá rẻ dự trữ từ Q2/21 để có thể cải thiện biên lợi nhuận gộp ở mức cao hơn, vượt 20% so với 17-18% trong Q2/21 – Q3/21 vừa qua.

Hình 14: Biên LNG của PNJ và giá vàng giai đoạn 2020 - 2021



Nguồn: VNDIRECT Research, Bloomberg

Kế hoạch phát hành riêng lẻ sẽ được lùi lại qua Q1/22

Nhằm cung cấp nguồn vốn dài hạn để (1) mở rộng chuỗi bán lẻ PNJ và (2) thực hiện kế hoạch chuyển đổi số nhằm tối ưu hóa hệ thống bán hàng và quản lý để đạt được mức tăng trưởng sắp tới. Kế hoạch phát hành riêng lẻ của PNJ dự kiến sẽ được thực hiện trong Q1/22 (bị hoãn so với kế hoạch ban đầu là Q4/21) do ảnh hưởng của giãn cách xã hội trong Q3/21.

Theo đó, 15 triệu cổ phiếu mới, tương đương 6,6% số lượng cổ phiếu đang lưu hành sẽ được phát hành và giá chào bán không thấp hơn giá đóng cửa bình quân 60 ngày giao dịch gần nhất. Với mức giá ước tính khoảng 100.000 đồng/cổ phiếu, số tiền của PNJ có thể thu về lên tới 1.500 tỷ đồng.

Thay đổi dự phóng 2021-23

Chúng tôi thay đổi dự phóng cho năm 2022/23 như sau:

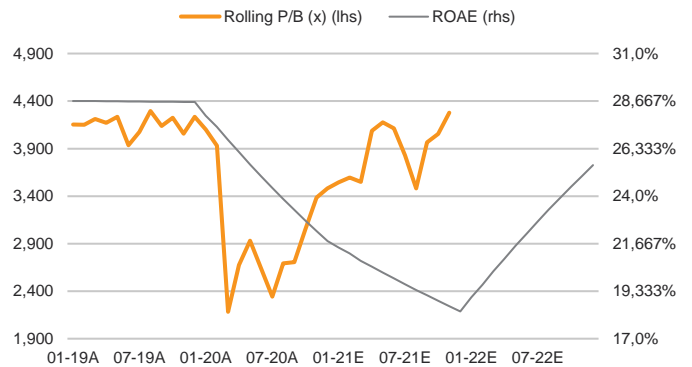
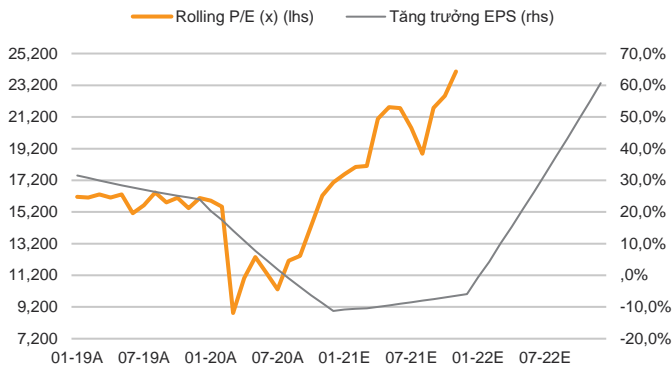
- Chúng tôi đã giảm doanh thu trang sức trên mỗi cửa hàng xuống 4,2% / 6,8% trong năm 2022/23 do dự báo cao trong báo cáo trước đó với dự kiến năm 2021 là năm tăng trưởng mạnh của PNJ. Dự báo của chúng tôi vẫn kỳ vọng doanh thu trang sức trên mỗi cửa hàng PNJ sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2022/23 đạt 33,5% svck / 13,8% svck.
- Chúng tôi tăng số lượng cửa hàng vàng PNJ mới trong năm 2022/23 từ 15/20 cửa hàng lên 35/20 cửa hàng để phản ánh PNJ sẽ mở rộng chuỗi bán lẻ do rủi ro giãn cách xã hội giảm và PNJ nắm bắt thời cơ để mở rộng thị phần. Đồng thời, chúng tôi dự báo PNJ sẽ giảm 15/10 cửa hàng bạc để nâng tổng số cửa hàng của PNJ lên 360/370 cửa hàng trong năm 2022/23.
- Như vậy, doanh thu của kênh bán lẻ thay đổi -0,7%/7,0% so với báo cáo trước đó.
- Kết quả, chúng tôi thay đổi dự báo LNR năm 2022/23 giảm -5,6%/1,7% so với dự báo trước đó, đạt 1.616 tỷ đồng (+ 60,7% svck) / 1.982 tỷ đồng (+ 22,6% svck).

Hình 15: Thay đổi dự phóng năm 2021 – 23

	Cũ			Mới			% thay đổi		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Doanh thu	20.902	22.568	24.503	18.245	21.769	25.347	-12,7%	-3,5%	3,4%
Kênh lẻ	12.545	13.864	15.266	10.734	13.766	16.339	-14,4%	-0,7%	7,0%
Vàng miếng	4.425	4.312	4.522	4.366	4.102	4.508	-1,3%	-4,9%	-0,3%
Kênh si	3.416	3.758	3.946	2.673	3.341	3.842	-21,8%	-11,1%	-2,6%
GVHB	(16.811)	(18.043)	(19.505)	(14.758)	(17.410)	(20.174)	-12,2%	-3,5%	3,4%
Lợi nhuận gộp	4.091	4.525	4.998	3.487	4.359	5.173	-14,8%	-3,7%	3,5%
<i>Biên LNG</i>	<i>19,60%</i>	<i>20,10%</i>	<i>20,40%</i>	<i>19,10%</i>	<i>20,00%</i>	<i>20,40%</i>	<i>-0,5 điểm %</i>	<i>-0,1 điểm %</i>	<i>0,0 điểm %</i>
Chi phí bán hàng	(1.489)	(1.581)	(1.696)	(1.530)	(1.490)	(1.717)	2,8%	-5,8%	1,2%
Chi phí QLDN	(672)	(714)	(768)	(612)	(727)	(836)	-8,9%	1,8%	8,9%
Chi phí BH&QLDN	(2.161)	(2.295)	(2.464)	(2.142)	(2.217)	(2.553)	-0,9%	-3,4%	3,6%
<i>Chi phí bán hàng / DT</i>	<i>7,12%</i>	<i>7,01%</i>	<i>6,92%</i>	<i>8,39%</i>	<i>6,84%</i>	<i>6,77%</i>	<i>1,3 điểm %</i>	<i>-0,2 điểm %</i>	<i>-0,2 điểm %</i>
<i>Chi phí QLDN / DT</i>	<i>3,22%</i>	<i>3,16%</i>	<i>3,13%</i>	<i>3,35%</i>	<i>3,34%</i>	<i>3,30%</i>	<i>0,1 điểm %</i>	<i>0,2 điểm %</i>	<i>0,2 điểm %</i>
<i>Chi phí BH&QLDN / DT</i>	<i>10,34%</i>	<i>10,17%</i>	<i>10,05%</i>	<i>11,74%</i>	<i>10,18%</i>	<i>10,07%</i>	<i>1,4 điểm %</i>	<i>0,0 điểm %</i>	<i>0,0 điểm %</i>
Lợi nhuận hoạt động	1.930	2.230	2.534	1.345	2.142	2.620	-30,3%	-3,9%	3,4%
Chi phí tài chính ròng	(82)	(89)	(96)	(87)	(120)	(140)	6,1%	34,8%	45,8%
Lợi nhuận trước thuế	1.847	2.140	2.435	1.257	2.020	2.477	-31,9%	-5,6%	1,7%
Lợi nhuận ròng	1.477	1.712	1.948	1.006	1.616	1.982	-31,9%	-5,6%	1,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	18.245	21.769	25.347
Giá vốn hàng bán	(14.758)	(17.410)	(20.174)
Chi phí quản lý DN	(612)	(727)	(836)
Chi phí bán hàng	(1.530)	(1.490)	(1.717)
LN hoạt động thuần	1.345	2.142	2.620
EBITDA thuần	1.406	2.216	2.710
Chi phí khấu hao	(61)	(74)	(90)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.345	2.142	2.620
Thu nhập lãi	9	10	12
Chi phí tài chính	(96)	(131)	(152)
Thu nhập ròng khác	(0)	(1)	(3)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	1.257	2.020	2.477
Thuế	(251)	(404)	(495)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	1.006	1.616	1.982
Thu nhập trên vốn	1.006	1.616	1.982
Cổ tức phổ thông	(406)	(406)	(406)
LN giữ lại	600	1.211	1.576

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	685	1.224	3.120
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	174	203	237
Hàng tồn kho	7.820	7.920	8.140
Các tài sản ngắn hạn khác	112	137	173
Tổng tài sản ngắn hạn	8.791	9.483	11.671
Tài sản cố định	1.186	1.463	1.664
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	80	95	111
Tổng tài sản	10.057	11.042	13.445
Vay & nợ ngắn hạn	2.737	2.177	2.535
Phải trả người bán	595	624	726
Nợ ngắn hạn khác	994	1.299	1.666
Tổng nợ ngắn hạn	4.326	4.100	4.927
Vay & nợ dài hạn	4	4	4
Các khoản phải trả khác			
Vốn điều lệ và	2.253	2.253	2.253
LN giữ lại	2.222	3.272	4.752
Vốn chủ sở hữu	5.728	6.938	8.514
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	10.057	11.042	13.445

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
LN trước thuế	1.257	2.020	2.477
Khấu hao	61	74	90
Thuế đã nộp	(251)	(404)	(495)
Các khoản điều chỉnh khác	389	153	124
Thay đổi VLD	(1.166)	181	187
LC tiền thuần HĐKD	290	2.024	2.383
Đầu tư TSCĐ	(267)	(352)	(293)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	2	2
Các khoản khác	0	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(340)	(168)	(146)
LC tiền từ HĐĐT	(606)	(518)	(437)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(1)	(1)	(1)
Tiền vay ròng nhận được	986	(560)	358
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(406)	(406)	(406)
LC tiền thuần HĐTC	579	(967)	(49)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	422	685	1.224
LC tiền thuần trong năm	263	538	1.897
Tiền & tương đương tiền cuối kì	685	1.224	3.120

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	5,5%	7,4%	7,8%
Vòng quay TS	1,97	2,06	2,07
ROAA	10,9%	15,3%	16,2%
Đòn bẩy tài chính	1,69	1,67	1,58
ROAE	18,3%	25,5%	25,7%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	1,4	1,4	1,4
Số ngày nắm giữ HTK	193,4	166,0	147,3
Số ngày phải trả tiền bán	14,7	13,1	13,1
Vòng quay TSCĐ	17,23	16,43	16,21
ROIC	11,9%	17,7%	17,9%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,0	2,3	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	0,2	0,4	0,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,3	0,6
Vòng quay tiền	180,0	154,3	135,5
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	4,2%	19,3%	16,4%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(10,8%)	59,3%	22,3%
Tăng trưởng LN ròng	(5,9%)	60,7%	22,6%
Tăng trưởng EPS	(5,9%)	60,7%	22,6%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**Khuyến nghị cổ phiếu**

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Phan Như Bách – Chuyên viên Phân tích

Email: bach.phannhu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>