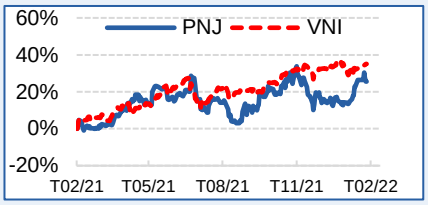
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) [KHẢ QUAN +13,6%]

Cập nhật

Ngành	**Trang sức**
Ngày báo cáo	**16/02/2022**
Giá hiện tại	105.500VND
Giá mục tiêu	118.000VND
Giá mục tiêu gần nhất	120.200VND
TL tăng	+11,8%
Lợi suất cổ tức	1,7%
Tổng mức sinh lời	+13,6%

	2021	2022F	2023F	2024F
Tăng trưởng DT	12,0%	18,2%	13,0%	12,3%
Tăng trưởng EPS	-3,3%	25,6%	24,6%	22,0%
Biên LN gộp	18,2%	19,1%	20,0%	20,8%
Biên LN ròng	5,3%	6,0%	6,8%	7,5%
EV/EBITDA	19,1x	14,7x	12,0x	10,0x
Giá CP/DTHĐ	N.M.	34,8x	21,1x	15,1x
P/E	24,7x	19,7x	15,8x	12,9x



GT vốn hóa	1,1 tỷ USD
Room KN	15tr USD
GTGD/ngày (30n)	3,1tr USD
Cổ phần Nhà nước	0%
SL cổ phiếu lưu hành	227,4 tr
Pha loãng*	246,0 tr
PEG 3 năm	1,0

	PNJ	VNI
P/E (trượt)	24,7x	17,0x
P/B (hiện tại)	4,3x	2,6x
Nợ ròng/CSH	39,3%	N/A
ROE	18,3%	15,6%
ROA	10,9%	2,6%

* bao gồm phát hành riêng lẻ và phát hành ESOP trong năm 2022

Tổng quan về công ty

PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam với hệ thống lớn nhất gồm 336 cửa hàng trang sức và 70 điểm bán lẻ đồng hồ tính đến cuối tháng 9/2021. Chúng tôi dự báo bán lẻ trang sức sẽ tiếp tục là trụ cột tăng trưởng của PNJ.

Đặng Văn Pháp, CFA
Phó Giám đốc

Triển vọng tăng trưởng mạnh khi tình trạng gián đoạn do dịch COVID-19 hạ nhiệt

- Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị cho CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) từ MUA còn KHẢ QUAN do giá cổ phiếu PNJ đã tăng 4% trong 2,5 tháng qua. Ngoài ra, chúng tôi giảm giá mục tiêu thêm 2%.
- Chúng tôi giảm giá mục tiêu chủ yếu do chúng tôi giảm dự phóng tổng LNST cho giai đoạn 2022-2024 3% khi biên lợi nhuận gộp của PNJ thấp hơn kỳ vọng trước đây của chúng tôi, được bù đắp một phần bởi mức tăng 5% trong dự phóng doanh thu bán lẻ của chúng tôi cho giai đoạn 2022-2024 khi chúng tôi ghi nhận vào dự báo kế hoạch nâng cấp cửa hàng của PNJ, vốn được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tỷ lệ doanh thu/cửa hàng của công ty.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng định giá P/E năm 2022/2023 là 22/17,7 lần cho PNJ. Chúng tôi cho rằng mức định giá này là hợp lý dựa trên lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ và triển vọng tăng trưởng khả quan của PNJ.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu bán lẻ đạt 18% trong giai đoạn 2021-2024 so với mức tăng trưởng khoảng 11% vào năm 2021, nhờ tăng trưởng doanh thu trên cửa hàng hiện hữu (SSSG) ở mức 2 chữ số và 35 cửa hàng trang sức vàng được mở mới mỗi năm. Đồng thời, những sự cải thiện tiềm năng về cơ cấu sản phẩm và lợi thế từ đòn bẩy hoạt động cũng góp phần thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận, qua đó chúng tôi dự báo CAGR EPS đạt 24% trong giai đoạn 2021-2024 .
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: mức chi tiêu cho hàng không thiết yếu phục hồi chậm hơn kỳ vọng; tiến độ mở rộng cửa hàng chậm hơn dự kiến.

Chúng tôi tin rằng cơ sở khách hàng thu nhập trung bình cao và lợi thế cạnh tranh ổn định của PNJ là dấu hiệu tốt cho sự phục hồi hoạt động kinh doanh của PNJ. Chúng tôi tin rằng cơ sở khách hàng của PNJ có khả năng phục hồi tốt hơn trước tác động kinh tế của COVID-19 so với dân số phổ thông, được thể hiện thông qua doanh thu bán lẻ của PNJ tăng 15% YoY trong quý 4/2021 sau khi Chính phủ dần nới lỏng các hạn chế về giãn cách xã hội vào đầu tháng 10/2021. Sức mạnh của nhóm người tiêu dùng thu nhập trung bình cao cũng thể hiện trong các danh mục sản phẩm cao cấp khác như xe du lịch và iPhone, đã được thảo luận trong phần Ngành Tiêu dùng của Báo cáo Chiến lược đầu tư năm 2022 của chúng tôi - Từ đại dịch đến bình thường mới, ngày 07/01/2022. Bối cảnh này - cùng với năng lực cốt lõi vượt trội của PNJ so với các đối thủ về thiết kế, sản xuất và năng lực tiếp thị cũng như tiếp tục đầu tư vào CNTT - sẽ giúp công ty tiếp tục chiếm được thị phần lớn trong tăng trưởng của ngành trang sức thời trang trong tương lai.

Mở rộng cửa hàng mới và nâng cấp cửa hàng để hỗ trợ tăng trưởng. Chúng tôi dự kiến sẽ có 35 cửa hàng vàng mới vào mỗi năm 2022 và 2023, tạo dư địa rộng rãi cho PNJ để mở rộng sự

hiện diện tại các khu vực có tỷ lệ thâm nhập thấp như Hà Nội và các tỉnh thành cấp 2/3 ngoại thị trường chính là TP.HCM. Đồng thời, PNJ có kế hoạch nâng cấp hệ thống cửa hàng trang sức vàng hiện tại lên mô hình PNJ Center, mang đến trải nghiệm mua sắm tốt hơn cho khách hàng so với mô hình trang sức vàng tiêu chuẩn. Chúng tôi giả định khoảng 50% số cửa hàng trang sức vàng hiện tại của PNJ (khoảng 150 cửa hàng) sẽ được nâng cấp trong 3 năm tới, điều này sẽ thúc đẩy doanh thu/cửa hàng của công ty.

VIET CAPITAL SECURITIES

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	**19.613**	**23.177**	**26.189**	**29.410**
Giá vốn hàng bán	-16.040	-18.759	-20.956	-23.287
Lợi nhuận gộp	**3.573**	**4.418**	**5.233**	**6.123**
Chi phí bán hàng	-1.694	-2.037	-2.364	-2.708
Chi phí quản lí DN	-472	-537	-611	-686
LN thuần HĐKD	**1.407**	**1.843**	**2.258**	**2.729**
Thu nhập tài chính	16	36	128	197
Chi phí tài chính	-118	-136	-163	-186
Trong đó. chi phí lãi vay	-104	-136	-163	-186
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	-18	0	0	0
LNTT	**1.287**	**1.743**	**2.223**	**2.740**
Thuế TNDN	-254	-349	-445	-548
LNST trước CĐTS	**1.033**	**1.394**	**1.778**	**2.192**
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	**1.033**	**1.394**	**1.778**	**2.192**
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh [1]	**1.033**	**1.394**	**1.778**	**2.192**
EBITDA	1.482	1.927	2.357	2.846
EPS báo cáo, VND	4.270	5.365	6.686	8.160
EPS điều chỉnh[1], VND	4.270	5.365	6.686	8.160
EPS pha loãng điều chỉnh[1], VND	4.270	5.365	6.686	8.160
DPS, VND	2.000	2.000	2.000	2.000
DPS/EPS (%)	47%	37%	30%	25%
(1) Điều chỉnh cho các khoản mục bất thường				

TỶ LỆ	2021	2022F	2023F	2024F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	12,0%	18,2%	13,0%	12,3%
Tăng trưởng LN HĐKD	-6,7%	31,0%	22,5%	20,9%
Tăng trưởng LNTT	-4,4%	35,4%	27,5%	23,3%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-3,3%	25,6%	24,6%	22,0%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	18,2%	19,1%	20,0%	20,8%
Biên LN từ HĐ %	7,2%	8,0%	8,6%	9,3%
Biên EBITDA	7,6%	8,3%	9,0%	9,7%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	5,3%	6,0%	6,8%	7,5%
ROE %	18,3%	19,4%	19,7%	21,0%
ROA %	10,9%	11,6%	12,4%	13,5%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	173	175	166	157
Số ngày phải thu	1	1	1	1
Số ngày phải trả	12	13	13	12
TG luân chuyển tiền	163	162	154	145
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,0	2,3	2,4	2,6
CS thanh toán nhanh	0,1	0,5	0,7	0,9
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,5	0,6	0,8
Nợ/Tài sản	25,8%	24,2%	24,4%	23,8%
Nợ/Vốn sử dụng	31,1%	28,0%	27,9%	26,8%
Nợ/Vốn CSH	39,3%	8,5%	1,0%	-8,9%
Khả năng thanh toán lãi vay	13,5	13,5	13,8	14,7

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền và tương đương	358	1.051	633	615
Đầu tư TC ngắn hạn	0	1.500	3.000	4.500
Các khoản phải thu	60	60	60	60
Hàng tồn kho	8.687	9.278	9.776	10.205
TS ngắn hạn khác	116	116	116	116
Tổng TS ngắn hạn	**9.220**	**12.004**	**13.585**	**15.497**
TS dài hạn (gộp)	1.363	1.503	1.667	1.856
- Khấu hao lũy kế	-422	-507	-606	-722
TS dài hạn (ròng)	941	997	1.061	1.134
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	386	512	596	653
Tổng TS dài hạn	**1.327**	**1.509**	**1.658**	**1.786**
Tổng Tài sản	**10.547**	**13.513**	**15.243**	**17.283**
Phải trả ngắn hạn	689	736	775	809
Nợ ngắn hạn	2.722	3.266	3.725	4.120
Nợ ngắn hạn khác	1.110	1.110	1.110	1.110
Tổng nợ ngắn hạn	4.521	5.112	5.611	6.040
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	9	9	9	9
Tổng nợ	**4.530**	**5.121**	**5.620**	**6.049**
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư vốn CP	2.276	2.462	2.487	2.512
Vốn cổ phần	991	2.303	2.327	2.352
Lợi nhuận giữ lại	1.954	2.831	4.013	5.574
Vốn khác	796	796	796	796
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	**6.017**	**8.392**	**9.623**	**11.234**
Tổng cộng nguồn vốn	**10.547**	**13.513**	**15.243**	**17.283**
Số cp lưu hành cuối năm, tr	227,4	246,0 [2]	248,5	250,9
Số cp quỹ, tr	0,2	0,2	0,2	0,2

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền đầu năm	**422**	**358**	**1.051**	**633**
Lợi nhuận sau thuế	1.033	1.394	1.778	2.192
Khấu hao	75	84	99	116
Thay đổi vốn lưu động	-1.734	-544	-459	-395
Điều chỉnh khác	-91	-188	-189	-190
Tiền từ hoạt động KD	**-717**	**746**	**1.229**	**1.724**
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-63	-140	-164	-189
Đầu tư	14	-1.500	-1.500	-1.500
Tiền từ HĐ đầu tư	**-49**	**-1.640**	**-1.664**	**-1.689**
Cổ tức đã trả	-177	-455	-492	-497
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	1.498	49	50
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	883	544	459	395
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	-4	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	**702**	**1.587**	**16**	**-52**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	**-65**	**693**	**-418**	**-17**
Tiền cuối năm	**358**	**1.051**	**633**	**615**

Nguồn: Dữ liệu công ty, VCSC ([2] Chúng tôi giả định PNJ sẽ hoàn thành phát hành riêng lẻ vào năm 2022, gồm 15 triệu cổ phiếu với giá 95.000 đồng / cổ phiếu)

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đặng Văn Pháp, 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 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

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

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

Phòng giao dịch Nguyễn Công Trứ
Lầu 6B, 236 - 238 Nguyễn Công Trứ,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

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

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

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

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105
alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm
Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Hàng tiêu dùng
Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Dầu khí và Điện
Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140
- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng
Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Vật liệu và Công nghiệp
Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext147
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

Khách hàng cá nhân
Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, 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 & 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

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.