

Hàng tiêu dùng cá nhân

Báo cáo cập nhật

Tháng 03, 2021

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **96.500**

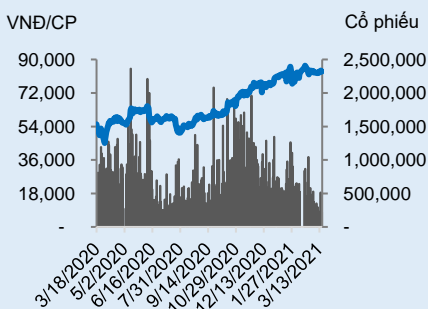
Giá thị trường (18/03/2021) 84.900

Lợi nhuận kỳ vọng **16%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	45.100-86.700
Vốn hóa	19.008 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	227.366.563
KLGD bình quân 10 ngày	301.570
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.400
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	1,7%
Beta	0,4

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PNJ	3,3%	-3,5%	8,8%	34,2%
VNIndex	5,9%	1,0%	11,2%	30,0%

Chuyên viên phân tích

Ngô Trí Vinh

(84 28) 3914.6888 ext. 260

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Tăng trưởng tích cực hậu đại dịch với triển vọng chiếm lĩnh thị trường bán lẻ trang sức Việt Nam

KQKD 2020 củng cố hơn nữa vị thế của PNJ tại thị trường bán lẻ trang sức với lợi nhuận đạt 1.069 tỷ VNĐ (-10% yoy), vượt 29% KH ĐHCĐ thông qua, trong bối cảnh thị trường chung bị tác động tương đối nặng nề bởi COVID-19.

Tháng 1/2021, PNJ ghi nhận doanh thu bán lẻ tăng trưởng 10% yoy trong khi lợi nhuận tương đương cùng kỳ. Kết quả này phần nào cho thấy những thách thức trong ngắn hạn, như dự báo của BVSC, khi thu nhập toàn dân cần thời gian để hồi phục trong khi nhu cầu từ nhóm thu nhập cao nhiều khả năng sẽ giảm nhiệt.

Nhìn chung cho cả năm 2021, chúng tôi dự báo PNJ có thể đạt mức tăng trưởng dương, với doanh thu và lợi nhuận đạt 19.151 tỷ VNĐ (+9% yoy) và 1.203 tỷ VNĐ (+13% yoy). Các động lực chính cho kỳ vọng tích cực của chúng tôi gồm (1) kinh tế và thu nhập dần hồi phục hậu dịch, (2) nhu cầu từ nhóm trang sức cưới, (3) triển khai các chương trình trả góp hợp tác với các ngân hàng và công ty tài chính tiêu dùng và (4) phát triển các dòng sản phẩm mới nhằm mở rộng nhóm khách hàng, tiêu biểu với bộ sưu tập PNJ by Style.

Quan điểm đầu tư

BVSC khuyến nghị OUTPERFORM đối với cổ phiếu PNJ với mức giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 96.500 VNĐ/CP, tương đương mức lợi suất là 16%, bao gồm lợi suất cổ tức bằng tiền 2%. Tại mức dự báo EPS 2021 và 2022 là 5.137 VNĐ và 7.037 VNĐ, mức giá mục tiêu trên tương đương với **P/E dự phóng 2021 và 2021 lần lượt là 18,8 và 13,7.**

Các điểm nhấn đầu tư chính với PNJ: (1) xu hướng hồi phục kinh tế và thu nhập hậu dịch hỗ trợ sức mua trang sức bình phục, (2) vai trò bán lẻ hiện đại tại thị trường trang sức Việt Nam tiếp tục được nâng cao và (3) PNJ với những lợi thế về năng lực chế tác, sức mạnh thương hiệu và vận dụng thành công dữ liệu số vào sản xuất và bán hàng.

Yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu khác: việc PNJ là một trong những doanh nghiệp bán lẻ sở hữu tiềm năng tăng trưởng khá tích cực trong các năm sắp tới thuộc rổ chỉ số VN30 và VN Diamond Index, có thể thu hút lực cầu đối với cổ phiếu khi dòng tiền nước ngoài quay trở lại, đặc biệt qua các quỹ ETF theo các rổ chỉ số trên có thể giúp cho cổ phiếu tăng trưởng hơn mức định giá dựa trên triển vọng KQKD tại vài thời điểm.

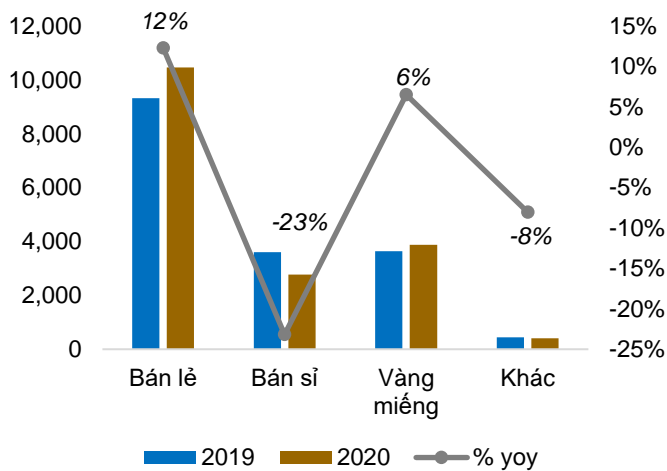
Rủi ro tác động đến định giá: (1) tiến độ tiêm chủng vắc xin toàn cầu cũng như diễn biến phức tạp của việc phòng chống dịch tại Việt Nam và (2) căng thẳng địa chính trị nếu có sẽ ảnh hưởng đến tốc độ hồi phục kinh tế và thu nhập người dân và gián tiếp tới sức mua trang sức.

KDKD 2020: Một năm ngược sóng COVID-19 thành công

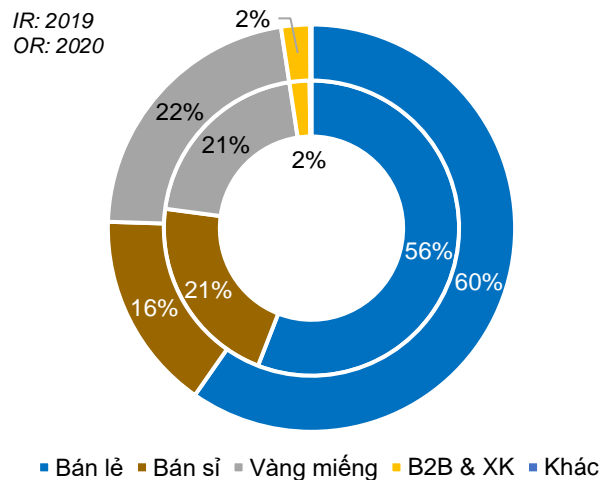
Cả năm 2020, PNJ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận đạt lần lượt 17.511 tỷ VNĐ (+3% yoy) và 1.069 tỷ VNĐ (-10% yoy). Các điểm nhấn chính bao gồm:

- Doanh thu bán lẻ đạt 10.462 tỷ VNĐ (+12% yoy) với SSSG ở mức trung bình dương một chữ số. Kết quả được cho là tích cực hơn thị trường chung chủ yếu đến từ (1) uy tín và năng lực chế tác của PNJ trong lĩnh vực trang sức, (2) tệp khách hàng trung cao cấp với thu nhập ít chịu tác động hơn từ dịch và (3) lợi thế từ việc triển khai thành công số hóa giúp hỗ trợ các hoạt động thúc đẩy bán hàng hiệu quả giai đoạn thấp điểm của thị trường.
- Biên lợi nhuận gộp đạt 19,6% (so với 20,4% cùng kỳ), chủ yếu do thay đổi cơ cấu sản phẩm hàng bán (do tác động của dịch đến thu nhập).
- Chi phí tài chính ròng ghi nhận mức 159 tỷ VNĐ (+36% yoy), do Công ty duy trì mức nợ vay bình quân cao so với cùng kỳ, nhằm đảm bảo tính thanh khoản và cam kết với khách hàng, qua đó cải thiện hơn nữa hình ảnh nhà bán lẻ uy tín trên thị trường.
- Lợi nhuận sau thuế đạt mức 1.069 tỷ VNĐ (-10% yoy), vượt 28% so với kế hoạch ĐHCĐ.
- Cuối 2020, PNJ có 339 cửa hàng bao gồm 303 cửa hàng vàng (+11 so với cùng kỳ).

Hình 1: Tăng trưởng các mảng kinh doanh



Hình 2: Cơ cấu doanh thu từng mảng



Nguồn: PNJ

Kỳ vọng 2021 trở lại quỹ đạo tăng trưởng tuy nhiên vẫn còn thách thức khi việc thu nhập người dân cần thời gian để hồi phục hoàn toàn.

Tháng 1/2021, Công ty ghi nhận doanh thu và lợi nhuận lần lượt đạt 2.170 tỷ VNĐ (+30% yoy) và 168 tỷ VNĐ, tương đương cùng kỳ. Thực tế, theo BVSC, kết quả tháng 1/2021 của PNJ cho thấy ảnh hưởng từ thu nhập người dân cần thời gian để hồi phục cùng với nền kinh tế, do đó tăng trưởng doanh thu kênh lẻ chủ yếu phản ánh việc Tết 2020 rơi vào tháng Một so với tháng Hai năm nay. Bên cạnh đó, tăng trưởng mạnh mẽ của doanh thu vàng miếng có thể được thúc đẩy bởi nhu cầu tích trữ khi rủi ro dịch bệnh bùng phát lại trong khi kênh sỉ diễn biến tích cực khi thị trường chung chuẩn bị cho mùa cao điểm dịp Tết tháng Hai. Biên lợi nhuận gộp trong kỳ cũng giảm xuống mức 18,9% (cùng kỳ đạt 23,3%) chủ yếu do tỷ trọng doanh thu vàng miếng tăng cao cũng như việc Công ty chủ động thực hiện các chương trình khuyến mãi, khiến cho lợi nhuận gần như đi ngang so với cùng kỳ.

Hình 3: Dự báo KQKD 2021 & 2022

Tỷ VNĐ	T1/2020	T1/2021	% yoy	2020	2021	2022	% 21/20	% 22/21
Doanh thu	1.668	2.170	30%	17.511	19.151	23.205	9%	21%
Bán lẻ	1.091	1.200	10%	10.465	11.705	15.239	12%	30%
Bán sỉ	300	403	34%	2.769	3.322	3.821	20%	15%
Vàng miếng	244	438	80%	3.874	3.681	3.681	-5%	0%
Khác	33	129	285%	403	443	465	10%	5%
LN gộp	389	410	30%	3.435	3.813	5.182	11%	36%
Biên gộp	23,3%	18,9%	10%	19,6%	19,9%	22,3%	0,3%	2,4%
Chi phí QL&BH			34%	-1.926	-2.172	-2.965	13%	37%
% doanh thu lẻ			80%	18,4%	18,6%	19,5%	1%	5%
CP tài chính ròng			285%	-165.118	-138.062	-158.803	-16%	15%
LNST	167	168	30%	1.069	1.203	1.648	13%	37%
EPS (VNĐ)				4.701	5.290	7.246		

Nguồn: PNJ và BVSC dự báo

BVSC duy trì kỳ vọng KQKD 2021 của PNJ sẽ quay lại quỹ đạo tăng trưởng cho cả năm 2021 đạt mức doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 19.151 tỷ VNĐ (+9% yoy) và 1.203 tỷ VNĐ (+13% yoy) với các giả định chính sau:

- Doanh thu bán lẻ đạt mức 11.705 tỷ VNĐ (+12% yoy) khi tốc độ tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ hồi phục về mức hai chữ số. Các yếu tố hỗ trợ kênh lẻ hồi phục bao gồm (1) hoạt động kinh tế và thu nhập người dân hồi phục dần hỗ trợ sức mua đối với mặt hàng trang sức, (2) nhu cầu ở nhóm trang sức cưới, nhiều khả năng bị ảnh hưởng do diễn biến dịch trong 2020, (3) việc PNJ bắt đầu hợp tác với các ngân hàng và công ty tài chính tiêu dùng triển khai chương trình trả góp, theo BVSC, sẽ là lực đỡ quan trọng cho sức mua trong ngắn hạn từ nhóm khách hàng với thu nhập chưa hoàn toàn hồi phục cũng như giúp gia tăng giá trị đơn hàng trong trung hạn và (4) việc phát triển nhóm sản phẩm mới để mở rộng nhóm đối tượng khách hàng, cụ thể là bộ sưu tập PNJ by Style hướng tới nhóm khách hàng trẻ tuổi năng động yêu thích thời trang xu hướng với chi phí hợp lý so với dòng trang sức truyền thống trước đây.

- Biên lợi nhuận cải thiện nhẹ lên mức 19,9% (so với 19,6% của 2020), chủ yếu do tỷ trọng của kênh lẻ và sĩ cải thiện trong khi mảng vàng miếng điều chỉnh giảm khi nhu cầu tích trữ dần đi vào ổn định hơn hậu dịch.
- Chi phí tài chính ròng dự báo có sự cải thiện, ghi nhận mức 138 tỷ VNĐ (-16% yoy), khi việc kinh tế và thị trường dần ổn định lại sẽ giúp PNJ giảm bớt mức vay nợ bình quân để duy trì tính thanh khoản và phòng ngừa rủi ro.
- BVSC kỳ vọng số lượng mở mới (ròng) cả năm 2021 tại mức 30 cửa hàng, với giai đoạn cao điểm mở mới sẽ diễn ra vào nửa cuối 2021 khi thị trường trang sức được kỳ vọng sẽ khởi sắc rõ rệt hơn khi hoạt động kinh tế bình phục.

Quan điểm đầu tư

BVSC khuyến nghị OUTPERFORM đối với cổ phiếu PNJ với mức giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 96.500 VNĐ/CP, tương đương mức lợi suất là 16%, bao gồm lợi suất cổ tức bằng tiền 2%. Tại mức dự báo EPS 2021 và 2022 là 5.137 VNĐ và 7.037 VNĐ, mức giá mục tiêu trên tương đương với P/E dự phóng 2021 và 2021 lần lượt là 18,8 và 13,7. Chúng tôi duy trì đánh giá tích cực với triển vọng tăng trưởng của PNJ với các điểm nhấn chính sau:

- Hậu COVID-19 kinh tế của Việt Nam và mức thu nhập khả dụng của người dân kỳ vọng tiếp tục sở hữu triển vọng tăng trưởng tích cực trong trung hạn, đặc biệt sau những thành tựu đạt được trong 2020 (GDP tăng trưởng dương 2,9%), tạo điều kiện tăng trưởng sức mua đối với thị trường trang sức.
- Thị trường trang sức tại Việt Nam kỳ vọng sẽ trở nên cô đặc hơn, đặc biệt sau giai đoạn phong tỏa xã hội cũng như ảnh hưởng sức mua do dịch bệnh. 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 trung cao cấp, (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.

Yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu khác: việc PNJ là một trong những doanh nghiệp bán lẻ sở hữu tiềm năng tăng trưởng khá tích cực trong các năm sắp tới thuộc chỉ số VN30 và VN Diamond Index, có thể thu hút lực cầu đối với cổ phiếu khi dòng tiền nước ngoài quay trở lại, đặc biệt qua các quỹ ETF theo các chỉ số trên có thể giúp cho cổ phiếu tăng trưởng hơn mức định giá dựa trên triển vọng KQKD tại vài thời điểm.

Rủi ro tác động đến định giá: (1) tiến độ tiêm chủng vắc xin toàn cầu cũng như diễn biến phức tạp của việc phòng chống dịch tại Việt Nam và (2) căng thẳng địa chính trị nếu có sẽ ảnh hưởng đến tốc độ hồi phục kinh tế và thu nhập người dân và gián tiếp tới sức mua trang sức.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019	2020
Doanh thu thuần	10.977	14.571	17.001	17.511
Giá vốn	(9.065)	(11.792)	(13.540)	(14.076)
Lợi nhuận gộp	1.912	2.779	3.461	3.435
Doanh thu tài chính	9	7	17	3
Chi phí tài chính	(56)	(66)	(134)	(162)
Lợi nhuận sau thuế	725	960	1.194	1.069

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019	2020
Tiền & khoản tương đương tiền	175	207	95	422
Các khoản phải thu ngắn hạn	40	58	48	68
Hàng tồn kho	3.402	4.968	7.030	6.545
Tài sản cố định hữu hình	206	226	264	281
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
Tổng tài sản	4.492	6.438	8.603	8.483
Nợ ngắn hạn	1.489	2.677	4.018	3.232
Nợ dài hạn	54	16	8	9
Vốn chủ sở hữu	2.950	3.745	4.577	5.242
Tổng nguồn vốn	4.492	6.438	8.603	8.483

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2017	2018	2019	2020
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	28,2%	32,7%	16,7%	3,0%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	60,9%	32,4%	24,4%	-10,4%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	17,4%	19,1%	20,4%	19,6%
Lợi nhuận thuần biên (%)	6,6%	6,6%	7,0%	6,1%
ROA (%)	17,9%	17,6%	15,9%	12,5%
ROE (%)	32,6%	28,7%	28,7%	21,8%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	34,3%	41,8%	46,8%	38,2%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	52,3%	71,9%	87,9%	61,8%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	6.705	5.748	5.299	4.698
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	27.285	22.425	20.317	23.030

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

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển
hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Bảo hiểm
dolongkhanh@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng, Ngân hàng
lethanhhhoa@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản
phamleanthuan@baoviet.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên
tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
hoangthiminhhuyen@baoviet.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dùng, Tiện ích công cộng
nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán
ngotrivinh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón
nguyenduchoang@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng
trandangmanh@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường
lehoangphuong@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