

Trần Thùy Trang, ACA

trangtt2@ssi.com.vn

+84 24 3936 6321 ext. 8705

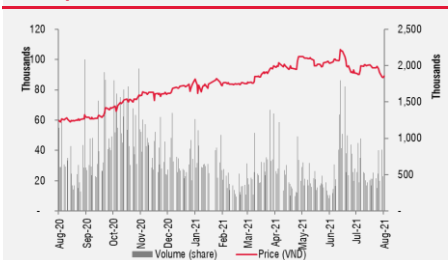
Ngày 26/08/2021

NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG

Các chỉ tiêu chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	860
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	19.560
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	227
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	109,1/57,4
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	556.182
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	2,38
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	54,2
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	0
Tỷ lệ sở hữu Ban lãnh đạo (%)	N.a

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Thông tin cơ bản về công ty

PNJ là công ty bán lẻ trang sức và đá quý hàng đầu Việt Nam. Hiện nay, PNJ có mạng lưới phân phối rộng khắp với 166 cửa hàng và hơn 3.000 nhà phân phối trên cả nước và có mối quan hệ mật thiết với thị trường Úc, Mỹ, Châu Âu và Nhật Bản. Ngoài việc kinh doanh vàng miếng, PNJ tập trung vào 5 mảng trang sức chính (i) CAO: Chế tác nữ trang cao cấp nhắm tới nhóm KH là nữ doanh nhân thành đạt, (ii) Đá quý: nhân hàng trang sức và phụ kiện thời trang nhắm tới phân khúc KH có thu nhập trung bình và cao, (iii) PNJ Gold: nhắm tới đối tượng KH nữ trên 30 tuổi, (iv) PNJ Silver: nhắm tới đối tượng KH các cô gái trẻ và giới văn phòng, (v) Yabling: đáp ứng nhu cầu trang sức và phụ kiện của thanh thiếu niên với mức giá thấp.

Cập nhật KQKD 7T2021: Khó hoàn thành kế hoạch đặt ra

KQKD 7T2021

- PNJ đã công bố KQKD tháng 7 trong đó doanh thu thuần và lỗ ròng lần lượt đạt 489 nghìn tỷ đồng (-62,6% so với cùng kỳ) và -32 tỷ đồng (so với mức lãi 54,2 tỷ đồng trong tháng 7/2020). Trong tháng 7, PNJ đã phải đóng cửa tổng cộng 274 cửa hàng (chiếm 82% tổng số cửa hàng) do các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt hơn được áp dụng tại TP.HCM, Hà Nội và một số tỉnh miền Nam. Cụ thể, TP.HCM bắt đầu áp dụng Chi thị 16 từ ngày 1/6 và Hà Nội bắt đầu áp dụng Chi thị 16 từ ngày 23/7. Các biện pháp giãn cách kéo dài đã ảnh hưởng đến doanh thu thuần nhiều hơn so với thời gian giãn cách xã hội trên toàn quốc kéo dài 2 tuần trong tháng 4/2020 (doanh thu thuần và lỗ ròng lần lượt là 501 tỷ đồng và -89 tỷ đồng).
- Tuy nhiên, KQKD lũy kế 7 tháng đầu năm hoàn toàn ngược lại, PNJ ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 12,1 nghìn tỷ đồng (+33,9% so với cùng kỳ) và 704 tỷ đồng (+41,8% so với cùng kỳ). Bất chấp kết quả kinh doanh khó khăn trong thời gian gần đây, PNJ vẫn hoàn thành lần lượt 58% và 57% kế hoạch doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế. Trong khi kế hoạch lợi nhuận ròng năm 2021 mà ban lãnh đạo đưa ra với giả định trong kịch bản cơ sở là sự bùng phát dịch Covid-19 sẽ được kiểm soát trong tháng 8, thì rất khó để PNJ hoàn thành kế hoạch trong năm.
- Trong 7 tháng đầu năm 2021, doanh thu bán lẻ và vàng miếng ghi nhận mức tăng trưởng lần lượt là 32,4% và 50,1% so với cùng kỳ. Doanh thu bán buôn cũng tăng trở lại +13,8% so với cùng kỳ. Chúng tôi lưu ý rằng doanh thu được ghi nhận trong 5T2021 cao hơn so với mức trước dịch Covid-19 (5T2019); nhưng chính sách giãn cách xã hội bắt đầu từ tháng 6/2021 đã làm chậm lại đà tăng trưởng này.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp trong 7T2021 đạt 18,6% so với 19,4% trong 7T2020. Điều này là do tỷ trọng doanh thu vàng miếng cao hơn so với tổng doanh thu, mảng này vốn có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp.

Ước tính và luận điểm đầu tư

Trong [báo cáo](#) gần đây, chúng tôi đưa ra ước tính lợi nhuận của PNJ dựa trên giả định rằng dịch Covid-19 bùng phát sẽ được kiểm soát vào cuối tháng 8 và việc mở cửa trở lại bắt đầu trong tháng 9. Do giả định này khó xảy ra, nên chúng tôi điều chỉnh lại giả định các cửa hàng của PNJ có thể tiếp tục hoạt động trở lại từ tháng 11/2021, khi phần lớn người dân TP.HCM được tiêm phòng đầy đủ. Do đó, doanh thu từ tháng 8 đến tháng 10/2021 sẽ tiếp tục bị ảnh hưởng bất lợi do tình trạng giãn cách xã hội kéo dài, trong khi nhu cầu có thể bị dồn nén bắt đầu từ tháng 11/2021. Trong khi chúng ta cần quan sát nhu cầu phục hồi trong vài tháng tới, thì dịch Covid-19 bùng phát vẫn có thể dẫn ảnh hưởng đến toàn thị trường. PNJ tiếp tục hưởng lợi khi gia tăng thị phần trong năm 2022, được thúc đẩy bởi việc đóng cửa các cửa hàng độc quyền của đối thủ cạnh tranh.

Chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính tăng trưởng doanh thu trong nửa cuối năm 2021, như sau:

	Cũ	Mới
Q3	-35% YoY	-70% YoY
Q4	+11% YoY	-25% YoY

Nguồn: SSI Research

Do đó, chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 17,2 nghìn tỷ đồng (-1,8% so với cùng kỳ) và 971 tỷ đồng (-9,2% so với cùng kỳ), thấp hơn -25% ước tính lợi nhuận sau thuế trước đó. Trong năm 2022, chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 20,3 nghìn tỷ đồng (+18,4% so với cùng kỳ) và 1,35 nghìn tỷ đồng (+31,3% so với cùng kỳ), thấp hơn -13% so với ước tính lợi nhuận sau thuế trước đó. Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu 1 năm đối với **PNJ** là **101.300 đồng/cổ phiếu** (tăng 17,5%) và chúng tôi hạ khuyến nghị từ **MUA** xuống **KHẢ QUAN** do triển vọng ngắn hạn tiêu cực (giá mục tiêu trước đây là 116.500 đồng/cp). Tại mức giá 86.200 đồng/cổ phiếu, PNJ đang giao dịch với hệ số P/E năm 2021 và 2022 lần lượt là 22,2x và 15,8x.

PHỤ LỤC 1: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2021F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	95	422	557	222
+ Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	130	99	137	162
+ Hàng tồn kho	7.030	6.546	7.238	8.931
+ Tài sản ngắn hạn khác	78	77	79	92
Tổng tài sản ngắn hạn	7.333	7.144	8.011	9.408
+ Các khoản phải thu dài hạn	71	77	72	85
+ GTCL Tài sản cố định	924	932	1.230	1.319
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	28	33	33	33
+ Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	247	297	255	299
Tổng tài sản dài hạn	1.270	1.339	1.589	1.735
Tổng tài sản	8.603	8.483	9.600	11.143
+ Nợ ngắn hạn	4.018	3.232	3.882	4.528
Trong đó: vay ngắn hạn	2.611	1.839	2.506	2.923
+ Nợ dài hạn	8	9	8	9
Trong đó: vay dài hạn	4	0	0	0
Tổng nợ phải trả	4.026	3.241	3.889	4.537
+ Vốn góp	2.253	2.276	2.310	2.345
+ Thặng dư vốn cổ phần	968	991	991	991
+ Lợi nhuận chưa phân phối	1.045	1.605	1.986	2.798
+ Quý khác	311	369	423	471
Vốn chủ sở hữu	4.577	5.242	5.711	6.606
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	8.603	8.483	9.600	11.143
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	-661	1.497	291	-159
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-222	-84	-395	-206
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	771	-1.085	239	30
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-112	327	135	-335
Tiền đầu kỳ	207	95	422	557
Tiền cuối kỳ	95	422	557	222
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,83	2,21	2,06	2,08
Hệ số thanh toán nhanh	0,06	0,16	0,18	0,08
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,02	0,13	0,14	0,05
Nợ ròng / EBITDA	1,15	1,25	1,16	1,17
Khả năng thanh toán lãi vay	14,06	9,72	10,4	10,63
Ngày phải thu	1,1	1,2	1,4	1,2
Ngày phải trả	13,9	15,2	13,3	12,9
Ngày tồn kho	161,7	176	180,7	181,7
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,53	0,62	0,59	0,59
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,47	0,38	0,41	0,41
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,88	0,62	0,68	0,69
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,57	0,35	0,44	0,44
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,57	0,35	0,44	0,44

Nguồn: Công ty, SSI dự báo

Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2021F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	17.001	17.511	17.192	20.348
Giá vốn hàng bán	-13.540	-14.076	-13.920	-16.238
Lợi nhuận gộp	3.461	3.435	3.273	4.110
Doanh thu hoạt động tài chính	17	2	10	3
Chi phí tài chính	-134	-162	-137	-180
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-1.362	-1.421	-1.425	-1.666
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-476	-506	-498	-568
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	1.506	1.349	1.222	1.699
Thu nhập khác	0	-3	0	0
Lợi nhuận trước thuế	1.507	1.346	1.223	1.700
Lợi nhuận ròng	1.194	1.069	971	1.350
Lợi nhuận chia cho cổ đông	1.194	1.069	971	1.350
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EPS cơ bản (VND)	4.931	4.308	3.884	5.472
Giá trị sổ sách (VND)	20.326	23.047	24.738	28.192
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	1.800	2.000	2.000	1.800
EBIT	1.622	1.500	1.353	1.876
EBITDA	1.683	1.573	1.450	1.993
Tăng trưởng				
Doanh thu	16,7%	3,0%	-1,8%	18,4%
EBITDA	28,6%	-6,6%	-7,8%	37,4%
EBIT	28,1%	-7,5%	-9,8%	38,7%
Lợi nhuận ròng	24,4%	-10,4%	-9,2%	39,0%
Vốn chủ sở hữu	22,2%	14,5%	8,9%	15,7%
Vốn điều lệ	34,9%	1,0%	1,5%	1,5%
Tổng tài sản	33,6%	-1,4%	13,2%	16,1%
Định giá				
PE	17,3	18,8	22,9	16,3
PB	4,4	3,8	3,6	3,1
Giá/Doanh thu	1,2	1,2	1,2	1
Tỷ suất cổ tức	2,1%	2,5%	2,2%	2,0%
EV/EBITDA	12,8	13,7	14,9	10,8
EV/Doanh thu	1,3	1,2	1,3	1,1
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	20,4%	19,6%	19,0%	20,2%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	9,5%	8,6%	7,9%	9,2%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	7,0%	6,1%	5,7%	6,6%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	8,0%	8,1%	8,3%	8,2%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,8%	2,9%	2,9%	2,8%
ROE	28,7%	21,8%	17,7%	21,9%
ROA	15,9%	12,5%	10,7%	13,0%
ROIC	20,6%	16,7%	14,1%	16,8%

PHỤ LỤC 2: BÁO CÁO TÀI CHÍNH QUÝ

Tỷ đồng	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	232	422	213	250
+ Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	152	100	120	112
+ Hàng tồn kho	6.326	6.545	6.421	7.451
+ Tài sản ngắn hạn khác	76	77	67	66
Tổng tài sản ngắn hạn	6.786	7.144	6.821	7.879
+ Các khoản phải thu dài hạn	76	77	78	83
+ GTCL Tài sản cố định	931	932	917	920
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dở dang dài hạn	31	33	33	33
+ Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	268	297	287	267
Tổng tài sản dài hạn	1.305	1.339	1.315	1.303
Tổng tài sản	8.091	8.483	8.136	9.183
+ Nợ ngắn hạn	3.180	3.232	2.374	3.453
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>2.257</i>	<i>1.839</i>	<i>1.112</i>	<i>2.126</i>
+ Nợ dài hạn	8	9	9	9
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>4</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Tổng nợ phải trả	3.188	3.242	2.383	3.463
+ Vốn góp	0	0	0	0
+ Thặng dư vốn cổ phần	968	991	991	991
+ Lợi nhuận chưa phân phối	671	671	1.605	921
+ Quý khác	3.264	3.580	3.157	3.808
Vốn chủ sở hữu	4.903	5.242	5.753	5.720
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	8.091	8.483	8.136	9.183
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	392	728	525	0
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-9	-24	-4	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-381	-515	-729	0
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	2	190	-209	0
Tiền đầu kỳ	230	232	422	0
Tiền cuối kỳ	232	422	213	0
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	2,13	2,21	2,87	2,28
Hệ số thanh toán nhanh	0,12	0,16	0,14	0,1
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,07	0,13	0,09	0,07
Nợ ròng / EBITDA	6,45	2,44	1,31	6,01
Khả năng thanh toán lãi vay	7,3	19,4	29,47	14,04

Nguồn: Công ty, SSI dự báo

Tỷ đồng	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh				
Doanh thu thuần	3.922	5.843	7.182	4.455
Giá vốn hàng bán	-3.188	-4.666	-5.857	-3.620
Lợi nhuận gộp	734	1.177	1.325	835
Doanh thu hoạt động tài chính	1	1	6	4
Chi phí tài chính	-43	-32	-25	-23
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-319	-445	-503	-420
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-113	-168	-153	-125
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	260	534	649	271
Thu nhập khác	-4	1	-1	3
Lợi nhuận trước thuế	256	535	648	274
Lợi nhuận ròng	202	427	513	224
Lợi nhuận chia cho cổ đông	202	427	513	224
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EPS cơ bản (VND)	0	0	0	0
Giá trị sổ sách (VND)	21.764	23.030	25.275	25.130
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	297	565	671	295
EBIT	314	582	688	312
Tăng trưởng				
Doanh thu	-0,3%	9,8%	43,6%	62,3%
EBITDA	2,4%	6,1%	20,8%	197,8%
EBIT	-0,1%	7,3%	21,6%	239,6%
Lợi nhuận ròng	-2,8%	10,1%	25,6%	606,5%
Vốn chủ sở hữu	19,0%	14,5%	15,4%	21,7%
Vốn điều lệ	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%
Tổng tài sản	6,1%	-1,4%	-3,0%	12,5%
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18,7%	20,2%	18,5%	18,7%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	7,7%	9,6%	9,4%	6,5%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	5,2%	7,3%	7,1%	5,0%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	8,1%	7,6%	7,0%	9,4%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,9%	2,9%	2,1%	2,8%
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,61	0,62	0,71	0,62
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,39	0,38	0,29	0,38
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,65	0,62	0,41	0,61
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,46	0,35	0,19	0,37
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,46	0,35	0,19	0,37

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

kientt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715