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

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND67.000	VND78.800	2,28%	KHẢ QUAN	HÀNG TIÊU DÙNG

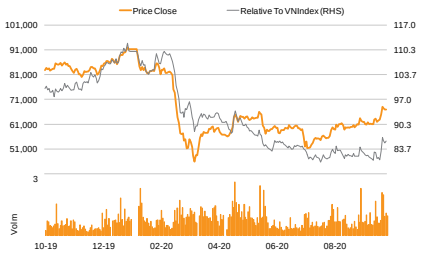
Ngày 22/10/2020

Triển vọng – Ngắn hạn: Trung bình
Triển vọng – Dài hạn: Tích cực
Định giá: Tích cực

Consensus*: KQ:6 TL:3 KKQ:1
Giá mục tiêu / Consensus: 12%

Thay đổi trong báo cáo
➢ Không

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	92.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	45.900
GTGDBQ 3 tháng (VNDm)	40.831
Vốn hóa (tỷ VND)	15.083
Free float (%)	64
P/E trượt (x)	14.6
P/B (x)	3,1

Cơ cấu sở hữu

Cao Thị Ngọc Dung	9,0%
LGM Investments Ltd	4,4%
Route One Investment Company	3,9%
Khác	82,7%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:

Phan Như Bách
bach.phannhu@vndirect.com.vn
www.vndirect.com.vn

Mùa cưới đang đến

- Trong Q3/20, doanh thu (DT) và lợi nhuận ròng (LNR) của PNJ lần lượt đạt 3.962 tỷ đồng (-0,1% svck) và 202 tỷ đồng (-2,8% svck)
- Trong 9T/20, doanh thu của PNJ tăng 0,1% svck lên mức 11.779 tỷ đồng trong khi lợi nhuận ròng giảm 20,3% svck xuống còn 642 tỷ đồng, hoàn thành 66% dự phóng của chúng tôi.
- Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 78.800 đồng.

Q3/20: Trên đà phục hồi

- Trong T9/20, DT của PNJ đạt 1.239 tỷ đồng (-1,5% svck) và LNR đạt 94 tỷ đồng (-0,4% svck, +80,1% so với T8/20), cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ về LNR so với T8/20 (-11,5% svck). Theo quan điểm của chúng tôi, kết quả kinh doanh trong Q3/20 là khả quan trong bối cảnh ảnh hưởng của đợt bùng phát Covid-19 thứ hai ở Việt Nam.
- DT Q3/20 đi ngang ở mức 3.962 tỷ đồng (-0,1% svck) nhờ tăng trưởng DT của mảng bán vàng miếng và bán lẻ lần lượt đạt 19,1%/ 9,5% svck, bù đắp cho mức giảm 40% svck của kênh bán buôn.
- Biên LN gộp trong Q3/20 giảm 5 điểm % svck do DT mảng vàng miếng chiếm tỷ trọng cao hơn, chiếm 28,7% trong tổng DT (+4,6 điểm % svck)
- Chi phí tài chính trong Q3/20 tăng 37% svck do PNJ đã tăng nợ ngắn hạn từ nửa cuối 2019 để hỗ trợ cho kế hoạch mở rộng và dự trữ hàng tồn kho.
- LNR Q3/20 giảm nhẹ 2,8% svck xuống 202 tỷ đồng. Trong 9T20, LNR giảm 20,3% svck xuống 642 tỷ đồng, hoàn thành 66% dự báo của chúng tôi.

Bật mí một concept mới – STYLE by PNJ

Ngày 18/10, PNJ ra mắt concept mới - STYLE by PNJ - nhằm hướng đến thế hệ trẻ bằng cách phối hợp đa dạng các sản phẩm (trang sức vàng, bạc, đồng hồ,…) và mức giá hợp lý. Chúng tôi tin rằng concept mới sẽ tạo được sức hút nhờ gia tăng trải nghiệm trang sức của khách hàng trong một không gian mới và hiện đại tại khu vực STYLE by PNJ và các sản phẩm mang tính cá nhân hóa phù hợp với từng phong cách riêng của khách hàng. Qua đó, concept mới này có thể đẩy mạnh doanh thu của các cửa hàng PNJ, đặc biệt là cửa hàng PNJ Silver. Công ty có áp dụng concept mới này cho các cửa hàng bạc (PNJ Silver) của mình (38 cửa hàng, chiếm 11% tổng số cửa hàng vào cuối T9/20).

Kỳ vọng vào mùa cưới sắp tới (Q4/20 – Q1/21)

Theo PNJ, doanh thu bán lẻ ngày Phụ nữ Việt Nam (20/10/2020) tăng 50% svck nhờ vào các chương trình khuyến mãi và nhận diện thương hiệu tốt hơn sau giai đoạn truyền thông mạnh trên các phương tiện đại chúng trong 9T/20. Mùa cao điểm bán hàng của PNJ thường vào mùa đông – xuân, kết hợp với hiệu ứng nén sau khi rất nhiều lễ cưới đã bị hoãn lại do các đợt giãn cách xã hội trong 2 đợt Covid-19 (T4/20 và T7-T8/20), khiến PNJ kỳ vọng doanh thu sẽ khởi sắc trong Q4/20. Chúng tôi kỳ vọng LNR trong Q4/20 đạt khoảng 340 tỷ đồng (-12% yoy) để hoàn thành 34,3% dự báo còn lại của năm 2020.

Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu không đổi 78.800đồng/cp

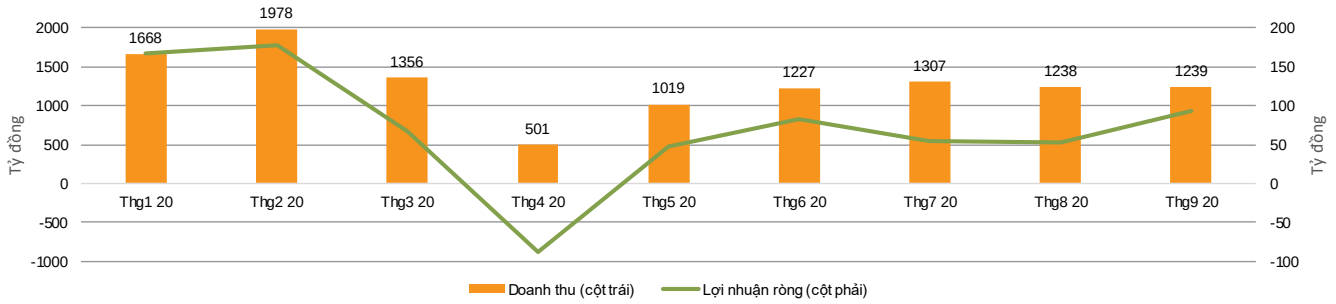
Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) Tốc độ mở cửa hàng nhanh hơn dự kiến, 2) Nhu cầu phục hồi tốt hơn mong đợi sau đại dịch và 3) Concept mới dự kiến làm tăng doanh thu. Rủi ro giảm giá là làn sóng dịch Covid tiếp theo tại VN

Hình 1: So sánh KQKD Q3/20 và 9T/20 (Đơn vị: tỷ đồng)

	Q3/20	Q3/19	% svck	9T20	9T19	% svck	9T20 so với dự báo của VND	Ghi chú
Doanh thu	3.962,2	3.966,3	-0,1%	11.779,1	11.770,2	0,1%	68,4%	Dưới mức kỳ vọng của chúng tôi do đợt Covid-19 lần thứ 2 ở Đà Nẵng, dẫn đến một giai đoạn giãn cách xã hội ở khu vực này.
Giá vốn hàng bán	3.188,0	3.181,0	0,2%	9.410,7	9.241,2	1,8%	66,6%	
Lợi nhuận gộp	734,3	753,1	-2,5%	2.257,4	2.438,1	-7,4%	73,1%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi nhờ biên lợi nhuận gộp cao hơn (19,2%) so với kỳ vọng của chúng tôi là 18% cho năm 2020F
Biên lợi nhuận gộp	*18,5%*	*19,0%*	*-0,5 điểm %*	*19,2%*	*20,7%*	*-1,6 điểm %*		
Chi phí tài chính ròng	42,3	30,8	37,1%	128,8	76,3	68,8%	148,5%	Cao hơn dự báo của chúng tôi do PNJ đã có kế hoạch mở rộng và dự trữ hàng tồn kho kể từ nửa cuối 2019 dẫn đến việc gia tăng nợ ngắn hạn của PNJ lên mức cao, trong đó khoản nợ tại thời điểm 30/06/2020 tăng 82% so với cùng kỳ lên 2.647 tỷ đồng.
Chi phí bán hàng	318,8	340,8	-6,5%	976,1	994,9	-1,9%	70,3%	
%Doanh thu	*8,0%*	*8,6%*	*-0,5 điểm %*	*8,3%*	*8,5%*	*-0,2 điểm %*		
Chi phí QLDN	113,0	113,7	-0,6%	337,5	345,5	-2,3%	86,1%	
%Doanh thu	*2,9%*	*2,9%*	*0,0 điểm %*	*2,9%*	*2,9%*	*-0,1 điểm %*		
Chi phí bán hàng và QLDN	431,8	454,5	-5,0%	1.313,6	1.340,4	-2,0%	73,8%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi
%Doanh thu	*10,9%*	*11,5%*	*-0,6 điểm %*	*11,2%*	*11,4%*	*-0,2 điểm %*		
Lợi nhuận hoạt động	260,3	267,7	-2,8%	815,0	1.021,4	-20,2%		
Lợi nhuận trước thuế	256,1	268,0	-4,5%	810,5	1.021,3	-20,6%		
Lợi nhuận ròng	202,1	208,0	-2,8%	642,0	805,9	-20,3%	65,7%	Dưới kỳ vọng nhưng chúng tôi tin rằng mùa cao điểm doanh thu của PNJ sẽ rơi vào Q4/20, điều này có thể thúc đẩy lợi nhuận ròng của PNJ để hoàn thành dự báo năm 2020 của chúng tôi

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 2: KQKD hàng tháng của PNJ trong năm 2020



Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 3: Không gian của concept mới – STYLE by PNJ

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 4: Không gian của concept mới – STYLE by PNJ

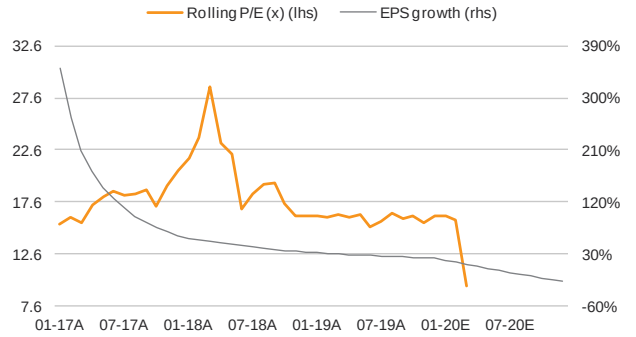
Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

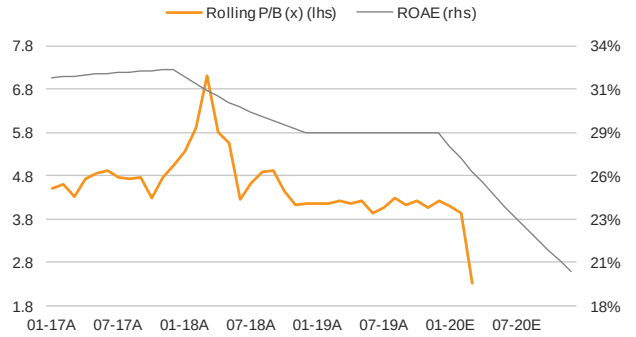
Hình 5: So sánh với các công ty cùng ngành

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	FY20F	FY21F		TTM	FY20F	FY21F	TTM	FY20F	FY21F	TTM	FY20F	FY21F
Bán lẻ trang sức																		
CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận	PNJ VN	KQ	67.000	78.800	651	14,6	17,1	14,6	32,0%	3,1	3,0	2,8	22,8%	20,0%	22,0%	13,1%	10,9%	12,4%
Tiffany & Co	TIF US	KKN	na	na	14.904	50,3	50,2	29,5	12,5%	4,7	4,2	4,0	7,7%	7,4%	14,2%	3,7%	3,9%	7,9%
Chow Tai Fook Jewellery Group Ltd	1929 HK	KKN	10,30	na	13.290	35,5	24,1	19,5	3,0%	3,9	3,8	3,6	10,2%	15,9%	19,1%	4,6%	7,1%	8,8%
Chow Sang Sang Holdings Ltd	116 HK	KKN	8,46	na	739	23,9	10,9	6,3	-1,0%	0,5	0,5	0,5	2,2%	4,8%	8,0%	1,5%	3,1%	5,5%
Trung bình - bán lẻ trang sức						**36,6**	**28,4**	**18,4**	**4,8%**	**3,0**	**2,8**	**2,7**	**6,7%**	**9,4%**	**13,8%**	**3,3%**	**4,7%**	**7,4%**

Dữ liệu giá đóng cửa ngày 21/10/20.
Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Định giá





Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-19A	12-20E	12-21E
Doanh thu thuần	17.001	17.215	19.208
Giá vốn hàng bán	(13.540)	(14.126)	(15.728)
Chi phí quản lý DN	(479)	(392)	(403)
Chi phí bán hàng	(1.363)	(1.388)	(1.427)
LN hoạt động thuần	**1.619**	**1.309**	**1.650**
EBITDA thuần	1.675	1.365	1.711
Chi phí khấu hao	**(56)**	**(56)**	**(61)**
LN HĐ trước thuế & lãi vay	**1.619**	**1.309**	**1.650**
Thu nhập lãi	2	8	9
Chi phí tài chính	(119)	(95)	(85)
Thu nhập ròng khác	1	0	(1)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	**1.503**	**1.222**	**1.573**
Thuế	(312)	(244)	(315)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	**1.191**	**978**	**1.258**
Thu nhập trên vốn	1.191	978	1.258
Cổ tức cổ đông	(344)	(406)	(406)
LN giữ lại	**847**	**572**	**852**

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-19A	12-20E	12-21E
Tiền và tương đương tiền	95	974	751
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	138	163	184
Hàng tồn kho	7.019	6.052	6.588
Các tài sản ngắn hạn khác	78	139	118
Tổng tài sản ngắn hạn	**7.330**	**7.328**	**7.641**
Tài sản cố định	923	989	1.192
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	346	344	352
Tổng tài sản	**8.599**	**8.661**	**9.185**
Vay & nợ ngắn hạn	2.611	1.722	1.537
Phải trả người bán	688	467	579
Nợ ngắn hạn khác	719	1.316	1.063
Tổng nợ ngắn hạn	**4.018**	**3.505**	**3.179**
Vay & nợ dài hạn	4	4	4
Các khoản phải trả khác	3	6	3
Vốn điều lệ	2.253	2.253	2.253
LN giữ lại	1.042	1.670	2.450
Vốn chủ sở hữu	**4.574**	**5.146**	**6.000**
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	**8.599**	**8.661**	**9.185**

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-19A	12-20E	12-21E
LN trước thuế	**1.503**	**1.222**	**1.573**
Khấu hao	56	56	61
Thuế đã nộp	(291)	(244)	(315)
Các khoản điều chỉnh khác	(186)	(94)	46
Thay đổi VLĐ	**(1.757)**	**1.265**	**(671)**
LC tiền thuần HĐKD	**(675)**	**2.205**	**694**
Đầu tư TSCĐ	(208)	(121)	(267)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	1	1
Các khoản khác	1	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	89	(60)
LC tiền từ HĐĐT	**(206)**	**(31)**	**(326)**
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	69	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(2)	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.048	(889)	(185)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(2)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cgo CSH	(344)	(406)	(406)
LC tiền thuần HĐTC	**769**	**(1.295)**	**(591)**
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	207	95	974
LC tiền thuần trong năm	**(112)**	**879**	**(223)**
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	95	974	751

Các chỉ số cơ bản

	12-19A	12-20E	12-21E
Dupont			
Biên LN ròng	7,0%	5,7%	6,5%
Vòng quay TS	2,28	1,99	2,15
ROAA	16,0%	11,3%	14,1%
Đòn bẩy tài chính	1,79	1,78	1,60
ROAE	28,6%	20,1%	22,6%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	1,0	1,4	1,3
Số ngày nắm giữ HTK	189,2	156,8	152,9
Số ngày phải trả tiền bán	18,5	12,1	13,4
Vòng quay TSCĐ	20,71	18,01	17,61
ROIC	16,6%	14,2%	16,7%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,8	2,1	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	0,1	0,4	0,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	-	0,3	0,2
Vòng quay tiền	171,7	146,1	140,8
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	16,7%	1,3%	11,6%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	28,3%	(19,1%)	26,1%
Tăng trưởng LN ròng	24,1%	(17,9%)	28,6%
Tăng trưởng EPS pha loãng	22,6%	(17,9%)	28,6%

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 - Phó 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