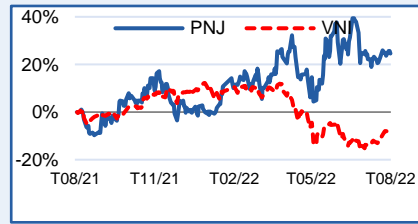


CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) [MUA +24,9%]

Cập nhật

Ngành	Trang sức		2021	2022F	2023F	2024F
Ngày báo cáo	10/08/2022	Tăng trưởng DT	12,0%	77,5%	1,8%	9,8%
Giá hiện tại	116.700VND	Tăng trưởng EPS	-3,3%	72,1%	16,6%	19,4%
Giá mục tiêu	144.000VND	Biên LN gộp	18,2%	18,0%	19,7%	20,4%
Giá mục tiêu gần nhất	139.000VND	Biên LN ròng	5,3%	5,5%	6,4%	7,1%
TL tăng	23,4%	EV/EBITDA	19,0x	10,9x	9,5x	8,0x
Lợi suất cổ tức	1,5%	Giá CP/DTHĐ	N.M.	25,8x	16,7x	12,8x
Tổng mức sinh lời	24,9%	P/E	27,3x	15,9x	13,6x	11,4x



			PNJ	VNI
GT vốn hóa	1,2 tỷ USD	P/E (trượt)	19,1x	13,4x
Room KN	0USD	P/B (hiện tại)	3,5x	2,1x
GTGD/ngày (30n)	3,1tr USD	Nợ ròng/CSH	-0,1	N/A
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	19,9%	15,5%
SL cổ phiếu lưu hành	242,6 tr	ROA	13,7%	2,5%
Pha loãng*	246,2 tr			
PEG 3 năm	0,6			

Tổng quan Công ty
PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức hàng đầu tại Việt Nam với mạng lưới 332 cửa hàng tính đến cuối tháng 06/2022.

* bao gồm phát hành riêng lẻ hoàn thành trong quý 1/2022 và phát hành ESOP dự kiến trong quý 3/2022

Huyền Thu Hà
Chuyên viên

Hoàng Nam
Trưởng phòng cao cấp

Triển vọng phục hồi mạnh hỗ trợ bởi lợi thế cạnh tranh

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA đối với CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) và nâng giá mục tiêu thêm 3,6% chủ yếu do chúng tôi tăng dự báo tổng LNST giai đoạn 2022-2024 thêm 17% khi doanh thu của PNJ đang cao hơn đáng kể so với kỳ vọng trước đây của chúng tôi. Yếu tố này bị ảnh hưởng một phần bởi giá định WACC cao hơn của chúng tôi do chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro tăng 50 điểm cơ bản.
- Chúng tôi tăng dự báo tổng doanh thu bán lẻ giai đoạn 2022-2024 thêm 33%, chủ yếu nhờ chúng tôi tăng dự báo doanh thu tại các cửa hàng hiện hữu (SSSG) của PNJ trong năm 2022 do chúng tôi tự tin hơn về việc nhu cầu gia tăng giữa các khách hàng mục tiêu chính của PNJ - tầng lớp có thu nhập trung bình cao, trong khi chúng tôi kỳ vọng SSSG của PNJ trong giai đoạn 2023-2024 sẽ quay về mức bình thường đạt 5%-9%.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu bán lẻ đạt 32% trong giai đoạn 2021-2024 so với mức tăng trưởng khoảng 11% YoY vào năm 2021, điều này được thúc đẩy bởi dự báo SSSG 2 chữ số cho năm 2022 và 5%-9% cho giai đoạn 2023-2024 của chúng tôi - cùng với trung bình 35 cửa hàng vàng mở mới mỗi năm. Những cải thiện trong cơ cấu sản phẩm và đòn bẩy hoạt động tiếp tục thúc đẩy dự báo CAGR EPS đạt 34% trong giai đoạn 2021-2024 của chúng tôi.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E năm 2022/2023 của PNJ lần lượt đạt 20 lần/17 lần, chúng tôi cho rằng mức định giá này là hợp lý bởi lợi thế cạnh tranh vượt trội của PNJ trong bối cảnh ngành trang sức thời trang Việt Nam đang phát triển.
- Rủi ro cho quan điểm của chúng tôi: mở rộng cửa hàng chậm hơn dự kiến.
- Yếu tố hỗ trợ quan điểm của chúng tôi: nhu cầu cao hơn kỳ vọng đối với các sản phẩm cao cấp.

Chúng tôi duy trì quan điểm rằng chỉ tiêu tiêu dùng ổn định cho các sản phẩm giá trị cao và lợi thế cạnh tranh của PNJ hỗ trợ triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ. Chúng tôi cho rằng cơ sở nhóm khách hàng có thu nhập trung bình cao của PNJ có năng lực tài chính duy trì ổn định hơn trước tác động của COVID-19 trong giai đoạn 2020-2021 cũng như áp lực lạm phát trong 6 tháng đầu năm 2022 so với dân số nói chung, thể hiện thông qua doanh thu bán lẻ của PNJ trong 6 tháng đầu năm tăng 62% YoY. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng nhu cầu cao đối với trang sức kim cương và kim cương do (1) tổ chức các lễ cưới vốn bị trì hoãn trong giai đoạn giãn cách xã hội và (2) mong muốn có tài sản trú ẩn an toàn trong bối cảnh bất ổn trong các tài sản đầu tư khác sẽ phần nào góp phần thúc đẩy sự hồi phục doanh số bán lẻ của PNJ trong năm 2022. Những diễn biến này - cùng với năng lực vượt trội của PNJ so với các đối thủ về thiết kế, sản xuất và thực hiện - sẽ duy trì sự tăng trưởng tích cực của PNJ trong dài hạn.

Mở rộng và nâng cấp cửa hàng sẽ hỗ trợ tăng trưởng. Chúng tôi dự phóng sẽ có 35 cửa hàng vàng mới mỗi năm trong giai đoạn 2022-2023, PNJ đã mở rộng phạm vi hoạt động từ thị trường chính hiện tại là TP. HCM đến các khu vực có tính thâm nhập thấp hơn như Hà Nội và các tỉnh thành cấp 2-3. Tính đến cuối năm 2021, số lượng cửa hàng của PNJ tại các khu vực miền Bắc, Đông Nam Bộ, Tây Nam Bộ, Tây Nguyên và miền Trung chỉ tương đương 22%-52% tổng số cửa hàng của PNJ tại TP. HCM. PNJ cũng có kế hoạch nâng cấp các cửa hàng trang sức vàng tiêu chuẩn hiện tại lên mô hình Trung tâm PNJ, mang đến trải nghiệm mua sắm tốt hơn cho khách hàng. Chúng tôi giả định rằng khoảng 50% cửa hàng trang sức vàng hiện có của PNJ (150 cửa hàng) sẽ được nâng cấp trong 3 năm tới, điều này sẽ giúp cải thiện doanh thu/cửa hàng của PNJ.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	19.613	34.821	35.458	38.939	Tiền và tương đương	358	1.527	1.558	2.052
Giá vốn hàng bán	-16.040	-28.539	-28.465	-30.993	Đầu tư TC ngắn hạn	0	1.500	3.000	4.500
Lợi nhuận gộp	3.573	6.283	6.993	7.946	Các khoản phải thu	60	60	60	60
Chi phí bán hàng	-1.694	-3.031	-3.302	-3.669	Hàng tồn kho	8.687	9.436	9.908	10.338
Chi phí quản lí DN	-472	-767	-819	-889	TS ngắn hạn khác	116	116	116	116
LN thuần HĐKD	1.407	2.484	2.872	3.389	Tổng TS ngắn hạn	9.220	12.638	14.642	17.066
Thu nhập tài chính	16	36	151	243	TS dài hạn (gộp)	1.363	1.503	1.657	1.829
Chi phí tài chính	-118	-136	-171	-192	- Khấu hao lũy kế	-422	-507	-605	-720
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	<i>-104</i>	<i>-136</i>	<i>-171</i>	<i>-192</i>	TS dài hạn (ròng)	941	997	1.052	1.109
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	-18	0	0	0	TS dài hạn khác	386	512	596	653
LNTT	1.287	2.384	2.853	3.439	Tổng TS dài hạn	1.327	1.509	1.648	1.762
Thuế TNDN	-254	-477	-571	-688	Tổng Tài sản	10.547	14.147	16.290	18.828
LNST trước CĐTS	1.033	1.907	2.282	2.751	Phải trả ngắn hạn	689	748	786	820
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	2.722	3.412	3.846	4.242
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.033	1.907	2.282	2.751	Nợ ngắn hạn khác	1.110	1.110	1.110	1.110
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh⁽¹⁾	1.033	1.907	2.282	2.751	Tổng nợ ngắn hạn	4.521	5.270	5.742	6.172
EBITDA	1.482	2.568	2.970	3.503	Nợ dài hạn	0	0	0	0
EPS báo cáo, VND	4.270	7.349	8.572	10.233	Nợ dài hạn khác	9	9	9	9
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	4.270	7.349	8.572	10.233	Tổng nợ	4.530	5.279	5.751	6.181
EPS pha loãng điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	4.270	7.349	8.572	10.233	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	2.000	2.000	2.000	2.000	Thặng dư vốn CP	2.276	2.462	2.487	2.512
DPS/EPS (%)	47%	27%	23%	20%	Vốn cổ phần	991	2.266	2.266	2.266
⁽¹⁾ Adjusted for one-offs					Lợi nhuận giữ lại	1.954	3.344	4.990	7.073
TỶ LỆ	2021	2022F	2023F	2024F	Vốn khác	796	796	796	796
Tăng trưởng					Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	12,0%	77,5%	1,8%	9,8%	Vốn chủ sở hữu	6.017	8.868	10.539	12.647
Tăng trưởng LN HĐKD	-6,7%	76,6%	15,6%	18,0%	Tổng cộng nguồn vốn	10.547	14.147	16.290	18.828
Tăng trưởng LNNTT	-4,4%	85,2%	19,6%	20,6%	Số cp lưu hành cuối năm, tr	227,6	246,2	248,7	251,2
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-3,3%	72,1%	16,6%	19,4%	Số cp quỹ, tr	0,2	0,2	0,2	0,2
Khả năng sinh lời					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
Biên LN gộp %	18,2%	18,0%	19,7%	20,4%	Tiền đầu năm	422	358	1.527	1.558
Biên LN từ HĐ %	7,2%	7,1%	8,1%	8,7%	Lợi nhuận sau thuế	1.033	1.907	2.282	2.751
Biên EBITDA	7,6%	7,4%	8,4%	9,0%	Khấu hao	75	84	99	115
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	5,3%	5,5%	6,4%	7,1%	Thay đổi vốn lưu động	-1.734	-690	-435	-396
ROE %	18,3%	25,6%	23,5%	23,7%	Điều chỉnh khác	-91	-188	-227	-227
ROA %	10,9%	15,4%	15,0%	15,7%	Tiền từ hoạt động KD	-717	1.113	1.719	2.242
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-63	-140	-154	-172
Số ngày tồn kho	173	116	124	119	Đầu tư	14	-1.500	-1.500	-1.500
Số ngày phải thu	1	1	1	1	Tiền từ HĐ đầu tư	-49	-1.640	-1.654	-1.672
Số ngày phải trả	12	9	10	9	Cổ tức đã trả	-177	-455	-492	-497
TG luân chuyển tiền	163	108	115	110	Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	1.461	25	25
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	883	690	435	396
CS thanh toán hiện hành	2,0	2,4	2,5	2,8	Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
CS thanh toán nhanh	0,1	0,6	0,8	1,1	Tiền từ các hoạt động TC khác	-4	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,6	0,8	1,1	Tiền từ hoạt động TC	702	1.696	-33	-76
Nợ/Tài sản	25,8%	24,1%	23,6%	22,5%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-65	1.169	32	494
Nợ/Vốn sử dụng	31,1%	27,8%	26,7%	25,1%	Tiền cuối năm	358	1.527	1.558	2.052
Nợ/Vốn CSH	39,3%	4,3%	-6,8%	-18,3%					
Khả năng thanh toán lãi vay	13,5	18,3	16,8	17,6					

Nguồn: thông tin từ công ty, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Huỳnh Thu Hà xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, Lầu 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng cao cấp, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tầng 16, Tòa nhà Doji, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đình Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Hoàng Minh Thắng, Chuyên viên, ext 196

Vật liệu và Công nghiệp

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.