

Hàng tiêu dùng cá nhân

Báo cáo cập nhật

Tháng 11, 2021

Mã giao dịch: PNJ

Reuters: PNJ.HM

Bloomberg: PNJ VN

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **121.800**

Giá thị trường (09/11/2021) 106.000

Lợi nhuận kỳ vọng 15%

Trên đà phục hồi hậu giãn cách

KQKD 3Q2021 của PNJ chịu ảnh hưởng nặng nề từ các biện pháp giãn cách phòng chống dịch, đặc biệt tại khu vực phía Nam với doanh thu ghi nhận mức sụt giảm 75% yoy, chỉ đạt 877 tỷ VNĐ và mức lỗ sau thuế gần 160 tỷ.

Lũy kế 9M2021, nhờ kết quả ấn tượng đạt được trong 1H2021, Công ty ghi nhận doanh thu và LNST đạt lần lượt 12.514 tỷ VNĐ (+7% yoy) và 576 tỷ VNĐ (-10% yoy), tương đương 56% dự báo gần nhất của chúng tôi.

Trong ngắn hạn, trong Quý 4/2021, chúng tôi kỳ vọng sức mua trang sức sẽ tích cực hơn bởi (1) các hoạt động kinh tế xã hội được khôi phục, (2) sức mua bị gián đoạn trong suốt giai đoạn giãn cách, đặc biệt là nhóm trang sức cưới và (3) các sự kiện Lễ, Tết cuối năm. Thực tế, theo chia sẻ từ Ban lãnh đạo, tổng doanh số sơ bộ các cửa hàng của PNJ trong tháng 10/2021 đạt mức tăng trưởng 12%-15% yoy dù bức tranh chung của thị trường vẫn chưa khởi sắc trở lại. Do đó, dù với mức nền ở mức cao của 4Q20 trong điều kiện bình thường, PNJ được dự báo đạt mức LNST 4Q21 là 432 tỷ VNĐ (+1% yoy). Lũy kế cả năm 2021, doanh thu và LNST dự báo đạt lần lượt 19,176 tỷ VNĐ (+10% yoy) và 1,011 tỷ VNĐ (-5% yoy).

Trong năm 2022, với kỳ vọng về tiến độ tiêm vắc xin cũng sẽ hỗ trợ các hoạt động kinh tế xã hội không bị gián đoạn nặng nề như 2020 và 2021, BVSC dự báo tăng trưởng kết quả kinh doanh đầy tích cực với doanh thu và LNST đạt 23,454 tỷ VNĐ (+22% yoy) và 1,477 tỷ VNĐ (+48% yoy).

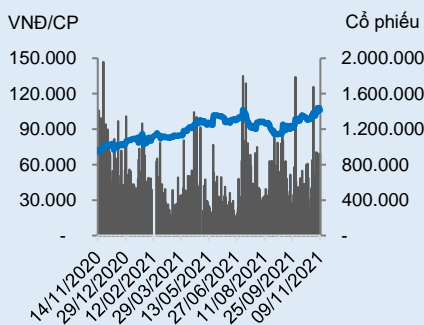
Khuyến nghị: BVSC xác định mức giá mục tiêu của PNJ là **121.800 VNĐ/CP** sau khi chuyển mô hình DCF sang cuối 2022, tương đương mức lợi nhuận kỳ vọng là 15% tại giá đóng cửa 09/11/2021. PNJ đang được giao dịch tại mức PE dự phóng 2022 là 16,6 là tương đối hấp dẫn so với mức PE trượt bình quân từ 2016 đến nay là 19x. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu PNJ và duy trì đánh giá tích cực với triển vọng trung và dài hạn của (1) thị trường bán lẻ trang sức Việt Nam cũng như (2) khả năng chiếm lĩnh thị trường nhờ các lợi thế cạnh tranh về thương hiệu, tập khách hàng, năng lực phân tích nắm bắt xu hướng thị trường cũng như chế tác của PNJ.

Rủi ro: (1) diễn biến phức tạp của dịch COVID-19 tiếp diễn trên Toàn cầu cũng như tại Việt Nam với sự xuất hiện của các biến chủng mới đe dọa kỳ vọng các hoạt động kinh tế không bị gián đoạn và (2) rủi ro lạm phát đình trệ của nền kinh tế sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến chi tiêu tiêu dùng của người dân, đặc biệt với nhóm sản phẩm trang sức.

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	70.670-108.000
Vốn hóa	24.109 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	227.442.803
KLGD bình quân 10 ngày	823.030
% sở hữu nước ngoài	48,1%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.600
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	1,5%
Beta	0,7

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PNJ	31,0%	5,0%	12,2%	4,0%
VNIndex	30,4%	5,0%	6,6%	12,6%

Chuyên viên phân tích

Ngô Trí Vinh

(84 28) 3914.6888 ext. 260

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Tổng quan KQKD 3Q2021 và lũy kế 9M2021

Tỷ VNĐ	1H20	1H21	% yoy	3Q20	3Q21	% yoy	9M20	9M21	% yoy
Doanh thu	7.746	11.637	50%	3.922	877	-78%	11.668	12.514	7%
Bán lẻ	4.495	6.621	47%	2.187	537	-75%	6.682	7.158	7%
Bán sỉ	1.286	1.652	29%	537	74	-86%	1.823	1.727	-5%
Vàng miếng	1.792	3.095	73%	1.126	233	-79%	2.918	3.329	14%
Khác	173	268	55%	73	33	-55%	245	300	22%
LN gộp	1.523	2.160	42%	734	156	-79%	2.257	2.316	3%
<i>Biên gộp (%)</i>	<i>19,7%</i>	<i>18,6%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>18,7%</i>	<i>17,8%</i>	<i>-0,9%</i>	<i>19,3%</i>	<i>18,5%</i>	<i>-0,8%</i>
LNTT	554	921	66%	256	-194		810	728	-10%
LNST	440	735	67%	202	-160		642	576	-10%
<i>Biên ròng (%)</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,3%</i>	<i>0,6%</i>	<i>5,2%</i>	<i>-18,2%</i>		<i>5,5%</i>	<i>4,6%</i>	<i>-0,9%</i>

Nguồn: PNJ và BVSC tổng hợp

KQKD 3Q2021 của PNJ chịu ảnh hưởng nặng nề từ các biện pháp giãn cách phòng chống dịch, đặc biệt tại khu vực phía Nam với doanh thu ghi nhận mức sụt giảm 75% yoy, chỉ đạt 877 tỷ VNĐ và mức lỗ sau thuế gần 160 tỷ.

- Nhìn chung, hầu hết các mảng kinh doanh đều bị ảnh hưởng nặng khi thời gian hoạt động, theo Công ty, bị mất trong quý do giãn cách xã hội. Trong đó, mảng bán lẻ, nhóm đóng góp lợi nhuận chủ yếu của PNJ, ghi nhận doanh thu vốn vẹn 537 tỷ VNĐ, chỉ bằng 25% cùng kỳ khi gần như các cửa hàng tại khu vực phía Nam (đóng góp 75% doanh thu lẻ trong 2020), không thể vận hành.
- Biên LN gộp ghi nhận mức 17,8%, thấp hơn so với mức 18,7% cùng kỳ, chủ yếu do cơ cấu sản phẩm hàng bán thay đổi khi dịch ảnh hưởng đến tâm lý chi tiêu của người dân.
- Do đó, mặc dù các chi phí tài chính nhờ nền lãi suất thấp và chi phí vận hành được tiết giảm trong kỳ, PNJ vẫn lần đầu ghi nhận mức lỗ trước thuế 194 tỷ.
- Ngoài ra, Công ty cũng thực hiện ghi nhận mức khấu trừ thuế TNDN lũy kế 9M21 từ khoản lỗ trong kỳ, khoảng 34 tỷ VNĐ.

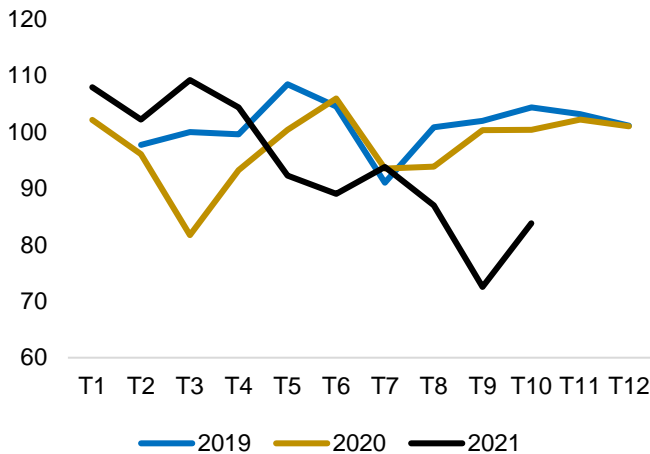
Lũy kế 9M2021, nhờ kết quả ấn tượng đạt được trong 1H2021, Công ty ghi nhận doanh thu và LNST đạt lần lượt 12.514 tỷ VNĐ (+7% yoy) và 576 tỷ VNĐ (-10% yoy), tương đương 44% kế hoạch lợi nhuận AGM thông qua.

Triển vọng 4Q2021 và FY2022:

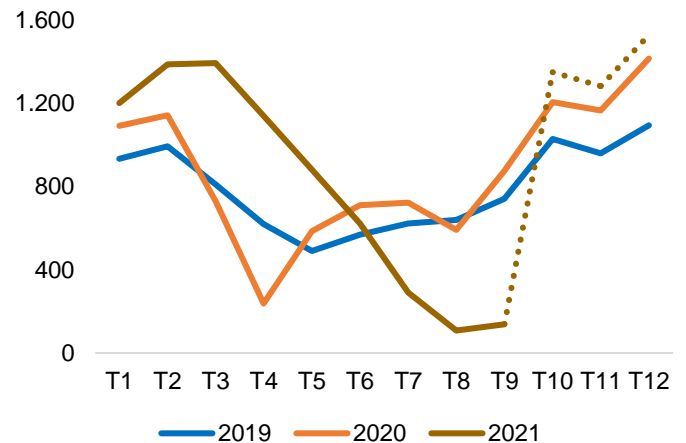
Trong ngắn hạn, trong Quý 4/2021, chúng tôi kỳ vọng sức mua trang sức sẽ tích cực hơn bởi (1) các hoạt động kinh tế xã hội được khôi phục, (2) sức mua bị gián đoạn trong suốt giai đoạn giãn cách, đặc biệt là nhóm trang sức cưới và (3) các sự kiện Lễ, Tết cuối năm. Thực tế, theo chia sẻ từ Ban lãnh đạo, tổng doanh số sơ bộ các cửa hàng của PNJ trong tháng 10/2021 đạt mức tăng trưởng 12%-15% yoy dù bức tranh chung của thị trường vẫn chưa khởi sắc trở lại.

Do đó, dù với mức nền cao của 4Q20 trong điều kiện bình thường theo chúng tôi, PNJ được dự báo đạt mức LNST 4Q21 là 432 tỷ VNĐ (+1% yoy). Tựu chung lại, lũy kế cả năm 2021, doanh thu và LNST dự báo đạt lần lượt 19,176 tỷ VNĐ (+10% yoy) và 1,011 tỷ VNĐ (-5% yoy).

Chỉ số tự tin người tiêu dùng Việt Nam về triển vọng kinh tế



Doanh số lẻ của PNJ kỳ vọng phục hồi tích cực hậu giãn cách



Nguồn: Intage, PNJ, BVSC tổng hợp và dự báo

Sang năm 2022, với kỳ vọng về tiến độ tiêm vắc xin cũng sẽ hỗ trợ các hoạt động kinh tế xã hội không bị gián đoạn nặng nề như 2020 và 2021, BVSC dự báo tăng trưởng kết quả kinh doanh sẽ rất tích cực với doanh thu và LNST đạt 23,454 tỷ VNĐ (+22% yoy) và 1,477 tỷ VNĐ (+48% yoy) dựa trên niềm tin rằng Công ty sẽ tiếp tục cải thiện vị thế trong ngành bán lẻ trang sức tại Việt Nam nhờ (1) tập khách hàng trung và cao cấp với thu nhập và tài sản ít bị ảnh hưởng hơn mặt bằng chung, (2) sự co hẹp dần của nhóm, chuỗi cửa hàng nhỏ lẻ, đặc biệt sau các ảnh hưởng nặng nề do giãn cách xã hội và (3) cộng hưởng giữa hệ thống phân tích bán hàng và năng lực chế tác của Công ty.

Dự báo KQKD (tỷ VNĐ)	FY20	FY21	% yoy	FY22	% yoy	Diễn giải
Số CH vàng	303	323	20	353	30	Tới hết T9/2021, số CH vàng tăng thêm đạt 13 điểm, tương đương 65% dự báo của chúng tôi.
Doanh thu	17.511	19.176	10%	23.454	22%	- Doanh số bán lẻ năm 2022 tăng trưởng ấn tượng nhờ: 1/ Sức mua trang sức phục hồi xuyên suốt trong 2022 không ảnh hưởng do giãn cách. 2/ Chất lượng doanh thu cửa hàng cải thiện sau nâng cấp về không gian và dịch vụ. 3/ Tiếp cận nhóm khách mới với các bộ sưu tập mới phù hợp: Style by PNJ, Pandora. - Tăng trưởng mảng sỉ nhờ nhu cầu trang sức chung phục hồi.
<i>Bán lẻ</i>	10.472	11.710	12%	15.390	31%	
<i>Bán sỉ</i>	2.767	2.767	0%	3.320	20%	
<i>Vàng miếng</i>	3.870	4.257	10%	4.257	0%	
<i>Khác</i>	403	443	10%	487	10%	

Báo cáo cập nhật PNJ

LN gộp	3.435	3.526	3%	4.886	39%	Dự báo biên gộp chung toàn công ty cải thiện nhờ (1) tỷ trọng doanh thu lẻ cao hơn và (2) biên gộp mảng lẻ phục hồi nhờ cơ cấu sản phẩm cải thiện nhờ nền kinh tế phục hồi.
<i>Biên gộp (%)</i>	19,6%	18,4%	-1,2%	20,8%	2,4%	
LNST	1.069	1.011	-5%	1.497	48%	Tăng trưởng LNST 2022 là kết quả của (1) biên LN gộp nhìn cải thiện và (2) tỷ lệ các chi phí cố định SG&A/doanh thu dự báo giảm.
<i>Biên ròng (%)</i>	6,1%	5,3%	-0,8%	6,4%	1,1%	

Nguồn: PNJ và BVSC dự báo

Cơ hội đầu tư:

BVSC xác định mức giá mục tiêu của PNJ là **121.800 VNĐ/CP** sau khi chuyển mô hình DCF sang cuối 2022, tương đương mức lợi nhuận kỳ vọng là 15% tại giá đóng cửa 09/11/2021. PNJ đang được giao dịch tại mức PE dự phóng 2022 là 16,6 là tương đối hấp dẫn so với mức PE trượt bình quân từ 2016 đến nay là 19x. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu PNJ cùng với các luận điểm đầu tư sau:

- Về trung và dài hạn, kinh tế của Việt Nam và mức thu nhập khả dụng của người dân sở hữu triển vọng tăng trưởng tích cực, từ đó thúc đẩy tăng trưởng sức mua đối với thị trường trang sức, đặc biệt với nhóm thị trường trung cao cấp.
- Thị trường trang sức tại Việt Nam kỳ vọng sẽ trở nên cô đặc hơn, đặc biệt sau các đợt ảnh hưởng do giãn cách xã hội. Nổi bật hơn cả, nhóm bán lẻ trang sức có thương hiệu tiếp tục gia tăng uy tín nhờ việc luôn đảm bảo được tính thanh khoản và cam kết hậu mãi đối với khách hàng trong suốt giai đoạn khó khăn.
- PNJ với các sức mạnh nội tại đã được chứng minh gồm (1) năng lực chế tác, (2) sức mạnh thương hiệu cùng nhóm khách hàng trung thành thuộc nhóm trung cao cấp với khả năng chịu đựng các cú sốc kinh tế tốt hơn, (3) khả năng vận dụng công nghệ số vào sản xuất và bán hàng giúp cải thiện hiệu quả, tiết giảm chi phí. Thực tế, trong 2020, lợi thế về tập khách hàng trung thành cũng như việc triển khai các chính sách bán hàng hiệu quả nhờ vận dụng năng lực phân tích và đánh giá dữ liệu khách hàng đã giúp doanh nghiệp đạt được kết quả rất đáng khích lệ.

Rủi ro cần theo dõi: (1) diễn biến phức tạp của dịch COVID-19 tiếp diễn trên Toàn cầu cũng như tại Việt Nam với sự xuất hiện của các biến chủng mới đe dọa kỳ vọng các hoạt động kinh tế không bị gián đoạn và (2) rủi ro lạm phát đình trệ của nền kinh tế sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến chi tiêu tiêu dùng của người dân, đặc biệt với nhóm sản phẩm trang sức.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	17.001	17.511	19.176	23.454
Giá vốn	(13.540)	(14.076)	(15.651)	(18.568)
Lợi nhuận gộp	3.461	3.435	3.526	4.886
Doanh thu tài chính	17	3	4	15
Chi phí tài chính	(134)	(162)	(117)	(141)
Lợi nhuận sau thuế	1.194	1.069	1.010	1.494

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2019	2020	2021F	2022F
Tiền & khoản tương đương tiền	95	422	537	815
Các khoản phải thu ngắn hạn	130	100	142	166
Hàng tồn kho	7.030	6.545	7.116	7.932
Tài sản cố định hữu hình	952	965	1.030	1.101
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	8.603	8.483	9.433	10.992
Tổng tài sản	2.611	1.839	2.014	2.345
Nợ ngắn hạn	4	-	-	-
Nợ dài hạn	4.577	5.242	5.903	6.981
Vốn chủ sở hữu	8.603	8.483	9.433	10.992
Tổng nguồn vốn	95	422	537	815

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2019	2020	2021F	2022F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	17%	3%	75%	22%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	24%	-10%	39%	48%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	20,4%	19,6%	18,4%	20,8%
Lợi nhuận thuần biên (%)	7,0%	6,1%	5,3%	6,4%
ROA (%)	13,9%	12,6%	10,7%	13,6%
ROE (%)	53,0%	47,0%	43,7%	64,7%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	30%	22%	21%	21%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	57%	35%	34%	34%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	5.302	4.632	4.313	6.379
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	20.317	23.030	25.551	30.218

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Ngô Trí Vinh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, Dịch vụ tiêu dùng, CNTT

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

hoangthiminhhuyen@baoviet.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên

tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Dịch vụ tiêu dùng, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dùng, Tiện ích công cộng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Công nghiệp, Vật liệu cơ bản, Ngân ha

trandangmanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón, Dầu khí

nguyenduchoang@baoviet.com.vn

Nguyễn Ngọc Quý Đức

Dược phẩm, Công nghiệp, CNTT

nguyenngocquyduc@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888