

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

MUA - Giá mục tiêu: VND 122,000 (+21%)

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA và thay đổi giá mục tiêu của PNJ lên 122,000 đồng/cổ phần (+21% upside, sử dụng phương pháp P/E và triết khấu dòng tiền). Các yếu tố thúc đẩy giá: (1) sức mua giành cho các mặt hàng không thiết yếu như trang sức đã phục hồi tốt hơn so với dự kiến và sẽ còn tăng trưởng trong 2021, (2) ra mắt nhiều dòng sản phẩm mới, chiến dịch marketing và khuyến mãi thúc đẩy doanh số bán hàng, (3) các thương vụ sáp nhập.

Cập nhật kết quả kinh doanh

PNJ công bố **KQKD tháng 4 tăng trưởng vượt trội**, doanh thu thuần và lợi nhuận ròng đạt 1.9 nghìn tỷ đồng (+269% ck) và 85 tỷ đồng (so với lỗ 102 tỷ đồng trong tháng 4/2020). Trong 4T2021, PNJ ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận ròng đạt 9 nghìn tỷ đồng (+64.1% ck) và 598 tỷ đồng (+95.3% ck). PNJ đã hoàn thành 43% và 49% kế hoạch năm về doanh thu thuần và lợi nhuận ròng, **vượt ước tính** của chúng tôi.

4T2021, **doanh thu bán lẻ và vàng miếng tăng 60% và 70% ck**. Doanh thu bán buôn duy trì tăng trưởng 56% ck. Mặc dù gặp rất nhiều khó khăn trong dịch bệnh, nhưng doanh thu 4T2021 đã tăng 55% so với 4T2019, trước khi bị ảnh hưởng của dịch bệnh.

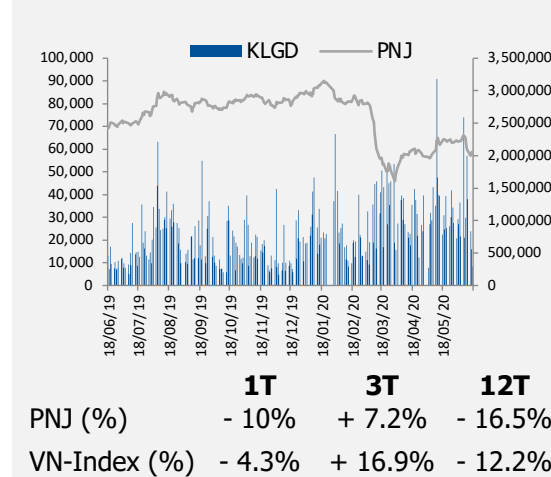
Biên lợi nhuận đạt 18.3% trong tháng 4/2021 (5.8% T4/2020) và 18.8% trong 4T2021 so với 19,8% trong 4T2020, giảm nhẹ do (i) mảng vàng miếng đóng góp tăng trưởng trong tổng doanh thu, đây là mảng có biên lợi nhuận thấp và (ii) các chương trình khuyến mãi trong tháng 4/2021.

Trong năm 2020, **chiến lược giảm tồn kho** đã giúp PNJ cải thiện dòng tiền kinh doanh của PNJ dương gần 1,500 tỷ đồng. Công ty tiếp tục duy trì chiến lược này trong năm 2021 nhờ hệ thống ERP, từ đó thiết kế và trưng bày sản phẩm theo nhu cầu của mỗi khách hàng ở từng vùng miền. Cuối Q1/2021, hàng tồn kho giảm khoảng 2% so với cuối năm 2020.

Đánh giá

Chúng tôi dự phóng doanh thu 2021 ở mức 21,161 tỷ đồng (+20.8% ck) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,257 tỷ đồng (17.6% ck), phản ánh sự phục hồi ấn tượng của mảng bán lẻ cùng với nền kinh tế Việt Nam, kỳ vọng mang lại doanh thu quý 2 vượt kế hoạch.

Diễn biến giá



Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (01/6/2021)	VND 100,800
Giá mục tiêu	VND 122,000
Upside	21%
Bloomberg	PNJ VN
Vốn hóa	13,038 tỷ VND 560 triệu USD
Biến động giá trong 52 tuần	VND 57,000 – VND 92,000
Giá trị giao dịch bình quân	26 tỷ VND 1.2 triệu USD
Sở hữu nước ngoài tối đa	49%
Sở hữu nước ngoài hiện tại	49%

	Đơn vị	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu	Tỷ VND	17,511	21,161	24,136	27,498
EBIT	Tỷ VND	1,508	1,694	2,403	3,036
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ VND	1,069	1,257	1,791	2,298
Lợi nhuận sau thuế (cơ bản)	Tỷ VND	1,079	1,253	1,787	2,293
EPS (VND)	VND	4,746	5,578	7,951	10,202
Tăng trưởng EPS (%)	%	-10.4%	17.5%	42.5%	28.3%
P/E (x)	Lần	21.2	18.1	12.7	9.9
EV/EBITDA (x)	Lần	11.9	10.6	7.5	6.0
Lợi tức (%)	%	1.98%	1.98%	1.98%	1.98%
P/B (x)	Lần	3.7	3.1	2.5	0.0
ROE (%)	%	21.8%	22.0%	26.0%	26.7%
Nợ/vốn chủ (%)	%	61.8%	74.3%	59.2%	53.4%

Nguồn: MBS Research

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

MUA - Giá mục tiêu: VND 122,000 (+21%)

Sức mua giành cho những mặt hàng không thiết yếu tăng trưởng vượt kì vọng

Vàng trang sức được người tiêu dùng cân nhắc là một khoản đầu tư vừa có giá trị làm đẹp, vừa có giá trị tích lũy. Đồng thời nhu cầu trang sức nội địa duy trì mạnh, do hạn chế du lịch, khách hàng không thể mua trang sức tại nước ngoài như trước, nên việc ưu tiên các sản phẩm nội địa đã giúp PNJ tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ. PNJ tăng thị phần cũng do các cửa hàng nhỏ lẻ phải đóng cửa, dịch chuyển sang mua hàng online từ những công ty uy tín như PNJ.

Ra mắt những dòng sản phẩm mới, chiến lược marketing góp phần tăng trưởng doanh thu 2021.

Cuối tháng 11, PNJ ra mắt bộ sưu tập Style by PNJ đã vượt kì vọng của ban lãnh đạo và chuẩn bị mở rộng quy mô trong năm 2021. Hoạt động marketing hiệu quả đã giúp thúc đẩy doanh số bán hàng của Style by PNJ nói riêng và toàn hệ thống nói chung. Đặc biệt, cửa hàng tại TTTM AEON đã đạt điểm hoà vốn chỉ sau 1 tháng.

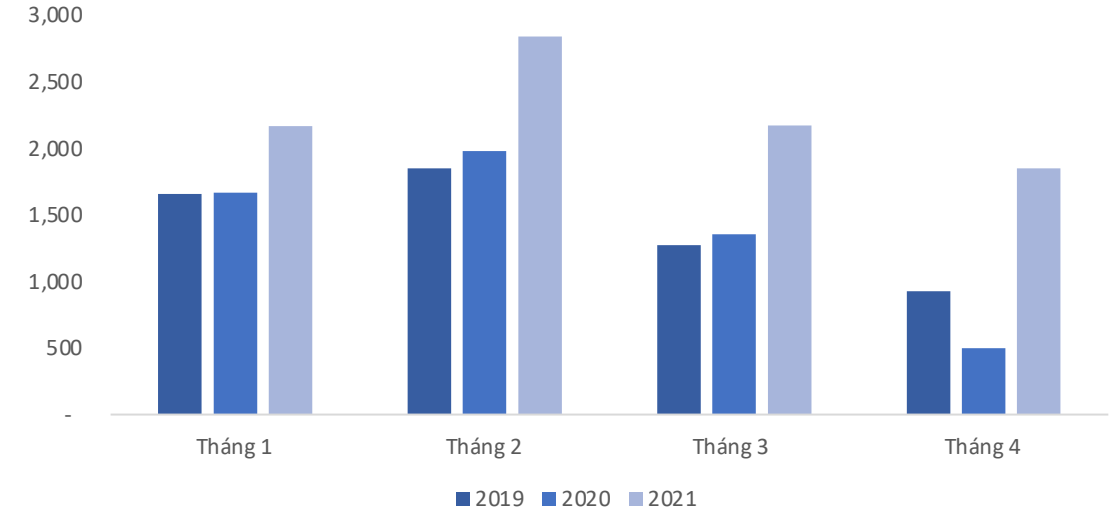
Hoạt động marketing và khuyến mãi mạnh mẽ thúc đẩy doanh thu bán lẻ. Gần đây, PNJ đã ra mắt bộ sưu tập hợp tác với Pandora, giúp kích cầu mùa hè – mùa thấp điểm của PNJ.

Chiến lược sáp nhập hoàn thiện hệ sinh thái

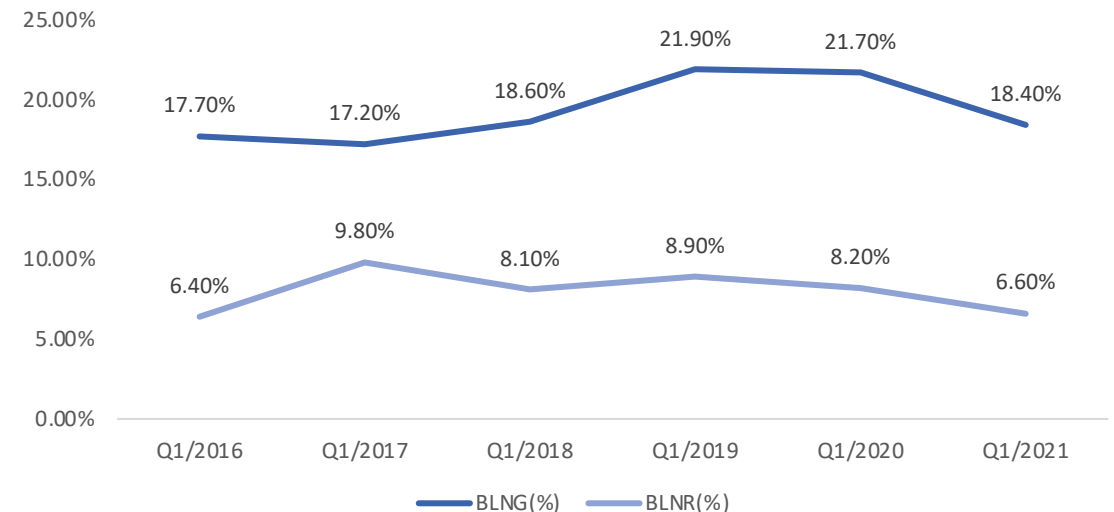
PNJ vừa công bố đã sáp nhập Công ty TNHH MTV Kỷ Nguyên Khách hàng (CEC) (mảng kinh doanh đồng hồ thời trang) và Công ty TNHH MTV Thời trang Cao (CFC) (mảng kinh doanh trang sức cao cấp của PNJ). Ban lãnh đạo cho biết kế hoạch sáp nhập này là bước cuối cùng trong quá trình tái cơ cấu các mảng kinh doanh đồng hồ thời trang và trang sức cao cấp. Các bước đi này nhằm cải thiện hoạt động kinh doanh chung, tối ưu hóa chi phí cũng như tạo tiền đề để triển khai các chiến lược mới, mở rộng sản phẩm kinh doanh.



Doanh thu theo tháng 2019-2021



Biên lợi nhuận (%)



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

MUA - Giá mục tiêu: VND 122,000 (+21%)

Tối ưu hóa doanh thu và tái cấu trúc vị trí cửa hàng

Trong 2020 PNJ đã mở mới 29 cửa hàng và nâng cấp 8 cửa hàng. Tính đến cuối 2020, PNJ sở hữu 330 cửa hàng (299 cửa hàng PNJ Gold, 33 cửa hàng PNJ Silver, 4 cửa hàng CAO), giảm 7 cửa hàng so với cuối năm 2019. Tính đến cuối tháng 4/2021, PNJ có 340 cửa hàng.

Số cửa hàng mở mới của PNJ đang chậm lại so với 2019. Thông qua trao đổi với PNJ, chúng tôi nhận định việc mở mới chậm lại là do 2 lí do: (1) công ty đang triển khai rà soát những cửa hàng mở quá gần nhau và trùng lặp tệp khách hàng thì sẽ thực hiện đóng hoặc di chuyển cửa hàng sang khu vực mới, (2) Tối ưu hóa hàng tồn kho, (3) Giảm chi phí thuê mặt bằng.

Dự phóng kết quả kinh doanh 2021

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kinh tế sẽ hồi phục và tăng tốc từ nửa sau 2021 khi vaccine cho Covid-19 được lưu hành rộng rãi trên thế giới và ở Việt Nam, ước tính hoạt động kinh doanh của PNJ trong năm 2021 với DTT và LNST lần lượt đạt 21,161 tỷ đồng (+20.8% ck) và 1,257 tỷ VND (+17.6% ck).

Mảng bán lẻ ghi nhận doanh thu tăng nhờ sức mua sẽ phục hồi và đạt tăng trưởng cao hơn trước khi có ảnh hưởng của dịch bệnh. PNJ tung ra các dòng sản phẩm mới như Style by PNJ, dòng sản phẩm kết hợp cùng Pandora đều nhận được những tín hiệu tích cực từ người tiêu dùng. Tập trung nghiên cứu các mặt hàng phù hợp cho từng vùng miền nhằm cung cấp dòng sản phẩm đặc thù cho từng vùng miền.

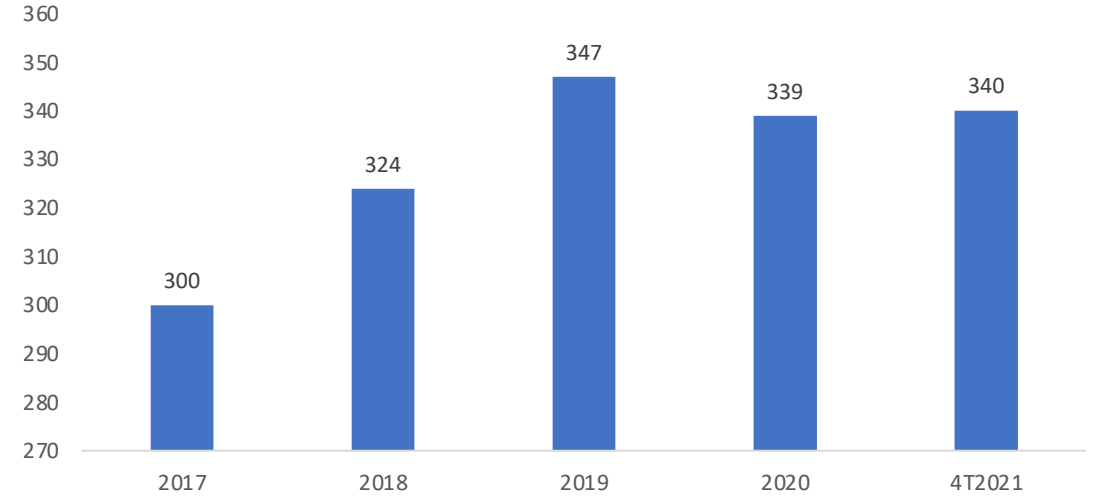
Mảng bán sỉ kỳ vọng sẽ phục hồi trong năm 2021 nhờ sức mua chung của thị trường tăng sau khi vaccin chống Covid-19 được lưu hành rộng rãi. Bên cạnh đó, công ty cũng tung ra một số sản phẩm mới, tự sản xuất và thiết kế.

Mảng vàng miếng nhu cầu tăng do nhu cầu tích trữ và đầu cơ trong bối cảnh dịch Covid-19 vẫn tiếp tục tăng.

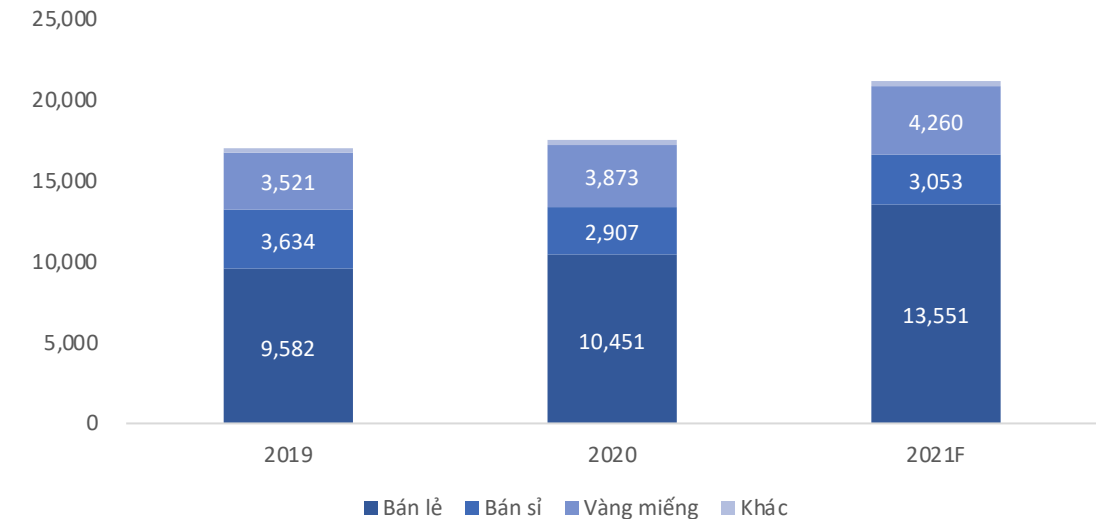
Các mảng doanh thu khác trong năm 2021, PNJ vẫn sẽ tập trung chủ yếu vào những mảng kinh doanh cốt lõi như bán lẻ, bán sỉ và vàng miếng. Mảng xuất khẩu và khách hàng doanh nghiệp chỉ tăng nhẹ nhờ sức mua thị trường chung phục hồi.

Rủi ro (1) Rủi ro biến động bất thường của giá vàng; (2) Ngành tiêu dùng xa xỉ phẩm phụ thuộc vào chu kỳ kinh tế; (3) Xu hướng tiêu dùng thay đổi trong mùa dịch.

Tổng số cửa hàng



Doanh thu theo mảng



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



Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	2020	2021E	2022E	2023E
Doanh thu	17,511	21,161	24,136	27,498
Giá vốn hàng bán	14,076	17,166	19,183	21,763
Lợi nhuận gộp	3,435	3,995	4,952	5,735
Doanh thu tài chính	3	21	24	27
Chi phí tài chính	162	145	190	192
Chi phí bán hàng và quản lý	1,926	2,301	2,549	2,699
Lợi nhuận trước thuế	1,346	1,571	2,239	2,873
Lợi nhuận sau thuế	1,069	1,257	1,791	2,298
Lợi nhuận ròng	1,069	1,257	1,791	2,298
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Bảng cân đối kế toán	2020	2021E	2022E	2023E
Tài sản ngắn hạn	7,254	8,940	10,236	12,767
I. Tiền & tương đương tiền	422	1,996	2,510	4,011
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	100	145	166	189
IV. Hàng tồn kho	6,545	6,602	7,378	8,370
V. Tài sản ngắn hạn khác	77	97	111	126
Tài sản dài hạn	1,229	1,250	1,305	1,335
I. Các khoản Phải thu dài hạn	0	0	0	0
II. Tài sản cố định	932	943	955	936
1. Tài sản cố định hữu hình	281	309	334	328
2. Tài sản cố định vô hình	650	634	621	608
III. Bất động sản đầu tư	1	2	3	4
IV. Tài sản dở dang dài hạn	33	28	0	0
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	297	307	350	399
Tổng tài sản	8,483	10,190	11,541	14,102
Nợ phải trả	3,242	4,590	4,516	5,117
I. Nợ ngắn hạn	3,232	4,582	4,508	5,109
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	1,393	1,755	1,956	2,208
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,839	2,827	2,552	2,901
II. Nợ dài hạn	9	7	7	7
1. Các khoản phải trả dài hạn	9	5	6	7
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	0	2	1	1
Vốn chủ sở hữu	5,242	6,175	7,628	9,589
1. Vốn điều lệ	2,276	2,253	2,253	2,253
2. Thặng dư vốn cổ phần	991	968	968	968
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,605	2,417	3,744	5,526
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
5. Nguồn vốn khác	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	8,483	10,190	11,541	14,102

Chỉ số tài chính	2020	2021E	2022E	2023E
Định giá				
EPS	4,746	5,578	7,951	10,202
Giá trị sổ sách	23,030	27,409	33,860	42,562
P/E	17.7	15.1	10.6	0.0
P/B	3.7	3.1	2.5	0.0
P/S	1.1	0.9	0.8	0.7
Lợi tức	2.4%	2.4%	2.4%	0.0%
Chỉ số sinh lời				
Biên gộp	19.6%	18.9%	20.5%	20.9%
Biên EBITDA	18.7%	18.3%	19.8%	20.3%
Biên ròng	6.1%	5.9%	7.4%	8.4%
ROE	21.8%	22.0%	26.0%	26.7%
ROA	12.6%	12.3%	15.5%	16.3%
Chỉ số tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	3.0%	20.8%	14.1%	13.9%
Tăng trưởng LNTT	-10.7%	16.7%	42.5%	28.3%
Tăng trưởng LNST	-10.4%	17.5%	42.5%	28.3%
EPS	-10.4%	17.5%	42.5%	28.3%
Tổng tài sản	-1.4%	20.1%	13.3%	22.2%
Vốn chủ	14.5%	17.8%	23.5%	25.7%
Chỉ số thanh toán				
Thanh toán hiện hành	224.4%	195.1%	227.0%	249.9%
Thanh toán nhanh	16.2%	46.7%	59.4%	82.2%
Nợ/TTS	21.7%	27.8%	22.1%	20.6%
Nợ/Vốn chủ	61.8%	74.3%	59.2%	53.4%
Khả năng thanh toán lãi vay	930.2%	1164.1%	1266.5%	0.0%
Chỉ số hoạt động				
Vòng quay phải thu	174.5	145.7	145.7	145.7
Số ngày phải thu	2.1	2.5	2.5	2.5
Vòng quay tồn kho	2.2	2.6	2.6	2.6
Số ngày tồn kho	169.7	140.4	140.4	140.4
Vòng quay phải trả	10.1	9.8	9.8	9.9
Số ngày phải trả	36.1	37.3	37.2	37.0

CONTACT: Equity Research**Trưởng nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu****Hoàng Công Tuấn***(Tuan.HoangCong@mbs.com.vn -Tel 0942434432)***Dầu khí, Khu Công Nghiệp****Chu Thế Huỳnh***(Huynh.ChuThe@mbs.com.vn - Tel: 0919336595)***Hàng tiêu dùng, Công Nghệ, Bán lẻ****Trần Minh Phương***(Phuong.TranMinh@mbs.com.vn - Tel: 0869083297)***Vật liệu xây dựng, bất động sản****Đình Công Luyện***(Luyen.DinhCong@mbs.com.vn - Tel: 0978877784)***KHUYẾN NGHỊ:** Khuyến nghị giữa trên chênh lệch giữa mức giá mục tiêu 12 tháng và mức giá hiện tại:

Khuyến nghị	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 15\%$
GIỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	$\leq -15\%$

TRỤ SỞ CHÍNH

Tòa nhà MB Bank, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: +84 4 3726 2600 – Fax: +84 4 3726 2600

Website: www.mbs.com.vn**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.