



Cập nhật PNJ – GIỮ

Ngày 26/01/2022

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 327

chiltk@acbs.com.vn

Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị

GIỮ

HSX: PNJ

Trang sức & phụ kiện

Giá mục tiêu (VND) **107.454**

Giá hiện tại (VND) **97.000**

Tỷ lệ tăng giá 10,7%

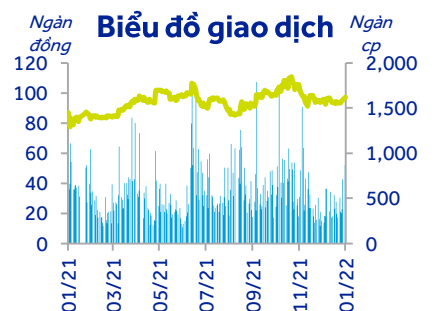
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 2,1%

Tổng tỷ suất lợi nhuận **12,8%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	4,3	2,4	-1,5	13,2
Tương đối	5,0	2,2	-8,7	-15,2

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

VietFund Management	7,6%
VinaCapital	4,8%
Dragon Capital	3,2%
Cao Ngọc Duy	2,9%

Thống kê

Mã Bloomberg	PNJ VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	75.000-112.000
SL lưu hành (triệu cp)	227
Vốn hóa (tỷ đồng)	22.805
Vốn hóa (triệu USD)	996
Room khối ngoại còn lại (%)	1,6
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	83,5
KLGD TB 3 tháng (cp)	559.085
VND/USD	22.770
Index: VNIIndex / HNX	1486,4/413,7

CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ VN)

Kết quả kinh doanh năm 2021 (chưa kiểm toán) phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi duy trì dự phóng lợi nhuận như cập nhật gần nhất với kỳ vọng bức tranh năm 2022 sẽ tốt hơn. Duy trì khuyến nghị **GIỮ**. Giá mục tiêu 107,454 đ/cp.

Khép lại một năm 2021 nhiều khó khăn do dịch COVID-19 tái bùng phát tại Việt Nam, PNJ báo cáo doanh thu thuần tăng trưởng 12% và LNST giảm 3,4% n/n, phù hợp với dự phóng của chúng tôi, bao gồm cả khoản lỗ sau thuế 160 tỷ đồng trong Q3 do phần lớn các cửa hàng và hoạt động bán hàng online phải tạm dừng hoặc hạn chế trong giai đoạn giãn cách xã hội ở TP.HCM và một số tỉnh thành. Riêng trong Q4, doanh thu và LNST tăng trưởng lần lượt 21,5% và 7% n/n. Các mảng kinh doanh chính bao gồm bán lẻ, vàng miếng và bán sỉ hầu như tăng trưởng trở lại trong Q4, khi các biện pháp giãn cách xã hội được dỡ bỏ và mạng lưới cửa hàng có thể mở cửa lại hoàn toàn. Lũy kế cả năm 2021, trong khi doanh thu bán sỉ giảm 5,5% n/n, mảng bán lẻ và vàng miếng lần lượt tăng trưởng 10,5% và 25% n/n. Tại thời điểm cuối năm, PNJ có 341 cửa hàng đang hoạt động (cuối 2020: 339), trong đó có 319 cửa hàng vàng (cuối 2020: 302), 13 cửa hàng bạc (cuối 2020: 33) và một số cửa hàng khác.

KQKD 2021 của PNJ	2021	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	19.613	12,0%
Bán sỉ	2.608*	-5,5%
Bán lẻ	11.525*	10,5%
Vàng miếng	4.827*	25,0%
Khác	652*	41,8%
LNST	1.033	-3,4%

Nguồn: PNJ; (*): ACBS tính toán

Biên lợi nhuận gộp đạt 18,2% trong 2021, thấp hơn mức 19,6% trong 2020 do tỷ trọng các sản phẩm vàng miếng/sản phẩm có hàm lượng vàng cao gia tăng. Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu thuần không đổi ở mức 11%.

Sang năm 2022, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tạo ra mức tăng trưởng khá dựa trên giả định không có giai đoạn giãn cách xã hội dài trên quy mô lớn như 2021 do chính phủ nhắm đến các biện pháp thích ứng với sự có mặt của vi-rút trong đời sống hàng ngày và thúc đẩy tiêm chủng. Biên lợi nhuận gộp có thể mở rộng chủ yếu nhờ tăng trưởng của phân khúc bán lẻ. Tuy nhiên, các con số dự phóng cũng xem xét đến khả năng những ảnh hưởng nhất định đến việc tiêu thụ các sản phẩm xa xỉ có thể vẫn còn trong năm nay sau giai đoạn giãn cách kéo dài trong 2021 và đại dịch vẫn chưa ổn định, mặc dù mức độ ảnh hưởng có thể khác nhau ở các phân khúc khách hàng khác nhau. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần và LNST của PNJ đạt 22.013 tỷ đồng (+12,2% n/n) và 1.300 tỷ đồng (+25,9% n/n) trong 2022. Kết hợp phương pháp DCF và P/E, chúng tôi định giá cổ phiếu ở mức 107.454 đ/cp, tương đương với tổng tỷ suất lợi nhuận 12,8% vào cuối năm.

	2019	2020	2021U	2022F	2023F
DT thuần (tỷ đồng)	17.001	17.511	19.613	22.013	24.904
Tăng trưởng	16,7%	3,0%	12,0%	12,2%	13,1%
LN ròng (tỷ đồng)	1.194	1.069	1.033	1.300	1.580
Tăng trưởng LN	24,4%	-10,4%	-3,4%	25,9%	21,5%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4.962	4.418	4.224	5.264	6.333
Tăng trưởng	22,7%	-11,0%	-4,4%	24,6%	20,3%
ROE	28,7%	21,8%	18,4%	20,1%	21,1%
Nợ ròng /EBITDA (x)	1,5	0,9	1,6	1,3	1,0
EV/EBITDA (x)	14,5	15,5	16,6	13,2	11,1
P/E (x)	19,5	22,0	23,0	18,4	15,3
Cổ tức (đồng)	1.800	2.000	2.000	2.000	2.000
Suất sinh lợi cổ tức	1,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ PNJ	Giá hiện tại (đồng):	97.000	Giá mục tiêu (đồng):	107.457	Vốn hóa (tỷ đồng):	22.805
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2019	2020	2021U	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	17.001	17.511	19.613	22.013	24.904	28.098
<i>Tăng trưởng</i>	<i>16,7%</i>	<i>3,0%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,2%</i>	<i>13,1%</i>	<i>12,8%</i>
GVHB trừ khấu hao	13.479	14.004	15.965	17.745	19.986	22.460
Chi phí bán hàng	1.362	1.421	1.694	1.786	1.996	2.252
Chi phí quản lý doanh nghiệp	476	506	472	626	708	799
Doanh thu tài chính	17	2	4	4	4	5
Chi phí tài chính	18	7	14	15	16	17
EBITDA	1.682	1.575	1.472	1.844	2.202	2.575
<i>Tỷ suất EBITDA</i>	<i>9,9%</i>	<i>9,0%</i>	<i>7,5%</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,8%</i>	<i>9,2%</i>
Khấu hao	61	72	75	74	79	83
Lợi nhuận từ HĐKD	1.621	1.503	1.397	1.770	2.123	2.492
<i>Biên LN HĐKD</i>	<i>9,5%</i>	<i>8,6%</i>	<i>7,1%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,9%</i>
Lợi nhuận/Lỗ khác	0	(3)	(18)	1	1	1
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLC	-	-	-	-	-	-
Chi phí lãi vay ròng	115	154	92	136	137	130
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>5,9%</i>	<i>7,8%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,4%</i>
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>14,1</i>	<i>9,8</i>	<i>15,2</i>	<i>13,0</i>	<i>15,5</i>	<i>19,2</i>
Thuế	313	277	254	335	407	484
<i>Thuế suất thực tế</i>	<i>20,8%</i>	<i>20,5%</i>	<i>19,5%</i>	<i>20,5%</i>	<i>20,5%</i>	<i>20,5%</i>
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	1.194	1.069	1.033	1.300	1.580	1.878
Tiền mặt từ hoạt động kinh doanh	1.255	1.142	1.108	1.374	1.659	1.962
Tổng số lượng cổ phiếu	225.293.585	227.612.362	227.612.362	229.888.486	232.187.370	234.509.244
EPS (VND)	4.962	4.418	4.224	5.264	6.333	7.455
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	4.224	5.264	6.333	7.455
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh</i>	<i>22,7%</i>	<i>-11,0%</i>	<i>-4,4%</i>	<i>24,6%</i>	<i>20,3%</i>	<i>17,7%</i>

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2019	2020	2021U	2022F	2023F	2024F
Thay đổi vốn lưu động	1.749	-501	1.745	759	962	1.058
Capex	222	85	51	50	50	50
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	-	-	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	-167	-146	-81	-113	-97	-105
Dòng tiền tự do	-883	1.412	-768	452	550	749
Phát hành cp	67	45	(2)	46	46	46
Cổ tức đã trả	344	355	177	459	464	469
Thay đổi nợ ròng	1.160	-1.102	947	-38	-132	-327
Nợ ròng cuối năm	2.519	1.417	2.364	2.326	2.194	1.867
Vốn CSH	4.577	5.242	6.017	6.903	8.065	9.521
Giá trị sổ sách/cp (VND)	20.566	23.284	26.453	30.049	34.758	40.628
Nợ ròng / VCSH	55,0%	27,0%	39,3%	33,7%	27,2%	19,6%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1,5	0,9	1,6	1,3	1,0	0,7
Tổng tài sản	8.603	8.483	10.547	11.394	12.424	13.554

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2019	2020	2021U	2022F	2023F	2024F
ROE	28,7%	21,8%	18,4%	20,1%	21,1%	21,4%
ROA	15,9%	12,5%	10,9%	11,9%	13,3%	14,5%
ROIC	21,1%	17,3%	14,7%	16,0%	17,3%	18,3%
WACC	8,3%	9,4%	8,4%	8,8%	9,0%	9,4%
EVA	12,8%	8,0%	6,3%	7,2%	8,3%	9,0%
P/E (x)	19,5	22,0	23,0	18,4	15,3	13,0
EV/EBITDA (x)	14,5	15,5	16,6	13,2	11,1	9,5
EV/FCF (x)	-27,7	17,3	-31,8	54,0	44,4	32,6
P/B (x)	4,7	4,2	3,7	3,2	2,8	2,4
P/S (x)	1,3	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8
EV/Doanh thu (x)	1,4	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9
PEG	8,0	7,1	1,7	0,9	1,0	1,0
Suất sinh lợi cổ tức	1,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

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

PHÒNG PHÂN TÍCH

Phó phòng Phân tích Nguyễn Bình Thanh Giao

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

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

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

NVPT– Công nghiệp Trần Trí An Phúc

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

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Trần Nhật Trung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Khối khách hàng cá nhân

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

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3942 9395
Fax: (+84 4) 3942 9407

Trưởng BP – Bất động sản Phạm Thái Thanh Trúc

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

CVPT–Dầu khí Phan Việt Hưng

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

NVPT– Kỹ thuật Lương Duy Phước

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

Trưởng BP – Tài chính Cao Việt Hùng

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

CVPT – Công nghiệp Huỳnh Anh Huy

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

KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung

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

Trưởng bộ phận - GDKHĐC

Chu Thị Kim Hương

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

NV Hỗ trợ khách hàng

Lê Nguyễn Tiến Thành

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

Chuyên viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh

(+84 28) 3824 7677
thanhtt@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC

Chu Thị Minh Phương

(+84 28) 3823 4159 (ext:357)
phuongctm@acbs.com.vn

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 đó.

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.