

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

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND95.500	N/A	0,86%	N/A	Hàng tiêu dùng

Ngày 24/01/2022

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

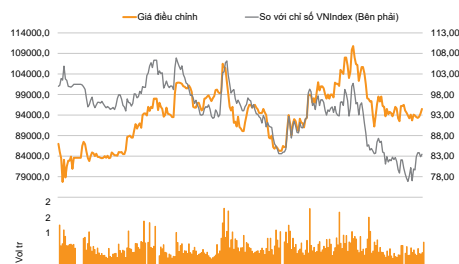
Consensus\*: Mua:11 Giữ:3 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 8,6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/a.

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	110.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	77.700
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	54.062
Thị giá vốn (tỷ VND)	21.463
Free float (%)	33
P/E trượt (x)	20,8
P/B hiện tại (x)	3,58

### 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

## KQKD Q4/21: Phục hồi như kỳ vọng

- Doanh thu và lợi nhuận ròng (LN ròng) Q4/21 của PNJ lần lượt tăng 21,5% svck/7,0% svck, đạt 7.099 tỷ đồng và 457 tỷ đồng.
- Cho cả năm 2021, doanh thu của PNJ đạt 19.613 tỷ đồng (+12,0% svck) và LN ròng đạt 1.033 tỷ đồng (-3,4% svck), hoàn thành 102,7% dự phóng.
- Chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ duy trì mức tăng trưởng LNR hai con số trong Q1/22 nhờ bộ sưu tập mới “Sứ giả mùa xuân” trong dịp Tết Nguyên đán.

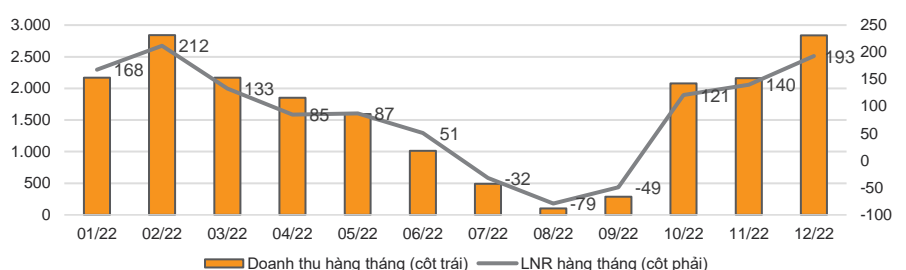
### KQKD 4Q21: tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ sau Covid-19 lần thứ 4

- Trong T12/21, doanh thu của PNJ tăng 28,6% svck lên 2.838 tỷ đồng (+31,3% svck) và LN ròng tăng 48,5% svck lên 93 tỷ đồng (+37,8% svck) do nhu cầu trang sức cưới tăng mạnh trong T12/21.
- Trong Q4/21, doanh thu của PNJ tăng 21,5% svck lên 7.099 tỷ đồng, gấp 8,0 lần so với quý trước sau khi mở lại các cửa hàng tại Hà Nội và TP.HCM. Doanh thu bán lẻ và bán vàng miếng tăng 14,9% svck và 77% svck, lần lượt chiếm 61,5% và 23,8% trong doanh thu Q4/21. Trong khi đó, doanh thu bán sỉ giảm 3,1% svck do các cửa hàng vàng nhỏ lẻ chưa hoàn toàn hoạt động trở lại trong Q4/21.
- Biên lợi nhuận gộp trong Q4/21 giảm 2,4 điểm % svck xuống 17,7% do thay đổi cơ cấu sản phẩm với đóng góp lớn hơn từ doanh thu vàng miếng (23,8% trong Q4/21 so với 16,3% trong Q4/20).
- Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp tăng 4,5% svck lên 640,1 tỷ đồng do chi phí marketing tăng. Do đó, LN ròng trong Q4/21 tăng 7% svck, phục hồi từ mức lỗ ròng 160 tỷ đồng trong Q3/21 lên 457,2 tỷ đồng.
- Cho cả năm 2021, doanh thu của PNJ đạt 19.613 tỷ đồng (+12,0% svck) và LN ròng đạt 1.033 tỷ đồng (-3,4% svck), hoàn thành 107,5%/102,7% dự phóng năm 2021 của chúng tôi.

### Hệ thống bán lẻ ổn định trong năm 2021

Tính đến cuối 2021, tổng số cửa hàng PNJ đạt 341 (+2 cửa hàng svck), bao gồm 319 cửa hàng vàng (+20 cửa hàng svck), 14 cửa hàng bạc (-19 cửa hàng svck), 89 cửa hàng đồng hồ tích hợp (+23 cửa hàng svck), 20 cửa hàng Style by PNJ (bao gồm 2 cửa hàng độc lập và 18 cửa hàng tích hợp), 12 cửa hàng Pandora tích hợp, 3 cửa hàng CAO Fine (sản phẩm cao cấp) và 3 cửa hàng PNJ Art (phòng trưng bày các sản phẩm quà tặng dành cho công ty).

### Doanh thu và lợi nhuận ròng theo tháng của PNJ trong năm 2021 (Đơn vị: tỷ đồng)



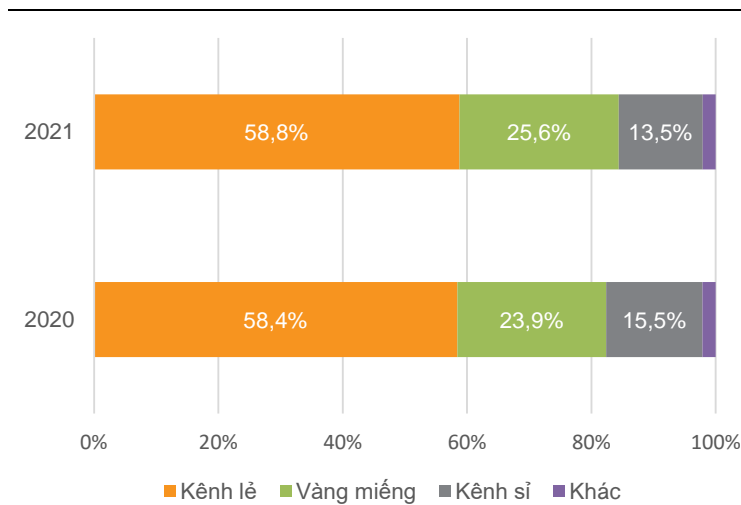
Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 1: So sánh KQKD

Tỷ đồng	Q4/21	Q4/20	% svck	2021	2020	% svck	Dự phóng của VND	% so với dự phóng của VND	Ghi chú
Doanh thu	7.098,9	5.842,7	21,5%	19.613,1	17.510,8	12,0%	18.245,0	107,5%	Vượt dự báo của chúng tôi chủ yếu là do nhu cầu vàng miếng tăng mạnh do tác động của các đợt Covid-19 cũng như sự biến động của giá vàng trong năm 2021.
Kênh lẻ	4.344,0	3.782,0	14,9%	11.501,0	10.408,0	10,5%	10.734,0	107,1%	
Vàng miếng	1.687,0	953,0	77,0%	5.016,0	4.013,0	25,0%	4.366,0	114,9%	
Kênh sỉ	918,0	947,0	-3,1%	2.645,0	2.799,0	-5,5%	2.673,0	99,0%	
GVHB	5.842,1	4.665,4	25,2%	16.040,2	14.076,1	14,0%	14.758,0	108,7%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.256,8</b>	<b>1.177,3</b>	<b>6,8%</b>	<b>3.572,9</b>	<b>3.434,7</b>	<b>4,0%</b>	<b>3.487,0</b>	<b>102,5%</b>	<b>Phù hợp với dự phóng</b>
Biên LNG	17,7%	20,2%	-2,4 điểm %	18,2%	19,6%	-1,4 điểm %	19,1%	-0,9 điểm %	
Thu nhập tài chính ròng	-38,3	-30,4	26,1%	-101,9	-159,2	-36,0%	-87,2	116,9%	
Chi phí bán hàng	519,5	444,7	16,8%	1693,6	1420,9	19,2%	1.530,0	110,7%	Vượt dự báo của chúng tôi do PNJ đã tung ra nhiều chiến dịch quảng cáo trong Q4/21 để nhanh chóng phục hồi sau giãn cách xã hội trong Q3/21 cũng như tận dụng thời cơ để chiếm thêm thị phần từ các cửa hàng bán lẻ chưa quay trở lại thị trường.
Chi phí QLDN	120,7	168,1	-28,2%	472,4	505,6	-6,6%	612,0	77,2%	Dưới dự phóng của chúng tôi
Chi phí BH&QLDN	640,1	612,8	4,5%	2166,1	1926,4	12,4%	2.142,0	101,1%	Phù hợp với dự phóng
Chi phí bán hàng / doanh thu	7,3%	7,6%	-0,3 điểm %	8,6%	8,1%	0,5 điểm %	8,4%	0,2 điểm %	
Chi phí QLDN / doanh thu	1,7%	2,9%	-1,2 điểm %	2,4%	2,9%	-0,5 điểm %	3,4%	-0,9 điểm %	
Chi phí BH&QLDN / doanh thu	9,0%	10,5%	-1,5 điểm %	11,0%	11,0%	0,0 điểm %	11,7%	-0,7 điểm %	
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>578,4</b>	<b>534,2</b>	<b>8,3%</b>	<b>1304,9</b>	<b>1349,1</b>	<b>-3,3%</b>	<b>1.257,8</b>	<b>103,7%</b>	<b>Phù hợp với dự phóng</b>
Lợi nhuận trước thuế	559,4	535,5	4,5%	1287,3	1346,0	-4,4%	1.257,4	102,4%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>457,2</b>	<b>427,3</b>	<b>7,0%</b>	<b>1032,9</b>	<b>1069,3</b>	<b>-3,4%</b>	<b>1.005,9</b>	<b>102,7%</b>	<b>Phù hợp với dự phóng</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 2: Doanh thu theo mảng kinh doanh của PNJ trong năm 2020 và 2021 Hình 3: Bộ sưu tập mới của PNJ “Sứ giả mùa xuân”



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

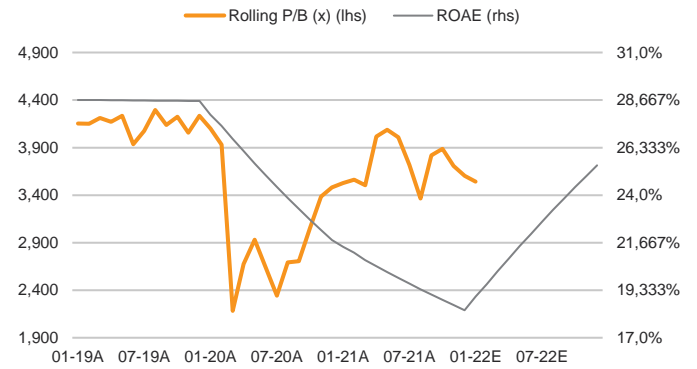
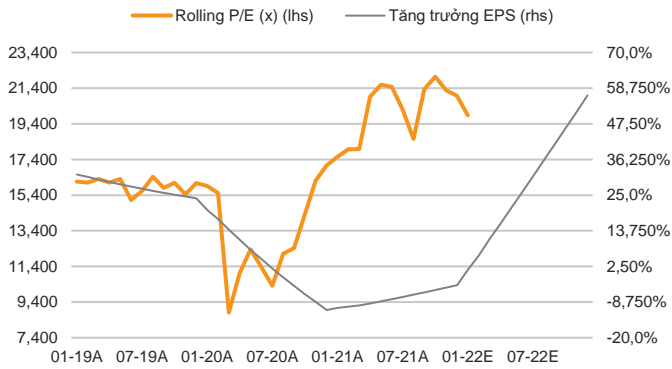
Hình 4: So sánh cùng ngành

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	
<b>Bán lẻ trang sức</b>																		
CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận	PNJ VN	KQ	94.400	128.200	947	20,8	15,8	12,7	4,4%	3,6	3,2	2,6	18,3%	22,9%	23,4%	10,9%	14,6%	15,8%
Chow Tai Fook Jewellery Group Ltd	1929 HK	KKN	13,58	na	17.441	18,3	19,1	16,2	27,7%	4,2	4,1	3,7	24,5%	21,5%	23,1%	10,1%	9,8%	10,3%
Chow Sang Sang Holdings Ltd	116 HK	KKN	10,92	na	950	8,5	7,2	6,4	-12,1%	0,6	0,6	0,6	7,4%	8,3%	8,9%	5,4%	5,9%	6,5%
<b>Trung bình - bán lẻ trang sức</b>						<b>13,4</b>	<b>13,2</b>	<b>11,3</b>	<b>7,8%</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>16,0%</b>	<b>14,9%</b>	<b>16,0%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,4%</b>

Giá tại ngày 20/01/2022

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	19.613	21.769	25.347
Giá vốn hàng bán	(16.040)	(17.410)	(20.174)
Chi phí quản lý DN	(472)	(727)	(836)
Chi phí bán hàng	(1.694)	(1.490)	(1.717)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>1.407</b>	<b>2.142</b>	<b>2.620</b>
EBITDA thuần	1.468	2.216	2.710
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(61)</b>	<b>(74)</b>	<b>(90)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1.407</b>	<b>2.142</b>	<b>2.620</b>
Thu nhập lãi	16	10	12
Chi phí tài chính	(118)	(131)	(152)
Thu nhập ròng khác	(18)	(1)	(3)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.287</b>	<b>2.020</b>	<b>2.477</b>
Thuế	(254)	(404)	(495)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>1.033</b>	<b>1.616</b>	<b>1.982</b>
Thu nhập trên vốn	1.033	1.616	1.982
Cổ tức phổ thông	(177)	(406)	(406)
<b>LN giữ lại</b>	<b>856</b>	<b>1.211</b>	<b>1.576</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	358	1.305	3.201
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	112	203	237
Hàng tồn kho	8.687	7.920	8.140
Các tài sản ngắn hạn khác	120	137	173
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>9.277</b>	<b>9.564</b>	<b>11.751</b>
Tài sản cố định	910	1.455	1.656
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	359	(231)	(216)
<b>Tổng tài sản</b>	<b>10.546</b>	<b>10.788</b>	<b>13.191</b>
Vay & nợ ngắn hạn	2.722	2.177	2.535
Phải trả người bán	689	624	726
Nợ ngắn hạn khác	1.110	1.299	1.666
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>4.521</b>	<b>4.100</b>	<b>4.927</b>
Vay & nợ dài hạn	0	4	4
Các khoản phải trả khác	8	9	9
Vốn điều lệ và	2.276	2.253	2.253
LN giữ lại	1.954	3.011	4.491
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.017</b>	<b>6.675</b>	<b>8.251</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>10.546</b>	<b>10.788</b>	<b>13.191</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.287</b>	<b>2.020</b>	<b>2.477</b>
Khấu hao	75	74	90
Thuế đã nộp	(234)	(404)	(495)
Các khoản điều chỉnh khác	456	86	124
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(1.783)</b>	<b>797</b>	<b>187</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>(199)</b>	<b>2.573</b>	<b>2.383</b>
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	(518)	(104)	(146)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(567)</b>	<b>(454)</b>	<b>(436)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(2)	(2)	(2)
Tiền vay ròng nhận được	880	(765)	358
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(177)	(406)	(406)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>702</b>	<b>(1.172)</b>	<b>(49)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	422	358	1.305
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(64)</b>	<b>947</b>	<b>1.897</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	358	1.304	3.202

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21A	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	5,3%	7,4%	7,8%
Vòng quay TS	2,06	2,04	2,11
ROAA	10,9%	15,2%	16,5%
Đòn bẩy tài chính	1,69	1,68	1,61
ROAE	18,3%	25,5%	26,6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	1,1	1,4	1,4
Số ngày nắm giữ HTK	197,7	166,0	147,3
Số ngày phải trả tiền bán	15,7	13,1	13,1
Vòng quay TSCĐ	21,30	18,41	16,30
ROIC	11,8%	18,2%	18,4%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,1	2,3	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	0,1	0,4	0,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,3	0,6
Vòng quay tiền	183,1	154,3	135,5
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	12,0%	11,0%	16,4%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(6,7%)	52,3%	22,3%
Tăng trưởng LN ròng	(3,4%)	56,5%	22,6%
Tăng trưởng EPS	(3,4%)	56,5%	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](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Phan Như Bách – Chuyên viên Phân tích

Email: [bach.phannhu@vndirect.com.vn](mailto: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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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