



CTCP Vàng Bạc Đá quý Phú Nhuận [MUA, +19.5%] (PNJ: HOSE)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

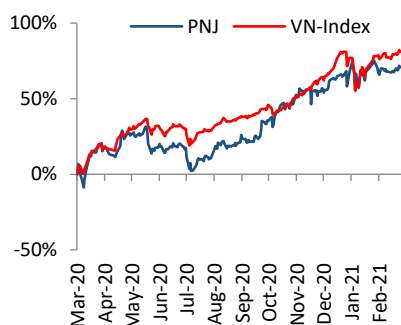
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	84,500
Giá mục tiêu (đồng/cp)	101,000
Tiềm năng tăng/giảm (%)	19.5
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	86,660
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	45,115
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	9.6
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	38.2
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	70.3
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	19,218.9
KLGDQB (SLCP, 3 tháng)	585,534
SL CP lưu hành (triệu cp)	227.4
Nước ngoài đang sở hữu (%)	49.0
Giới hạn SH nước ngoài (%)	49.0
P/E trượt 12 tháng (x)	17.9
P/E dự phóng 12 tháng (x)	15.1

TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2018A	2019A	2020A	2021F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	14,571.1	17,000.7	17,511.0	19,799.2
Tăng trưởng (% y/y)	32.7	16.7	3.0	13.1
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	959.9	1,193.9	1,069.3	1,266.3
Tăng trưởng (% y/y)	32.4	24.4	(10.4)	18.4
Biên lợi nhuận ròng (%)	6.6	7.0	6.1	6.4
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	3,745.1	4,577.3	5,241.9	5,892.3
Tổng tài sản (tỷ đồng)	6,437.9	8,603.0	8,483.4	9,820.4
ROA (%)	17.6	15.9	12.5	13.8
ROE (%)	28.7	28.7	21.8	22.7
EPS (đồng)	6,481	4,896	4,698	5,562
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2,000	1,000	1,600	2,000
P/E (x)	15.4	16.7	18.0	15.2
P/B (x)	3.8	4.1	3.7	3.9

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ kim hoàn hàng đầu, được JNA trao giải **Nhà bán lẻ số 1 của ngành kim hoàn châu Á - Retail of the Year 2019**, nguồn nhân lực 7,000 người và năng lực sản xuất gấp nhiều lần các đối thủ khác. Hệ thống trải dài cả nước với hơn 340 cửa hàng bán lẻ.
- Tiềm năng tăng trưởng thị trường chung vẫn khá lớn: Việt Nam là nước có thu nhập bình quân đầu người khá thấp và còn nhiều tiềm năng tăng trưởng, GDP được dự báo tăng trưởng thuộc hàng cao nhất thế giới sau đại dịch COVID-19 trong các năm tới. Điều này sẽ thúc đẩy gia tăng tầng lớp trung lưu và nhu cầu các sản phẩm làm đẹp cao cấp.
- Tăng trưởng doanh thu bán lẻ PNJ sẽ tiếp tục xu hướng phục hồi trong năm 2021. Chúng tôi cho rằng Q1/2021 kênh bán lẻ trang sức sẽ tiếp tục phục hồi khi mùa cao điểm mua sắm trong dịp Tết, ngày Thần Tài, Valentine 14/2, ngày phụ nữ 8/3. Trong Quý 1/2021, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của PNJ dự kiến 6,461 tỷ (+28% YoY) và 470 tỷ (+16.5% YoY).
- Trong năm 2020, PNJ đã Go-live thành công hệ thống quản trị nhân sự mới, với 9 phân hệ (như Tuyển dụng, Chấm công, lương – thưởng, thuế...), 15 quy trình trình duyệt online với công suất hệ thống là 10,000 người dùng (Users). Bằng cách sử dụng hệ thống quản lý nguồn nhân lực - CAFE, gần 90% số thao tác thủ công đã được tự động hóa nhờ hệ thống HRIS, giúp giảm thiểu sự can thiệp của con người.
- PNJ mở rộng cửa hàng trong điều kiện thị trường tốt 2021: Chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ tiếp mở thêm 40 - 45 cửa hàng mới trong năm 2021 và hoàn thành mục tiêu tối ưu hóa doanh thu trên từng cửa hàng cũng như tận dụng cơ hội mặt bằng đắc địa và chi phí thấp trước COVID-19.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

- Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để định giá cổ phiếu PNJ.
- Giá mục tiêu PNJ được xác định ở mức 101,000 đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi giữ khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu PNJ.
- Rủi ro của PNJ là biến động giá nguyên liệu, nhân sự và nhu cầu tiêu dùng.

Khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **101,000 đồng/cổ phiếu**

Vân Duy Ngọc Tân – Chuyên viên
Nghiên cứu
tanvndn@eves.com.vn

Vị trí số 1 trong ngành nữ trang – kim hoàn Việt Nam

Các ngành hàng và mặt hàng chủ lực

Một số cửa hàng trong hệ thống cửa hàng vàng bạc đá quý PNJ đưa vào hoạt động những năm sau này không bán vàng miếng SJC. Theo Quy định tại Nghị định 24 về quản lý thị trường vàng, kinh doanh vàng miếng SJC do Nhà nước quản lý và các đơn vị phải xin giấy phép từ Ngân hàng Nhà nước mới được phép mua bán mặt hàng này. Trong khi đó mục tiêu mà PNJ hướng đến là phát triển dòng sản phẩm nữ trang vàng bạc đá quý do đó công ty không tiếp tục mở rộng việc bán vàng miếng. Những cửa hàng vàng PNJ có giấy phép kinh doanh vàng miếng SJC thì vẫn hoạt động mua bán vàng bình thường.

Thay vào đó PNJ bán những sản phẩm thay thế khác phục vụ những dịp như **ngày Thần tài** như sản phẩm Kim Tý Tài Lộc có trọng lượng từ 2.13 chỉ; vàng miếng Tài - Lộc; bộ tượng Phúc - Lộc - Thọ, tượng Đức Mẹ Quan Âm, Thần Tài Lộc Phát, được chế tác nghệ thuật trên chất liệu vàng 24K mang thông điệp cầu

TỔNG QUAN VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ kim hoàn hàng đầu, được JNA trao giải Nhà bán lẻ số 1 của ngành kim hoàn châu Á - Retail of the Year 2019, nguồn nhân lực 7,000 người và năng lực sản xuất gấp nhiều lần các đối thủ khác. Hệ thống trải dài cả nước với hơn 340 cửa hàng bán lẻ.

LỊCH SỬ HÌNH THÀNH

28/04/1988: Cửa hàng kinh doanh Vàng Bạc Phú Nhuận ra đời.

Năm 1999: Hoàn thành việc mở chi nhánh tại 3 trung tâm kinh tế lớn (Hà Nội, Đà Nẵng và Cần Thơ).

Năm 2001: Công ty cho ra mắt nhãn hiệu PNJSilver.

Năm 2004: PNJ chính thức chuyển thành Công ty cổ phần Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận.

Năm 2005: Nhãn hiệu trang sức cao cấp CAO Fine Jewellery ra đời.

Năm 2009: Cổ phiếu PNJ chính thức niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HSX), vốn điều lệ tăng lên 400 tỷ đồng. Thành lập Công ty TNHH MTV Thời trang CAO.

Năm 2012: Khánh thành Xí nghiệp nữ trang PNJ – một trong những xí nghiệp chế tác nữ trang hàng đầu Châu Á.

Năm 2013 - 2020: Tái cơ cấu lại chiến lược và bộ máy hoạt động để phát triển trường tồn.

Khai trương cửa hàng Flagships là PNJ Next và PNJ ART

Kinh doanh vàng miếng (vàng SJC): Hoạt động này không mang lại lợi nhuận đáng kể cho PNJ do biên lợi nhuận rất thấp (bán 01 lượng vàng 55.25 triệu đồng chỉ lãi 450,000 đồng, tỷ suất 0.03%). Tuy nhiên PNJ vẫn duy trì mảng hoạt động này vì đây là nhu cầu cơ bản của người tiêu dùng Việt Nam và cũng là cơ sở để các khách hàng phát sinh nhu cầu với các ngành hàng khác của PNJ như nữ trang, phụ kiện, đồng hồ...

Bán sỉ vàng nữ trang: Đối tượng khách hàng của PNJ là các doanh nghiệp kinh doanh vàng bạc, đá quý trên cả nước không có đủ điều kiện và cơ sở vật chất để có thể sản xuất nữ trang số lượng lớn. Các dòng sản phẩm này hầu hết không trùng với danh mục sản phẩm của PNJ và có chất lượng gia công cũng như mẫu mã, thiết kế cũng như định vị phân khúc thị trường thấp hơn so với các sản phẩm mang thương hiệu PNJ.

PNJ đã khai trương 2 trung tâm bán sỉ trang sức và đồ mỹ nghệ kim hoàn tại Miền Bắc và Miền Nam có tổng diện tích hơn 300 m² nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường hiện nay. Đồng thời, khai thác thêm những lợi thế sẵn có vượt trội của mình về năng lực thiết kế và công nghệ sản xuất của Xí nghiệp nữ trang PNJ. Ngoài ra tại đây PNJ cũng thực hiện thiết kế và chế tác theo đơn đặt hàng riêng để đáp ứng tối đa nhu cầu khách hàng. Phục vụ tốt nhu cầu của hơn 3,000 khách hàng mua bán sỉ trang sức của PNJ trên toàn quốc đặc biệt là các bạn hàng sỉ tại Tp. HCM.



LẮC



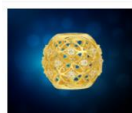
DÂY CÓ



DÂY CHUYỀN



NHẪN



CHARM



VÒNG



BÔNG TÀI



MÊ DÂY

tài lộc, bình an; trang sức Kim Tý.

Đối thủ cạnh tranh của PNJ có thể nhắc đến các chuỗi bán lẻ trang sức lớn khác: DOJI, SJC (bán lẻ vàng miếng, biên lợi nhuận thấp hơn hẳn), Thế giới Kim cương (tập trung vào sản phẩm kim cương). Hiện **PNJ chưa phải cạnh tranh với thương hiệu lớn nào của nước ngoài. Đây là điều cần đặc biệt chú ý từ sau 2020.**

Ngành trang sức là ngành có rào cản gia nhập lớn do: 1. Quy trình cấp giấy phép 2. Số lượng nghệ nhân, thợ chế tác có năng lực tốt hạn chế và thời gian đào tạo lâu.

Mặc dù vậy, khi thị trường trang sức lớn hơn, các doanh nghiệp lớn của nước ngoài sẽ quan tâm đến Việt Nam. Tâm lý sính ngoại của nhiều người Việt Nam sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến cuộc chiến thị phần.

Bán lẻ vàng bạc nữ trang: Đây là ngành hàng chủ lực đóng góp phần lớn vào lợi nhuận hàng năm của PNJ với tiềm năng và tốc độ tăng trưởng cao nhất, bao gồm 3 nhãn hàng nhắm vào 3 phân khúc thị trường khác nhau:

PNJ Gold: Nhắm vào đối tượng khách hàng là nữ có độ tuổi từ 25 – 45, có mức thu nhập và chi tiêu từ trung bình khá trở lên. **PNJ Silver:** Nhắm vào nhóm khách hàng trẻ, độ tuổi từ 15 – 25, yêu thích thời trang và thích khẳng định mình.

CAO Fine Jewellery: Nhắm vào những khách hàng có thu nhập cao, Việt kiều, du khách nước ngoài... sẵn sàng chi trả cho những món trang sức đắt tiền.

Tỷ trọng của CAO Fine Jewelry khá thấp (chỉ khoảng 1% doanh thu) do quy mô thị trường trang sức xa xỉ của Việt Nam chưa đến giai đoạn bùng nổ như Trung Quốc.

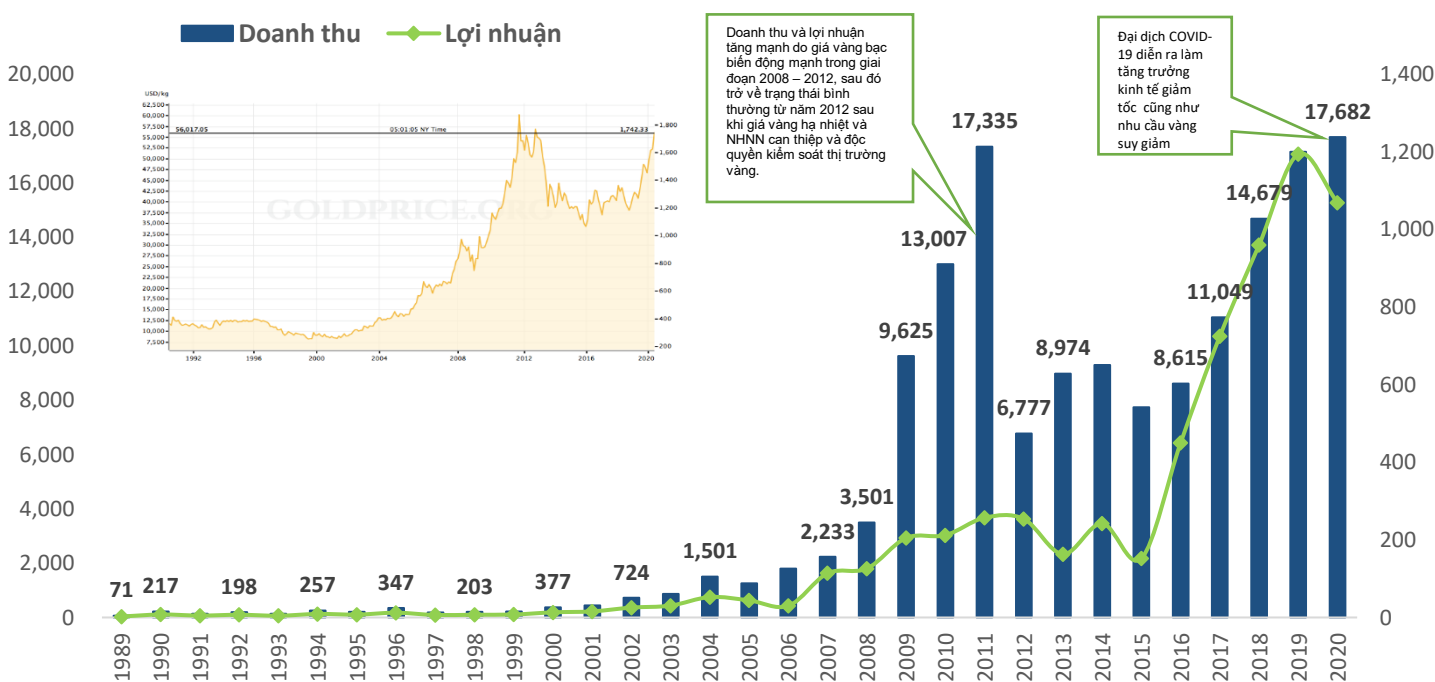
Xuất khẩu vàng bạc nữ trang: PNJ đang là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam có mảng hoạt động này. Nhờ khả năng sản xuất quy mô lớn và đáp ứng các tiêu chuẩn kỹ thuật của các đối tác, mảng xuất khẩu nữ trang vàng bạc của PNJ vẫn đang tăng trưởng khá tốt và chủ yếu nhắm đến các thị trường như Đức, Mỹ, Đan Mạch...

Sản xuất và kinh doanh các loại phụ kiện thời trang, kinh doanh đồng hồ: Là các mảng chiếm tỷ trọng khá nhỏ trong cơ cấu doanh thu của PNJ và cũng không phải là thế mạnh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, về dài hạn, đây là các phân khúc thị trường rất tiềm năng, do đó PNJ vẫn duy trì hoạt động để chờ đến “chu kỳ tăng trưởng” của nhóm sản phẩm này.

Dịch vụ kiểm định đá quý các loại: PNJL là đơn vị giám định kim cương, đá quý, kim loại quý hàng đầu thị trường Việt Nam hiện nay và là một trong số ít công ty kiểm định trong nước xây dựng, vận hành thành công theo tiêu chuẩn quốc tế ISO 17025. Trong năm 2020 PNJL đã phát triển 3 giấy giám định mới, phát triển 4 seal mới; hàng hóa được giao đúng hẹn với tỉ lệ trên 90%.

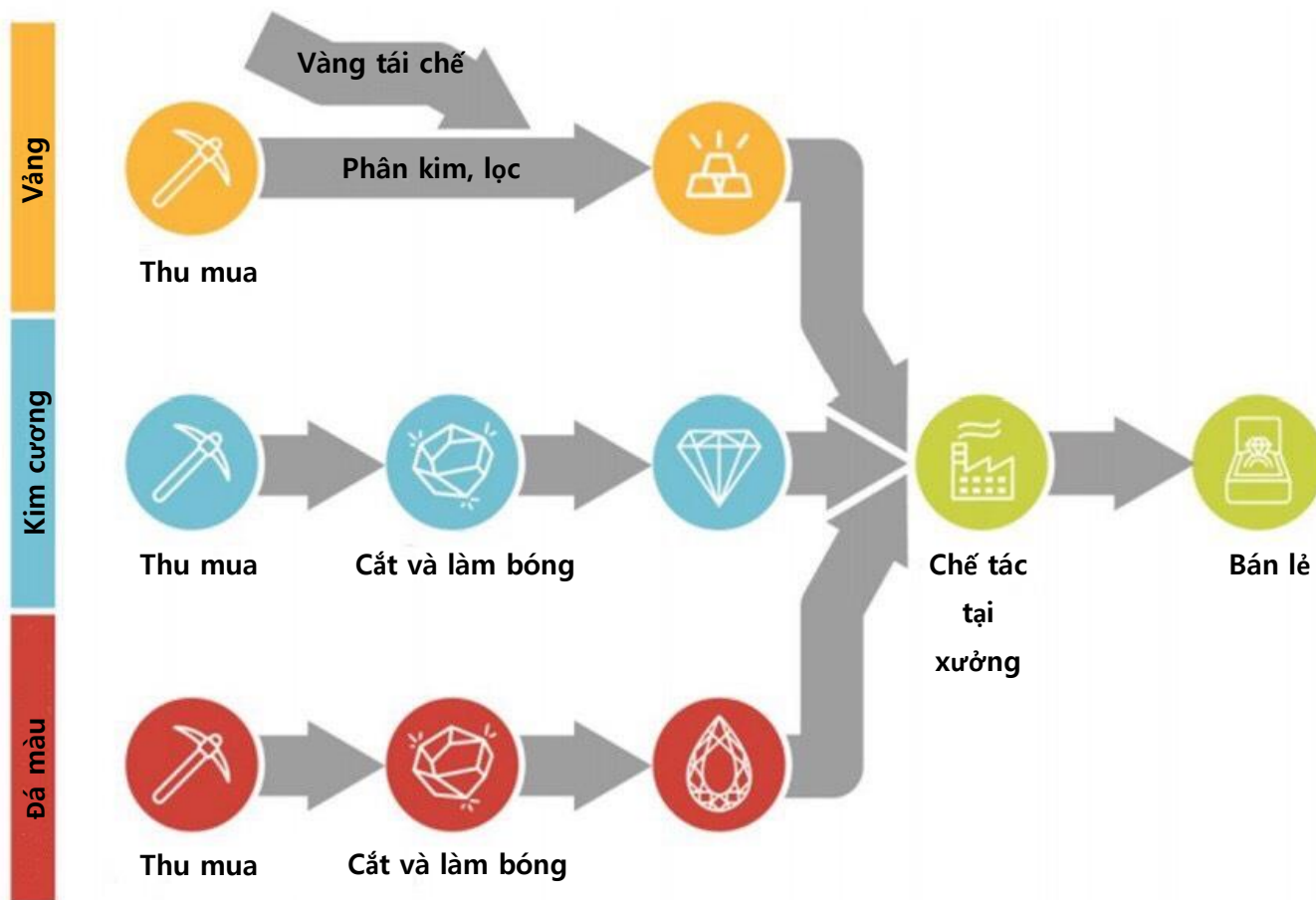
Chứng nhận ISO 17025 là chứng nhận được tổ chức Tiêu chuẩn hóa Quốc tế (International Organization for Standardization - ISO) cấp cho những đơn vị thuộc lĩnh vực kiểm định, thí nghiệm có năng lực kỹ thuật và có thể cung cấp các kết quả có giá trị về mặt kỹ thuật. Do đó, các chứng chỉ kiểm định đá quý của PNJ được công nhận trên toàn thế giới.

Biểu đồ 1: Doanh thu và lợi nhuận PNJ (Tỷ đồng)



Chuỗi giá trị PNJ

1. Nguyên liệu đầu vào: Nguyên liệu đầu vào của PNJ chủ yếu là các loại vàng nguyên liệu, bạc nguyên liệu, vàng miếng, đá quý, kim cương. Đặc thù của nhóm nguyên liệu này là tính biến động liên tục của giá, tạo nên rủi ro đáng kể đối với các doanh nghiệp không có phương pháp quản lý giá nguyên liệu hiệu quả. Để hạn chế các ảnh hưởng tiêu cực từ biến động giá nguyên liệu đầu vào, PNJ áp dụng các chính sách sau để quản lý:



Nguyên liệu	Xuất xứ	Nhà cung cấp
Vàng nguyên liệu	Việt Nam	Khách vãng lai
Bạc nguyên liệu	Việt Nam	Metalor Khác
Đồng hồ Thụy Sĩ		Nhập khẩu Hùng Kim
Vàng miếng	Việt Nam	Loan Kim Khải Hoàn SJC
Đá quý (CZ)	Việt Nam	Netis Gems
Kim cương	Ấn Độ	FINESSE
	Hồng Kông	IMPEX Forte
	Việt Nam	Khách vãng lai

Đối với vàng nguyên liệu: Nguồn vàng nguyên liệu chủ yếu của PNJ đến từ hoạt động thu mua trực tiếp của khách vãng lai hoặc từ các nguồn vàng khác trong nước. Lượng vàng nguyên liệu này được phân làm 2 nhóm: nhóm SJC (là các loại vàng miếng mang thương hiệu SJC với giá niêm yết thống nhất trên cả nước) được dùng cho hoạt động giao dịch vàng miếng mua đi bán lại, nhóm vàng phi SJC hoặc không có thương hiệu được mua với giá thị trường của vàng 99,99% với giá thấp hơn nhiều so với giá vàng SJC và khá gần với giá vàng trên thế giới. Nhóm này sẽ được mua theo trọng lượng vàng và dùng làm nguyên liệu sản xuất chính cho các mặt hàng nữ trang vàng của PNJ. Nguồn cung vàng nguyên liệu loại này tại Việt Nam là rất phong phú, do đó, rủi ro thiếu hụt nguyên liệu vàng của PNJ không đáng kể.

Bên cạnh đó PNJ và Vàng bạc Đá quý Agribank cũng được Ngân hàng Nhà nước (NHNN) cấp giấy phép nhập khẩu vàng nguyên liệu để chế tác nữ trang. Dù không quá khó để doanh nghiệp có thể mua vàng nguyên liệu trên thị trường. Tuy nhiên được nhập khẩu vàng với thuế suất là 0% thì doanh nghiệp sẽ tiết kiệm được rất nhiều chi phí, qua đó có thể kéo giảm giá thành sản phẩm. Nhưng bài toán khó đặt ra cho Ngân hàng Nhà nước là làm sao kiểm tra số vàng nhập khẩu được dùng để sản xuất nữ trang bởi vì hiện nay VN có khoảng hơn 6,000 DN sản xuất, kinh doanh vàng, trong đó phần lớn là những DN nhỏ.

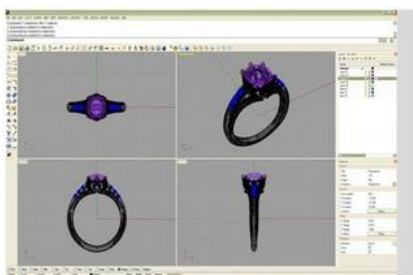
Đối với bạc nguyên liệu: Do không chịu sự hạn chế về mặt pháp lý nên PNJ chủ yếu nhập khẩu bạc nguyên liệu thông qua một số đối tác cung ứng như Métaux

Hiệp hội Kinh doanh vàng Thế giới công bố dựa trên số liệu nhập vàng của Việt Nam thời gian qua thì lượng vàng dân đang nắm giữ này khoảng 500 tấn (13.3 triệu lượng), tương

đương 20 tỉ USD. Trong khi đó mỗi năm PNJ chỉ tiêu thụ xấp xỉ 5 tấn vàng (~10%) do đó rủi ro về thiếu hụt nguồn cung gần như không đáng kể.

Các bước thiết kế sản phẩm:

1. Phác thảo thủ công.
2. Thiết kế đồ họa bằng phần mềm vi tính và tạo mô hình thiết kế bằng đồ họa 3D. Một số phần mềm thông dụng như Jewel CAD, Rhinoceros (Rhino) và Matrix.
3. Mẫu thiết kế sản phẩm sau khi được Hội đồng nghiên cứu và thiết kế thông qua sẽ được chuyển cho bộ phận sản phẩm và kinh doanh, 2 bộ phận này sẽ quyết định sản lượng sản xuất căn cứ theo nhu cầu thị trường và chiến lược marketing của PNJ.



Một trong những đặc thù của ngành sản xuất nữ trang kim hoàn là **nguyên liệu hao hụt trong quá trình sản xuất** (bột vàng, bạc) có giá trị rất lớn. Mỗi năm PNJ sử dụng gần 5 tấn vàng, tỷ lệ hao hụt bình quân của PNJ khoảng gần 1%, tương ứng với lượng vàng hao hụt khoảng 50kg vàng (70 tỷ đồng). PNJ đầu tư vào hệ thống máy móc sản xuất hiện đại nhằm giảm thiểu lượng nguyên liệu hao hụt và có công nghệ thu hồi lượng hao hụt này một cách hiệu quả. Đây vẫn là thách thức rất khó khăn với các doanh nghiệp nữ trang có quy mô nhỏ.

THỢ KIM HOÀN LÀM NHỮNG GÌ?

Thợ kim hoàn là người trực tiếp chế tác ra nhiều loại đồ kim hoàn khác nhau như nhẫn, bông tai, lắc, dây cổ, mè đay ...bằng kim loại quý như vàng, bạc, đồng theo những mẫu thiết kế sẵn. Họ có thể là người chỉ chuyên gọt dũa lắp ráp đồ kim hoàn bằng kim loại hoặc chỉ chuyên cẩn hột vào món hàng đã được người khác lắp ráp. Một số người chỉ chuyên cắt mài, đánh bóng hột đá.

Người có tay nghề cao hơn được xã hội tôn vinh là Nghệ nhân, ngoài việc có thể làm được nhiều công đoạn còn tạo được mẫu mã mới và chế tác riêng đáp ứng nhu cầu của khách hàng. Họ có thể tạo hình các loại

Précieux SA Métalor.

Đối với đá quý: Thông qua đối tác là Netis Gems tại Việt Nam. Hãng này nhập nguyên liệu thô và PNJ gia công lại. Từ năm 2018, PNJ bắt tay với Swarovski để đưa ra các sản phẩm có giá cắt độc quyền. Đồng thời phối hợp với các hãng thời trang, Disney để đưa ra các bộ sưu tập riêng nhằm nâng cao giá trị cho sản phẩm.

Kim cương: PNJ nhập từ Forte, mua trong dân và có phòng PNJLap nhằm đánh giá chất lượng sản phẩm.

→ Nhìn chung rủi ro về nguồn cung và giá nguyên liệu đầu vào của PNJ không đáng kể do doanh nghiệp có thể chủ động đẩy phần biến động sang khách hàng thông qua điều chỉnh giá sản phẩm ở mức hợp lý.

2. Nghiên cứu, thiết kế và phát triển sản phẩm:

PNJ sở hữu đội ngũ thiết kế sáng tạo, thường xuyên đạt các giải thưởng Thiết kế Quốc tế và khu vực, bắt đầu từ việc lên ý tưởng, rồi lấy đó làm định hướng cho cảm hứng sáng tạo các mẫu sản phẩm. Các mẫu trang sức sau khi sáng tạo sẽ được thiết kế 2D, 3D trước khi đưa sang xí nghiệp để sản xuất.

Từ mẫu thiết kế, xí nghiệp in mẫu 3D và tạo phôi nhựa cho sản phẩm. Phôi chính là cơ sở tạo khuôn thạch cao trước khi nhựa được nóng chảy cho ra khuôn rỗng để đúc sản phẩm trang sức.

Bình quân phòng thiết kế PNJ sáng tạo khoảng 224 mẫu/tháng.

→ Rủi ro ở khâu này đến từ việc mất mát nhân sự là các nhà thiết kế có thực lực vào tay các đối thủ cạnh tranh. Một rủi ro khác có thể xem xét là khả năng nhận biết và bắt kịp xu hướng thời trang của thị trường của các nhà thiết kế.

3. Khâu sản xuất

Bao gồm hai nhân tố chính là trình độ **công nghệ** và yếu tố **con người**:

Xí nghiệp nữ trang PNJ với số vốn 120 tỷ đồng và công suất sản xuất trên 4 triệu sản phẩm/năm và là một trong những xí nghiệp chế tác nữ trang lớn nhất khu vực châu Á với diện tích 3,500 m². Quy mô nhà xưởng gồm 6 tầng, có tổng diện tích xây dựng 12,500 m².

→Hiện tại PNJ mới chỉ khai thác trên 50% công suất của xí nghiệp và 90% nguồn nhân lực tại chỗ do đó rủi ro quá tải công suất là rất khó xảy ra đồng thời nhu cầu đầu tư tài sản cố định cho tới 2025 là không đáng kể.

Yếu tố con người:

Ngành nữ trang luôn đòi hỏi chế tác thủ công, đặc biệt đối với các dòng sản phẩm cao cấp của PNJ như CAO Fine Jewelry nên chất lượng của đội ngũ thợ kim hoàn là yếu tố quyết định chất lượng sản phẩm và thành bại của doanh nghiệp. Đội ngũ thợ kim hoàn của PNJ hoàn toàn do doanh nghiệp tuyển mới và đào tạo từ đầu. Trong quá trình làm việc bộ phận chuyên môn sẽ phát hiện và đào tạo nâng cao đối với các thợ có tay nghề cao và tăng mức hỗ trợ đãi ngộ để giữ chân lao động. PNJ đang có khoảng 1,000 thợ kim hoàn, trong số này, trên 160 thợ kim hoàn được xếp vào nhóm “nghệ nhân kim hoàn” và chiếm khoảng 70% lượng nghệ nhân của Việt Nam.

→ Mất lao động tay nghề cao (đặc biệt là các nghệ nhân kim hoàn) vào tay các đối thủ cạnh tranh là rủi ro thường trực của PNJ từ khi thành lập đến nay. Các chính sách của PNJ để giữ chân thợ tay nghề cao bên cạnh lương, thưởng bao gồm ESOP và xây dựng văn hóa doanh nghiệp gắn kết.

4. Hoạt động phân phối

Phân phối sỉ: Khách hàng tới cửa hàng PNJ nhận hàng hoặc PNJ tự vận chuyển

vật liệu (vàng, hoặc bạc, đá,...) thành những phần rời rạc và sau đó hàn, ráp chúng lại với nhau thành một mẫu như thiết kế ban đầu. Ngoài ra, họ có thể chạm khắc hoa văn làm tăng vẻ sắc sảo tinh tế cho món hàng.

Ngày nay, ngành kim hoàn còn ứng dụng công nghệ laser, công nghệ CAD-CAM, công nghệ đúc với hột đá, công nghệ cắt gọt với dao kim cương,... để hỗ trợ cho chế tác sản xuất làm cho nghề nghiệp trong ngành kim hoàn rất đa dạng và có xu hướng chuyên môn hóa cao.

Thợ kim hoàn thường chuyên làm việc trong những tiệm nữ trang nhỏ lẻ, hoặc những công ty sản xuất lớn hoặc làm việc độc lập tại cơ sở riêng của họ.

PNJ Art là chuỗi cửa hàng chuyên cung cấp các đồ mỹ nghệ kim hoàn, các sản phẩm quà tặng dành cho khách hàng doanh nghiệp.

PNJ sử dụng Data Analytics để phân tích và tối ưu hóa lượng hàng tồn kho, lượng hàng trên đường di chuyển. Bởi các sản phẩm của PNJ như trang sức vàng, bạc thường nhỏ nhưng giá trị rất là lớn, và chi phí tài chính cũng rất lớn.

PNJ cũng áp dụng công nghệ Computer vision kết hợp với trí tuệ nhân tạo, biến những chiếc camera an ninh trở thành camera giúp đọc được hành vi khách hàng, hành vi của nhân viên bán hàng. Từ đó giúp DN bố trí lại quầy kệ trong cửa hàng, tạo thuận lợi cho luồng di chuyển của khách, tối ưu hóa hiệu quả sử dụng nhân viên cũng như sắp xếp lại ca, kíp.

Một trường hợp không thành công trong ngành kim hoàn, Precita – thương hiệu thuộc CTCP Vàng bạc Đá quý Bến Thành (BTJ) lỗ nặng trong nhiều năm. Cho dù được Mekong Capital rót vốn từ giữa năm 2016 và đưa ra một tầm nhìn định hướng sáng sủa, Precita vẫn lỗ khoảng 109 tỷ đồng trong 3 năm sau đó. Sau cùng, Mekong Capital thoái vốn. Precita hiện đã mất hút trên thị trường.

Phân phối đến cửa hàng PNJ: PNJ hiện đang có 4 tổng kho tại Tp.HCM, Cần Thơ, Đà Nẵng và Hà Nội với mức độ an ninh nghiêm ngặt do đặc thù hàng hóa lưu kho có giá trị cao. Để vận chuyển đến các chi nhánh ở xa như Đà Nẵng, Hà Nội, PNJ có chuyên viên vận tải chuyên biệt qua đường hàng không và xe Ô tô chuyên dụng với sự có mặt của cơ quan chức năng. Hoạt động phân phối của PNJ trên quy mô cả nước được thực hiện định kỳ theo tuần.

Bán lẻ: Tính đến cuối tháng 1/2021 PNJ có 339 cửa hàng trên toàn quốc trong đó có 301 cửa hàng (CH) PNJ Gold, 32 CH PNJ Silver, 3 CH CAO Fine Jewelry và 3 CH PNJ Art. Ngoài ra còn có 66 cửa hàng PNJ Watch theo mô hình shop-in-shop tức là cửa hàng vàng sẽ bán thêm các sản phẩm đồng hồ (không bao gồm đồng hồ thông minh).

Các cửa hàng của PNJ đang được chia thành 3 nhóm chính:

- **Cửa hàng cấp 1:** Tổng chi phí đầu tư và hàng tồn kho khoảng 12 – 14 tỷ đồng.
- **Cửa hàng cấp 2:** Tổng chi phí đầu tư và hàng tồn kho khoảng 8 tỷ đồng.
- **Cửa hàng cấp 3:** Tổng chi phí đầu tư và hàng tồn kho khoảng 6 tỷ đồng

Toàn bộ việc quản lý hàng tồn kho và hoạt động bán hàng trực tiếp được thực hiện trên hệ thống phần mềm SAP 4HANA, phân hệ quản lý hàng tồn kho và bán hàng. Nhờ đó Ban lãnh đạo và các phòng ban liên quan của PNJ có thể ngay lập tức truy xuất dữ liệu, kết quả kinh doanh của từng cửa hàng theo thời gian thực (Real-time) và tăng đáng kể hiệu quả quản lý cũng như kiểm soát rủi ro.

Ngoài ra hệ thống SAP và việc đầu tư vào AI (Trí tuệ nhân tạo) cũng giúp PNJ kết nối và hiểu nhu cầu của khách hàng để mang đến trải nghiệm tốt hơn, là bàn đạp để PNJ phát triển thêm kênh phân phối mới và lĩnh vực kinh doanh liên quan đến thương mại điện tử.

Các đối thủ cạnh tranh

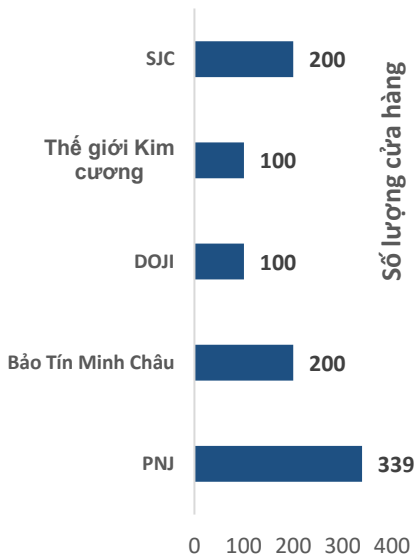
Ngành trang sức thế giới vốn đã quá quen thuộc với các thương hiệu nổi tiếng như Tiffany, Swarovski hay Jacobs & Co. Còn tại Việt Nam, thị trường đang “bội thực” bởi những thương hiệu “mới nổi” như Shimmer hay FloralPunk. Tuy nhiên, đây là những thương hiệu đánh theo thị trường ngách và không có sức cạnh tranh cao. Điểm chung của các loại hình này là gia công ngoài hoặc nhập hàng từ Trung Quốc hoặc Thái Lan với các thiết kế đã được định hình sẵn trên thị trường.

Việc tăng trưởng doanh thu - lợi nhuận hay thậm chí là tăng trưởng về quy mô kinh doanh so với quá khứ hầu như không phải là chỉ báo tốt để hiểu được tính bền vững trong tương lai. Vấn đề cốt lõi nằm ở sự khác biệt để các đối thủ trong ngành khó hoặc không thể “bắt chước” được.

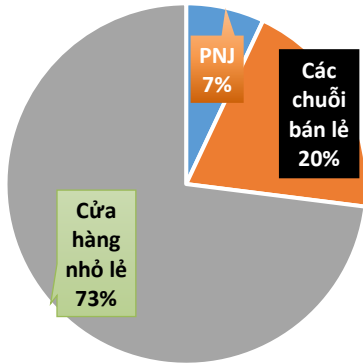
Hiện nay, ngành trang sức được chia thành 3 phân khúc khác nhau với thấp cấp, trung cấp và cao cấp. Với cả ngàn thương hiệu lớn và nhỏ lẻ, thị trường đang “bão hòa thương hiệu” với những tên tuổi như PNJ, Doji, SJC, Bảo Tín Minh Châu, Phú Quý và những thương hiệu bé hơn như Shimmer và FloralPunk. Các thương hiệu bắt đầu cạnh tranh nhau quyết liệt ở mảng này, thể hiện qua việc các cửa hàng trang sức “mọc” lên nhanh chóng.

Có 3 yếu tố cốt lõi một doanh nghiệp bán lẻ trang sức giúp khẳng định lợi thế cạnh tranh **(1) Năng lực quản trị SX và cung ứng, (2) Hệ thống phân phối mạnh mẽ và (3) Vị thế nhà cung cấp tối cao.** Yếu tố (1) ở đây bao hàm nhà máy hiện đại với công suất vượt trội cùng năng lực quản trị SX và cung ứng. Ngoài ra, yếu tố (1) cũng bao hàm cả đội ngũ thiết kế và lao động lành nghề. Sở hữu dây chuyền SX hiện đại, đội ngũ thiết kế 50 thành viên và lực lượng nghệ nhân, thợ kim hoàn hơn 1,000 người, hằng năm, PNJ tung ra thị trường hơn 4 triệu sản

phẩm. Từ trang sức vàng, bạc đến đá quý và kim cương. Công suất hiện tại của PNJ đạt 5 - 6 tấn/năm, chỉ chạy 50 - 75% tổng khả năng cung ứng. Với công suất tối đa 8 tấn/năm, PNJ hoàn toàn có thể cung ứng ra thị trường thêm 1.3 - 1.5 triệu sản phẩm trong 1 - 3 năm tới, nâng tổng năng lực cung ứng trên 6 triệu sản phẩm/năm. Xét trên toàn thị trường, năng lực cung ứng của PNJ vượt xa các đối thủ cùng phân khúc, đứng vào Top 10 nhà máy có công suất lớn nhất Châu Á. Đây là nền tảng để PNJ có thể giảm chi phí sản xuất trên mỗi thành phẩm và áp đảo số lượng cung ứng của đối thủ trước khi toàn ngành “rục rịch” tăng công suất. Trên hết, khi nhu cầu bùng nổ, PNJ hoàn toàn có thể nâng công suất chạm mức trần hoặc xa hơn là nâng công suất để đón đầu miếng bánh ngành.



Thị phần



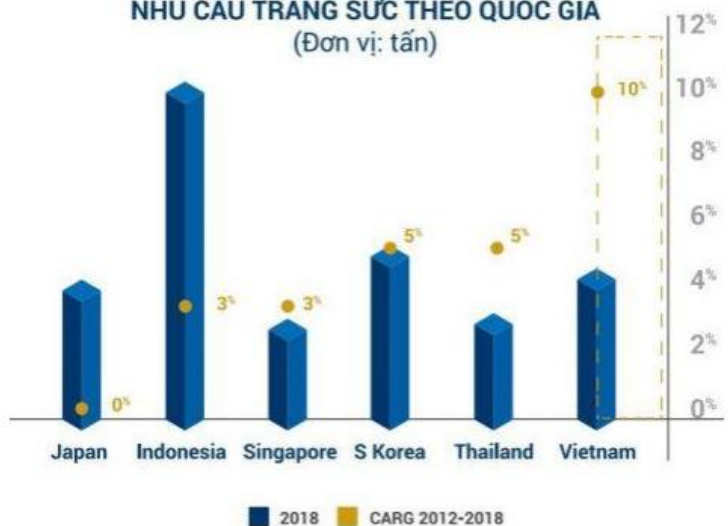
Nguồn: VCB

CAO đang từng bước chinh phục khách hàng bởi sự đẳng cấp và khác biệt độc đáo. Sự phối hợp giữa đội ngũ thiết kế trẻ, giàu sức sáng tạo và những nghệ nhân bậc thầy đã tạo ra nhiều tuyệt tác tinh xảo, có giá trị thẩm mỹ, giá trị nghệ thuật cao, đồng thời tái hiện hơi thở cuộc sống đương đại một cách đầy sống động. Trong năm 2020, CAO đã thành công trong việc đổi mới mô hình bán hàng CAO + Watch thông qua việc phân phối sản phẩm trong hệ thống cửa hàng Shop-in-Shop của PNJ.



Trong khi đó, yếu tố (2) là một điều cốt lõi khi hệ thống bán lẻ phải có khả năng phân phối đến khách hàng rộng nhất. Tính tới 01/2021, PNJ hiện đang có 339 cửa hàng và kế hoạch mở thêm 40 – 50 cửa hàng nữa giai đoạn 2020 – 2025 cũng như mở rộng mạng thương mại điện tử. Tính rộng ra, hệ thống cửa hàng của PNJ hiện đang nhiều vượt trội so với các đối thủ gần nhất là Bảo Tín Minh Châu (BTMC) và DOJI. Với 200 cửa hàng bán lẻ, BTMC là đối thủ tiềm tàng nhất có thể đe dọa PNJ lúc này. Tuy nhiên, cục diện thị trường đã khá rõ ràng với BTMC chỉ có hệ thống phân phối từ Quảng Trị đổ lên, trong khi đó, PNJ có hơn 80% cửa hàng ở miền Nam. Xa hơn, khi nhu cầu trang sức ở Việt Nam đạt mức trung bình Châu Á, đây sẽ là dư địa lớn để cả hai ông lớn này tăng thị phần thông qua chuỗi cung ứng và phân phối mạnh mẽ.

NHU CẦU TRANG SỨC THEO QUỐC GIA (Đơn vị: tấn)



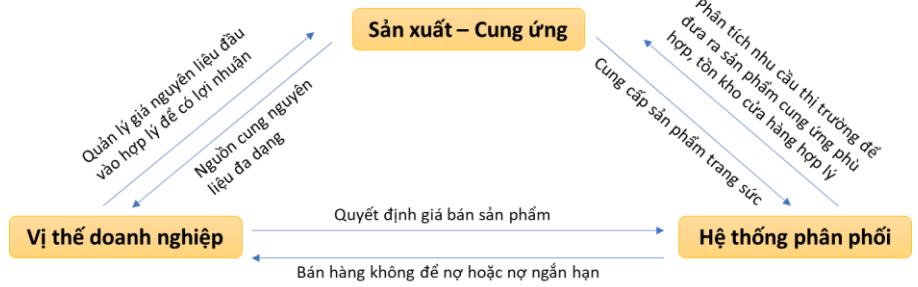
Đi xa hơn, yếu tố (3) là nhân tố quan trọng quyết định đến sự thành bại của yếu tố (1) và (2). Mỗi quan hệ giữa 3 yếu tố này là bổ trợ và mật thiết. Yếu tố (3) chú trọng vào khả năng kiểm soát chi phí đầu vào và năng lực quyết định giá bán.



Nguồn: PNJ

Nguyên nhân dẫn việc gian lận tuổi vàng đến từ việc:

1. Người tiêu dùng thiếu hiểu biết cũng như hầu như không có khả năng kiểm tra hàm lượng vàng chính xác trong sản phẩm.
2. Doanh nghiệp nữ trang trong quá trình sản xuất có hao hụt. Tuy nhiên nếu phân bổ phần hao hụt này vào giá vốn sẽ dẫn đến giá thành sản phẩm tăng, lợi nhuận giảm. Do đó họ giảm tuổi vàng nhằm đẩy phần giá trị hao hụt này sang cho khách hàng. Hầu hết thị phần ngành vàng nữ trang chiếm trên 70% bởi các doanh nghiệp nhỏ lẻ (giá thấp) dẫn đến quy trình sản xuất khó đầu tư đầy đủ công đoạn thu hồi bụi vàng.



Tuy nhiên, không phải Doji hay SJC mới là đối thủ tạo sức ép cho PNJ mặc dù thương hiệu này có 13 cửa hàng. Không giống Doji hay SJC, cả PNJ và Thế giới Kim cương đều tập trung đổi mới và đẩy mạnh bán lẻ. Mức độ tập trung của thị trường này còn thấp, do khoảng hơn 70% thị trường thuộc về các cửa hàng nhỏ lẻ. Một miếng bánh lớn cho hai doanh nghiệp khai thác, cơ hội sẽ chia đều nếu doanh nghiệp đi đúng hướng.

Nếu PNJ có lợi thế mạnh về hệ thống, các hãng trang sức nhỏ lẻ lại có khả năng cạnh tranh hơn về giá. Theo một khảo sát về thói quen tiêu dùng về thời trang của Q&Me vào cuối năm 2017, giá thành là yếu tố quan trọng nhất trong việc đưa ra quyết định mua sắm, chiếm 23%. Theo một nghiên cứu của Nielsen, nhóm người trẻ sẽ đạt 40 triệu người trong một thập kỷ tới và chi tiêu khoảng 100 tỉ đồng mỗi năm. Thế hệ Millennials nhắm vào đối tượng khách hàng này, chiếm khoảng 35% dân số Việt Nam.

Quản lý Nhà nước đối với thị trường vàng ngày càng nghiêm ngặt

Thông tư 22/2013/TT-BKHCN quy định vàng trang sức, mỹ nghệ phải phù hợp và đúng với tiêu chuẩn về chất lượng và đo lường. Sản phẩm phải có đóng mã ký hiệu, hàm lượng vàng trên từng sản phẩm mới được lưu thông trên thị trường. Mức sai số cho phép cũng chỉ từ 0.1 - 0.3%. Bên cạnh đó, dụng cụ đo lường cũng phải được chi cục tiêu chuẩn đo lường chất lượng kiểm định chất lượng và dán tem đạt chuẩn và kẹp chì niêm phong mới được đưa vào sử dụng trong kinh doanh.

Trước đó, thị trường gần như không có chuẩn chung nào cho sản phẩm vàng nữ trang. Bên cạnh đó, hầu hết các tiệm vàng đều lấy hàng từ người bán sỉ (chành) hoặc tự gia công. Do vậy, tuổi vàng của các sản phẩm là do các chủ tiệm tự đưa ra. Quy định của Thông tư 22 là giải pháp bảo vệ quyền lợi của người tiêu dùng, thước đo giá trị này giúp người tiêu dùng tránh phải mất tiền với những món hàng nữ trang bị "ăn gian" tuổi. Trên thị trường vàng nữ trang, người tiêu dùng thường dùng sản phẩm vàng 24k và 18k, 14K. Nhưng, thực tế không nhiều cửa hàng đảm bảo được sản phẩm của mình đủ tuổi. Chẳng hạn, vàng lưu hành trên thị trường chủ yếu là vàng 18K, tương đương 7.5 tuổi nhưng bị "ăn gian" còn 7 tuổi, thậm chí 6.8 tuổi; vàng 14K, tương đương 5.85 tuổi, cũng bị giảm còn 5.5 tuổi. Các sản phẩm "hàng chợ" có ký hiệu ST (6.8 tuổi) nhưng thực chất cũng bị bớt xén trong quá trình chế tác nữ trang nên chỉ còn khoảng 6.1 tuổi. Để khỏi "mất giá", người tiêu dùng chỉ biết là "mua đâu bán đó", tức hàng mua ở cửa hàng nào thì bán lại ngay cửa hàng đó.

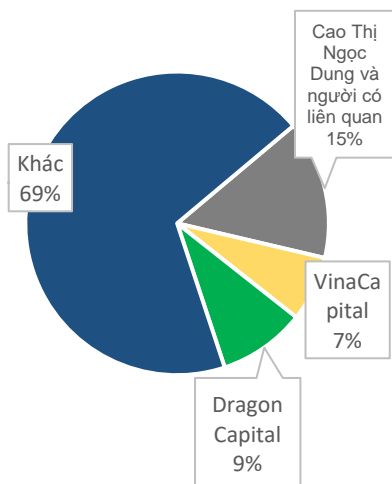
PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Bảng 1: Danh sách công ty con tại ngày 15/03/2021

Tên Công ty con	Hoạt động chính	Sở hữu
Công ty TNHH MTV Thời trang CAO	Kinh doanh trang sức, các sản phẩm cao cấp của PNJ	100%
Công ty TNHH MTV Giám định PNJ	Dịch vụ giám định vàng, kim cương, đá quý	100%
Công ty TNHH MTV Kỹ nguyên Khách hàng	Xưởng chế tác trang sức	100%
Công ty PNJP (Nhà máy số 2)	Xưởng chế tác trang sức	100%
Các doanh nghiệp khác	Hoạt động chính	Sở hữu
Ngân hàng TMCP Đông Á (EAB)	Ngân hàng (*đã trích lập dự phòng 100% cho khoản đầu tư này 395 tỷ)	7.7%
Công ty Cổ phần Người Bạn Vàng	Chuỗi cầm đồ	30%

Nguồn: PNJ

Cơ cấu cổ đông



Bà Cao Thị Ngọc Dung – Chủ tịch HĐQT của PNJ là cổ đông lớn nhất với tỷ lệ sở hữu 15%. Hai cổ đông lớn khác là nhóm quỹ Vina Capital và Dragon Capital với tỷ lệ nắm giữ lần lượt là 9% và 7%. Tháng 08/2020, nhóm quỹ do Dragon Capital quản lý đã mua 2.2 triệu cổ phiếu PNJ, nâng sở hữu lên 20,9 triệu cổ phiếu, tương ứng tỷ lệ 9.3%. Bên cạnh đó vào tháng 10/2020, nhóm quỹ do Vina Capital quản lý đã bán 708.500 cổ phiếu PNJ, giảm sở hữu còn 17,9 triệu cổ phiếu, tương ứng tỷ lệ 7%. Giao dịch của 2 quỹ trên đều được thực hiện thông qua thỏa thuận nội khối, do đó PNJ hiện vẫn đang kín room ngoại (49%).

PNJ rút vốn cho chuỗi cầm đồ

Hội đồng quản trị Công ty cổ phần Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ) vừa thông qua chủ trương góp vốn vào Công ty cổ phần Người Bạn Vàng, đồng thời hỗ trợ doanh nghiệp này khai thác nguồn vốn cần thiết trong quá trình hoạt động.

Công ty cổ phần Người Bạn Vàng được thành lập giữa năm 2017 với vốn điều lệ 1 tỷ đồng. Nửa năm sau, công ty tăng vốn lên 10 tỷ đồng và giữ nguyên ba cổ đông lớn. Trên website, công ty này tự giới thiệu là đối tác chiến lược của PNJ và hoạt động chính trong lĩnh vực cầm đồ theo chuỗi.

Trước năm 2007, doanh thu và lợi nhuận của PNJ tăng trưởng bình quân lần lượt 21% và 27% mỗi năm từ khi thành lập năm 1988. Sau năm 2007, khi giá vàng toàn cầu bước vào chu kỳ tăng mạnh, doanh thu của PNJ tăng thần tốc 67% mỗi năm trong giai đoạn 2007 – 2011 chủ yếu nhờ hoạt động giao dịch vàng miếng sôi động trên cả thị trường. Giai đoạn 2012 – 2020, tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt 13% mỗi năm, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận đạt 20% mỗi năm kể từ sau khi có Nghị định 24/2012/ND-CP, đây là mức cao nhất thị trường do PNJ có tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận chủ yếu đến từ nhóm vàng, bạc trang sức.

Nhóm vàng bạc:

Đây là nhóm mặt hàng chủ lực của PNJ chiếm hơn 95% doanh thu và lợi nhuận của PNJ được chia ra thành những nhóm nhỏ như sau:

Vàng miếng: Doanh thu vàng miếng chiếm 22% cơ cấu doanh thu trong năm 2020 và 21% trong năm 2019 với dòng sản phẩm vàng miếng SJC do Ngân hàng Nhà nước độc quyền quản lý. Lợi nhuận từ Kinh doanh vàng miếng rất thấp do biên lãi gộp chỉ khoảng 0.2% tùy từng thời điểm và đóng

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH



PNJ Gold: Khách hàng mục tiêu là nữ có độ tuổi từ 25 - 45, có mức thu nhập và chỉ tiêu từ trung bình khá trở lên. Tính đến cuối 2020, PNJ có 299 cửa hàng PNJ Gold.

PNJ Silver: Nhắm tới giới trẻ, độ tuổi 15 - 25, yêu thích thời trang và thích khẳng định mình. Tính đến cuối 2020, PNJ có 33 cửa hàng PNJ Silver.

CAO Fine Jewellery: Nhắm tới những khách hàng có thu nhập cao, du khách nước ngoài... sẵn sàng chi trả cho những món trang sức đắt tiền. Tính đến cuối 2020, PNJ có 4 cửa hàng CAO.

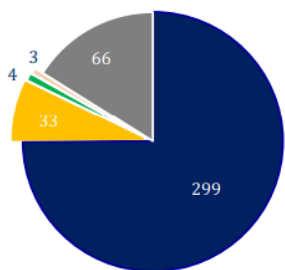
PNJ Art: cung cấp giải pháp Quà tặng Doanh nghiệp và sản phẩm Mỹ nghệ kim hoàn. Tính đến cuối 2020, PNJ có tổng cộng 3 cửa hàng PNJ Art.

PNJ Watch: Kinh doanh đồng hồ, tập trung vào phân khúc trung và cao cấp; Ngoài ra PNJ còn mở các chuỗi hệ thống cửa hàng như **PNJ Next** với không gian tương tác mở, nhân viên bán hàng đứng cùng phía với khách hàng thay vì đứng sau quầy tủ như tại hệ thống các cửa hàng trước đó, nhằm tạo sự thân thiết, gần gũi, thân mật với khách hàng.

339 Cửa hàng trên toàn quốc

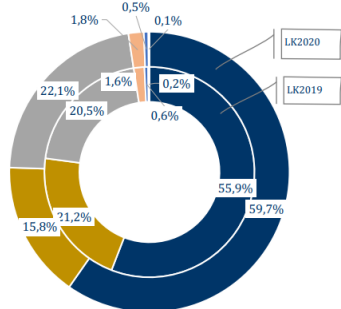


SỐ LƯỢNG CỬA HÀNG PNJ



■ PNJ Gold ■ PNJ Silver ■ CAO ■ PNJ Art ■ PNJ Watch

TỶ TRỌNG DOANH THU LŨY KẾ 2020



■ Lê ■ Sĩ ■ Vàng miếng ■ B2B ■ Xuất khẩu ■ Khác

lãi gộp.

Nhóm vàng nữ trang: Đây là mặt hàng chủ lực của PNJ. Nhóm này gồm 3 nhóm nhỏ chính đó là trang sức bán sỉ, bán lẻ, xuất khẩu và B2B. Tỷ trọng nhóm này trong cơ cấu doanh thu trung bình ở mức 78% trong đó bán lẻ chiếm 58%, bán sỉ chiếm 22% và xuất khẩu cũng như B2B chiếm 3%.

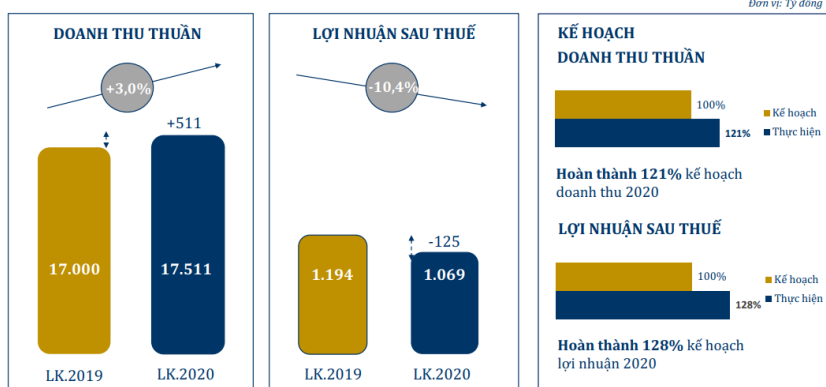
Mảng bán sỉ: Cung cấp sản phẩm cho các doanh nghiệp vàng bạc, đá quý không có khả năng sản xuất nữ trang với số lượng lớn. Trong năm 2020, doanh thu bán sỉ giảm -23.2% YoY do nhu cầu suy giảm cũng như đại dịch COVID-19 làm rất nhiều cửa hàng liên tục đóng cửa. Kỳ vọng trong giai đoạn 2021 - 2025, mảng này sẽ tăng trưởng 10% mỗi năm. PNJ hiện đã tự chủ và bán sỉ những sản phẩm cao cấp ra ngoài thị trường. Bên cạnh đó, công ty cũng sẽ nâng cấp nhà máy cũ để đưa ra những sản phẩm kim cương gắn mắc PNJ sản xuất thay vì gia công và nhập khẩu như hiện tại.

Mảng bán lẻ: Tuy năm 2020 nhu cầu suy giảm do đại dịch nhưng mảng bán lẻ của PNJ vẫn khởi sắc. Mảng bán lẻ vận hành thông qua các chuỗi hệ thống cửa hàng nhắm vào các phân khúc khách hàng với độ tuổi và mức thu nhập khác nhau. Kênh bán lẻ bắt đầu tăng trưởng trở lại từ tháng 9/2020 kể từ khi dịch bệnh có dấu hiệu được kiểm soát tốt. Lũy kế doanh thu kênh lẻ PNJ tăng 10.2% YoY, lợi ngược dòng để tăng trưởng so với sự sụt giảm chung rất mạnh của thị trường trang sức trong năm 2020. Mảng này dự kiến đạt mức tăng trưởng 20% cho giai đoạn 2021 - 2025.

Nhóm bạc nữ trang: Nhóm sản phẩm này tuy chỉ chiếm tỷ trọng khá nhỏ trong cơ cấu doanh thu của PNJ (2%) nhưng lại đóng góp khá lớn vào cơ cấu lãi gộp của PNJ (10%). Nhóm này bao gồm nhiều phân khúc sản phẩm nhỏ như bạc nữ trang trơn, bạc nữ trang có đính đá quý, các loại đá quý và đá bán quý, phụ kiện trang sức, phụ kiện thời trang, xuất khẩu trang sức bạc... với tỷ lệ tăng trưởng bình quân trong giai đoạn 2013 - 2020 khoảng 13% YoY.

Nhóm vàng bạc nữ trang cao cấp (CAO Fine Jewelry): nhóm hàng này chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong cơ cấu doanh thu của PNJ (khoảng 1%). Đây là một nhóm hàng chiến lược của PNJ dành cho phân khúc thị trường cao cấp vốn chưa phát triển mạnh tại Việt Nam, do đó dự địa tăng trưởng của nhóm này trong tương lai là khá khả quan.

Mảng xuất khẩu: chỉ chiếm 0.1% và hầu như không tăng trưởng do dịch COVID-19 làm suy yếu nhu cầu đối với các sản phẩm xa xỉ, một phần nữa mảng xuất khẩu trong những năm tới cũng sẽ khó đạt tăng trưởng do PNJ tập trung nguồn lực để sản xuất trong nước và nâng cao thị phần nội địa vốn vẫn đang nằm trong tay những doanh nghiệp nhỏ lẻ. PNJ xuất khẩu trang sức sang các thị trường chủ yếu thuộc châu Á như Ấn Độ, Hong Kong, Singapore, Thái Lan, Indonesia.



Một điểm nhấn của PNJ trong 2021 là dự án nhà máy số 2 tại Long An với mục tiêu xử lý các sản phẩm có tác động đến môi trường như hàng xi, mạ. Nhà máy số 1 thuộc khu dân cư chủ yếu xử lý các sản phẩm cao cấp hơn và dần thay thế các mặt hàng nhập khẩu. Điều này sẽ giúp giảm chi phí thuế nhập khẩu cho Công ty. Tuy vậy bởi tình hình kinh doanh 2021 còn chưa rõ ràng, dự án Nhà máy số 2 này sẽ được nghiên cứu kỹ càng. Tính đến nay, PNJ cũng mới chi 15 tỷ cho xử lý môi trường, xi mạ, phun kim.

CƠ CẤU CHI PHÍ, TÀI SẢN – NGUỒN VỐN

Doanh thu khác: đến từ nhóm phụ kiện và dịch vụ kiểm định. Nhóm này cũng chiếm tỷ trọng khá thấp trong cơ cấu doanh thu của PNJ (0.1%) nhưng lại có biên lãi gộp bình quân đến 27% (chủ yếu do đóng góp của nhóm dịch vụ kiểm định và nhóm phân phối đồng hồ hàng hiệu).

Bên cạnh đó, vàng miếng sẽ không phải là trọng tâm kinh doanh trong 2021. Core chính của PNJ là nữ trang, nên hàng tồn kho sẽ được tối ưu qua nhiều tài sản, bao gồm cả vàng miếng, Tuy vậy, không có con số cố định cho tỷ trọng vàng miếng trên hàng tồn kho, bởi tỷ trọng này phụ thuộc vào chiến lược kinh doanh từng thời điểm. Chúng tôi cho rằng đây là bước đi khá hợp lý, khi mà dịch COVID-19 còn chưa biết đâu là điểm dừng thì doanh nghiệp cũng cần linh hoạt trong kế hoạch kinh doanh của mình.

Đối với mảng kinh doanh đồng hồ và phụ kiện, PNJ đã triển khai từ rất lâu, tuy nhiên công ty vẫn đang trong quá trình thăm dò, đầu tư về con người và kinh nghiệm chứ không ồ ạt đánh theo diện rộng. Đây cũng là điểm khác biệt của PNJ so với MWG hay FPT bởi PNJ đi vào chiều sâu, khai thác trực diện vào tệp khách trung lưu hàng hiện hữu. Doanh thu đồng hồ 2019 tăng gấp 3 lần 2018, và PNJ cũng sẽ nghiên cứu, so sánh 2 mô hình là Shop-in-shop và mở cửa hàng độc lập để tối ưu hóa chi phí cho mảng kinh doanh đầy hứa hẹn này.

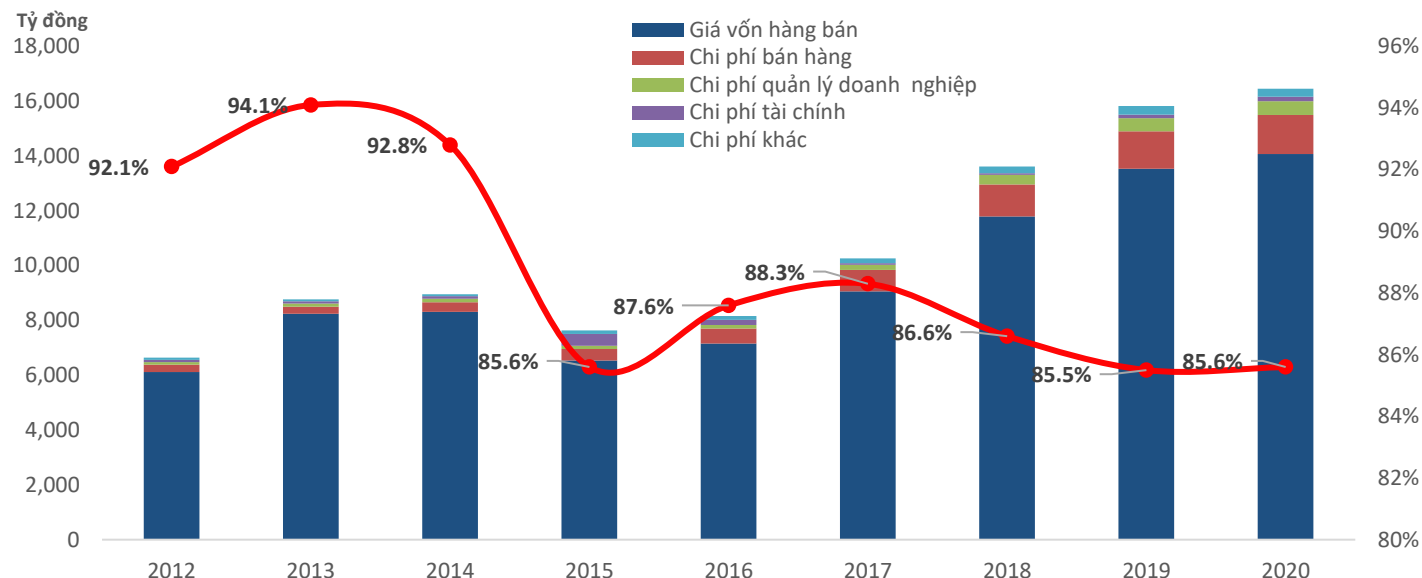
Mảng bán sỉ cũng sẽ ghi nhận nhiều sự thay đổi trong năm 2021 khi mà nhà máy số 1 được cải tiến và đưa ra thị trường những sản phẩm cao cấp hơn.

Giá vốn hàng bán (chủ yếu là chi phí nguyên liệu) sẽ chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí của PNJ trong giai đoạn 2014 – 2020 ở mức bình quân 85%. Do yếu tố thị trường, quản lý hàng tồn kho đóng vai trò quan trọng trong kinh doanh vàng miếng. Việc quản lý của các công ty cũng phải hết sức thận trọng để bảo toàn được biên lợi nhuận mỏng manh. Chỉ có những doanh nghiệp tham gia sâu vào chuỗi giá trị trong ngành kim hoàn mới có khả năng thu về lợi nhuận ấn tượng - PNJ là một trường hợp như vậy.

Xét về chỉ tiêu vòng quay hàng tồn kho (tính bằng giá vốn hàng bán chia cho bình quân hàng tồn kho), hệ số này đã sụt giảm nhẹ còn 2.07 lần trong năm 2020, trong khi đạt gần 2.26 trong 2019 và 2.82 lần ở năm 2018. Hệ số vòng quay hàng tồn kho càng cao càng cho thấy doanh nghiệp bán hàng nhanh và hàng tồn kho không bị ứ đọng nhiều. Tuy nhiên nếu nhìn vào cơ cấu chi tiết hàng tồn kho thì thành phẩm đã có xu hướng giảm nhẹ so với 2019 dù vẫn ở mức rất cao (hơn 4,150 tỷ). Bên cạnh đó, dự trữ sẵn cho mùa cao điểm kinh doanh cũng có thể là nguyên nhân PNJ chủ động tăng lượng tồn kho. Cũng phải lưu ý rằng, PNJ đã ra khá nhiều mẫu sản phẩm mới trong các tháng qua. Đa dạng sản phẩm là chiến lược giúp đáp ứng được nhu cầu ngày càng cao của khách hàng nhưng cũng là con dao hai lưỡi nếu sản phẩm khó tiêu thụ.

PNJ cũng dự trữ vàng miếng, đây cũng là khoản tích lũy thanh khoản của Công ty giai đoạn này. Ban lãnh đạo cho rằng, PNJ kinh doanh mảng chính là trang sức, còn hàng tồn Công ty sẽ tối ưu thông qua nhiều tài sản bao gồm vàng miếng. Đặc thù ngành hàng nữ trang không giống các hàng tồn bán lẻ khác, vì giá trị hàng tồn kho không bị mất giá, nên nếu PNJ tiếp tục mở mới cửa hàng, thì hàng tồn kho có thể vẫn còn tăng. Giai đoạn COVID-19 cũng là giai đoạn mà PNJ phải dự phòng cho tính thanh khoản và phải chấp nhận lãi suất tiền vay tăng để tăng thanh khoản cho kinh doanh.

Biểu đồ 2: Cơ cấu chi phí PNJ



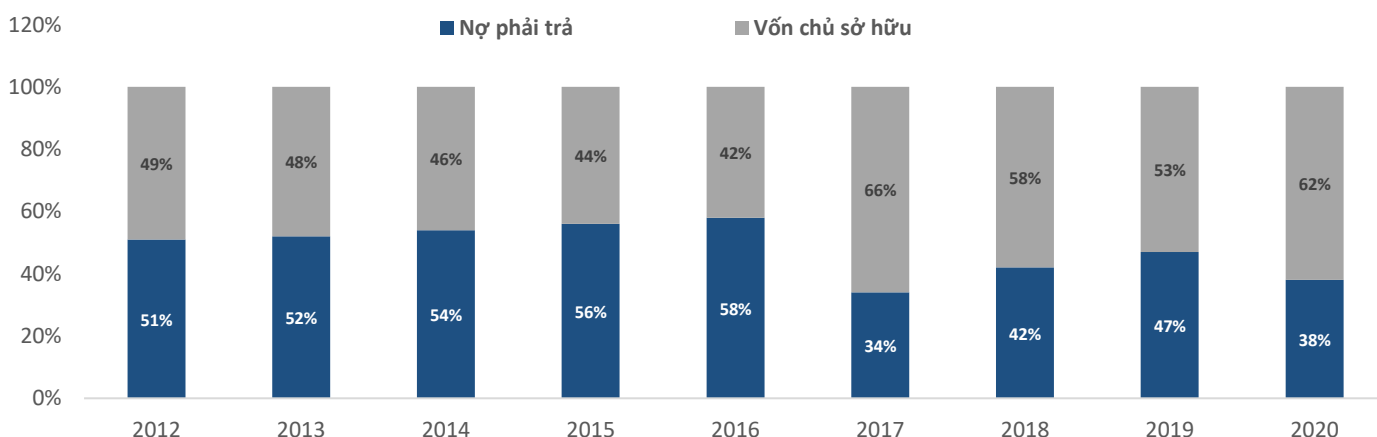
Tỷ trọng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp so với doanh thu thuần của PNJ trong năm 2020 lần lượt là 8.1% và 2.9%. Tổng chi phí hoạt động của PNJ chỉ khoảng 11% và thấp hơn nhiều lần so với các doanh nghiệp nữ trang lớn khác trên thế giới (khoảng 15%) và trung bình ngành hàng tiêu dùng (khoảng 26%).

Do đó, dự phóng cho giai đoạn 2021 – 2025, chúng tôi ước tính tỷ trọng chi phí hoạt động của PNJ sẽ tăng dần qua các năm, đặc biệt là chi phí bán hàng nhằm phù hợp với chiến lược tập trung phát triển hoạt động bán lẻ của PNJ trong các năm sắp tới. Chi phí hoạt động kỳ vọng sẽ tăng đến mức 15% doanh thu thuần vào năm 2025.

Cơ cấu Tài sản - Nguồn vốn

Cơ cấu nguồn vốn của PNJ dự kiến sẽ dịch chuyển theo hướng giảm dần tỷ trọng Nợ phải trả và tăng dần tỷ trọng Nguồn vốn do trong suốt giai đoạn 2021 – 2025, PNJ dự kiến sẽ không có khoản vay nợ dài hạn nào và vốn vay chủ yếu để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động trong kỳ. Cán cân Nợ - Vốn vào năm 2022 được kỳ vọng ở mức 40% - 60%.

Biểu đồ 3: Cơ cấu tài sản – nguồn vốn PNJ



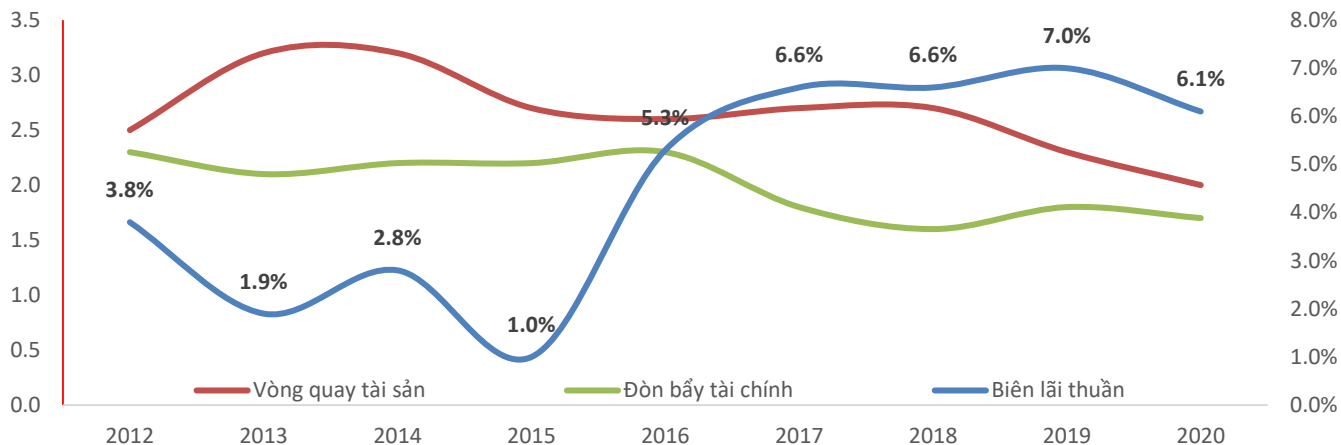
Về hàng tồn kho và tiền mặt

Vàng chiếm tỷ trọng lớn trong hàng tồn kho (khoảng 33% đối với cả vàng nguyên liệu và vàng miếng) nhưng có thanh khoản khá cao và dễ chuyển thành tiền. PNJ có lợi thế hơn những đơn vị khác vì PNJ là đơn vị tiêu thụ vàng, cũng là người mua vàng nên luôn có sự đa dạng để đảm bảo sự hài hòa và cân bằng tại mọi thời điểm. PNJ không chủ trương kinh doanh vàng miếng nhưng tối ưu hóa hàng tồn kho tùy từng thời điểm.

Về hàng tồn kho và tiền mặt

Vàng chiếm tỷ trọng lớn trong hàng tồn kho (khoảng 33% đối với cả vàng nguyên liệu và vàng miếng) nhưng có thanh khoản khá cao và dễ chuyển thành tiền. PNJ có lợi thế hơn những đơn vị khác vì PNJ là đơn vị tiêu thụ vàng, cũng là người mua vàng nên luôn có sự đa dạng để đảm bảo sự hài hòa và cân bằng tại mọi thời điểm. PNJ không chủ trương kinh doanh vàng miếng nhưng tối ưu hóa hàng tồn kho tùy từng thời điểm.

Biểu đồ 4: Phân tích Dupont - PNJ



CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 2020

PNJ đang triển khai nhà máy thứ 2 tại Long An và được sử dụng cho các công đoạn si mạ, gia công sản phẩm, đáp ứng nhu cầu khách hàng, năng suất bước đầu khoảng hơn 500,000 sản phẩm/năm. Còn xí nghiệp tại Tp. HCM sẽ được nâng cấp để có thể sản xuất những sản phẩm hàm lượng công nghệ cao nhằm giảm tỷ trọng hàng nhập khẩu.

Năm 2020, PNJ ghi nhận doanh thu thuần đạt 17,511 tỷ đồng (+3% YoY), vượt 21% kế hoạch doanh thu. Mức tăng trưởng doanh thu của PNJ trong năm 2020 chủ yếu đến từ bán lẻ trang sức và vàng miếng.

Mảng bán lẻ trang sức đạt 10,454 tỷ đồng, tăng 10% YoY nhờ (i) Dịch Covid-19 được kiểm soát tốt; (ii) Sức mua phục hồi; (iii) Các dịp lễ và mùa cưới cuối năm; (iv) PNJ triển khai có hiệu quả các chương trình và đổi mới cách tiếp cận khách hàng.

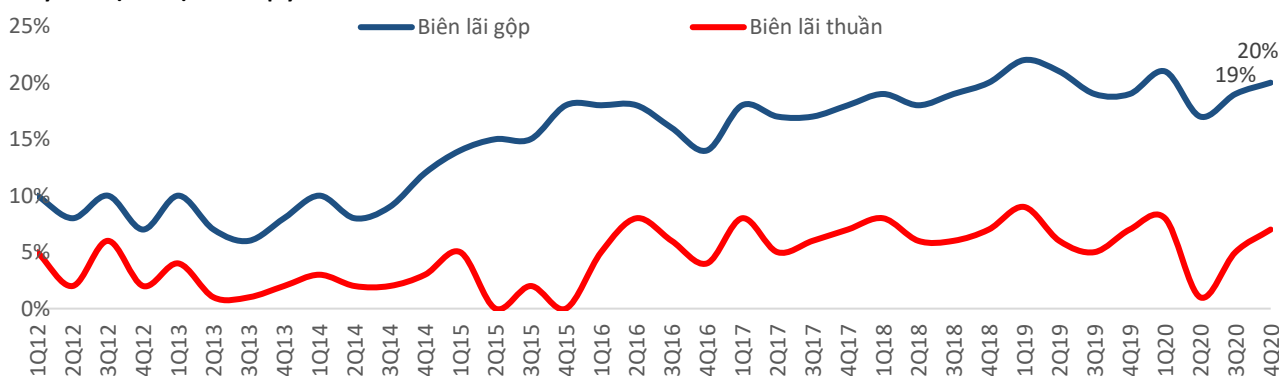
Vàng miếng: tăng trưởng 11% YoY, đạt 3,870 tỷ đồng do nhu cầu tích trữ tài sản vàng miếng tăng nóng trong quý 2/2020 và giá vàng thế giới tăng cao.

Mảng bán sỉ: doanh thu kênh bán sỉ đạt 2,912 tỷ đồng (-19.2% YoY). Sức mua của các khách hàng sỉ vẫn bị ảnh hưởng do sức mua thị trường trang sức còn thấp. Tuy nhiên mảng xuất khẩu và khách hàng doanh nghiệp có sự phục hồi sau khi tình hình các nước xuất khẩu ổn định hơn trước tin có vắc-xin đạt 402 tỷ đồng (+7.7%YoY).

Mảng kinh doanh đồng hồ: Chiếm tỷ trọng không đáng kể trong cơ cấu doanh thu của PNJ. Năm 2020, PNJ đã mở mới 40 cửa hàng đồng hồ, nâng tổng số lên 66 cửa hàng trên toàn quốc và có kế hoạch mở thêm cửa hàng đồng hồ theo mô hình shop-in shop. Ngoài ra, công ty tập trung kinh doanh những sản phẩm đồng hồ cao cấp, có tính thời trang cao, phù hợp với những sản phẩm trang sức hiện có của công ty.



Biểu đồ 5: Tỷ suất lợi nhuận theo quý





PNJ đã chủ động điều tiết tốc độ mở cửa hàng trong năm 2020 do ảnh hưởng của dịch COVID19, chủ yếu tập trung khai thác thêm các địa điểm có vị thế tốt, đón đầu xu hướng khi thị trường hồi phục sau dịch. Tổng số cửa hàng tiếp tục tăng ở thị trường loại 2 và 3. Trong năm, PNJ mở mới 29 cửa hàng Gold và đóng 36 cửa hàng (đa phần là PNJ Silver) để tái cơ cấu vị trí cửa hàng mới và chi phí thuê tốt hơn. Tại thời điểm cuối năm, PNJ đang có 299 cửa hàng PNJ Gold, 33 cửa hàng PNJ Silver, 4 cửa hàng Cao Fine Jewellery, 3 cửa hàng PNJ Art, trong đó có 66 cửa hàng PNJWatch theo mô hình S-i-S. Hoàn thành mục tiêu tối ưu hóa doanh thu trên mỗi cửa hàng.

Biên lợi nhuận gộp trong 2020 đạt 19.6%, giảm 0.8 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm ngoái do tăng tỷ trọng doanh thu vàng miếng (chỉ chiếm 0.5% lợi nhuận gộp của PNJ) và gia tăng nhiều chương trình khuyến mãi trong Q4.

Đầu tháng 11, PNJ cũng đã đưa nhãn hiệu Style by PNJ vào vận hành, với các sản phẩm mang tính cá nhân hóa và phù hợp với các phong cách riêng của từng phân khúc khách hàng. Hiện các sản phẩm của thương hiệu này chủ yếu được bày trí theo mô hình shop-in-shop.

Tổng chi phí hoạt động trong năm 2020 tăng nhẹ 4% YoY. Tỷ lệ chi phí hoạt động/DTT trong năm 2020 vẫn được kiểm soát ở mức 11%, đi ngang so với kỳ năm 2019. Với việc triển khai chiến lược số hóa, năng suất của đội ngũ chế tác cũng như bán hàng được cải thiện, giúp tối ưu hóa chi phí sản xuất và bán hàng. Kết quả là tỷ lệ chi phí hoạt động/DTT hiện duy trì ngang mức kế hoạch của Công ty.

Năm 2021, PNJ sẽ tiếp tục mở thêm 40 tới 45 cửa hàng được thiết kế phù hợp với đặc tính của từng khu vực. Ước tính hoạt động kinh doanh của PNJ trong năm 2021 với Doanh thu thuần và Lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 19,799 tỷ đồng (+13.1%YoY) và 1,266 tỷ VND (+18.4% YoY).

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2021

Bảng 2: Dự phóng kết quả kinh doanh của PNJ 2021 – 2025

Báo cáo KQKD (Tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	14,571	17,001	17,511	19,799	22,122	24,774	27,643	30,838
Bán lẻ	11,934	9,499	10,506	12,003	13,505	15,305	17,286	19,555
Bán sỉ		3,608	2,912	3,203	3,524	3,876	4,263	4,690
Vàng miếng	2,608	3,496	3,882	4,282	4,682	5,082	5,482	5,882
Khác (B2B & Xuất khẩu)		398	211	311	411	511	611	711
Lợi nhuận gộp	2,779	3,461	3,435	3,980	4,469	5,029	5,639	6,322
Thu nhập tài chính	7	17	3	10	10	10	10	10
Chi phí tài chính	66	134	162	196	215	237	257	278
Chi phí lãi vay	61	115	154	187	194	226	237	273
Chi phí bán hàng	1,170	1,362	1,421	1,604	1,902	2,230	2,598	3,084
Chi phí quản lý	346	476	506	594	686	793	912	1,048
Lãi từ HĐKD	1,204	1,507	1,349	1,596	1,675	1,780	1,881	1,921
Thu nhập khác	5	5	5	5	5	5	5	5
Chi phí khác	(3)	(4)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)
Lợi nhuận trước thuế	1,205	1,507	1,346	1,593	1,672	1,777	1,878	1,918
Chi phí thuế TNDN	(246)	(313)	(277)	(327)	(343)	(364)	(385)	(393)
Lợi nhuận sau thuế	960	1,194	1,070	1,266	1,329	1,413	1,493	1,525
EPS	4,611	4,896	4,698	5,562	5,838	6,205	6,559	6,699
FCFF	461	544	614	740	907	969	1,077	1,124
FCInv		180	4	10	10	10	10	10
WCInv		588	597	688	590	637	619	633
Cân đối Kế toán	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tổng tài sản	6,438	8,603	8,483	9,820	10,797	11,853	12,877	13,925
Tiền	207	95	422	372	541	491	660	604

Khoản phải thu	155	130	100	230	139	274	187	327
Hàng tồn kho	4,968	7,030	6,545	7,837	8,739	9,714	10,660	11,627
Khác	75	78	77	80	80	80	80	80
Tài sản ngắn hạn	5,405	7,333	7,144	8,518	9,499	10,559	11,587	12,638
Tài sản cố định	954	1,134	1,138	1,148	1,158	1,168	1,178	1,188
Khấu hao	(235)	(248)	(262)	(276)	(290)	(304)	(318)	(332)
Khoản phải thu	57	71	77	70	70	70	70	70
Trả trước dài hạn	100	158	206	200	200	200	200	200
Khác	156	155	179	160	160	160	160	160
Tài sản dài hạn	1,033	1,270	1,339	1,302	1,298	1,294	1,290	1,286
Nợ ngắn hạn	2,677	4,018	3,232	3,918	4,309	4,731	5,141	5,560
Nợ dài hạn	16	8	9	10	10	10	10	10
Tổng nợ	2,693	4,026	3,242	3,928	4,319	4,741	5,151	5,570
Vốn chủ sở hữu	3,745	4,577	5,242	5,892	6,478	7,112	7,726	8,355
Vòng quay tồn kho	2.82	2.26	2.07	2.20	2.13	2.14	2.16	2.20
Vòng quay phải thu	122	119	152	120	120	120	120	120

ĐỊNH GIÁ

Công ty	Vốn hóa (USD Bn.)	P/E	P/B
PNJ	0.8	20.40	3.87
Chow Tai Fook Jewellery	13.9	30.79	2.08
Lao Feng Xiang Co., Ltd.	27.7	18.76	3.61
Pandora A/S	10.2	33.67	9.03
Jubilee Enterprise PCL	4.8	17.64	3.89
Trung bình		22.61	3.39
Giá Target (P/E)		125,800	
Công ty	GPM	ROE	ROA
PNJ	19.3%	21.0%	12.1%
Chow Tai Fook Jewellery	28.3%	10.2%	11.5%
Lao Feng Xiang Co., Ltd.	8.0%	20.4%	7.8%
Pandora A/S	75.6%	30.7%	9.3%
Jubilee Enterprise PCL	47.8%	23.5%	15.0%

Chúng tôi đưa ra các doanh nghiệp hoạt động trong ngành trang sức để so sánh với PNJ. Dữ liệu được sử dụng dựa trên số liệu cập nhật đến ngày 23/03/2021.

Tại mức giá đóng cửa ngày 30/03/2021 là 84,500 đồng/cp, PNJ đang được giao dịch tại mức P/E trailing 18.0 thấp hơn P/E trung bình của một số doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực (khoảng 22.6). EPS năm 2021 ước tính đạt 5,562 đồng/Cp.

Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu PNJ sẽ vào khoảng 89,000 đồng/cổ phiếu, tăng 9% so với giá hiện tại. Từ đó đưa ra khuyến nghị GIỮ cho cổ phiếu này. Các giả định như sau:

SSSG của PNJ tăng trưởng 10 - 12% trong 2021-2025 nhờ (1) Duy trì kênh bán lẻ trang sức và phục hồi kênh bán sỉ cho KH SME; (2) Đẩy mạnh marketing và khuyến mãi để kích thích tiêu dùng; (1.3) Trong trung - dài hạn, thu nhập khả dụng của người dân tăng lên nhờ cơ cấu trung lưu "Middle Class" tăng lên. (2) Tái cơ cấu các dòng sản phẩm có hàm lượng đá quý cao hơn để tăng BLNG từ 19.5 - 20%. (3) Tiếp tục mở 30 CH mới và nhân rộng mạng thương hiệu mới Style - by - PNJ theo mô hình shop-in-shop nhằm đánh trúng phân khúc khách hàng trẻ.

Phương pháp DCF dựa trên mô hình chiết khấu dòng tiền tự do FCFF với giả định lãi suất phi rủi ro là 4%, lãi suất vay nợ là 6%, WACC là 8.54% (Với giả định cơ cấu vốn mục tiêu Vốn chủ sở hữu - Nợ phải trả là 38% - 62%. Hệ số Beta tính theo tương quan giữa giá cổ phiếu PNJ và VNIndex từ 01/01/2011 đến hiện tại là 0.8. Nợ phải trả tại thời điểm cuối 2021 là 4,319 tỷ như dự phóng.

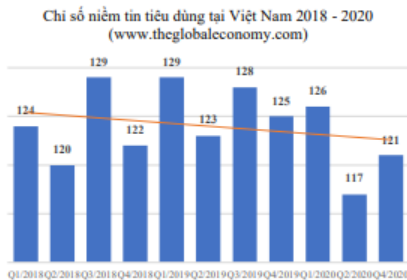
Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025
FCFF		907	969	1,077	1,124
Terminal Value		Growth = 5%			33,378
Intrinsic Value (PNJ)	23,043.4	907	969	1,077	34,502

Growth trong dài hạn được giả định dựa trên biến động giá vàng trong 30 năm và được điều chỉnh theo lạm phát.

Giá mục tiêu theo phương pháp DCF được xác định ở mức 101,000 đồng/Cổ phiếu upside 19.5% so với giá hiện tại.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Khi dịch bệnh COVID-19 lan rộng, PNJ đã kịp thời thay đổi cơ cấu sản phẩm, tăng tỷ trọng vàng miếng và sản phẩm trang sức có hàm lượng vàng cao để hướng đến các nhà đầu tư muốn tìm kiếm kênh tài chính an toàn. Đồng thời, doanh nghiệp đã tiến hành đăng ký thêm các ngành nghề nhằm thúc đẩy thương mại điện tử và mảng bán hàng trả góp.



Rủi ro lớn nhất của PNJ là khả năng mất các nhà thiết kế và nghệ nhân kim hoàn vào tay các đối thủ cạnh tranh như Doji, SJC... Tuy nhiên, PNJ kiểm soát khá tốt rủi ro này.

Rủi ro biến động giá vàng, bạc nguyên liệu đầu vào:

Sự bất ổn của kinh tế thế giới đã đẩy giá vàng thế giới tăng mạnh trong tháng 6 và tháng 7 năm 2020. Giá vàng tăng sẽ giúp cho hoạt động bán vàng miếng có lợi, tuy nhiên hoạt động của PNJ chủ yếu tập trung vào mảng vàng trang sức do đó sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận. PNJ đưa ra cách thức quản lý như sau:

- **Đối với kênh bán sỉ:** hầu hết vàng nguyên liệu do khách hàng của PNJ cung ứng, PNJ chỉ hưởng tiền gia công chế tác, do đó không chịu ảnh hưởng từ biến động giá vàng.

- **Đối với kênh bán lẻ:** PNJ sẽ dành một khoảng 5% trên biên lợi nhuận gộp của các sản phẩm vàng để giảm ảnh hưởng từ biến động giá vàng. Cụ thể, nếu giá vàng biến động trong khung +/- 5% lãi gộp của các dòng sản phẩm, PNJ sẽ không điều chỉnh giá bán nhằm tạo sự an tâm cho khách hàng. Nếu giá vàng biến động vượt ngoài khung +/- 5% này, PNJ sẽ linh hoạt tăng hoặc giảm giá bán phù hợp với mức biến động.

Về lâu dài PNJ mong muốn đẩy mạnh doanh thu với mục tiêu đáp ứng nhu cầu khác nhau của người tiêu dùng, không đẩy biên lợi nhuận lên cao mà duy trì ở khoảng 19-20% như hiện nay. PNJ cũng đã đưa các thiết bị công nghệ hiện đại vào sản xuất để giảm chi phí trong sản xuất đồng thời chủ động sản xuất được các sản phẩm có hàm lượng công nghệ cao, chuyên biệt thay thế các sản phẩm nhập khẩu nhằm bù đắp sự sụt giảm biên lãi gộp khi đẩy mạnh kinh doanh các sản phẩm vàng miếng và trang sức có hàm lượng vàng cao trong mùa dịch COVID-19

Rủi ro về an ninh tại các cửa hàng vàng bạc: do đặc thù hàng hóa có kích thước nhỏ nhưng giá trị lớn nên để giảm thiểu tối đa rủi ro về mặt an ninh, PNJ đang áp dụng chính sách an ninh khá chặt chẽ. Tất cả các quầy ở các trung tâm thương mại đều được bố trí các kết sắt cơ khí chuyên dùng trong ngân hàng. Ngoài ra, tất cả các cửa hàng vàng của PNJ đều được mua bảo hiểm cho hàng hóa cất trong kết sắt.

Ngành tiêu dùng xa xỉ phẩm phụ thuộc vào chu kỳ kinh tế: Suy thoái kinh tế gây ảnh hưởng bất lợi cho ngành hàng cao cấp. Bên cạnh đó, mẫu mã các sản phẩm của PNJ vẫn chưa thực sự có lợi thế cạnh tranh với các thương hiệu khác, đặc biệt là còn thua kém khá nhiều các thương hiệu nhập khẩu.

Áp lực trả lãi vay trong ngắn hạn: PNJ tiếp tục gia tăng vay nợ ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động, chủ yếu là hàng tồn kho để đáp ứng nhu cầu thị trường trong dịp cuối năm và lễ Tết cũng như tận dụng cơ hội từ biến động giá vàng. Tuy nhiên theo như Báo cáo tài chính của PNJ thì hiện tại chi phí lãi vay chỉ nằm ở mức từ 4.7 – 6.2%/năm do tài sản thế chấp là hàng tồn kho vàng và uy tín cũng như kết quả hoạt động kinh doanh tốt. Do đó chúng tôi đánh giá rủi ro này là thấp.

PHỤ LỤC 1: BIẾN ĐỘNG GIÁ VÀNG THEO THỜI KỲ



Chịu ảnh hưởng từ dịch bệnh và những bất ổn chính trị trên thế giới, năm 2020 là một năm ghi nhận sự biến động mạnh mẽ và hỗn loạn của giá vàng. Giá vàng thế giới từ đầu năm đến nay, dao động từ mức hơn 1,400 USD/Ounce tăng lên đạt đỉnh 2,082 USD/Ounce vào đầu tháng 8/2020 và hiện nay đang giao dịch ở mức 1,880 USD/Ounce. Giá vàng trong nước cũng chịu ảnh hưởng chung từ dịch bệnh và giá vàng thế giới, với mức tăng từ hơn 40 triệu đồng/lượng lên đạt đỉnh 62 triệu đồng/lượng và hiện tại được niêm yết 56.5 triệu đồng/lượng (đối với vàng miếng SJC). Mặc dù giá vàng thế giới biến động mạnh với biên độ lớn, song trên thị trường Việt Nam nói chung và trên địa bàn tỉnh nói riêng, giá vàng tăng trong năm 2020 vẫn nằm trong tầm kiểm soát do có sự điều tiết, quản lý rất tốt của NHNN Việt Nam.

Quản lý nhà nước về hoạt động sản xuất kinh doanh vàng

- Đối với thị trường vàng miếng

Nhà nước độc quyền sản xuất vàng miếng, xuất khẩu vàng nguyên liệu và nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất vàng miếng. NHNN tổ chức và quản lý sản xuất vàng miếng; tổ chức thực hiện xuất khẩu vàng nguyên liệu, nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất vàng miếng và thực hiện mua, bán vàng miếng trên thị trường trong nước theo Quyết định của Thủ tướng Chính phủ.

Hoạt động kinh doanh mua, bán vàng miếng là hoạt động kinh doanh có điều kiện và phải được NHNN Việt Nam cấp Giấy phép kinh doanh mua, bán vàng miếng.

- Đối với thị trường vàng trang sức, mỹ nghệ

Hoạt động sản xuất vàng trang sức, mỹ nghệ là hoạt động kinh doanh có điều kiện và phải được NHNN cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện sản xuất vàng trang sức, mỹ nghệ.

Hoạt động kinh doanh mua, bán vàng trang sức, mỹ nghệ là hoạt động kinh doanh có điều kiện không cấp giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh.

Việc nhập khẩu được vàng nguyên liệu về Việt Nam rồi sản xuất ra vàng miếng bán trên thị trường thì doanh nghiệp kinh doanh vàng trong nước không được quyết định mà phụ thuộc vào Ngân hàng Nhà nước. Các doanh nghiệp kinh doanh vàng miếng hiện nay thực chất là đi bán hàng cho SJC.

Giá vàng trong nước hầu như luôn cao hơn nhiều so với giá thế giới là do thị trường vàng trong nước không còn được liên thông với thế giới (cấm xuất, nhập khẩu vàng). Thêm vào đó, việc dập vàng miếng của SJC cũng không còn như trước, do bị hạn chế sản xuất vàng miếng. Chênh lệch giá vàng trong nước - quốc tế tiếp tục giãn rộng, lên đến 7 - 8 triệu đồng/lượng gần đây khiến tỷ giá USD/VND trên thị trường tự do tăng mạnh.

PHỤ LỤC 2: CÓ NÊN ĐẦU TƯ VÀNG

Vàng rất hiếm

Hội đồng Vàng Thế giới ước tính tổng khối lượng vàng đã khai thác được là 174,100 tấn, nếu chia đều cho dân số thế giới thì mỗi người sẽ giữ khoảng gần 1 Ounce vàng.

Warren E. Buffett đã có cách giải thích khá hay về việc khan hiếm vàng, ông tính toán nếu dùng toàn bộ số vàng trên toàn thế giới để làm thành một khối lập phương, thì mỗi cạnh của nó sẽ dài 69 feet (khoảng 21.03 m), khối lập phương này chỉ tương đương với khu vực sân trong của một sân bóng chày.

Mặc dù có kích cỡ nhỏ bé như vậy, nhưng khối lập phương này lại cực kỳ có giá trị. Theo ước tính của Claude B. Erb và Campbell R. Harvey trong báo cáo gần đây của tổ chức nghiên cứu kinh tế phi lợi nhuận lớn nhất Hoa Kỳ, NBRE, thì giá trị của vàng chiếm tới 9% thị trường vốn hóa của cổ phiếu, trái phiếu và vàng trên toàn thế giới.

Tuy nhiên, phần nhiều vàng trên thế giới lại không nằm trong tay của các nhà đầu tư cá nhân. Hơn một nửa trong số đó là dưới dạng đồ trang sức, và thêm 20% là do các Ngân hàng Trung ương nắm giữ. Điều này có nghĩa là nếu bạn có một danh mục đầu tư có giá trị thị trường, thì vàng sẽ chiếm khoảng 2% trong hoạt động đầu tư đó.

Lợi nhuận thực rất thấp

Xét về lâu dài, giá vàng sẽ tăng nhanh hơn giá trung bình theo chỉ số CPI nhưng không nhiều. Trong một nghiên cứu khác của NBER, hai nhà kinh tế học Robert J. Barro và Sanjay P. Misra chỉ ra rằng từ năm 1836 đến năm 2011, lợi nhuận của vàng theo cách tính hiệu chỉnh lạm phát trung bình hàng năm là 1.1%. Ngược lại, họ cũng ước tính lợi nhuận trong dài hạn ở mức 1.0% đối với tín phiếu kho bạc, 2.9% đối với trái phiếu dài hạn và 7.4% đối với cổ phiếu.

Erb và Harvey đã đưa ra cách tính lợi nhuận của vàng trong dài hạn khá mới lạ, họ so sánh lương mà vị Hoàng đế La Mã Augustus trả cho binh lính tính theo đơn vị vàng với lương của các sỹ quan quân đội hiện nay.

Họ đã có kết quả khá ấn tượng về sự thay đổi qua 2,000 năm, thu nhập hàng năm tính theo đơn vị vàng của một người lính cộng với một chỉ huy La Mã cổ đại là 40.9 Ounce, và thu nhập hàng năm của một binh nhì cộng với một sỹ quan chỉ huy quân đội Hoa Kỳ hiện nay đang ở mức 38.9 Ounce.

Tính toán theo cách lương trả cho người lính chắc chắn là một phương pháp có nhiều hạn chế, nhưng sự so sánh này đã ủng hộ cho quan điểm rằng nhìn chung giá vàng có cùng nhịp thay đổi với tiền lương, mà dựa vào sự tăng trưởng về năng suất, luôn tiến trước một bước so với lạm phát giá cả.

Giá vàng luôn biến động

Vàng có lẽ đạt mức lợi nhuận trung bình gần với tín phiếu kho bạc, nhưng về độ biến động thì lại gần hơn với giá cổ phiếu trên sàn chứng khoán.

Điều này đặc biệt đúng kể từ khi Tổng thống Nixon từ bỏ bản vị vàng. Nhà nghiên cứu Barro và Misra cho biết, từ năm 1975 mức độ biến động của lợi nhuận thu được từ vàng được đo bằng độ lệch chuẩn, đã lớn hơn 50% độ biến động của giá cổ phiếu.

Vì vàng thuộc loại tài sản nhỏ với lợi nhuận ít ỏi và độ biến động cao, một nhà đầu tư có thể vì thế mà hoàn toàn không để ý đến chúng. Nhưng đừng vội, thực tế sau đây có thể xoay chuyển tình thế.

Vàng mang đến sự khác biệt

Yếu tố rất quan trọng của một danh mục đầu tư đó là sự đa dạng, và đó là điều khiến cho vàng thực sự trở nên hấp dẫn, bởi vì giá vàng có độ không tương quan đối với giá cổ phiếu và trái phiếu. Mặc cho sự biến động về giá, nếu vàng có trong danh mục đầu tư sẽ có thể giảm thiểu độ rủi ro.

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VNĐ)	2019	2020
Doanh số thuần	17,001	17,511
Giá vốn hàng bán	-13,540	-14,076
Lãi gộp	3,461	3,435
Thu nhập tài chính	17	3
Chi phí tài chính	-134	-162
Trong đó: Chi phí lãi vay	-115	-154
Chi phí bán hàng	-1,362	-1,421
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-476	-506
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,506	1,349
Thu nhập khác, ròng	1	-3
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,507	1,346
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-313	-277
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,194	1,069
Chỉ số hoạt động		
-	2019	2020
Tỷ suất lợi nhuận gộp	20.4%	19.6%
Tỷ suất EBITDA	9.9%	9.0%
Tỷ suất EBIT	9.6%	8.6%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	8.9%	7.7%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	8.9%	7.7%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	7.0%	6.1%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ		
Giá trị tiếp - Tỷ VNĐ	2019	2020
Lãi trước thuế	1,507	1,346
Khấu hao TSCĐ	61	70
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-1	2
Chi phí lãi vay	115	154
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,677	1,574
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	13	18
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-2,062	486
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	199	-116
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-62	-42
LCTT từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	-661	1,496
Tiền mua tài sản cố định và TSDH	-224	-84
Tiền thu được từ thanh lý TSCĐ	2	0
LCTT từ hoạt động đầu tư	-222	-84
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu	69	46
Chi trả cho việc mua lại cổ phiếu	-2	-1
Tiền thu được các khoản đi vay	5,436	6,388
Tiền trả các khoản đi vay	-4,387	-7,164
Cổ tức đã trả	-344	-355
LCTT từ hoạt động tài chính	771	-1,085
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-112	327
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	207	95
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	95	422

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)	2019	2020
TÀI SẢN NGẮN HẠN	7,333	7,144
Tiền và tương đương tiền	95	422
Các khoản phải thu	130	100
Hàng tồn kho, ròng	7,030	6,545
TÀI SẢN DÀI HẠN	1,270	1,339
Phải thu dài hạn	71	77
Tài sản cố định	924	932
Tài sản dở dang dài hạn	28	33
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	8,603	8,483
NỢ PHẢI TRẢ	4,026	3,242
Nợ ngắn hạn	4,018	3,232
Phải trả người bán	691	482
Người mua trả tiền trước	95	157
Vay ngắn hạn	2,611	1,839
Nợ dài hạn	8	9
Vay dài hạn	4	0
VỐN CHỦ SỞ HỮU	4,577	5,242
Vốn góp	2,253	2,276
Thặng dư vốn cổ phần	968	991
Lãi chưa phân phối	1,045	1,605
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	8,603	8,483

Chỉ số chính	2019	2020
-		
Chỉ số định giá		
P/E	16.7	17.9
P/E pha loãng	15.9	17.9
P/B	4.1	3.7
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	12.8	13.0
Hiệu quả quản lý		
ROE%	28.7	21.8
ROA%	15.9	12.5
ROIC%	22.6	21.3
Cấu trúc tài chính		
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.0	0.1
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.1	0.2
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.8	2.2
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.6	0.4
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.2
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.9	0.6
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.5	0.4
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.9	0.6
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.5	0.4
Chỉ số hoạt động		
Hệ số quay vòng phải thu	320.9	302.2
Hệ số quay vòng HTK	2.3	2.1
Hệ số quay vòng phải trả	26.2	24.0

Nguồn: Fiin Pro

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư ít nhất là +10%.
NẮM GIỮ:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư nằm trong khoảng +/-10%.
BÁN:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư thấp hơn -10%.
KHÔNG XẾP HẠNG:	Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty Cổ phần Chứng khoán EVEREST (EVS), EVS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của EVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. EVS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của EVS và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của EVS. Khi sử dụng các nội dung đã được EVS chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

THÔNG TIN LIÊN LẠC**CTCP CHỨNG KHOÁN EVEREST (EVS)- www.eves.com.vn****Trụ sở chính:**

Tầng 2, VNT Tower, 19 Nguyễn Trãi, Thanh Xuân, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3772 6699 - Fax: (84) 24 3772 6763

Chi nhánh Sài Gòn:

Tầng M, Central Park Tower, 117 Nguyễn Du, Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 6290 6296 - Fax: (84) 28 6290 6399

Chi nhánh Bà Triệu:

Tầng 1, Tòa nhà Minexport, 28 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 39366866 - Fax: (84) 24 3936 6586