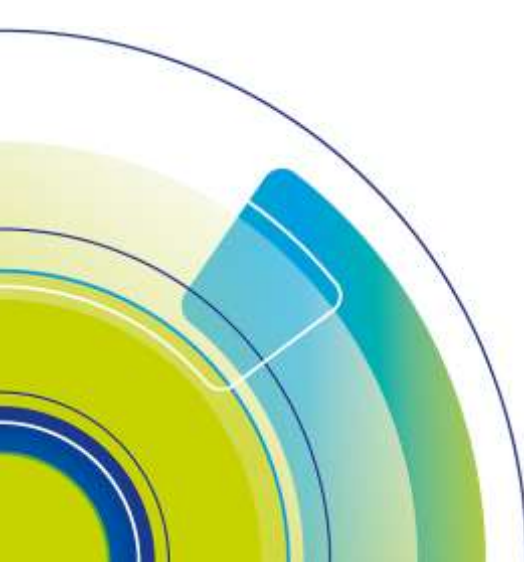




Cập nhật PNJ – MUA

Ngày 27/07/2022



Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 – Ext: 327

chilk@acbs.com.vn

Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị

MUA

HSX: PNJ

Bán lẻ trang sức & phụ kiện

Giá mục tiêu (VND) **133.026**

Giá hiện tại (VND) **112.000**

Tỷ lệ tăng giá 18,8%

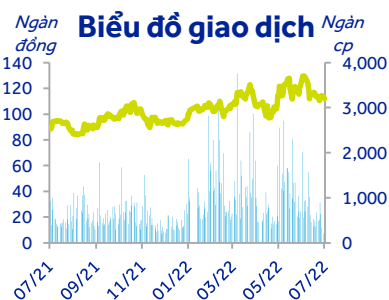
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 1,8%

Tổng tỷ suất lợi nhuận 20,6%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	17,1	-8,2	4,8	25,5
Tương đối	37,4	-8,6	15,8	31,0

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

VietFund Management	10,2%
VinaCapital	4,5%
Dragon Capital	3,5%
Ô.Cao Ngọc Duy	2,8%

Thông kê

Mã Bloomberg	PNJ VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	84.900-131.100
SL lưu hành (triệu cp)	242
Vốn hóa (tỷ đồng)	27.024
Vốn hóa (triệu USD)	1.154
Room khối ngoại còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	83,4
KLGD TB 3 tháng (cp)	891.594
VND/USD	23.495
Index: VNIIndex / HNX	1183,1/281,5

CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ VN)

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng cho năm 2022 nhằm phản ánh tăng trưởng mạnh mẽ của 6T2022 và kỳ vọng khả quan cho nửa sau của năm. Duy trì khuyến nghị **MUA**. Giá mục tiêu 133.026 đ/cp.

PNJ công bố doanh thu thuần 6T2022 đạt 18.210 tỷ đồng (+56,5% n/n) và LNST 1.088 (+48% n/n), cao hơn dự phóng của chúng tôi khoảng 20% về doanh thu và 12% về LNST. Ngoài tăng trưởng từ nền thấp của tháng 6/2021, các yếu tố như doanh thu vàng miếng tăng vọt (+75,6% n/n), phân khúc bán lẻ tăng trưởng tốt (+88,7% n/n) dù là mùa thấp điểm và việc tối ưu hóa chi phí giúp công ty có kết quả Q2 cao hơn kỳ vọng của chúng tôi. Doanh thu và LNST Q2/2022 lần lượt tăng 81,1% và 64,8% n/n.

KQKD PNJ 6T2022

		YoY growth
Doanh thu thuần	18.210	56,5%
Bán lẻ	10.671	61,9%
Bán sỉ	2.149	30,1%
Vàng 24K	5.135	65,6%
Khác	255	-9,7%
LNST	1.088	48,0%

Nguồn: PNJ

Doanh thu bán lẻ tăng 61,9% n/n trong 6T2022, nhờ tăng trưởng mạnh mẽ của các cửa hàng hiện có (mặc dù công ty không công bố con số cụ thể) và đóng góp của các cửa hàng mới. Tính đến cuối tháng 6/2022, PNJ có 351 cửa hàng (cuối 2021: 341) đang hoạt động, với 332 cửa hàng vàng (cuối 2021: 319). Công ty ghi nhận sự gia tăng số lượng khách hàng mới, giá trị hóa đơn và tần suất quay lại mua hàng của khách hàng hiện hữu. Hoạt động chuyển đổi số giúp PNJ nâng cao năng lực phân tích dữ liệu từ đó đưa ra các chương trình marketing hiệu quả và danh mục sản phẩm phù hợp với thị hiếu của khách hàng.

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
DT thuần (tỷ đồng)	17.511	19.547	33.895	38.022	42.702
Tăng trưởng	3,0%	11,6%	73,4%	12,2%	12,3%
EBITDA (tỷ đồng)	1.575	1.486	2.631	3.025	3.469
Biên EBITDA	9,0%	7,6%	7,8%	8,0%	8,1%
LN ròng (tỷ đồng)	1.069	1.029	1.936	2.292	2.672
Tăng trưởng LN	-10,4%	-3,8%	88,2%	18,3%	16,6%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4.418	4.242	7.550	8.689	10.031
Tăng trưởng	-11,0%	-4,0%	78,0%	15,1%	15,4%
ROE	21,8%	18,3%	25,9%	23,3%	22,5%
ROA	12,5%	10,8%	17,6%	19,3%	20,7%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0,9	1,6	0,1	(0,2)	(0,5)
EV/EBITDA (x)	18,6	19,7	11,1	9,7	8,5
EV/Doanh thu (x)	1,7	1,5	0,9	0,8	0,7
P/E (x)	25,4	26,4	14,8	12,9	11,2
P/B (x)	4,8	4,2	3,0	2,6	2,2
Cổ tức (đồng)	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Suất sinh lợi cổ tức	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%

Doanh thu vàng miếng và các sản phẩm có hàm lượng vàng cao tăng 65,6% n/n trong 6T2022, do nhu cầu cao đối với các sản phẩm này như là tài sản trú ẩn an toàn hoặc đầu tư/đầu cơ trong bối cảnh lo ngại về lạm phát và bất ổn địa chính trị toàn cầu.

Ngoài mảng bán lẻ và vàng miếng, **doanh thu bán sỉ** cũng tăng 30,1% n/n trong 6T2022, trong đó doanh thu tháng 6/2022 tăng 191% từ mức thấp trong tháng 6/2021.

Biên lợi nhuận gộp toàn công ty đạt 17,6% so với 18,6% trong cùng kỳ năm ngoái, do tỷ trọng doanh thu vàng miếng tăng lên và thay đổi cơ cấu sản phẩm bán lẻ khi mở rộng vào thị trường tier 2&3. Tuy vậy, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên lợi nhuận gộp giảm (54,6% trong 6T2022 so với 55,6% trong 6T2021) đã hỗ trợ lợi nhuận của công ty. Chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện trong những quý tiếp theo nhờ tỷ trọng phân khúc bán lẻ gia tăng.

Triển vọng

Công ty đang theo dõi tác động của lạm phát đối với chi tiêu của người tiêu dùng, mặc dù ban lãnh đạo công ty cho biết hoạt động kinh doanh cho đến hiện tại vẫn chưa bị ảnh hưởng nhiều. Chúng tôi cho rằng tác động của lạm phát lên hoạt động kinh doanh của PNJ có thể ít đáng lo ngại hơn nhờ công ty tập trung vào phân khúc khách hàng trung/cao cấp, trừ khi tỷ lệ lạm phát tăng đột biến.

PNJ đang trong quá trình nghiên cứu thêm một nhà máy mới hiện đại nhằm mở rộng năng lực sản xuất trong dài hạn. Một phần trong số tiền thu được từ đợt phát hành riêng lẻ vừa qua sẽ tài trợ cho nhà máy này. Chúng tôi sẽ cập nhật thêm khi có thông tin chi tiết. Với kết quả ấn tượng của 6T2022 và kỳ vọng mức tăng trưởng cao trong Q3/2022 trên nền thấp của Q3/2021, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng doanh thu và LNST của công ty lên 33.895 tỷ đồng (+73,4% n/n) và 1.936 tỷ đồng (+88,2% n/n) cho năm 2022, lần lượt tăng 19% và 10% so với dự phóng trước đó. Kết hợp phương pháp DCF và P/E, chúng tôi định giá cổ phiếu là 133.026 đồng/cổ phiếu, tương đương với tổng tỷ suất lợi nhuận là 20,6% vào cuối 2022.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ PNJ	Giá hiện tại (đồng):	112.000	Giá mục tiêu (đồng):	133.026	Vốn hóa (tỷ đồng):	27.024
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	17.001	17.511	19.547	33.895	38.022	42.702
<i>Tăng trưởng</i>	<i>16,7%</i>	<i>3,0%</i>	<i>11,6%</i>	<i>73,4%</i>	<i>12,2%</i>	<i>12,3%</i>
GVHB trừ khấu hao	13.479	14.004	15.874	27.716	30.961	34.680
Chi phí bán hàng	1.362	1.421	1.688	2.588	2.941	3.324
Chi phí quản lý doanh nghiệp	476	506	502	955	1.090	1.224
Doanh thu tài chính	17	2	16	-	-	-
Chi phí tài chính	18	7	14	5	5	5
EBITDA	1.682	1.575	1.486	2.631	3.025	3.469
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>9,9%</i>	<i>9,0%</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,8%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,1%</i>
Khấu hao	61	72	75	72	76	81
Lợi nhuận từ HĐKD	1.621	1.503	1.411	2.559	2.949	3.388
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>9,5%</i>	<i>8,6%</i>	<i>7,2%</i>	<i>7,5%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,9%</i>
Lợi nhuận/Lỗ khác	0	(3)	(28)	(21)	1	1
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	-	-	-	-	-	-
Chi phí lãi vay ròng	115	154	104	108	75	36
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>5,9%</i>	<i>7,8%</i>	<i>5,5%</i>	<i>8,3%</i>	<i>-34,3%</i>	<i>-2,9%</i>
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>14,1</i>	<i>9,8</i>	<i>13,5</i>	<i>23,7</i>	<i>39,5</i>	<i>94,9</i>
Thuế	313	277	250	493	584	681
<i>Thuế suất thực tế</i>	<i>20,8%</i>	<i>20,5%</i>	<i>19,1%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,3%</i>	<i>20,3%</i>
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	1.194	1.069	1.029	1.936	2.292	2.672
Tiền mặt từ hoạt động kinh doanh	1.255	1.142	1.104	2.009	2.368	2.753
Tổng số lượng cổ phiếu	225.293.585	227.612.362	227.612.362	245.038.486	247.488.870	249.963.759
EPS (VND)	4.962	4.418	4.242	7.550	8.689	10.031
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
EPS hiệu chỉnh (VND)	4.962	4.418	4.242	7.550	8.689	10.031
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>	<i>22,7%</i>	<i>-11,0%</i>	<i>-4,0%</i>	<i>78,0%</i>	<i>15,1%</i>	<i>15,4%</i>

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Thay đổi vốn lưu động	1.749	-501	1.773	722	882	1.012
Capex	222	85	48	30	50	100
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	-	-	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	-167	-146	-53	-99	-76	-88
Dòng tiền tự do	-883	1.412	-771	1.157	1.359	1.554
Phát hành cp	67	45	(2)	1.460	49	49
Cổ tức đã trả	344	355	177	490	495	500
Thay đổi nợ ròng	1.160	-1.102	949	-2.127	-914	-1.104
Nợ ròng cuối năm	2.519	1.417	2.366	240	-674	-1.778
Vốn CSH	4.577	5.242	6.013	8.919	10.765	12.986
Giá trị sổ sách/cp (VND)	20.566	23.284	26.425	37.068	43.508	51.969
Nợ ròng / VCSH	55,0%	27,0%	39,4%	2,7%	-6,3%	-13,7%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1,5	0,9	1,6	0,1	-0,2	-0,5
Tổng tài sản	8.603	8.483	10.619	11.398	12.330	13.448

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
ROE	28,7%	21,8%	18,3%	25,9%	23,3%	22,5%
ROA	15,9%	12,5%	10,8%	17,6%	19,3%	20,7%
ROIC	21,1%	17,3%	14,8%	23,1%	24,4%	25,4%
WACC	9,2%	10,5%	9,6%	11,5%	11,7%	11,7%
EVA	11,9%	6,8%	5,2%	11,5%	12,8%	13,7%
P/E (x)	22,6	25,4	26,4	14,8	12,9	11,2
EV/EBITDA (x)	17,4	18,6	19,7	11,1	9,7	8,5
EV/FCF (x)	-33,2	20,8	-38,0	25,3	21,6	18,9
P/B (x)	5,4	4,8	4,2	3,0	2,6	2,2
P/S (x)	1,6	1,5	1,4	0,8	0,7	0,6
EV/Doanh thu (x)	1,7	1,7	1,5	0,9	0,8	0,7
PEG	8,7	1,2	0,9	0,4	1,0	0,9
Suất sinh lợi cổ tức	1,6%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%

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 4) 3942 9395
Fax: (+84 4) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng phòng Phân tích

Tyler Cheung

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

Phó phòng Phân tích

Nguyễn Bình Thanh Giao

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

Trưởng BP – Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

Trưởng BP – Tài chính

Cao Việt Hùng

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)
hungcv@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

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

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Công nghiệp

Huỳnh Anh Huy

(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)
huyha@acbs.com.vn

CVPT – Năng lượng

Phạm Đức Toàn

(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)
toanpd@acbs.com.vn

CVPT – Vĩ mô

Nguyễn Thị Hòa

(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)
hoant@acbs.com.vn

CVPT – Khối khách hàng cá nhân

Trịnh Viết Hoàng Minh

(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)
minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – Kỹ thuật

Lương Duy Phước

(+84 28) 3823 4159 (x250)
phuocld@acbs.com.vn

NVPT – PTKT

Võ Phú Hữu

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
huvvp@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Phó phòng Giao dịch khách hàng định chế

Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 3824 6679
huongctk@acbs.com.vn

NV Hỗ trợ khách hàng

Lê Nguyễn Tiến Thành

(+84 28) 3823 4798
thanhlnt@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh

(+84 28) 3824 7677
thanhtt@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 (2022). 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.