

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

Giá thị trường

VND93.900

Giá mục tiêu

VND99.500

Tỷ suất cổ tức

1,91%

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

Ngành

Hàng tiêu dùng

Ngày 22/04/2021

Triển vọng ngắn hạn: Trung bình

Triển vọng dài hạn: Trung bình

Định giá: Trung bình

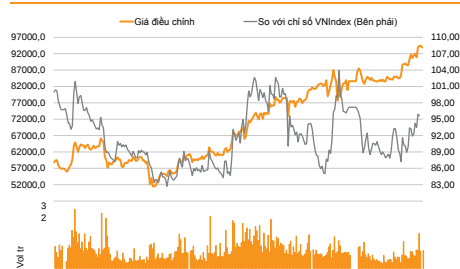
Consensus*: Mua:12 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 1,3%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Không.

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	94.400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	51.500
GTGD BQ 3 tháng (tr VND)	43.852tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	21.463
Free float (%)	64
P/E trượt (x)	19,8
P/B hiện tại (x)	4,04

Cơ cấu sở hữu

Cao Thị Ngọc Dung	9,0%
LGM Investments Ltd	4,4%
Route One Investment Company	3,9%
Khác	82,70%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Phan Như Bách

bach.phannhu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Hồi phục đã phản ánh vào giá

- Trong Q1/21, doanh thu và lợi nhuận ròng của PNJ lần lượt đạt 7.182 tỷ đồng (+43,6% svck) và 512 tỷ đồng (+25,6% svck).
- PNJ công bố kế hoạch phát hành riêng lẻ 6,6% số cổ phiếu đang lưu hành để phục vụ cho việc mở rộng mạng lưới bán lẻ và chuyển đổi số.
- Hạ khuyến nghị từ KHẢ QUAN xuống TRUNG LẬP vì chúng tôi cho rằng đà hồi phục về lợi nhuận của PNJ đã được phản ánh vào giá.

Kết quả kinh doanh Q1/21 phù hợp với dự phóng của chúng tôi

- Doanh thu Q1/21 tăng mạnh đạt mức 43,6% svck nhờ vào tăng trưởng của tất cả các mảng: vàng miếng (65,6% svck); bán lẻ (34,9% svck) và bán buôn (28,6% svck), do lượng hàng bán tăng mạnh trong ngày Quốc tế Phụ nữ, ngày lễ Thần tài và ngày lễ tình nhân.
- Biên LNG trong Q1/21 giảm 2,5 điểm % svck xuống 18,5% do mảng vàng miếng đóng góp vào tổng doanh thu lớn hơn, chiếm 27,6% trong Q1/21 so với 24,1% trong Q1/20.
- Do đó, LNR trong Q1/21 tăng mạnh 25,6% svck lên 512 tỷ đồng, hoàn thành 40,5% kế hoạch năm 2021 của chúng tôi. Kết quả kinh doanh Q1/21 phù hợp với dự phóng của chúng tôi do đặc tính thời vụ của hoạt động kinh doanh bán lẻ vàng và trang sức.
- Trong Q1/21, PNJ đã mở mới 4 cửa hàng PNJ Gold, đóng cửa 3 cửa hàng gồm 1 PNJ Gold, 1 PNJ Silver và 1 CAO để tối ưu hóa hệ thống bán lẻ. Tính đến cuối T3/21, PNJ có 340 cửa hàng gồm 306 PNJ Gold, 27 PNJ Silver, 3 CAO và 1 PNJ Style.

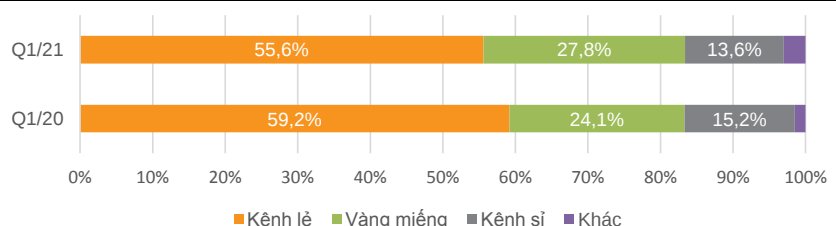
PNJ sẽ phát hành riêng lẻ 15 triệu cổ phiếu

Ngày 17/4, ĐHCĐ đã thông qua phương án phát hành riêng lẻ 15 triệu cổ phiếu mới, tương đương 6,6% số lượng cổ phiếu đang lưu hành. Giá phát hành sẽ không thấp hơn giá đóng cửa bình quân 60 ngày giao dịch. Chúng tôi ước tính giá trị phát hành riêng lẻ vào khoảng 1.280 tỷ đồng, dựa trên mức giá trung bình 60 ngày gần nhất là 85.400 đồng / cổ phiếu. Việc huy động vốn sẽ được sử dụng cho: (1) mở rộng chuỗi bán lẻ trong 2-3 năm tới, trong đó 40-45 cửa hàng dự kiến sẽ được mở vào năm 2021 và (2) kế hoạch chuyển đổi số để tối ưu hóa hệ thống bán hàng và quản lý.

Hạ khuyến nghị xuống TRUNG LẬP do giá đã chạm mức hợp lý

Giá cổ phiếu của PNJ đã tăng 17% so với đầu năm theo kỳ vọng của thị trường về phục hồi lợi nhuận. Chúng tôi duy trì giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 99.500 đồng / cổ phiếu và hạ khuyến nghị xuống TRUNG LẬP. Tiềm năng tăng giá bao gồm: 1) tốc độ mở cửa hàng nhanh hơn so với dự kiến, 2) phục hồi sau dịch tốt hơn so với dự kiến và 3) các dự án mới thúc đẩy doanh số bán hàng. Rủi ro giảm giá là làn sóng bùng phát dịch Covid-19 tiếp theo tại Việt Nam.

Tỷ trọng doanh thu từng mảng của PNJ trong Q1/21 và Q1/20 (Đơn vị: %)



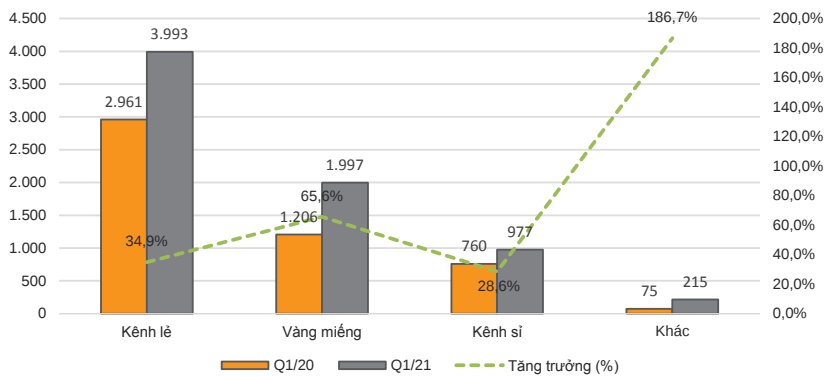
Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 1: So sánh KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	Q1/21	Q1/20	% svck	Dự phóng năm 2021 của VND	% so với dự phóng năm 2021 của VND	Nhận xét
Doanh thu thuần	7.181,8	5000,9	43,61%	19.850,0	36,18%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi do Quý 1 thường là quý có doanh thu và lợi nhuận lớn nhất cả năm với nhiều ngày lễ lớn như ngày 8/3 - Quốc tế phụ nữ, ngày lễ Thần tài và ngày lễ tình yêu.
Bán lẻ	3.993,0	2961	34,85%	11.708,0	34,10%	
Vàng miếng	1.997,0	1206	65,59%	4.425,0	45,13%	
Bán sỉ	977,0	760	28,55%	3.267,0	29,91%	
Lợi nhuận gộp	1.325,1	1049,6	26,26%	3.821,0	34,68%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi
Biên lợi nhuận gộp	18,5%	21,0%	-2,54 % điểm	19,25%	-0,80 % điểm	Thấp hơn so với dự phóng của chúng tôi do tỷ trọng doanh thu vàng miếng (với biên lợi nhuận gộp thấp nhất) trong Q1/21 tăng mạnh 80,1% svck, chiếm 27,8% tổng doanh thu so với 24,1% trong Q1/20.
LN / Chi phí tài chính	(19,8)	(41,5)		(78,0)	25,39%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi
Chi phí bán hàng	503,0	368,0	36,69%	1.489,0	33,78%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi khi PNJ đẩy mạnh quảng cáo và các chương trình khuyến mãi để nắm bắt nhu cầu của khách hàng trong Q1/21 với nhiều ngày lễ lớn.
Chi phí QLDN	153,2	128,1	19,58%	672,0	22,79%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi
Chi phí bán hàng / Dthu	7,00%	7,36%	-0,35 % điểm			
Chi phí QLDN / Dthu	2,13%	2,56%	-0,43 % điểm			
Chi phí BH&QLDN / Doanh thu	9,14%	9,92%	-0,78 % điểm	10,90%	-1,76 % điểm	
Lợi nhuận hoạt động	649,1	511,9	26,80%	1.660,0	39,10%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi
Lợi nhuận khác	(0,8)	-0,2	263,60%			
Lợi nhuận trước thuế	648,3	511,7	26,69%	1.581,2	41,00%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi
Lợi nhuận ròng	512,6	408,3	25,56%	1.265,0	40,52%	Phù hợp với dự phóng của chúng tôi

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 2: Doanh thu theo mảng của PNJ trong Q1/21 và Q1/20 (tỷ đồng - cột trái) và tăng trưởng của từng mảng (%) - cột phải)



Source: VNDIRECT Research, Báo cáo công ty

Hình 3: Cửa hàng PNJ Style mới tại PNJ Next, Hà Nội, khai trương vào 16/4/2021, cho thấy bước chuyển mình của PNJ hướng tới thể hệ trẻ và các sản phẩm hướng đến khách hàng dựa trên cá tính nhằm tạo nên phong cách sống của họ



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Tin tức từ công ty

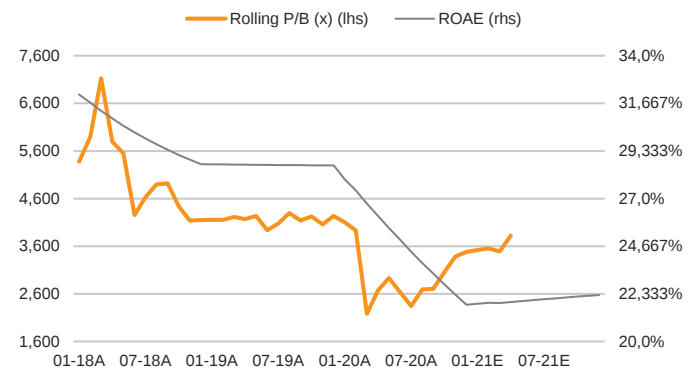
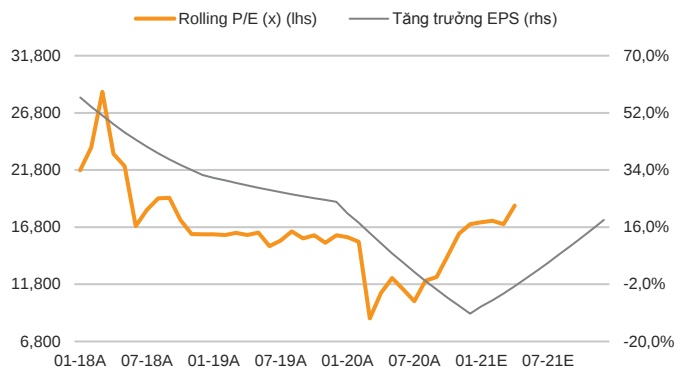
Hình 4: So sánh ngành

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	FY21F	FY22F	%	TTM	FY21F	FY22F	FY20	FY21F	FY22F	FY20	FY21F	FY22F
Bán lẻ trang sức																		
CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận	PNJ VN	TL	94.400	99.500	930	19,9	18,5	16,1	11,8%	4,1	3,5	3,0	21,8%	22,3%	21,8%	12,5%	14,1%	14,4%
Tiffany & Co	TIF US	KKN	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	KKN	12,60	na	16.235	34,7	24,6	20,9	3,0%	4,5	4,4	4,2	13,3%	18,7%	20,7%	5,5%	8,1%	9,3%
Chow Sang Sang Holdings Ltd	116 HK	KKN	13,54	na	1.182	16,2	8,9	7,5	-12,1%	0,7	0,7	0,7	4,8%	8,1%	9,2%	3,3%	5,5%	6,3%
Trung bình - bán lẻ trang sức						25,5	16,7	14,2	1,1%	2,6	2,6	2,4	9,0%	12,0%	14,6%	4,4%	5,9%	8,0%

Giá tại ngày 20/4/2021

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	17.511	19.850	21.276
Giá vốn hàng bán	(14.076)	(16.029)	(17.090)
Chi phí quản lý DN	(506)	(672)	(714)
Chi phí bán hàng	(1.421)	(1.489)	(1.581)
LN hoạt động thuần	1.509	1.660	1.891
EBITDA thuần	1.564	1.721	1.965
Chi phí khấu hao	(56)	(61)	(74)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.509	1.660	1.891
Thu nhập lãi	3	9	10
Chi phí tài chính	(162)	(87)	(94)
Thu nhập ròng khác	(3)	(1)	(1)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	1.346	1.581	1.806
Thuế	(277)	(316)	(361)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	1.070	1.265	1.445
Thu nhập trên vốn	1.070	1.265	1.445
Cổ tức phổ thông	(406)	(406)	(406)
LN giữ lại	664	859	1.039

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	422	1.339	2.114
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	100	189	199
Hàng tồn kho	6.545	6.205	6.460
Các tài sản ngắn hạn khác	77	122	133
Tổng tài sản ngắn hạn	7.144	7.855	8.906
Tài sản cố định	932	1.192	1.469
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	408	355	360
Tổng tài sản	8.483	9.402	10.736
Vay & nợ ngắn hạn	1.839	1.588	1.702
Phải trả người bán	482	583	618
Nợ ngắn hạn khác	911	1.107	1.253
Tổng nợ ngắn hạn	3.232	3.278	3.573
Vay & nợ dài hạn	0	4	4
Các khoản phải trả khác	9	4	4
Vốn điều lệ và	2.276	2.253	2.253
LN giữ lại	1.605	2.564	3.556
Vốn chủ sở hữu	5.242	6.116	7.155
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	8.483	9.402	10.736

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	1.346	1.581	1.806
Khấu hao	56	61	74
Thuế đã nộp	(277)	(316)	(361)
Các khoản điều chỉnh khác	(365)	10	14
Thay đổi VLD	491	526	(99)
LC tiền thuần HKĐK	1.251	1.863	1.434
Đầu tư TSCĐ	(121)	(267)	(352)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	1	2
Các khoản khác	0	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	401	(57)	(17)
LC tiền từ HĐĐT	281	(323)	(367)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(805)	(218)	114
Dòng tiền từ HĐTC khác	5	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(406)	(406)	(406)
LC tiền thuần HĐTC	(1.205)	(624)	(291)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	95	422	1.339
LC tiền thuần trong năm	327	916	775
Tiền & tương đương tiền cuối kì	422	1.339	2.114

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	6,1%	6,4%	6,8%
Vòng quay TS	2,05	2,22	2,11
ROAA	12,5%	14,1%	14,4%
Đòn bẩy tài chính	1,74	1,57	1,52
ROAE	21,8%	22,3%	21,8%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	1,4	1,4	1,4
Số ngày nắm giữ HTK	170,2	141,3	138,0
Số ngày phải trả tiền bán	12,5	13,3	13,2
Vòng quay TSCĐ	18,87	18,69	15,99
ROIC	15,1%	16,4%	16,3%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,2	2,4	2,5
Khả năng thanh toán nhanh	0,2	0,5	0,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,4	0,6
Vòng quay tiền	159,1	129,4	126,1
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	3,0%	13,4%	7,2%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(6,8%)	10,0%	13,9%
Tăng trưởng LN ròng	(10,2%)	18,3%	14,2%
Tăng trưởng EPS	(11,2%)	18,3%	14,2%

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>