



Cập nhật PNJ – GIỮ

Ngày 06/11/2020



Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 327

chiltk@acbs.com.vn

Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị

GIỮ
HSX: PNJ

Hàng tiêu dùng không thiết yếu

Giá mục tiêu (VND) **76.649**

Giá hiện tại (VND) **72.600**

Tỷ lệ tăng giá 5,6%

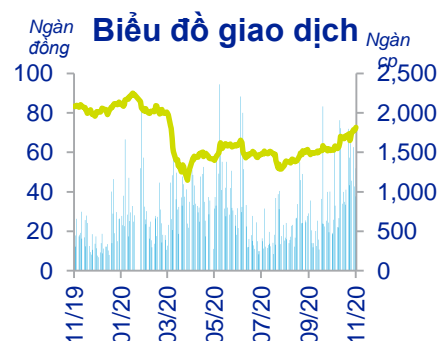
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 2,5%

Tổng tỷ suất lợi nhuận **8,1%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-11,9	18,6	32,2	-13,0
Tương đối	-10,8	16,0	19,8	-6,3

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

B. Cao Thị Ngọc Dung (CTHDQT)	9,0%
VinaCapital	8,5%
Vietnam Enterprise Investments	3,5%

Thống kê

Mã Bloomberg	PNJVN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	45.000-92.500
SL lưu hành (triệu cp)	225
Vốn hóa (tỷ đồng)	16.704
Vốn hóa (triệu USD)	718
Room khối ngoại còn lại (%)	0,1
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	71,3
KLGD TB 3 tháng (cp)	805.694
VND/USD	23.270
Index: VNIndex / HNX	936,51/138,33

CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ VN)

PNJ có thể lấy lại tăng trưởng trong năm 2021 dựa trên giả định hoạt động mạng lưới cửa hàng bán lẻ không còn bị gián đoạn như trong 2020. Tuy nhiên, chúng tôi mong đợi sự phục hồi mạnh mẽ hơn trong năm kế tiếp. Chuyển giá mục tiêu sang 2021. **NẮM GIỮ**

PNJ công bố LNST quý 3/2020 giảm nhẹ 2,9% n/n, tốt hơn so với dự phóng của chúng tôi trong bối cảnh làn sóng thứ hai của dịch COVID-19 tại Việt Nam diễn biến khó lường trong thời gian này. Tuy nhiên, nhờ nỗ lực và sự hợp tác của nhiều lực lượng, việc giãn cách xã hội lần này chỉ diễn ra ở một số tỉnh/khu vực (không bao gồm TP.HCM, nơi chiếm 30%+ số cửa hàng của công ty), thay vì quy mô lớn hơn nhiều của lần trước. Trong 6T2020, công ty đã phải ghi nhận LNST giảm sâu (26% n/n), nhất là Q2, khi hầu hết mạng lưới cửa hàng phải đóng cửa nhằm tuân thủ yêu cầu giãn cách xã hội.

Lũy kế 9T2020, doanh thu thuần hợp nhất hầu như không đổi ở 11.668 tỷ đồng. Với tỷ lệ đóng góp doanh thu giảm từ 21,4% trong 9T2019 xuống 15,6% trong 9T2020, doanh thu mảng bán sỉ giảm 40% n/n trong Q3 và giảm 27% n/n trong 9T2020, do sức mua vẫn yếu.

Phân khúc	Đóng góp doanh thu 9T2020	Tăng trưởng DT Q3	Tăng trưởng DT 9T
Bán sỉ	15,6%	-40,0%	-27,3%
Bán lẻ	57,2%	9,5%	4,0%
Vàng miếng	25,0%	19,1%	15,7%

Nguồn: PNJ; ACBS tính toán

Ngược lại, doanh thu vàng miếng tăng 15,7% n/n, đóng góp 25% vào doanh thu chung. Mảng bán lẻ, chiếm 57,2% doanh thu của PNJ, tăng trưởng 9,5% n/n trong Q3 và tăng 4% trong 9T2020, dù chịu tác động của COVID-19. PNJ cho biết mức tăng trưởng này là nhờ công ty có chiến lược khai thác dữ liệu khách hàng và nguồn thu nhập dồi dào của một bộ phận người tiêu dùng khi không thể chi tiêu cho các dịch vụ khác (vd: du lịch) trong bối cảnh dịch bệnh. Công ty sẽ tiếp tục kết hợp với những chiến lược này với việc tận dụng cơ sở thu nhập tăng của người tiêu dùng và xu hướng bán hàng đa kênh để thúc đẩy tăng trưởng tương lai. Tính đến tháng 9/2020, PNJ có 340 cửa hàng đang hoạt động (2019: 346), trong đó có 23 cửa hàng mới và một số cửa hàng đóng cửa vì kém hiệu quả.

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
DT thuần (tỷ đồng)	14.571	17.001	17.212	19.293	22.604
Tăng trưởng	32,7%	16,7%	1,2%	12,1%	17,2%
EBITDA (tỷ đồng)	1.300	1.682	1.537	1.744	2.110
Biên EBITDA	8,9%	9,9%	8,9%	9,0%	9,3%
LN ròng (tỷ đồng)	960	1.194	1.018	1.190	1.464
Tăng trưởng LN	32,4%	24,4%	-14,7%	16,8%	23,0%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4.044	4.962	4.143	4.793	5.839
Tăng trưởng	26,9%	22,7%	-16,5%	15,7%	21,8%
ROE	28,7%	28,7%	20,8%	21,1%	22,2%
ROA	17,6%	15,9%	11,6%	12,7%	14,0%
ROIC	23,3%	21,1%	16,1%	16,8%	17,9%
Nợ ròng /EBITDA (x)	1,0	1,5	1,4	1,3	1,1
EV/EBITDA (x)	14,6	11,3	12,4	10,9	9,0
EV/Doanh thu (x)	1,3	1,1	1,1	1,0	0,8
P/E (x)	18,0	14,6	17,5	15,1	12,4
P/B (x)	3,2	3,5	3,2	2,8	2,4
Cổ tức (đồng)	2.000	1.800	1.800	1.800	1.800
Suất sinh lợi cổ tức	2,8%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

LNST 9T2020 giảm 20,3% n/n, đạt 642 tỷ đồng, với biên lợi nhuận gộp 19,3% (9T2019: 20,9%). Mặc dù công ty không công bố chi tiết về cơ cấu lợi nhuận gộp, việc biên lợi nhuận gộp chung thu hẹp có thể là do tỷ trọng doanh thu cao hơn của nhóm sản phẩm vàng miếng (có biên lợi nhuận thấp), mở rộng đến các thành phố cấp 2 & 3 và ảnh hưởng nhất định từ việc giá vàng tăng vọt từ đầu năm đến nay. Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu thuần là 11,3% trong 9T2020 (9T2019: 11,5%).

Bước vào Q4/2020 và sắp tới là 2021, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ không phải lặp lại một đợt giãn cách xã hội nữa trên quy mô toàn quốc, nhờ kinh nghiệm và hành động quyết liệt trong việc kiểm soát dịch bệnh, mặc dù vẫn có khả năng giãn cách ở những quy mô nhỏ hơn. Theo đó, chúng tôi dự phóng lợi nhuận năm 2021 của PNJ có thể quay trở lại gần với mức của 2019, động lực chính là mảng bán lẻ trong khi sự phục hồi của mảng bán buôn có thể chưa đáng kể. Tóm lại, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2020 và 2021 của PNJ lần lượt là 17.212 tỷ đồng (+1,2% n/n) và 19.293 tỷ đồng (+12,1% n/n); LNST lần lượt ở mức 1.018 tỷ đồng (-14,7% n/n) và 1.190 tỷ đồng (+16,8% n/n). Sự phục hồi mạnh mẽ hơn có thể đến vào năm tiếp theo, trên cơ sở giả định một số vắc xin hiệu quả được lưu hành rộng rãi và việc chi tiêu cho các hàng hóa xa xỉ sôi động hơn.

Kết hợp phương pháp DCF và P/E, giá mục tiêu của chúng tôi cho cổ phiếu là 76k đ/cp, tương đương với tổng mức sinh lời là 8,1%.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ PNJ	Giá hiện tại (đồng):	72.600	Giá mục tiêu (đồng):	76.649	Vốn hóa (tỷ đồng):	16.704
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	10.977	14.571	17.001	17.212	19.293	22.604
<i>Tăng trưởng</i>	<i>28,2%</i>	<i>32,7%</i>	<i>16,7%</i>	<i>1,2%</i>	<i>12,1%</i>	<i>17,2%</i>
GVHB trừ khấu hao	9.026	11.750	13.479	13.828	15.479	18.069
Chi phí bán hàng	775	1.170	1.362	1.361	1.526	1.788
Chi phí quản lý doanh nghiệp	188	346	476	482	540	633
Doanh thu tài chính	6	0	17	15	17	20
Chi phí tài chính	1	5	18	19	21	24
EBITDA	993	1.300	1.682	1.537	1.744	2.110
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>9,0%</i>	<i>8,9%</i>	<i>9,9%</i>	<i>8,9%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,3%</i>
Khấu hao	39	42	61	64	75	85
Lợi nhuận từ HĐKD	954	1.258	1.621	1.473	1.669	2.025
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,6%</i>	<i>9,5%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,7%</i>	<i>9,0%</i>
Lợi nhuận/Lỗ khác	6	2	0	0	0	0
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	-	-	-	-	-	-
Chi phí lãi vay ròng	52	55	115	185	164	174
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,9%</i>	<i>7,9%</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,3%</i>
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>18,3</i>	<i>23,0</i>	<i>14,1</i>	<i>7,9</i>	<i>10,2</i>	<i>11,7</i>
Thuế	182	246	313	270	315	388
<i>Thuế suất thực tế</i>	<i>20,2%</i>	<i>20,4%</i>	<i>20,8%</i>	<i>21,0%</i>	<i>21,0%</i>	<i>21,0%</i>
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	725	960	1.194	1.018	1.190	1.464
Tiền mặt đạt được	764	1.002	1.255	1.082	1.265	1.549
Tổng số lượng cổ phiếu	108.102.060	167.003.000	225.293.585	227.546.521	229.821.986	232.120.206
EPS (VND)	6.373	5.391	4.962	4.143	4.793	5.839
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,50	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00
EPS hiệu chỉnh (VND)	3.186	4.044	4.962	4.143	4.793	5.839
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>	<i>59,2%</i>	<i>26,9%</i>	<i>22,7%</i>	<i>-16,5%</i>	<i>15,7%</i>	<i>21,8%</i>

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Thay đổi vốn lưu động	515	1.160	1.749	132	690	1.089
Capex	107	335	222	97	173	48
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	-	-	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	-136	-137	-167	-152	-160	-156
Dòng tiền tự do	5	-631	-883	701	241	257
Phát hành cp	975	97	67	45	46	46
Cổ tức đã trả	185	268	344	410	414	418
Thay đổi nợ rông	-795	802	1.160	-337	127	115
Nợ rông cuối năm	557	1.360	2.519	2.183	2.309	2.425
Vốn CSH	2.950	3.745	4.577	5.231	6.053	7.145
Giá trị sổ sách/cp (VND)	28.698	23.041	20.566	23.006	26.356	30.804
Nợ rông / VCSH	18,9%	36,3%	55,0%	41,7%	38,2%	33,9%
Nợ rông / EBITDA (x)	0,6	1,0	1,5	1,4	1,3	1,1
Tổng tài sản	4.492	6.438	8.603	8.920	9.869	11.076

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
ROE	32,6%	28,7%	28,7%	20,8%	21,1%	22,2%
ROA	17,9%	17,6%	15,9%	11,6%	12,7%	14,0%
ROIC	24,1%	23,3%	21,1%	16,1%	16,8%	17,9%
WACC	9,4%	8,8%	8,4%	9,2%	9,1%	9,2%
EVA	14,7%	14,5%	12,7%	6,9%	7,6%	8,6%
P/E (x)	22,8	18,0	14,6	17,5	15,1	12,4
EV/EBITDA (x)	19,2	14,6	11,3	12,4	10,9	9,0
EV/FCF (x)	3504,0	-30,1	-21,6	27,1	78,9	74,1
P/B (x)	2,5	3,2	3,5	3,2	2,8	2,4
P/S (x)	1,5	1,1	1,0	1,0	0,9	0,7
EV/Doanh thu (x)	1,7	1,3	1,1	1,1	1,0	0,8
PEG	0,6	1,6	2,0	2,5	0,9	0,8
Suất sinh lợi cổ tức	2,8%	2,8%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Phó phòng Phân tích

Nguyễn Bình Thanh Giao
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản
Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

CVPT – Tài chính ngân hàng
Cao Việt Hùng
(+8428) 3823 4159 (ext: 326)
hungcv@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Truyền thông
Trần Nhật Trung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

CVPT- Dầu khí
Phan Việt Hưng
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Công nghiệp
Trần Trí An Phúc
(+8428) 3823 4159 (ext: 325)
phuctta@acbs.com.vn

NVPT – Vật liệu xây dựng
Huỳnh Anh Huy
(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)
huyha@acbs.com.vn

NVPT – Phái sinh, Vĩ mô
Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)
minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – PTKT
Lương Duy Phước
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
phuocld@acbs.com.vn

KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung
(+84 28) 38 234 876
tyler@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận - GDKHĐC
Chu Thị Kim Hương
(+84 28) 3824 6679
huongctk@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC
Trần Thị Thanh
(+84 28) 3824 7677
thanhtt@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC
Chu Thị Minh Phương
(+84 28) 3823 4159 (ext:357)
phuongctm@acbs.com.vn

NV Quan hệ doanh nghiệp
Lê Thị Mai Như
(+84 28) 3823 3834
nhultm@acbs.com.vn

NV Hỗ trợ khách hàng
Lê Nguyễn Tiến Thành
(+84 28) 3823 4798
thanhln@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Lý Ngọc Dung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 313)
dungln.hso@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Phương Nhi
(+84 28) 3823 4159 (ext:315)
nhinp@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

GIỮ: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn 0-15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2020). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.