

CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận

PNJ VN

Triển vọng hồi phục

Năm giữ

(Cập nhật)

VND61.900

(Lợi nhuận 1.8%)

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

Ly Le, ly.lh@miraeasset.com.vn

Ảnh hưởng từ dịch bệnh

- Ảnh hưởng của dịch Covid-19 lên PNJ đang phản ánh rõ lên kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Trong 7 tháng đầu năm, tăng trưởng doanh của PNJ đã chững lại (1% YoY, 2019: +17%YoY) và biên lợi nhuận bị thu hẹp đáng kể (5,6%, 2019: 7%).
- Trong bối cảnh sức mua của thị trường trang sức chung đã giảm đáng kể do ảnh hưởng tiêu cực của dịch COVID-19 lên tăng trưởng kinh tế và thu nhập của người dân, PNJ đã đẩy mạnh các chương trình khuyến mãi nhằm đảm bảo mảng **kinh doanh trang sức lẻ**. Nhờ đó, doanh thu mảng bán lẻ duy trì tăng trưởng 2 con số (tháng 7: +16% YoY) đi kèm với sự tăng mạnh của chi phí bán hàng.
- Trong tháng 7, doanh thu từ vàng miếng vẫn tăng mạnh (+16%YoY) do sức nóng của giá vàng.
- Do (1) người tiêu dùng đang có xu thế chọn sản phẩm có mức giá thấp hơn, và (2) tỷ trọng của vàng miếng, mảng có biên lợi nhuận thấp nhất trong danh mục của PNJ, tăng, biên lợi nhuận đã bị thu hẹp.

Doanh thu tăng nhẹ trong 2020

Do sức mua của thị trường chung sụt giảm, chúng tôi giảm tăng trưởng dự phóng của PNJ trong năm 2020 từ 6% xuống 1,7% so với cùng kỳ, dựa vào:

- Doanh thu từ vàng miếng và trang sức bán lẻ lần lượt là 15% (~4 điểm phần trăm của tăng trưởng chung) và 4% (tăng trưởng doanh thu ở cửa hàng hiện hữu năm 2020: 5%) so với cùng kỳ nhờ các chiến dịch marketing và khuyến mãi.
- Doanh thu từ trang sức bạc và kinh doanh si giảm lần lượt 75% và 15% so với cùng kỳ.

Cải thiện hiệu quả quản lý doanh nghiệp

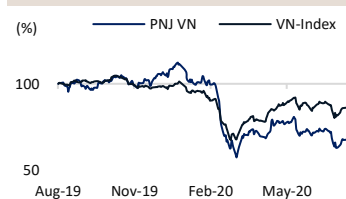
- PNJ chủ động tăng tỷ trọng hàng hóa có tính thanh khoản cao (ví dụ: vàng) trong tổng hàng tồn kho không chỉ đảm bảo nguyên liệu sản xuất mà còn đảm bảo tính thanh khoản của doanh nghiệp.
- PNJ tập trung vào việc tăng hiệu quả của các cửa hàng thay vì mở hàng loạt các cửa hàng mới.

Rủi ro

- COVID-19 kéo dài ảnh hưởng nghiêm trọng tới sức mua và thay đổi thị hiếu của người tiêu dùng.

Định giá

Chúng tôi giảm giá mục tiêu của PNJ còn VND61.900 (từ 79.600, -30%) phản ánh tác động của dịch bệnh trong năm 2020 và kỳ vọng sự hồi phục trong năm 2021 dựa vào các giả định: (1) nền kinh tế phục hồi sau khi dịch bệnh được kiểm soát hoàn toàn, (2) chỉ số niềm tin của người tiêu dùng ở Việt Nam vẫn cao so với các nước trong khu vực, (3) cơ sở tăng trưởng (doanh thu 2020) thấp. Ở mức giá mục tiêu này, P/E của PNJ sẽ đạt 28x (P/E trung bình 5 năm: 26,5x) phản ánh (1) tiềm năng tăng trưởng trong năm 2021, (2) ít rủi ro trước các biến động tài chính, (3) tăng hiệu quả quản lý doanh nghiệp.



| | | | |
|----------------------------------|-------|--------------------------------|--------|
| Lợi nhuận HĐKD (20F, tỷ VND) | 622 | Vốn hóa (tỷ) | 13,688 |
| Kỳ vọng của thị trường | | Cổ phiếu đang lưu hành (triệu) | 225 |
| Tăng trưởng EPS (20F, %) | -46.2 | Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%) | 71.2 |
| Tăng trưởng EPS thị trường (20F) | 8.0 | Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%) | 49.0 |
| P/E (20F, x) | 27.5 | Hệ số Beta (12T) | 1.2 |
| P/E thị trường (20F, x) | 16.0 | Thấp nhất 52 tuần | 45,000 |
| VN Index | 879.0 | Cao nhất 52 tuần | 92,500 |

Diễn biến giá

| (%) | 1 tháng | 6 tháng | 12 tháng |
|-----------|---------|---------|----------|
| Tuyệt đối | 18.1 | -3.6 | -26.0 |
| Tương đối | 6.9 | -5.3 | -15.4 |

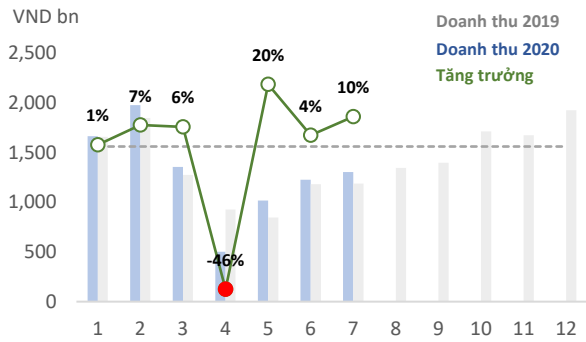
Số liệu HDKD và Định giá

| FY () | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ) | 10.977 | 14.571 | 17.001 | 17.296 | 19.233 | 21.802 |
| Lợi nhuận HĐSXKD (tỷ) | 901 | 1.204 | 1.506 | 622 | 1.255 | 1.738 |
| Tỷ suất LNHĐSXKD (%) | 8,2 | 8,3 | 8,9 | 3,6 | 6,5 | 8,0 |
| Lợi nhuận (tỷ) | 725 | 960 | 1.194 | 498 | 1.004 | 1.390 |
| EPS (VND) | 6.434 | 6.481 | 4.896 | 2.210 | 4.456 | 6.170 |
| ROE (%) | 32,6 | 28,7 | 28,7 | 10,6 | 19,6 | 23,7 |
| P/E (x) | 9,4 | 9,4 | 12,4 | 27,5 | 13,6 | 9,9 |
| P/B (x) | | | | 2,8 | 2,5 | 2,2 |
| Lợi tức cổ tức (%) | | | | 1,6 | 3,2 | 3,2 |

Lưu ý: Lợi nhuận được đề cập là lợi nhuận có thể phân phối cho cổ đông công ty

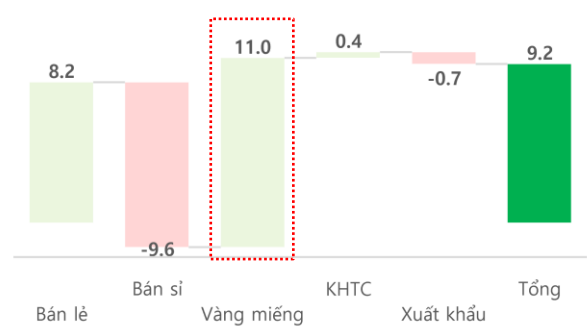
Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC Research dự báo

Hình 1: Doanh thu và tăng trưởng của PNJ theo tháng



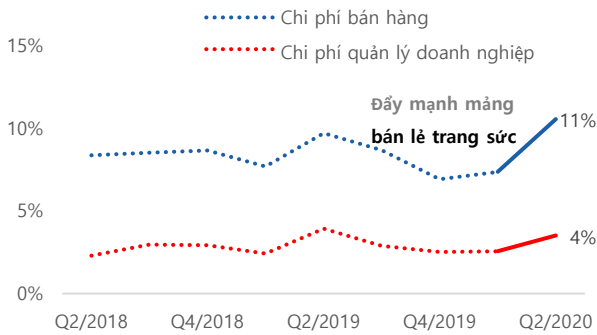
Nguồn: Dữ liệu Công ty

Hình 2: Biến động giá trị xuất khẩu của TCM và Việt Nam*



Nguồn: Dữ liệu Công ty
*KHTC: Khách hàng tổ chức

Hình 3: Tỷ lệ thất nghiệp ở Mỹ và Châu Âu



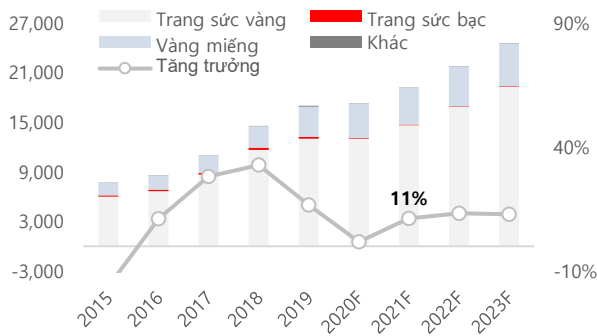
Nguồn: Bloomberg

Hình 4: Tăng trưởng giá trị bán lẻ quần áo, giày dép, phụ kiện



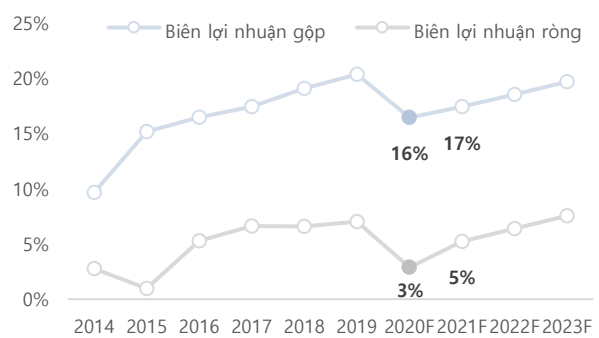
Nguồn: Bloomberg

Hình 5: Dự phóng tăng trưởng doanh thu



Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC Research dự báo

Hình 6: Dự phóng tăng trưởng doanh thu



Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC Research dự báo

CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ)

Báo cáo kết quả kinh doanh (Tóm tắt)

| (Tỷ đồng) | 2020F | 2021F | 2022F | 2023F |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu | 17.296 | 19.233 | 21.802 | 24.622 |
| Giá vốn hàng bán | -14.450 | -15.881 | -17.761 | -19.777 |
| Lợi nhuận gộp | 2.847 | 3.353 | 4.041 | 4.845 |
| Chi phí hoạt động | -2.098 | -1.964 | -2.160 | -2.366 |
| Thu nhập tài chính thuần | -126 | -133 | -144 | -154 |
| Lãi (lỗ) từ công ty liên kết | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận HDSXKD (điều chỉnh) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận HDSXKD | 622 | 1.255 | 1.738 | 2.325 |
| Lợi nhuận khác | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận trước thuế | 622 | 1.255 | 1.738 | 2.325 |
| Thuế TNDN | -124 | -251 | -348 | -465 |
| Lợi nhuận sau thuế | 498 | 1.004 | 1.390 | 1.860 |
| EPS (VND) | 2.210 | 4.456 | 6.170 | 8.256 |

Tăng trưởng và BLN (%)

| | | | | |
|----------------------------|--------|-------|------|------|
| Tăng trưởng doanh thu | 1,7 | 11,2 | 13,4 | 12,9 |
| Tăng trưởng lợi nhuận gộp | (17,7) | 17,8 | 20,5 | 19,9 |
| Tăng trưởng EBIT | (53,9) | 85,5 | 35,5 | 31,8 |
| Tăng trưởng lợi nhuận ròng | (58,3) | 101,6 | 38,5 | 33,8 |
| Tăng trưởng EPS | (54,9) | 101,6 | 38,5 | 33,8 |
| Biên lợi nhuận gộp | 16,5 | 17,4 | 18,5 | 19,7 |
| Biên lợi nhuận EBIT | 4,3 | 7,2 | 8,6 | 10,1 |
| Biên lợi nhuận ròng | 2,9 | 5,2 | 6,4 | 7,6 |

Báo cáo dòng tiền (Tóm tắt)

| (Tỷ đồng) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|--|------|--------|--------|--------|
| Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh | 597 | 228 | 623 | 1.050 |
| Lợi nhuận ròng | 622 | 1.255 | 1.738 | 2.325 |
| Khấu hao | 62 | 68 | 75 | 84 |
| Khác | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Thay đổi trong vốn lưu động | -87 | -1.095 | -1.190 | -1.359 |
| Dòng tiền từ hoạt động đầu tư | -159 | -177 | -280 | -331 |
| Đầu tư tài sản cố định | -159 | -177 | -280 | -331 |
| Các hoạt động đầu tư khác | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dòng tiền từ hoạt động tài chính | -316 | -308 | -246 | -241 |
| Cổ tức | -225 | -451 | -451 | -451 |
| Tăng vốn chủ sở hữu | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tăng nợ vay | -91 | 142 | 205 | 209 |
| Tiền mặt đầu kỳ | 95 | 218 | -40 | 58 |
| Tiền mặt cuối kỳ | 218 | -40 | 58 | 535 |

Bảng cân đối kế toán (Tóm tắt)

| (Tỷ đồng) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Tài sản ngắn hạn | 7.438 | 8.149 | 9.254 | 10.807 |
| Tiền & tương đương tiền | 218 | -40 | 58 | 535 |
| Khoản phải thu | 133 | 150 | 171 | 195 |
| Hàng tồn kho | 7.008 | 7.951 | 8.925 | 9.964 |
| Tài sản ngắn hạn khác | 79 | 88 | 100 | 113 |
| Tài sản dài hạn | 1.371 | 1.516 | 1.769 | 2.069 |
| Tài sản cố định ròng | 1.049 | 1.157 | 1.362 | 1.609 |
| Đầu tư | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tài sản dài hạn khác | 323 | 359 | 407 | 460 |
| Tổng tài sản | 8.809 | 9.665 | 11.023 | 12.876 |
| Nợ ngắn hạn | 3.955 | 4.257 | 4.675 | 5.118 |
| Khoản phải trả | 703 | 782 | 886 | 1.000 |
| Nợ ngắn hạn | 2.524 | 2.666 | 2.871 | 3.080 |
| Nợ ngắn hạn khác | 729 | 810 | 918 | 1.037 |
| Nợ dài hạn | 4 | 5 | 5 | 6 |
| Nợ dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nợ dài hạn khác | 4 | 5 | 5 | 6 |
| Tổng nợ | 3.959 | 4.262 | 4.680 | 5.124 |
| Cổ phần kiểm soát | 4.850 | 5.403 | 6.343 | 7.752 |
| Vốn góp chủ sở hữu | 2.253 | 2.253 | 2.253 | 2.253 |
| Thặng dư vốn cổ phần | 966 | 966 | 966 | 966 |
| Lợi nhuận chưa phân phối | 1.631 | 2.184 | 3.124 | 4.533 |
| Cổ đông thiểu số | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Vốn chủ sở hữu | 4.850 | 5.403 | 6.343 | 7.752 |
| BVPS (VND) | 21.527 | 23.983 | 28.153 | 34.409 |

Dự báo/Định giá (Tóm tắt)

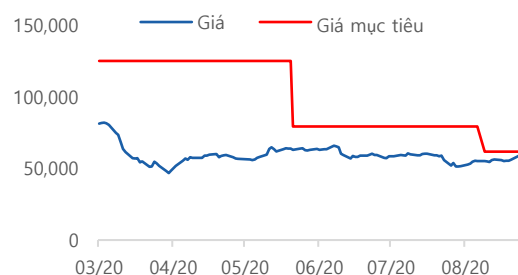
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---------------------------------|--------|---------|--------|--------|
| P/E (x) | 25,6 | 12,7 | 9,2 | 6,8 |
| P/CF (x) | 58,5 | (321,5) | 220,3 | 23,8 |
| P/B (x) | 2,6 | 2,4 | 2,0 | 1,6 |
| EV/EBITDA (x) | 15,7 | 8,7 | 6,5 | 5,0 |
| EPS (VND) | 2.210 | 4.456 | 6.170 | 8.256 |
| CFPS (VND) | 966 | -176 | 256 | 2.375 |
| BPS (VND) | 21.527 | 23.983 | 28.153 | 34.409 |
| DPS (VND) | 1.000 | 2.000 | 2.000 | 2.000 |
| Tỷ lệ chi trả cổ tức (%) | 45,2 | 44,9 | 32,4 | 24,2 |
| Lợi tức cổ tức (%) | 1,6 | 3,2 | 3,2 | 3,2 |
| Vòng xoay khoản phải thu (x) | 56,6 | 61,2 | 61,2 | 64,2 |
| Vòng xoay hàng tồn kho (x) | 2,5 | 2,6 | 2,6 | 2,6 |
| Vòng xoay khoản phải trả (x) | 20,7 | 22,7 | 22,5 | 22,1 |
| ROA (%) | 5,7 | 10,9 | 13,4 | 15,6 |
| ROE (%) | 10,6 | 19,6 | 23,7 | 26,4 |
| ROIC (%) | 6,8 | 13,0 | 16,1 | 18,6 |
| Nợ/Vốn CSH (%) | 81,6 | 78,9 | 73,8 | 66,1 |
| Tỷ lệ thanh toán hiện thời (%) | 188,1 | 191,4 | 198,0 | 211,2 |
| Nợ ròng/Vốn CSH (%) | 47,5 | 50,1 | 44,3 | 32,8 |
| Khả năng thanh toán lãi vay (x) | 5,9 | 10,4 | 13,1 | 16,1 |

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

| Company (Code) | Date | Rating | Target Price |
|--|----------|--------|--------------|
| CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ) | 01/03/20 | MUA | 125.400 |
| | 22/05/20 | MUA | 79.600 |
| | 14/08/20 | MUA | 61.900 |



Stock Ratings

| | |
|-------------|---|
| Buy | : Relative performance of 20% or greater |
| Trading Buy | : Relative performance of 10% or greater, but with volatility |
| Hold | : Relative performance of -10% and 10% |
| Sell | : Relative performance of -10% |

Industry Ratings

| | |
|-------------|--|
| Overweight | : Fundamentals are favorable or improving |
| Neutral | : Fundamentals are steady without any material changes |
| Underweight | : Fundamentals are unfavorable or worsening |

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (■), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. MAS policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Mirae Asset Daewoo International Network**Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)**

Global Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai
200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Suites 1109-1114, 11th Floor
Two International Finance Centre
8 Finance Street, Central
Hong Kong
China
Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing
100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila
Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brasil
Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing
100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)