

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

Giá thị trường VND116.500	Giá mục tiêu VND140.700	Tỷ suất cổ tức 1,70%	Khuyến nghị KHẢ QUAN	Ngành Hàng tiêu dùng
-------------------------------------	-----------------------------------	--------------------------------	--------------------------------	--------------------------------

Ngày 04/08/2022

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

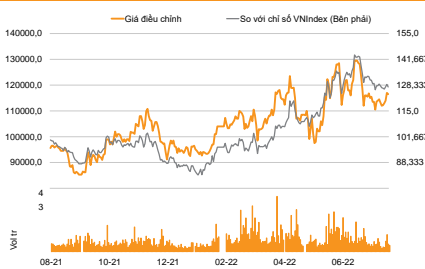
Consensus*: Mua:12 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 2,8%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Tăng giá mục tiêu 7,3%

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	129.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	85.300
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	100.561
Thị giá vốn (tỷ VND)	28,357
Free float (%)	33
P/E trượt (x)	25,4
P/B hiện tại (x)	4,36

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

Bứt phá vươn xa

- Trong Q2/22, doanh thu của PNJ đạt 8.068 tỷ đồng (+81,1% svck) và lợi nhuận (LN) ròng đạt 367 tỷ đồng (+63,8% svck).
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng sẽ tăng 79,7%/19,4% svck trong năm 2022/23 nhờ vào thị phần mở rộng và đà phục hồi kinh tế mạnh mẽ.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 140.700 đồng/cp.

KQKD Q2/22: Tốt hơn so với kỳ vọng

Doanh thu Q2/22 tăng 81,1% svck đạt 8.068 tỷ đồng nhờ vào việc PNJ giành thêm thị phần và đà phục hồi kinh tế duy trì mạnh mẽ. Biên lợi nhuận gộp Q2/22 giảm 0,8 điểm % svck xuống còn 17,96%, nhưng cao hơn so với Q1/22 (17,36%) nhờ vào doanh thu mảng bán lẻ có tốc độ tăng trưởng mạnh hơn, đạt 90,7% svck, so với doanh thu vàng miếng là 74,5% svck. LN ròng Q2/22 tăng 63,8% svck đạt 367 tỷ đồng, cao hơn so với Q1/22 (41,2% svck). Nhờ đó, doanh thu 6T22 và LN ròng đạt lần lượt 18.210 tỷ đồng (+56,5% svck) và 1.088 tỷ đồng (+48,0% svck), vượt xa kỳ vọng của chúng tôi.

Chúng tôi tin rằng PNJ có thể duy trì đà tăng trưởng LN ròng tới 2023

Kết quả kinh doanh 6T22 của PNJ tăng mạnh đã làm giảm bớt lo ngại về việc nhu cầu hàng xa xỉ giảm do lạm phát gia tăng. Chúng tôi cho rằng PNJ có thể duy trì đà tăng nhờ (1) vị thế thống lĩnh thị trường với hơn 50% thị phần trang sức bán lẻ thông kê được, (2) lạm phát Việt Nam duy trì ở mức vừa phải cùng với niềm tin của người tiêu dùng ngày càng tăng sẽ là tín hiệu tốt cho doanh thu của cả mảng vàng và trang sức.

Thay đổi dự phóng 2022-23

Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu lên 20,4%/19,9% so với báo cáo trước, lên 29.152/34.221 tỷ đồng trong năm 2022/23, nhờ doanh thu mảng bán lẻ tăng mạnh hơn (+23,1%/23,1% so với báo cáo trước khi doanh thu/cửa hàng tăng ở mức tương ứng) và doanh thu vàng miếng (+18,7%/18,7% so với báo cáo trước) trong năm 2022/23. Chúng tôi cũng tăng chi phí BH&QLDN lên 28,6%/29,9% để phản ánh việc gia tăng các hoạt động khuyến mại để thúc đẩy doanh thu trong năm 2022/23. Do đó, chúng tôi tăng dự báo LN ròng của PNJ thêm 11,9%/7,7% so với báo cáo trước, lên 1.856/2.216 tỷ đồng trong năm 2022/23. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu/LN ròng của PNJ sẽ tăng 35,6/99,5% svck trong nửa cuối 2022 và 17,4/19,4% svck trong năm 2023.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 140.700 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi tăng giá mục tiêu theo phương pháp chiếu khấu dòng tiền thêm 7,3% lên 140.700 đồng/cổ phiếu sau khi nâng EPS năm 2022/23. Hiện tại, PNJ đang được giao dịch ở mức P/E 2022 14,2 lần, thấp hơn P/E trung bình 3 năm là 17,6 lần và tương đương với vùng P/E giai đoạn Q3/21, khi PNJ bị ảnh hưởng nặng nề bởi giãn cách xã hội. Tiềm năng tăng giá gồm 1) doanh thu bán lẻ / tốc độ mở cửa hàng nhanh hơn dự kiến và 2) các dự án / bộ sưu tập / concept mới kỳ vọng sẽ thúc đẩy doanh thu bán hàng. Rủi ro giảm giá gồm việc mở rộng/doanh thu cửa hàng chậm/thấp hơn dự kiến, đặc biệt mảng bán lẻ trang sức của PNJ.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	17.511	19.613	29.152	34.221
Tăng trưởng DT thuần	3,0%	12,0%	48,6%	17,4%
Biên lợi nhuận gộp	19,6%	18,2%	17,7%	18,2%
Biên EBITDA	8,9%	7,4%	8,5%	8,7%
LN ròng (tỷ)	1.069	1.033	1.856	2.216
Tăng trưởng LN ròng	(10,2%)	(3,4%)	79,7%	19,4%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(9,9%)	(2,0%)	77,0%	19,4%
EPS cơ bản	4.745	4.585	7.933	9.134
EPS điều chỉnh	3.999	3.746	7.049	8.207
BVPS	23.268	26.708	36.140	45.274 ¹
ROAE	21,8%	18,3%	25,1%	22,4%

Nguồn: VND RESEARCH

BÚT PHÁ VƯỜN XA

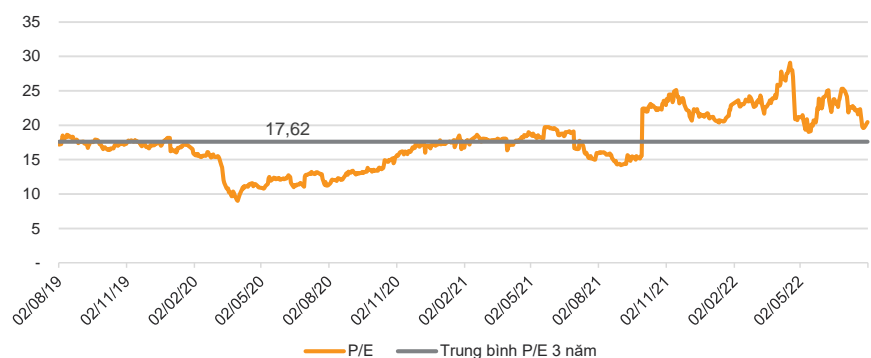
Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích PNJ vì:

- PNJ đang thống lĩnh thị phần trang sức thống kê được với hơn 50% cùng với tệp khách hàng thuộc phân khúc trung đến cao cấp mạnh mẽ, ít bị ảnh hưởng bởi lạm phát. Với sự phục hồi mạnh mẽ của nền kinh tế Việt Nam từ năm 2022 để duy trì mức tăng trưởng GDP cao, sẽ giúp chi tiêu của tầng lớp trung lưu và cao cấp tiếp tục duy trì ở mức cao trong giai đoạn tới, từ đó giúp tăng trưởng nhu cầu sản phẩm trang sức tại Việt Nam.
- Trong 6T22, PNJ tiếp tục tỏa sáng với lợi nhuận ròng tăng trưởng mạnh, ở mức 48% svck đạt 1.088 tỷ đồng, vượt xa kỳ vọng của chúng tôi. Mức tăng trưởng mạnh mẽ này có thể được duy trì trong nửa cuối 2022 đến năm 2023 sẽ hỗ trợ đà tăng của giá cổ phiếu trong bối cảnh thị trường chịu áp lực điều chỉnh.
- Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng các chiến lược của PNJ, bao gồm 1) tạo ra các Concept hấp dẫn như Style by PNJ, 2) triển khai các chiến dịch quảng cáo hiệu quả hơn, 3) hợp tác với Pandora để trở thành “Cửa hàng đa thương hiệu” và 4) tăng cường số hóa và mục tiêu bán hàng đa kênh sẽ hỗ trợ lợi nhuận ròng của PNJ duy trì mức tăng trưởng 2 con số, ở mức tăng trưởng kép 24,3% trong giai đoạn 2022-26, theo kỳ vọng của chúng tôi.
- Ngoài ra, tỷ trọng trong rổ VNDiamond ở mức 15% và giá trị tài sản ròng của quỹ VNDiamond ETF liên tục tăng trong thời gian gần đây sẽ hỗ trợ giá cổ phiếu PNJ trong thời gian tới.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền là 140.700 đồng/cổ phiếu. Định giá của chúng tôi dựa trên các giả định về lãi suất phi rủi ro là 3,0% và WACC là 10,8%. Với mức giá 116.500 đồng/cổ phiếu tại ngày 02/08/2022, PNJ đang được giao dịch ở mức P/E 2022 14,7 lần, thấp hơn P/E trung bình 3 năm là 17,6 lần và tương đương với vùng P/E trong giai đoạn Q3/21, khi PNJ bị ảnh hưởng nặng nề bởi giai đoạn cách xã hội.

Hình 1: P/E của PNJ trong giai đoạn từ T8/19 – T8/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Rủi ro giảm giá: tốc độ mở rộng cửa hàng chậm hơn dự kiến và tăng trưởng doanh thu của PNJ thấp hơn dự kiến, đặc biệt là doanh thu bán lẻ trang sức.

Tiềm năng tăng giá: 1) tốc độ mở cửa hàng nhanh hơn dự kiến, 2) doanh thu trên mỗi cửa hàng tốt hơn mong đợi và 3) dự án mới / bộ sưu tập mới / Concept mới dự kiến sẽ thúc đẩy doanh thu.

Hình 2: 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 3: Giá mục tiêu

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	17.309	tỷ đồng
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	19.199	tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	36.508	tỷ đồng
Tiền và tương đương tiền	358	tỷ đồng
Tổng nợ	(2.722)	tỷ đồng
Giá trị vốn CSH	34.144	tỷ đồng
SL cổ phiếu	243	triệu
Giá cổ phiếu	140.700	đồng/cp

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: So sánh các công ty cùng ngành

Công ty	Mã CK	Khuyến nghị	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
			Nội tệ	Nội tệ		tr USD	2022	2023	(%)	2022	2023	2022	2023	2022
Chow Tai Fook Jewellery Group Ltd	1929 HK	na	15,52	na	19.771	19,8	17,0	27,5	4,23	3,80	8,5	9,4	21,5	23,1
Kalyan Jewellers India Ltd	KALYANKJ	na	65,95	na	865	20,7	15,8	na	1,91	1,66	na	na	9,8	11,9
Chow Sang Sang Holdings International Ltd	116 HK	na	8,00	na	690	6,0	4,9	-11,2	0,41	0,39	5,3	6,1	7,1	8,2
Trung bình						15,5	12,6	7,5	2,19	1,95	6,9	7,7	12,8	14,4
CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận	PNJ VN	Khả quan	116.500	140.700	1.209	14,7	12,8	1,7	3,22	2,57	16,50	16,40	25,10	22,40

Giá dựa trên giá đóng cửa ngày 02/08/2022

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

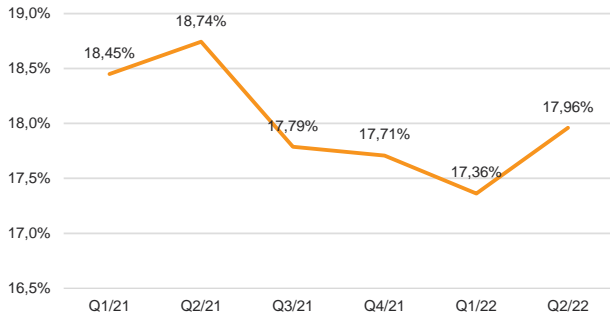
KQKD Q2/22: LN ròng tốt hơn kỳ vọng và công suất được mở rộng mạnh mẽ

Hình 5: So sánh KQKD trong Q2/22 và 6T/22

Tỷ đồng	Q2/21	Q2/22	%svck	6T21	6T22	%svck	Dự phóng của VND	% so với dự phóng VND	Ghi chú
Doanh thu thuần	4.455	8.068	81,1%	11.637	18.210	56,5%	24.206	75,2%	Vượt dự phóng
Mãng bán lẻ	2.606	4.970	90,7%	6.610	10.671	61,4%	13.766	77,5%	
Mãng vàng miếng	1.105	1.928	74,5%	3.095	5.135	65,9%	6.886	74,6%	
Mãng bán sỉ	677	1.057	56,1%	1.652	2.149	30,1%	2.994	71,8%	
GVHB	3.620	6.619	82,8%	9.477	15.001	58,3%	19.845	75,6%	
Lợi nhuận gộp	835	1.449	73,5%	2.160	3.210	48,6%	4.361	73,6%	Vượt dự phóng
Biên LNG	18,74%	17,96%	-0,8 điểm %	18,56%	17,63%	-0,9 điểm %	18,00%	-0,4 điểm %	Dưới dự phóng của chúng tôi do 1) cơ cấu sản xuất thay đổi với tỷ trọng bán vàng miếng trong tổng doanh thu tăng 1,6 điểm % lên 28,2% trong 6T22 và 2) PNJ triển khai nhiều chiến dịch khuyến mại nhằm thúc đẩy tăng trưởng doanh thu sau đại dịch
Chi phí bán hàng	420	754	79,5%	923	1.396	51,2%	1.490	93,7%	
Chi phí QLDN	125	181	44,8%	278	357	28,4%	662	53,9%	
Chi phí BH&QLDN	545	935	71,6%	1.201	1.753	46,0%	2.152	81,5%	
CP bán hàng / doanh thu	9,43%	9,35%	-0,1 điểm %	7,93%	7,67%	-0,3 điểm %	6,00%	1,7 điểm %	
CP QLDN / doanh thu	2,81%	2,24%	-0,6 điểm %	2,39%	1,96%	-0,4 điểm %	3,00%	-1,0 điểm %	
CP BH&QLDN / doanh thu	12,23%	11,59%	-0,6 điểm %	10,32%	9,63%	-0,7 điểm %	9,00%	0,6 điểm %	
Lợi nhuận hoạt động	271	503	85,6%	920	1.416	53,9%	2.209	64,1%	Vượt dự phóng
Lợi nhuận / (Chi phí) tài chính	(19)	(12)	-36,8%	(38)	(41)	7,9%	(134)	30,6%	Dưới dự phóng của chúng tôi do PNJ giảm nợ ngắn hạn từ 2.100 tỷ đồng trong Q2/21 xuống còn 877 tỷ đồng trong Q2/22 với lượng tiền mặt dồi dào sau khi phát hành riêng lẻ thành công
Lợi nhuận trước thuế	274	477	74,1%	921	1.390	50,9%	2.073	67,1%	
Lợi nhuận ròng	224	367	63,8%	735	1.088	48,0%	1.658	65,6%	Vượt dự phóng

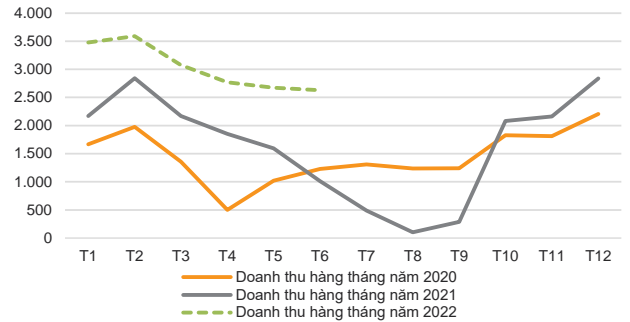
Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 6: Biên LN gộp của PNJ từ 2021 - 2022



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 7: Doanh thu hàng tháng của PNJ giai đoạn 2020 – 6T22 (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Doanh thu và LN ròng Q2/22 tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ đạt 8.068 tỷ đồng (+ 81,1% svck) và LN ròng đạt 367 tỷ đồng (+ 63,8% svck) nhờ vào:

- Doanh thu bán lẻ tăng 90,7% svck lên 4.970 tỷ đồng nhờ vào PNJ tiếp tục giành thêm thị phần từ các cửa hàng vàng truyền thống.
- Doanh thu vàng miếng tăng 74,5% svck lên 1.928 tỷ đồng và doanh thu bán buôn tăng 56,1% svck lên 1.057 tỷ đồng.

Biên lợi nhuận gộp Q2/22 giảm 0,8 điểm % svck xuống còn 17,96% do PNJ triển khai nhiều chiến dịch khuyến mại nhằm thúc đẩy tăng trưởng doanh thu, đặc biệt tại các tỉnh cấp 2 và 3 khi PNJ đang tìm cách mở rộng độ phủ thương hiệu sau đại dịch. Biên LN gộp Q2/22 cao hơn Q1/22 (17,36%) nhờ vào doanh thu bán lẻ, vốn có tỷ suất lợi nhuận cao, có tốc độ tăng trưởng mạnh hơn trong Q2/22, ở mức 90,7% svck, so với tăng trưởng doanh thu vàng miếng là 74,5% svck. Chúng tôi tin rằng biên LN gộp của PNJ sẽ tốt hơn trong nửa cuối năm 2022 nhờ sự tăng trưởng của mảng bán lẻ để có thể đạt được mức biên LN gộp của năm 2022 ở mức 17,7% (so với 17,6% trong 6T22).

Chi phí BH&QLDN trong Q2/22 tăng 71,6% svck với các chiến dịch quảng cáo nhằm thúc đẩy doanh thu, đặc biệt là ở các tỉnh cấp 2 và cấp 3.

Chi phí tài chính thuần trong Q2/22 giảm 36,8% svck xuống 12 tỷ đồng sau khi giảm nợ ngắn hạn từ 2,100 tỷ đồng trong Q2/21 xuống còn **877 tỷ đồng** trong Q2/22 với lượng tiền mặt dồi dào sau khi phát hành riêng lẻ thành công.

Trong 6T22, doanh thu và LN ròng đạt 18.210 tỷ đồng (+56,5% svck) và 1.088 tỷ đồng (+48,0% svck), cao hơn kỳ vọng của chúng tôi và đạt 65,6% dự báo cả năm. Theo ban lãnh đạo, PNJ đạt tăng trưởng doanh thu bán lẻ trang sức 61,4% svck, cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng 11% svck của ngành trong 6T22. Chúng tôi tin rằng thị phần PNJ đã tăng thêm nhiều trong 6T22 và đạt mức thị phần trên 50% trong thị trường trang sức thống kê được tại Việt Nam.

Hiện tại, PNJ đang vận hành hơn 90% công suất sản xuất 4 triệu sản phẩm mỗi năm, theo ước tính của chúng tôi. Trong 6T22, công ty đã nâng cấp dây chuyền sản xuất tại nhà máy Gò Vấp để nâng tổng công suất lên 4,1 triệu sản phẩm, tập trung vào các sản phẩm trang sức và kim cương. PNJ đặt mục tiêu nâng cấp nhà máy Long Hậu để nâng tổng công suất thêm 30% và xây dựng nhà máy mới để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng về mảng trang sức và đá quý.

Chúng tôi tin rằng PNJ có thể duy trì đà tăng trưởng LN ròng tới 2023

Kết quả kinh doanh mạnh mẽ của PNJ trong 6T22 đã làm giảm bớt lo ngại về việc tiêu thụ hàng xa xỉ đang chững lại do lạm phát gia tăng. Chúng tôi tin rằng PNJ có thể duy trì đà tăng là nhờ:

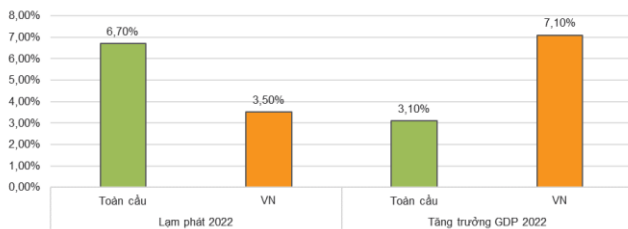
- 1) Vị thế chiếm lĩnh thị trường trang sức bán lẻ có thể thống kê được tại Việt Nam với thị phần hơn 50%, có tệp khách hàng trung và cao cấp

mạnh mẽ, với lượng khách hàng Công ty TNHH MTV thời trang CAO (phân khúc cao cấp) vẫn tăng trưởng 67% svck trong năm 2021 mặc dù chịu ảnh hưởng mạnh mẽ bởi giãn cách xã hội.

- 2) Lạm phát ở mức vừa phải của Việt Nam cùng với niềm tin của người tiêu dùng ngày càng tăng sẽ là tín hiệu tốt cho doanh thu bán vàng và trang sức của PNJ. CPI tăng 2,54% trong 7T22 và dự kiến sẽ đạt 3,5% vào năm 2022, thấp hơn nhiều so với mục tiêu 4% của chính phủ. Theo Kantar, chỉ số niềm tin của người tiêu dùng Việt Nam tăng cao kể từ Q2/21 mặc dù lạm phát gia tăng, đạt 86 điểm trong Q2/22.

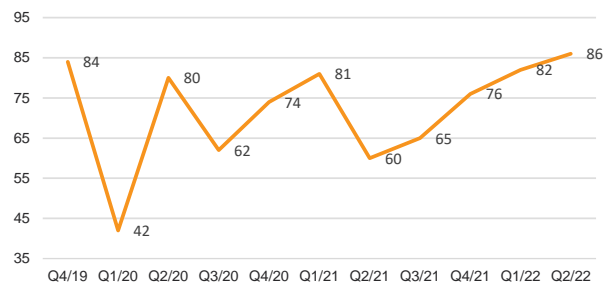
Chúng tôi ước tính doanh thu/LN ròng của PNJ sẽ tăng 35,6/99,5% svck trong 6 tháng cuối năm 2022, từ mức thấp trong nửa cuối 2021. Đối với năm 2023, chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ tiếp tục đà tăng trưởng với thị phần lớn hơn và thương hiệu mạnh hơn với kỳ vọng doanh thu/LN ròng của PNJ tăng 17,4/19,4% svck.

Hình 8: Tăng trưởng GDP và lạm phát toàn cầu / Việt Nam dựa trên dữ liệu của Liên hợp quốc và dự báo của chúng tôi



Nguồn: VNDIRECT Research, United nations

Hình 9: Chỉ số niềm tin người tiêu dùng Việt Nam từ Q4/19 – Q2/22



Nguồn: VNDIRECT Research, Kantar

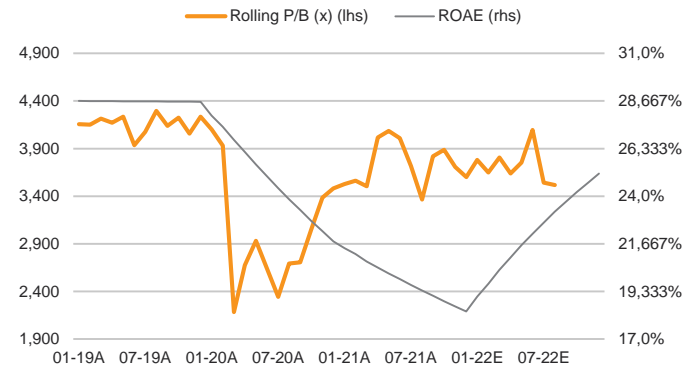
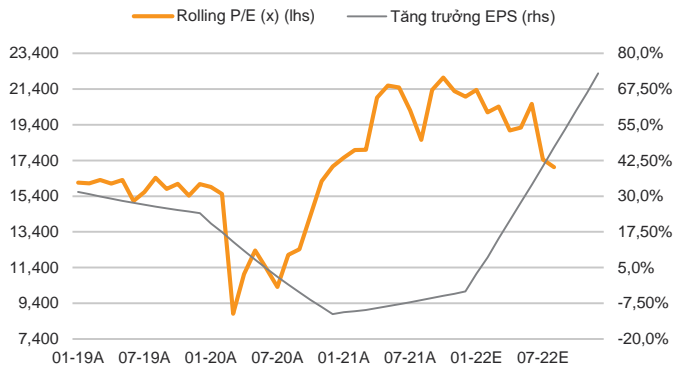
Thay đổi dự phóng 2022-23

Hình 10: Thay đổi dự phóng 2022-23

	Cũ		Mới		% Thay đổi		Ghi chú
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	
Doanh thu thuần	24.206	28.535	29.152	34.221	20,4%	19,9%	Chúng tôi tăng doanh thu thuần của PNJ lên 20,4%/19,9% so với báo cáo trước đó do doanh thu tốt hơn kỳ vọng ở tất cả các mảng trong 6T22.
Mãng bán lẻ	13.766	16.796	16.942	20.672	23,1%	23,1%	Chúng tôi tăng doanh thu bán lẻ hàng tháng trên mỗi cửa hàng lên 23,1%/23,1% trong năm 2022/23 so với báo cáo trước đó lên 3,95 tỷ đồng/4,5 tỷ đồng nhờ vào thương hiệu mạnh hơn với thị phần vượt 50% trên thị trường trang sức hiện đại theo chúng tôi ước tính cũng như đã phục hồi sau đại dịch.
Mãng vàng miếng	6.886	7.638	8.175	9.068	18,7%	18,7%	
Mãng bán sỉ	2.994	3.443	3.475	3.823	16,1%	11,0%	
GVHB	(19.845)	(23.223)	(23.987)	(27.984)	20,9%	20,5%	
Lợi nhuận gộp	4.361	5.312	5.165	6.237	18,4%	17,4%	
Biên LNG	18,00%	18,60%	17,70%	18,20%	-0,3 điểm %	-0,4 điểm %	Biên lợi nhuận gộp giảm 0,3 điểm %/0,4 điểm % trong năm 2022/23 so với báo cáo trước đó do tăng cường khuyến mại và tăng các sản phẩm có giá trị (có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn).
Chi phí bán hàng	(1.490)	(1.786)	(2.106)	(2.522)	41,3%	41,2%	
Chi phí QLDN	(662)	(793)	(662)	(828)	0,0%	4,4%	
Chi phí BH&QLDN	(2.152)	(2.579)	(2.768)	(3.350)	28,6%	29,9%	Chúng tôi tăng chi phí BH&QLDN lên 28,6%/29,9% trong năm 2022/23 do PNJ đang tăng cường các chiến dịch quảng cáo để thúc đẩy thương hiệu mới và doanh số bán hàng tại các tỉnh cấp 2 và cấp 3.
CP bán hàng / doanh thu	6,16%	6,26%	7,22%	7,37%	1,1 điểm %	1,1 điểm %	
CP QLDN / doanh thu	2,73%	2,78%	2,27%	2,42%	-0,5 điểm %	-0,4 điểm %	
CP BH&QLDN / doanh thu	8,89%	9,04%	9,49%	9,79%	0,6 điểm %	0,8 điểm %	
Lợi nhuận hoạt động	2.209	2.733	2.397	2.887	8,5%	5,6%	
Lợi nhuận / (Chi phí) tài chính	(134)	(158)	(74)	(112)	-44,8%	-29,1%	Chúng tôi giảm chi phí tài chính thuần do PNJ giảm nợ ngắn hạn từ 2.100 tỷ đồng trong Q2/21 xuống còn 877 tỷ đồng trong Q2/22 với lượng tiền mặt dồi dào sau khi phát hành riêng lẻ thành công.
Lợi nhuận trước thuế	2.073	2.572	2.320	2.770	11,9%	7,7%	
Lợi nhuận ròng	1.658	2.057	1.856	2.216	11,9%	7,7%	Với những điều chỉnh trên trong dự báo của chúng tôi, chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận ròng của PNJ trong năm 2022/23 lên 11,9% / 7,7% so với báo cáo trước đó.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	19.613	29.152	34.221
Giá vốn hàng bán	(16.040)	(23.987)	(27.984)
Chi phí quản lý DN	(472)	(662)	(828)
Chi phí bán hàng	(1.694)	(2.106)	(2.522)
LN hoạt động thuần	1.407	2.397	2.887
EBITDA thuần	1.468	2.471	2.977
Chi phí khấu hao	(61)	(74)	(90)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.407	2.397	2.887
Thu nhập lãi	16	14	16
Chi phí tài chính	(118)	(87)	(128)
Thu nhập ròng khác	(18)	(4)	(5)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	1.287	2.320	2.770
Thuế	(254)	(464)	(554)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	1.033	1.856	2.216
Thu nhập trên vốn	1.033	1.856	2.216
Cổ tức phổ thông	(177)	(485)	(485)
LN giữ lại	856	1.371	1.731

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	358	2.210	4.268
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	112	276	324
Hàng tồn kho	8.687	7.920	8.470
Các tài sản ngắn hạn khác	120	183	234
Tổng tài sản ngắn hạn	9.277	10.589	13.296
Tài sản cố định	910	1.455	1.655
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	359	456	964
Tổng tài sản	10.546	12.500	15.915
Vay & nợ ngắn hạn	2.722	1.166	1.711
Phải trả người bán	689	858	1.016
Nợ ngắn hạn khác	1.110	1.695	2.190
Tổng nợ ngắn hạn	4.521	3.719	4.917
Vay & nợ dài hạn	0	4	4
Các khoản phải trả khác	8	9	10
Vốn điều lệ và	2.276	2.426	2.426
LN giữ lại	1.954	3.593	5.714
Vốn chủ sở hữu	6.017	8.768	10.984
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	10.546	12.500	15.915

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	1.287	2.320	2.770
Khấu hao	75	74	90
Thuế đã nộp	(234)	(464)	(554)
Các khoản điều chỉnh khác	1.154	(394)	233
Thay đổi VLĐ	(1.784)	1.320	15
LC tiền thuần HĐKD	498	2.856	2.554
Đầu tư TSCĐ	(63)	(352)	(293)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	13	2	2
Các khoản khác	2	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(1.215)	334	(263)
LC tiền từ HĐĐT	(1.263)	(16)	(554)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	1.275	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(2)	(2)	(2)
Tiền vay ròng nhận được	880	(1.776)	545
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(177)	(485)	(485)
LC tiền thuần HĐTC	701	(988)	58
Tiền & tương đương tiền đầu kì	422	358	2.210
LC tiền thuần trong năm	(64)	1.852	2.058
Tiền & tương đương tiền cuối kì	358	2.210	4.268

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	5,3%	6,4%	6,5%
Vòng quay TS	2,06	2,53	2,41
ROAA	10,9%	16,1%	15,6%
Đòn bẩy tài chính	1,69	1,56	1,44
ROAE	18,3%	25,1%	22,4%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	1,1	1,4	1,4
Số ngày nắm giữ HTK	197,7	120,5	110,5
Số ngày phải trả tiền bán	15,7	13,1	13,3
Vòng quay TSCĐ	21,30	24,64	22,01
ROIC	11,8%	18,7%	17,5%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,1	2,8	2,7
Khả năng thanh toán nhanh	0,1	0,7	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,6	0,9
Vòng quay tiền	183,1	108,8	98,6
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	12,0%	48,6%	17,4%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(6,7%)	70,4%	20,4%
Tăng trưởng LN ròng	(3,4%)	79,7%	19,4%
Tăng trưởng EPS	(3,4%)	73,0%	15,1%

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>