

Trung Lập

Ngày cập nhật: 17/06/2020

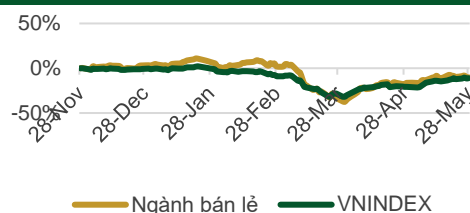
PHS

(+84-28) 5413 5479 – support@phs.vn

Danh sách các cổ phiếu trong ngành

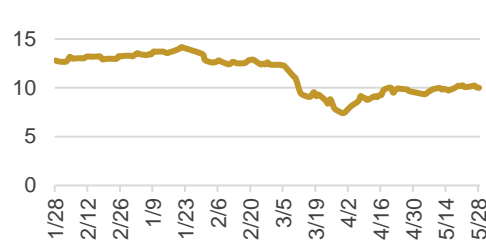
Mã	Sàn	Giá CP (16/06)	Vốn hóa (tỷ đồng)
MWG	HOSE	84,400	37,361
PNJ	HOSE	58,800	12,881
DGW	HOSE	28,800	1,169

Biến động ngành so với Index



Lịch sử định giá ngành

P/E - 6 MONTHS



Nguồn: Fiipro

Triển vọng phục hồi ngành bán lẻ sau Covid

Cập nhật ngành bán lẻ Q1/2020:

Trong Q1/2020, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng đạt 1,246 ngàn tỷ (+4.7% YoY) – đây là mức thấp nhất trong 4 năm gần đây. Do tác động của Covid-19, mức tăng trưởng doanh thu bán lẻ hàng hóa chỉ tăng 7.7%, thấp hơn mức tăng trưởng 15% của Q1/2019 trong khi đó dịch vụ lưu trú và du lịch lữ hành đều có mức tăng trưởng âm hai chữ số.

Tốc độ tăng trưởng bình quân của các mặt hàng đang giảm từ 4-8% so với cùng kỳ 2019. Cụ thể, lương thực và thực phẩm tăng trưởng 9.3%, giảm 4.2% so với tốc độ tăng trưởng của Q1/2019; thiết bị gia đình và sản phẩm may mặc cũng giảm 5% so với mức tăng trưởng của cùng kỳ năm ngoái.

Các điểm nhấn của ngành bán lẻ:

Ngành bán lẻ chịu tác động trực tiếp từ dịch Covid-19 do các cửa hàng bán lẻ phải tạm đóng cửa trong thời gian cách ly xã hội và thói quen tiêu dùng của người tiêu dùng cũng thay đổi. Trong ngắn hạn, doanh thu lợi nhuận các doanh nghiệp trong ngành này sẽ giảm. Tuy nhiên, Chính phủ đã đưa ra hàng loạt chính sách hỗ trợ cùng các gói kích cầu nhằm giúp cho các doanh nghiệp ngành tiêu dùng bán lẻ duy trì hoạt động và kích thích nhu cầu tiêu dùng của người dân trong mùa dịch.

Ngành bán lẻ được nhận định có mức độ phục hồi nhanh hơn so với các ngành khác nhờ tiềm năng tăng trưởng cao và có nhiều triển vọng được mở ra sau dịch như hấp dẫn nhà đầu tư nước ngoài, thích nghi nhanh với thay đổi thói quen của người tiêu dùng và đáp ứng hàng hóa của nhà sản xuất trong nước, đặc biệt là nhóm hàng thiết yếu.

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi đưa ra khuyến nghị trung lập trong ngắn hạn đối với các doanh nghiệp bán lẻ do ảnh hưởng tiêu cực của dịch Covid trong ngắn hạn. Tuy vậy trong dài hạn nếu dịch bệnh được kiểm soát tốt, nền kinh tế phục hồi, người tiêu dùng vẫn sẽ gia tăng mạnh chi tiêu dùng.

Đối với MWG, động lực tăng trưởng chính công ty trong mùa dịch Covid là chuỗi Bách Hóa Xanh. MWG đang nỗ lực cải thiện biên lợi nhuận để chuỗi BHX đạt mục tiêu hòa vốn tại mỗi cửa hàng và trung tâm phân phối (DC) trong năm 2020. Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với MWG là 107,800 VNĐ/CP.

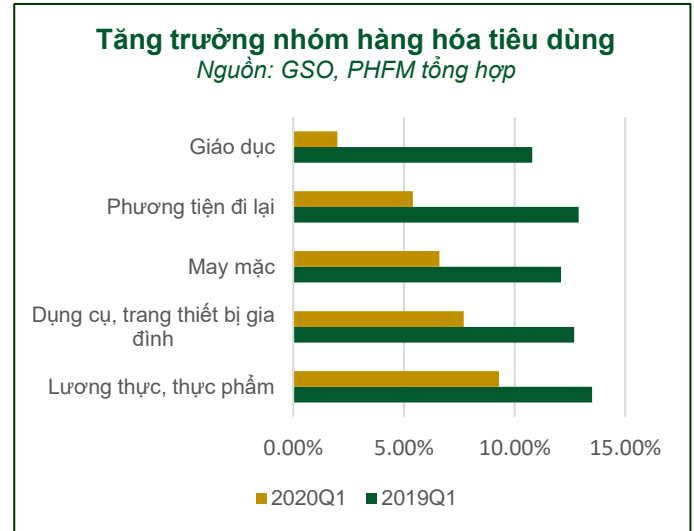
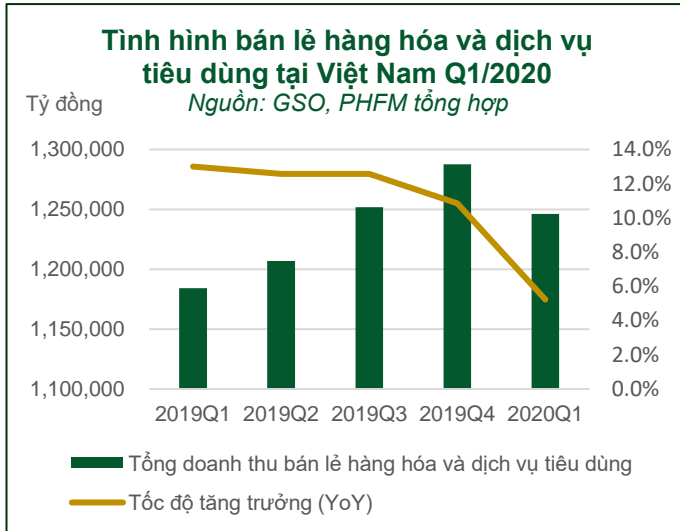
DGW kỳ vọng tăng trưởng hai chữ số ở ngành hàng điện thoại và thiết bị văn phòng nhờ thương hiệu Xiaomi và hưởng lợi từ dự án “Chuyển đổi số Quốc gia” của Bộ Thông tin và Truyền thông. DGW là một trong những doanh nghiệp ICT có kết quả kinh doanh cao trong mùa Covid nhờ mô hình kinh doanh có tính cơ duỗi cao, chi phí cố định thấp hơn so với các doanh nghiệp bán lẻ. Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với DGW là 31,500 VNĐ/CP.

PNJ chịu ảnh hưởng tiêu cực từ dịch Covid khi 85% các cửa hàng đóng cửa trong thời gian cách ly xã hội và sản phẩm trang sức bị hạn chế sức mua do người tiêu dùng gia tăng tiết kiệm chi tiêu. Tuy nhiên, PNJ nỗ lực tái cơ cấu sản phẩm, sản xuất những sản phẩm có hàm lượng vàng cao để đáp ứng nhu cầu tích trữ của người dân. Chúng tôi nhận định rằng kết quả kinh doanh của PNJ sẽ sụt giảm mạnh trong 2020, vì vậy mức giá hợp lý của PNJ là 66,500 VNĐ/CP.

Mã CK	Kết quả Q1/2020				Dự báo 2020				Định giá			Khuyến nghị	
	Doanh thu thuần		LNST		Doanh thu thuần		LNST		Giá mục tiêu (VNĐ/CP)	Giá tại ngày 09/06 (VNĐ/CP)	P/E mục tiêu		P/B mục tiêu
	Giá trị (tỷ)	yoy (%)	Giá trị (tỷ)	yoy (%)	Giá trị (tỷ VNĐ)	yoy (%)	Giá trị (tỷ)	yoy (%)					
MWG	29,352	17%	5,335	5.1%	118,256	16%	3,073	-20	107,800	84,400	15.9	3.72	MUA
DGW	2,311	63%	44.8	83%	10,200	25%	222	38%	31,500	28,800	5.92	1.17	GIỮ
PNJ	5,000	5%	408	-7.5%	15,511	-9%	836	-30%	66,500	58,800	17.9	3.05	MUA

Nguồn thông tin được cung cấp bởi Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng.
Thông tin chỉ mang tính chất tham khảo. Khách hàng phải chịu trách nhiệm với quyết định đầu tư của mình.

Tình hình thị trường bán lẻ trong Q1/2020

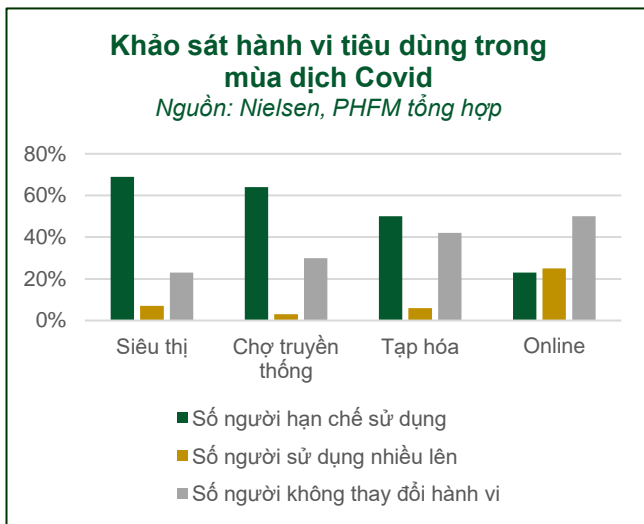


Trong Q1/2020, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng đạt 1,246 ngàn tỷ (+4.7% YoY) – đây là mức thấp nhất trong 4 năm gần đây. Do tác động của Covid-19, doanh thu bán lẻ hàng hóa đạt 985.8 ngàn tỷ đồng, chỉ tăng 7.7%, thấp hơn mức tăng trưởng 15% của Q1/2019. Ngoài ra, doanh thu dịch vụ lưu trú và du lịch lữ hành đều sụt giảm hai chữ số so với cùng kỳ, lần lượt đạt -10% và -28%.

Tốc độ tăng trưởng bình quân của các mặt hàng đang giảm từ 4-8% so với cùng kỳ 2019. Cụ thể, lương thực và thực phẩm tăng trưởng 9.3%, giảm 420 điểm cơ bản so với tốc độ tăng trưởng của Q1/2019; thiết bị gia đình và sản phẩm may mặc cũng giảm 5% so với mức tăng trưởng của cùng kỳ năm ngoái.

Xu hướng ngành bán lẻ trong mùa Covid:

1. Gia tăng hoạt động thương mại điện tử



Covid-19 khiến nhiều người tiêu dùng quyết định hạn chế đến các trung tâm thương mại, siêu thị, các cửa hàng để mua sắm. và chuyển qua mua sắm online. Theo báo cáo của Nielsen, kênh siêu thị và chợ chịu ảnh hưởng tiêu cực nhất. Cụ thể, tỷ lệ người hạn chế mua sắm tại siêu thị và chợ truyền thống lần lượt là 69% và 64%. Trong khi đó, số người sử dụng kênh mua hàng online tăng 25%.

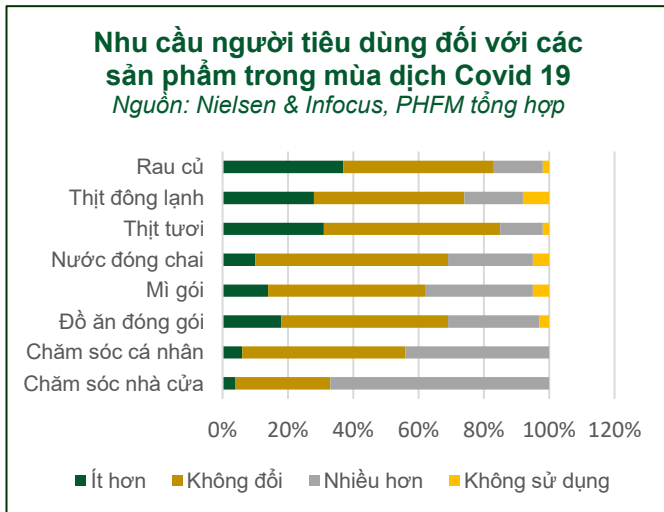
Chúng tôi nhận định rằng Covid-19 đã thúc đẩy quá trình chuyển dịch mua sắm từ offline sang online của người tiêu dùng nhanh hơn. Đây là cơ hội lớn cho các doanh nghiệp đẩy mạnh chiến lược truyền thông kỹ thuật số và tạo nên những dấu ấn mạnh mẽ hơn trên thị trường trực tuyến.

Những tên tuổi lớn của lĩnh vực thương mại điện tử như Tiki, SpeedL và Saigon Co.op đều tăng trưởng tích cực trong mùa

Covid. Điển hình là Tiki với 4,000 đơn hàng/phút. SpeedL cũng có số lượng đơn hàng tăng 100-200%, SaiGon Co.op cũng tăng số lượng đơn hàng online gấp 5 lần. Ngoài ra, ứng dụng như Grab cũng đã kích hoạt một nền tảng mới "GrabMart" để phục vụ nhu cầu mua sắm thực phẩm tại nhà của khách hàng.

Chúng tôi nhận định rằng dịch Covid là cơ hội sàng lọc các doanh nghiệp trong ngành bán lẻ. Trước sức ép từ việc không có doanh thu trong khi vẫn phải chịu áp lực từ chi phí cố định (như thuê mặt bằng, nhân công ...), những doanh nghiệp nhỏ lẻ, hoạt động kém hiệu quả sẽ rất khó trụ được trên thị trường và việc các doanh nghiệp này rời khỏi thị trường sẽ tạo ra cơ hội cho các doanh nghiệp lớn hoạt động hiệu quả chiếm thị phần và tăng trưởng trở lại khi thị trường phục hồi.

2. Nhu cầu tích trữ mặt hàng thiết yếu tăng cao



Tâm lý lo ngại về dịch bệnh sẽ có những diễn biến xấu hơn khiến người tiêu dùng Việt Nam thay đổi thói quen sinh hoạt và tiêu dùng. Khảo sát của Nielsen được thực hiện vào tháng 2 cho thấy dịch bệnh khiến 47% người tiêu dùng Việt Nam lưu trữ thức ăn nhiều hơn ở nhà và 25% giảm các hoạt động ăn uống bên ngoài. Do đó, những mặt hàng thiết yếu tăng mạnh trong mùa dịch như mì ăn liền (+67%), thực phẩm đông lạnh (+40%) và xúc xích tiệt trùng (+19%). Ngoài ra, các sản phẩm thuộc ngành hàng chăm sóc vệ sinh cá nhân như nước súc miệng, chăm sóc cơ thể và khăn giấy lần lượt tăng 78%, 45% và 35% vì người dân đang quan tâm và bảo vệ sức khỏe của mình trước Covid-19.

Triển vọng của ngành bán lẻ sau dịch Covid:

Chúng tôi nhận định rằng ngành bán lẻ sẽ là một trong những nhóm ngành hồi phục nhanh nhất sau khi dịch bệnh kết thúc từ một số yếu tố sau:

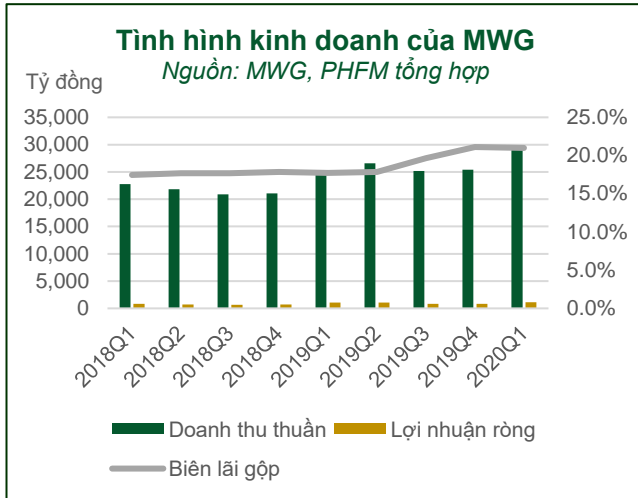
- Ngành bán lẻ được đánh giá tốc độ hồi phục nhanh hơn các ngành khác nhờ những tiềm năng sẵn có cũng như những triển vọng sau dịch bệnh. Cụ thể, ngành bán lẻ giữ được độ hấp dẫn với các nhà đầu tư ngoại, triển vọng về sự thích nghi với thay đổi thói quen mua sắm của người tiêu dùng và triển vọng về đáp ứng hàng hóa của nhà sản xuất trong nước, đặc biệt là nhóm hàng thiết yếu.
- Thị trường bán lẻ Việt Nam là một trong 5 thị trường bán lẻ có tiềm năng nhất của khu vực Châu Á và thế giới. Lợi thế đó có được là do Việt Nam có quy mô dân số lớn (>97 triệu người) và cơ cấu dân số trẻ với 60% dân số ở độ tuổi 18-50 tuổi. Ngoài ra, thu nhập của người dân đang tăng lên với khoảng 1 triệu người gia nhập tầng lớp trung lưu mỗi năm.
- Lối sống của người Việt với thói quen sử dụng thực phẩm tươi, văn hóa chuộng giao lưu và sở thích mua sắm hàng hóa trực tiếp cũng tác động tích cực tới thị trường ngay sau khi xã hội trở lại trạng thái bình thường mới. Đây chính là những yếu tố mang tới sự phát triển ổn định cho thị trường bán lẻ Việt Nam.
- Chuỗi cung ứng toàn cầu khôi phục, đặc biệt sản xuất của Trung Quốc đã hồi phục từ tháng 3/2020.
- Ngành bán lẻ cũng nhận được hỗ trợ của Chính phủ với hàng loạt chính sách hỗ trợ cùng các gói kích cầu của như: gói 180,000 tỷ đồng theo Nghị định 41 nhằm tiếp sức cho doanh nghiệp thông qua việc gia hạn thời gian nộp thuế và tiền thuê đất; gói 62,000 tỷ đồng theo Nghị quyết 42 hỗ trợ người dân thuộc các nhóm đối tượng bị ảnh hưởng tới thu nhập do dịch Covid; giảm giá điện và mới đây nhất là hạ lãi suất để cứu doanh nghiệp. Các gói hỗ trợ trên được kỳ vọng sẽ giúp cho các doanh nghiệp ngành tiêu dùng bán lẻ duy trì hoạt động, giảm chi phí lãi vay và hoãn trả thuế cho nhà nước trong giai đoạn dịch tiếp tục tăng.

Trong năm 2020, ngành bán lẻ Việt Nam chịu ảnh hưởng nặng nề trong quý 2 do lệnh giãn cách xã hội của Chính phủ khiến hàng loạt chuỗi cửa hàng bán lẻ phải đóng cửa. Tuy nhiên, trong hai quý cuối của năm 2020, chúng tôi kỳ vọng ngành bán lẻ phục hồi trở lại với mức tăng trưởng bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng lần lượt 2.5% và 3% so với cùng kỳ năm ngoái trong bối cảnh dịch bệnh vẫn được kiểm soát tốt tại Việt Nam. Qua đó, tổng mức doanh thu bán lẻ và doanh thu dịch vụ tiêu dùng năm 2020 ước tính khoảng 4,952 tỷ đồng, xấp xỉ mức 4,933 tỷ đồng của năm 2019.

Doanh nghiệp trong ngành

Công ty cổ phần Thế giới di động - MWG

- Kết quả kinh doanh Q1/2020:



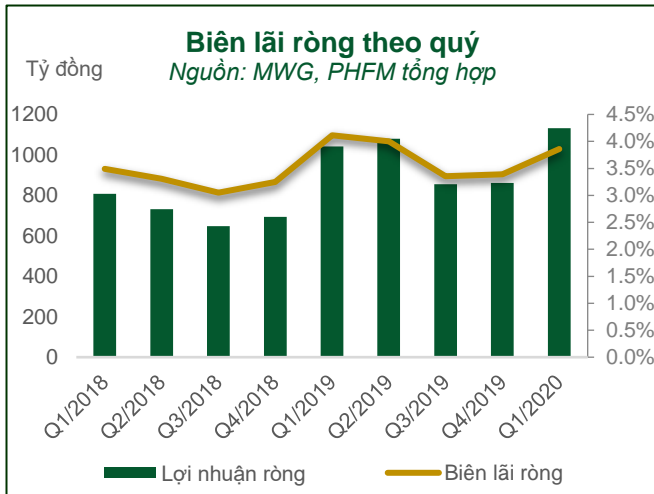
Trong Q1/2020, MWG ghi nhận doanh thu thuần hợp nhất đạt 29,352 tỷ đồng (+17% YoY) hoàn thành 24% kế hoạch doanh thu. Mức tăng trưởng doanh thu của MWG trong Q1/2020 chủ yếu đến từ hai chuỗi ĐMX và BHX. Trong đó, ĐMX tăng 13% và BHX tăng 178% nhờ tác động tích cực trong ngắn hạn của dịch Covid-19.

Các sản phẩm điện tử, điện lạnh và điện gia dụng của MWG đều tăng trưởng dương trong khi toàn thị trường của các sản phẩm này lại có mức tăng trưởng âm trong Q1/2020. Điển hình như máy tính xách tay và máy tính bảng ghi nhận mức tăng trưởng doanh số hơn 90%. Ngoài ra, các thiết bị điện tử để giải trí tại nhà như thiết bị âm thanh, karaoke cũng tăng mạnh trong mùa dịch.

Nhu cầu dự trữ thức ăn tăng mạnh trong mùa dịch, nhất là trong tháng 3 khi dịch Covid bùng phát mạnh tại Việt Nam. Kết quả là doanh thu tháng 3 của BHX tăng đột biến, giúp BHX đã có lời EBITDA tại cửa hàng và trung tâm phân phối (DC) với mức doanh thu trung bình/cửa hàng là 1.65 tỷ đồng và biên lợi nhuận gộp hơn 21%. Ban lãnh đạo MWG kỳ vọng cũng với doanh thu này và nếu cải thiện biên lãi gộp đạt 23% thì BHX đạt điểm hòa vốn tại cửa hàng và DC.

Tuy nhiên, tổng doanh số của TGDĐ và ĐMX tháng 4/2020 giảm gần 30% so với cùng kỳ do (i) mùa nóng năm 2020 đến trễ và (ii) một số cửa hàng phải tạm đóng cửa để phối hợp chống dịch theo yêu cầu của cơ quan Nhà nước. Hơn nữa, sau hiệu ứng tích trữ nhu yếu phẩm trước yêu cầu giãn cách xã hội dẫn đến doanh thu tăng đột biến thời điểm cuối tháng 3 nhưng doanh thu bình quân mỗi cửa hàng của chuỗi BHX trong tháng 4 đã bình ổn trở lại ở mức gần 1.4 tỷ đồng.

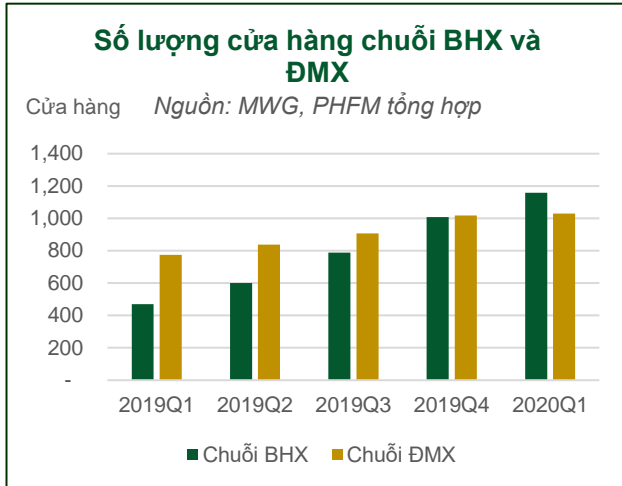
Biên lợi nhuận gộp đạt 20.9%, cao hơn 320 điểm cơ bản so với năm ngoái, đây là mức cao nhất từ trước tới nay nhờ sự đóng góp tích cực các ngành hàng như điện máy, máy tính xách tay, thực phẩm và hàng tiêu dùng nhanh.



Trong Q1/2020, do kinh doanh hàng hóa thiết yếu với giá trị giao dịch thấp và phục vụ số lượng khách hàng lớn cùng với yêu cầu cung ứng phức tạp, tỷ lệ chi phí nhân công và kho vận trên doanh thu của chuỗi này cao hơn so với hai chuỗi TGDĐ và ĐMX. Việc BHX gia tăng tỉ lệ đóng góp trong tổng doanh thu của MWG cũng làm tỷ lệ chi phí vận hành tăng lên tương ứng. Cụ thể, chi phí bán hàng ghi nhận 3,784 tỷ đồng (+53.4% YoY), chi phí quản lý doanh nghiệp đạt 780 tỷ đồng (+27.2% YoY) và chi phí tài chính đạt 178 tỷ đồng (+34% YoY). Ngoài ra, các cửa hàng mới khai trương do kinh doanh không đủ tháng nên chi phí vận hành trên doanh thu luôn cao hơn các cửa hàng đã hoạt động ổn định. Vì vậy, Lợi nhuận sau thuế của MWG đạt 1,132 tỷ đồng với mức tăng trưởng chỉ đạt 8.7% dù doanh thu tăng trưởng hai chữ số và biên lãi gộp được cải thiện đáng kể.

Ban lãnh đạo MWG chủ động giảm đáng kể các chỉ số hàng tồn kho và vay ngắn hạn so với cuối tháng 12/2019 để duy trì số dư ngân hàng, đảm bảo thanh khoản và dòng tiền kinh doanh lành mạnh nhằm chuẩn bị cho các chương trình thúc đẩy bán hàng ngay sau khi dịch bệnh được kiểm soát. Đến cuối tháng 3/2020, hàng tồn kho, vay ngắn hạn của MWG đã giảm khoảng 19% so với cuối năm 2019, trong khi đó tiền và các khoản tương đương tiền tăng 5%. MWG đã chủ động làm việc và nhận được sự hỗ trợ từ các Ngân hàng. Theo đó, lãi suất vay ngắn hạn được điều chỉnh giảm và thời gian thanh toán cũng được kéo dài. Thậm chí, doanh nghiệp có kế hoạch chuyển một phần hạn mức nợ ngắn hạn sang trung và dài hạn để giảm bớt áp lực về dòng tiền.

- **Triển vọng doanh nghiệp:**



Chiến lược mở mới của chuỗi Bách hóa Xanh năm 2020 sẽ tiến đến vùng Tây Nguyên và Nam Trung Bộ (Đắk Lắk, Khánh Hòa, Ninh Thuận, Bình Thuận) với tốc độ mở từ 60- 80 cửa hàng/tháng và sẽ không có cửa hàng Bách hóa Xanh nào được mở ở khu vực miền Bắc nhằm đảm bảo mục tiêu "mở dày chứ không mở rộng" giúp trung tâm phân phối (DC) được khai thác tối đa công suất. Kế hoạch mở mới cửa hàng của chuỗi BHX năm 2020 là 700-800 cửa hàng. Ngoài ra, BHX lên kế hoạch ưu tiên thử nghiệm điều chỉnh tăng ngân sách khuyến mãi cho các khu vực mới trong khi giảm quy mô tại các địa điểm đã thiết lập mạng lưới lớn và có doanh số/cửa hàng cũng như mức độ quen thuộc của khách hàng cao. Trong buổi Analyst Meeting vào ngày 11/05/2020, Ban lãnh đạo kỳ vọng chuỗi BHX có thể đạt điểm hòa vốn tại cửa hàng và trung tâm phân phối (DC) vào cuối năm nhưng nếu tính thêm chi

phí khấu hao thì khó có thể cân mốc hòa vốn trong năm nay.

Với chuỗi Điện Máy Xanh, Ban lãnh đạo MWG đánh giá cơ hội mở mới còn lớn. Công ty dự kiến sẽ mở mới thêm cửa hàng đồng thời chuyển đổi một số cửa hàng Thế Giới Di Động sang Điện Máy Xanh để bày bán nhiều sản phẩm hơn, gia tăng được doanh thu. Số lượng cụ thể trong năm nay là có 1,350 cửa hàng Điện Máy Xanh và chuỗi Thế Giới Di Động xuống khoảng 800 cửa hàng.

Về các mặt hàng, Ban lãnh đạo MWG cho biết mặc dù doanh thu điện thoại giảm do các hãng tạm dừng ra mắt các mẫu mới nhưng nhiều mặt hàng khác lại tăng cao như laptop dự kiến có thể bán 300,000 chiếc với doanh thu trên 4,000 tỷ đồng trong 2020, tăng 50% và chiếm 30-35% thị phần. Mặt hàng điện lạnh cũng có nhu cầu lớn và được kỳ vọng tăng 50-60% trong năm với sản lượng 1 triệu chiếc điều hòa, doanh thu 800-1,000 tỷ đồng.

- **Định giá và khuyến nghị:**

Chúng tôi cho rằng MWG khó có thể cân mốc mục tiêu doanh thu năm 2020 do tình hình dịch bệnh khá phức tạp và người dân vẫn cầm cự mua sắm dựa trên tiền dự trữ của mình. Trong trường hợp, dịch bệnh kéo dài, nền kinh tế rơi vào khủng hoảng thì nhu cầu mua sắm các sản phẩm như điện thoại, điện máy, điện lạnh sẽ giảm mạnh. Hơn nữa, thời điểm tháng 7-9 thường mùa bán thấp điểm của sản phẩm điện máy và điện thoại. Ngoài ra, công ty sẽ mất đi cơ hội doanh thu bán TV khi giải bóng đá EURO được dời lại tới 2021. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sự tăng trưởng vượt bậc của Bách Hóa Xanh trong 2020 phần nào bù đắp cho sự sụt giảm này. Do đó, mức tăng trưởng doanh thu của MWG mà chúng tôi dự phóng trong năm 2020 vẫn khá tích cực, khoảng 16% và đạt 118,256 tỷ đồng. LNST năm 2020 ước tính đạt 3,073 tỷ đồng (-20% YoY) do gia tăng chi phí vận hành từ việc mở cửa hàng mới với giá định BLG cải thiện ở mức 20%.

Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu MWG khoảng **107,800 đồng/cổ phiếu trong năm 2020**. Từ đó đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này.

Phương pháp DCF

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Lợi nhuận sau thuế	3,073	3,816	4,648	4,938	6,194
Lãi vay sau thuế	809	896	968	1,045	1,128
CAPEX	(3,207)	(3,590)	(3,641)	(3,781)	(4,537)
Khấu hao	1,619	2,478	3,106	3,758	2,977
WC	2,565	(1,698)	(1,201)	(2,447)	(1,908)
FCFF	4,859	1,903	3,880	3,514	3,854
DCF (WACC 9%)	4,472	1,612	3,025	2,521	2,545
Giá trị cuối cùng (3% g)	46,350				
Nợ ròng	(13,010)				
Giá trị vốn cổ phần	51,340				
SLCP	452,817,426				
Giá hợp lý (VND/cp)	113,380				

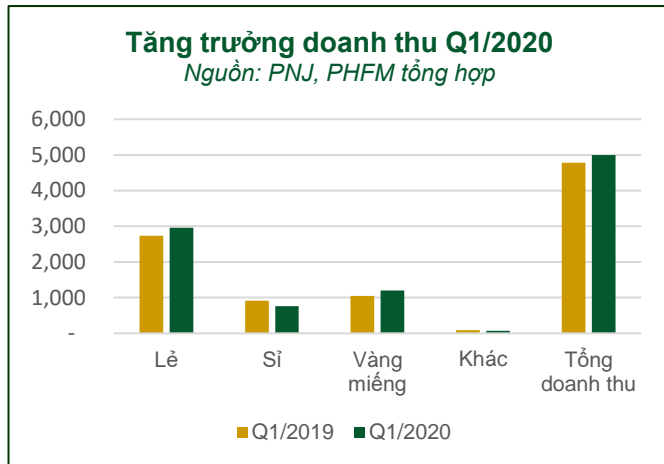
Phương pháp P/E

EPS 2020	6,872
P/E ngành	12.66
Giá mục tiêu	85,861

	DCF	P/E	Giá mục tiêu
Giá mục tiêu (VNĐ/CP)	113,380	85,861	107,800
Tỷ trọng	80%	20%	VNĐ/CP

Công ty cổ phần vàng bạc đá quý Phú Nhuận

- Kết quả kinh doanh Q1/2020:**



Doanh thu của PNJ trong Q1/2020 đạt 5,000 tỷ đồng (+5% YoY), hoàn thành 26% kế hoạch năm 2020. Trong đó, mảng bán lẻ trang sức của PNJ vẫn tăng trưởng dương, khoảng 8% nhờ nhu cầu trang sức tăng trong một số dịp đặc biệt Vía thần tài, Valentine 14/02 và Quốc tế phụ nữ 8/3, mảng kinh doanh vàng miếng tăng 15% nhờ nhu cầu người dân thay đổi và chiến lược kinh doanh hiệu quả của công ty. Mức tăng trưởng của hai mảng này bù đắp cho mức sụt giảm 17% của mảng bán sỉ.

Do dịch bệnh bùng phát trong tháng 3, PNJ phải đóng hơn 300 cửa hàng-chiếm 85% số lượng cửa hàng của công ty theo yêu cầu của cơ quan Nhà nước. Trong đó, tất cả các cửa hàng tại 2 thị trường lớn nhất của PNJ là TP HCM và Hà Nội đều đóng

cửa 100% khiến doanh thu trong tháng 3 giảm 39% so với cùng kỳ. Mảng bán lẻ và bán sỉ trong tháng 3 của PNJ lần lượt giảm 10% và 6%. Tuy nhiên, sự sụt giảm này được bù đắp bởi mảng kinh doanh vàng miếng – có tốc độ tăng trưởng 75% so với cùng kỳ nhờ nhu cầu dự trữ vàng tăng cao do dịch bệnh bùng phát.

Biên lãi gộp của PNJ trong Q1/2020 đạt 21.7%, giảm nhẹ 20 điểm cơ bản so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, biên lãi gộp trong tháng 4 chỉ đạt 8.4% so với mức 24.6% của cùng kỳ năm ngoái. Nguyên nhân của sụt giảm trong lãi gộp do (1) PNJ đã có những thay đổi trong cơ cấu sản phẩm nhằm đáp ứng nhu cầu tích trữ vàng trong mùa dịch. Cụ thể, công ty gia tăng bán vàng miếng và sản xuất những sản phẩm có hàm lượng vàng cao trong khi những mặt hàng này có biên lãi gộp thấp hơn sản phẩm trang sức thông thường; (2) Công ty cũng thực hiện thu mua các sản phẩm từ khách hàng, sau đó xử lý và làm mới lại khiến giá vốn tăng.

PNJ mở mới thêm 2 cửa hàng Gold và 6 cửa hàng đồng hồ PNJ Watch, vì vậy chi phí vận hành của PNJ tiếp tục “ăn mòn” lợi nhuận ròng và công ty đã ghi nhận mức lỗ 89 tỷ đồng trong tháng 4.

- Triển vọng doanh nghiệp:**

PNJ tích cực nghiên cứu và sản xuất những dòng sản phẩm trang sức có hàm lượng vàng cao đáp ứng nhu cầu tích trữ của người tiêu dùng trong mùa dịch Covid. Ngoài ra, công ty có chiến lược triển khai tự sản xuất các sản phẩm trang sức bạc có giá trị cao, trang sức vàng Ý cao cấp và trang sức bạch kim ngay khi nền kinh tế phục hồi.

Ban lãnh đạo của PNJ cho rằng dịch Covid là cơ hội để nâng cao vị thế của PNJ trong mảng trang sức tại Việt Nam khi (1) cửa hàng nhỏ lẻ cũng như chuỗi bán lẻ với năng lực kém nhiều khả năng rời bỏ thị trường, để lại khoảng trống để PNJ có thể tận dụng phát triển và (2) các thương hiệu bán lẻ lớn toàn cầu có ý định tham gia vào thị trường Việt Nam. Ngoài ra, PNJ tìm được nhiều mặt bằng thuê mới có vị trí tốt, giá rẻ, kể cả một số mặt bằng của những đối thủ cạnh tranh.

Định giá và khuyến nghị:

Chúng tôi nhận định PNJ sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực của dịch Covid do tốc độ hồi phục sức mua của thị trường vàng trang sức vẫn bị hạn chế trong ngắn hạn điều này khiến doanh thu trong Q2/2020 của PNJ tiếp tục sụt giảm. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tình hình kinh doanh sẽ dần cải thiện trong quý 4 nhờ dịp lễ hội cuối năm. Chúng tôi hạ mức tăng trưởng doanh thu quý 2 và quý 3 lần lượt xuống -40%YoY và -20%YoY so với mức tăng +5% trong báo cáo lần trước, vì vậy tổng doanh thu thuần của PNJ trong năm 2020 có thể đạt 15,511 tỷ đồng (-9%YoY) và LNST đạt 836 tỷ đồng (-30% YoY) với giả định biên lợi lãi gộp ở mức 20%. Theo đó, mức giá hợp lý cho cổ phiếu PNJ được điều chỉnh giảm tương ứng, còn **66,500 đồng/cổ phiếu** (theo phương pháp DCF và P/E). Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật tình hình kinh doanh của PNJ trong các báo cáo tiếp theo.

Phương pháp DCF

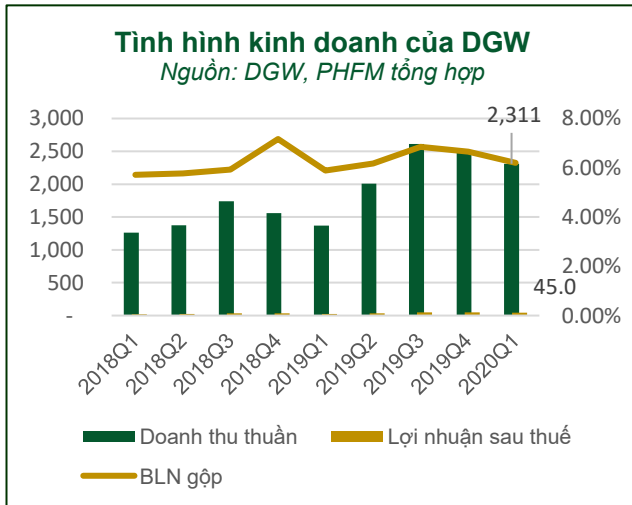
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Lợi nhuận sau thuế	836	1,055	1,441	2,002	2,774
Lãi vay sau thuế	83	92	106	125	149
CAPEX	(153)	(174)	(219)	(269)	(284)
Khấu hao	42.2	58.6	74.6	92.8	115.4
WC	633	(485)	(134)	(655)	(1,309)
FCFF	1,442	547	1,268	1,296	1,446
DCF (WACC 10%)	1,312	453	956	889	903
Giá trị cuối cùng (2% g)	12,565				
Nợ ròng	(2,124)				
Giá trị vốn cổ phần	15,156				
SLCP	225,293,585				
Giá hợp lý (VNĐ/cp)	67,270				

Phương pháp P/E

	DCF	P/E	Giá mục tiêu
EPS 2020			3,713
P/E forward			17.07
Giá mục tiêu			63,374
Giá mục tiêu (VNĐ/CP)	67,270	63,374	66,500
Tỷ trọng	80%	20%	VNĐ/CP

Công ty cổ phần Thế giới số - DGW

- Kết quả kinh doanh Q1/2020:



Doanh số của DGW trong Q1/2020 đạt 2,311 tỷ đồng (+68% YoY), hoàn thành 23% so với kế hoạch doanh thu năm 2020. Mức tăng trưởng doanh thu của DGW trong Q1/2020 chủ yếu đến tất cả các nhóm ngành. Trong đó, mảng MTXT & MTB tăng 69%, điện thoại di động tăng 96%, thiết bị văn phòng tăng 31% và hàng tiêu dùng tăng 19%.

Trong bối cảnh dịch Covid diễn biến phức tạp, DGW đã thực hiện đánh giá và điều chỉnh kế hoạch nhập hàng hàng tuần để bám sát nhu cầu thị trường, tránh tình trạng thiếu hàng hoặc tồn kho quá nhiều. Mức hàng tồn kho của DGW được giải phóng trong Q1, giảm 42% so với đầu năm 2020. Nhờ quản lý tốt hàng tồn kho nên DGW hạn chế việc giảm giá bán sản phẩm, điều này giúp biên lợi nhuận gộp quý 1 của DGW được cải thiện, đạt 6.2%, cao hơn mức 5.9% của Q1/2019.

Kiểm soát tốt hàng tồn kho cũng giúp nợ vay trong Q1/2020 giảm 37% so với Q1/2019, kết quả là chi phí lãi vay giảm 11%. Ngoài ra, tỷ trọng chi phí bán hàng/ doanh thu thuần và chi phí quản lý doanh nghiệp/ doanh thu thuần trong Q1/2020 đều được kiểm soát ở mức từ 1-3%, chỉ tăng nhẹ so với năm ngoái, chủ yếu đến từ gia tăng quảng cáo sản phẩm. Vì vậy, biên lãi ròng đạt được cải thiện, tăng 150 điểm cơ bản so với Q1/2019.

- Triển vọng doanh nghiệp:

Dù thị trường điện thoại di động đã bước vào ngưỡng bão hòa, chúng tôi vẫn đánh giá ngành hàng này của DGW sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức hai chữ số nhờ tái phân phối thương hiệu Nokia ở phân khúc điện thoại cơ bản và phát triển thương hiệu Xiaomi với hệ số giá trị trên giá vượt trội, thời hạn bảo hành cao. Ngoài ra, ngành hàng thiết bị văn phòng được kỳ vọng tăng trưởng tích cực trong dài hạn do hưởng lợi từ dự án “Chuyển đổi số Quốc gia” của Bộ Thông tin và Truyền thông, đưa ra mục tiêu chung đến năm 2025, Việt Nam thuộc top 4 ASEAN về xếp hạng số hóa quốc gia.

- **Định giá và khuyến nghị:**

Chúng tôi kỳ vọng DGW có thể đạt mức doanh thu thuần như kế hoạch đã đề ra trong 2020. Cụ thể, doanh thu thuần có thể đạt 10,200 tỷ đồng (+20%YoY) và Lợi nhuận sau thuế đạt 222 tỷ đồng (+38% YoY) với giả định DGW cải thiện biên lợi nhuận gộp ở mức 6.7%.

Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu DGW sẽ vào khoảng **31,500 đồng/cổ phiếu** trong năm 2020. Từ đó đưa ra khuyến nghị **GIỮ** cho cổ phiếu này.

Phương pháp DCF

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Lợi nhuận sau thuế	222	247	315	374	426
Lãi vay sau thuế	45	52	53	53	51
CAPEX	(7)	(10)	(10)	(12)	(13)
Khấu hao	2	2	3	3	3
WC	(269)	(218)	(258)	(320)	(343)
FCFF	(8)	73	102	98	124
DCF (WACC 7.5%)	(7)	63	82	74	87
Giá trị cuối cùng (2% g)	1,619				
Nợ ròng	(759)				
Giá trị vốn cổ phần	1,309				
SLCP	41,811,778				
Giá hợp lý (VND/cp)	31,303				

Phương pháp P/E

	DCF	P/E	Giá mục tiêu
EPS 2020			
5,305			
P/E lịch sử			
6			
Giá mục tiêu			
31,828			
Giá mục tiêu (VNĐ/CP)	32,303	31,828	31,500
Tỷ trọng	80%	20%	VNĐ/CP

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Tôn Nữ Nhật Minh, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng/Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn Lương, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex, 19 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4560

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801