

# CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ)



## MUA - Giá mục tiêu: VND 114,000 (+26.9%)

### Quan điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA và thay đổi giá mục tiêu của PNJ lên 122,000 đồng/cổ phần (+21% upside, sử dụng phương pháp P/E và triết khấu dòng tiền). Các yếu tố thúc đẩy giá: (1) dự kiến sức mua giành cho các mặt hàng không thiết yếu như trang sức sẽ phục hồi tốt sau làn sóng Covid thứ 4, (2) tăng thị phần do những cửa hàng trang sức nhỏ lẻ phải đóng cửa, (3) tái cơ cấu nhằm tối ưu hoá vận hành.

### Cập nhật kết quả kinh doanh 7T2021

PNJ công bố KQKD tháng 7, là một tháng đặc biệt với tình hình dịch Covid diễn biến phức tạp trên toàn quốc, đặc biệt là TP. HCM và các tỉnh phía Nam bắt buộc phải kéo dài và nâng cao mức độ giãn cách xã hội. Đến cuối T7, PNJ đã tạm đóng 274 cửa hàng trên toàn hệ thống để thực hiện nghiêm chỉnh việc giãn cách xã hội. PNJ ghi nhận doanh thu thuần đạt 489 tỷ (giảm 62.6% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt -32 tỷ (giảm 157.3% yoy).

Lũy kế 7 tháng đầu năm, PNJ ghi nhận doanh thu thuần đạt 12,126 tỷ đồng (tăng 33.9% yoy) hoàn thành 57.7% kế hoạch năm 2021 và LNST đạt 704 tỷ đồng (tăng 41.8% yoy), hoàn thành 57.2% kế hoạch năm 2021 nhờ PNJ đã chủ động tăng tốc trong các tháng đầu năm để chuẩn bị cho kịch bản dịch bệnh quay trở lại trong năm 2021.

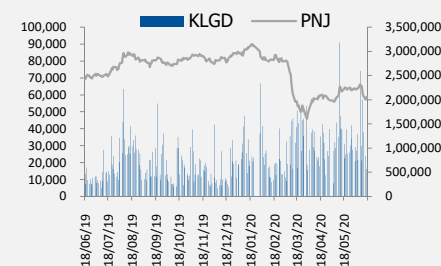
Biên lợi nhuận gộp trong tháng 7/2021 đạt 19.6% cải thiện so với mức 17.7% cùng kỳ 2020. Lũy kế 7 tháng, tỷ lệ LNG/DTT đạt 18.6% so với mức 19.4% cùng kỳ 2020.

Doanh thu kênh lẻ lũy kế 7 tháng đầu năm vẫn đạt được doanh thu tăng trưởng 32.4% so với thời điểm cùng kỳ. Doanh thu sỉ lũy kế 7 tháng đầu năm 2021 tăng trưởng 13.8% so với cùng kỳ, tiếp tục đóng góp đáng kể trong hoạt động kinh doanh của PNJ. Doanh thu vàng miếng lũy kế 7 tháng năm 2021 tăng trưởng 50.1%.

Lũy kế 7 tháng, PNJ đã mở mới 13 cửa hàng PNJ Gold, đóng 15 cửa hàng PNJ Silver, 1 cửa hàng CAO. Trong Tháng 7, PNJ đã mở thêm 1 cửa hàng PNJ Gold và đóng 1 cửa hàng PNJ Silver. Tổng mạng lưới bán lẻ của PNJ có 337 cửa hàng trên toàn quốc. Bên cạnh đó PNJ vẫn duy trì hệ thống giao hàng online và vận hành các cửa hàng không bị ảnh hưởng do chính sách giãn cách xã hội từ một số địa phương ngoài TP. HCM.

Tổng chi phí hoạt động trong tháng 7 tiết giảm 16.9% so với cùng kỳ 2020. Lũy kế 7 tháng đầu năm 2021, tỷ lệ CPHD/LNG đạt 58.5%.

### Diễn biến giá



|              | 1T     | 3T      | 12T     |
|--------------|--------|---------|---------|
| PNJ (%)      | - 10%  | + 7.2%  | - 16.5% |
| VN-Index (%) | - 4.3% | + 16.9% | - 12.2% |

### Thông tin doanh nghiệp

|                             |                         |
|-----------------------------|-------------------------|
| Giá hiện tại (25/8/2021)    | VND 88,200              |
| Giá mục tiêu                | VND 114,000             |
| Upside                      | 26.9%                   |
| Bloomberg                   | PNJ VN                  |
| Vốn hóa                     | 13,038 tỷ VND           |
|                             | 560 triệu USD           |
| Biến động giá trong 52 tuần | VND 57,000 – VND 92,000 |
| Giá trị giao dịch bình quân | 26 tỷ VND               |
|                             | 1.2 triệu USD           |
| Sở hữu nước ngoài tối đa    | 49%                     |
| Sở hữu nước ngoài hiện tại  | 49%                     |

|                                    | Đơn vị        | FY20          | FY21F         | FY22F         | FY23F         |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu</b>                   | <b>Tỷ VND</b> | <b>17,511</b> | <b>19,688</b> | <b>23,133</b> | <b>27,177</b> |
| EBIT                               | Tỷ VND        | 1,508         | 1,605         | 2,307         | 3,131         |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>          | <b>Tỷ VND</b> | <b>1,069</b>  | <b>1,189</b>  | <b>1,721</b>  | <b>2,378</b>  |
| <b>Lợi nhuận sau thuế (cơ bản)</b> | <b>Tỷ VND</b> | <b>1,079</b>  | <b>1,185</b>  | <b>1,716</b>  | <b>2,372</b>  |
| EPS (VND)                          | VND           | 4,746         | 5,228         | 7,566         | 10,453        |
| Tăng trưởng EPS (%)                | %             | -10.4%        | 10.2%         | 44.7%         | 38.2%         |
| <b>P/E (x)</b>                     | <b>Lần</b>    | <b>18.6</b>   | <b>16.9</b>   | <b>11.7</b>   | <b>8.4</b>    |
| EV/EBITDA (x)                      | Lần           | 11.9          | 11.2          | 7.8           | 5.8           |
| Lợi tức (%)                        | %             | 2.27%         | 2.27%         | 2.27%         | 2.27%         |
| P/B (x)                            | Lần           | 3.7           | 3.1           | 2.6           | 0.0           |
| <b>ROE (%)</b>                     | <b>%</b>      | <b>21.8%</b>  | <b>20.9%</b>  | <b>25.2%</b>  | <b>27.9%</b>  |
| Nợ/vốn chủ (%)                     | %             | 61.8%         | 70.4%         | 58.0%         | 53.1%         |

Nguồn: MBS Research

## CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ)



**MUA - Giá mục tiêu: VND 114,000 (+26.9%)**

### Đánh giá

Theo đánh giá của chúng tôi, việc giãn cách xã hội tại Hà Nội và TP.HCM và một số tỉnh miền Nam vẫn sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến KQKD Q3. Kịch bản cơ sở của chúng tôi là làn sóng Covid-19 lần thứ 4 sẽ được kiểm soát vào cuối tháng 9 và toàn dân sẽ được tiêm phòng vào Q2/2022, chúng tôi điều chỉnh ước tính tăng trưởng lợi nhuận 2021 và 2022. Chúng tôi cần thêm thời gian để quan sát mức độ nhu cầu phục hồi trong vài tháng tới, việc dịch bệnh bùng phát có thể khiến PNJ tiếp tục hưởng lợi từ việc tăng thị phần do những cửa hàng nhỏ lẻ phải đóng cửa. Dựa trên KQKD 7T2021, chúng tôi cho rằng nhu cầu sẽ tăng sau khi gỡ bỏ các biện pháp giãn cách xã hội. Theo Hiệp hội Vàng thế giới, doanh thu vàng miếng Q1/2021 tăng 10% YoY lên 13,5 tấn, trong khi nhu cầu trang sức tăng 12% YoY lên 5,1 tấn – mức cao nhất trong hơn 4 năm.

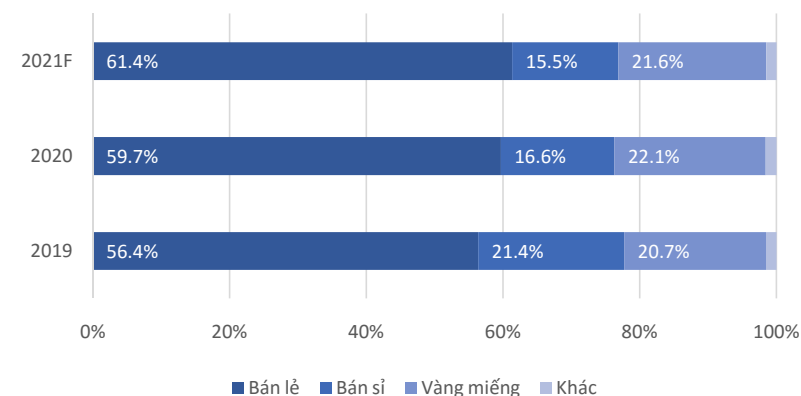
So sánh với đợt giãn cách vào tháng 4/2020, PNJ đã có nhiều kinh nghiệm triển khai hoạt động phòng chống và ứng phó với dịch. Điều này được thể hiện qua việc PNJ đã thấy cơ hội trong khó khăn, tận dụng khoảng thời gian giãn cách này để thúc đẩy nhanh hơn nữa Chương trình "F5 – Nhấn nút Tái Tạo" nhằm tối ưu hóa vận hành, tối ưu hóa chuỗi cung ứng, nâng cao năng lực triển khai, hiện đại hóa các công nghệ... để chuẩn bị tăng tốc nhanh chóng trong giai đoạn phục hồi sau giãn cách.

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu 2021 ở mức 19,688 tỷ đồng (+12.5% ck) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,189 tỷ đồng (+11.2% ck). Năm 2022, chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận ròng đạt 23.1 nghìn tỷ đồng (+17.8% YoY) và 1.7 nghìn tỷ đồng (+19,5% YoY). Giá mục tiêu 1 năm cho cổ phiếu là 114.000 đồng/cp (tiềm năng tăng giá 26.9%) và chúng tôi nhắc lại khuyến nghị MUA. Tại mức giá 88.200 đồng/cp. Trong ngắn hạn, KQKD Q3 có thể tác động tiêu cực đến giá cổ phiếu. Chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng tăng trưởng của PNJ trong dài hạn.

Chúng tôi cập nhật dự báo tăng trưởng theo quý như sau:

|            | Dự phóng cũ | Dự phóng mới |
|------------|-------------|--------------|
| Q1 thực tế | +31% yoy    | +31% yoy     |
| Q2 thực tế | +38% yoy    | +38% yoy     |
| Q3         | +25% yoy    | -50% yoy     |
| Q4         | + 15% yoy   | +15% yoy     |

Cơ cấu doanh thu theo mảng của PNJ

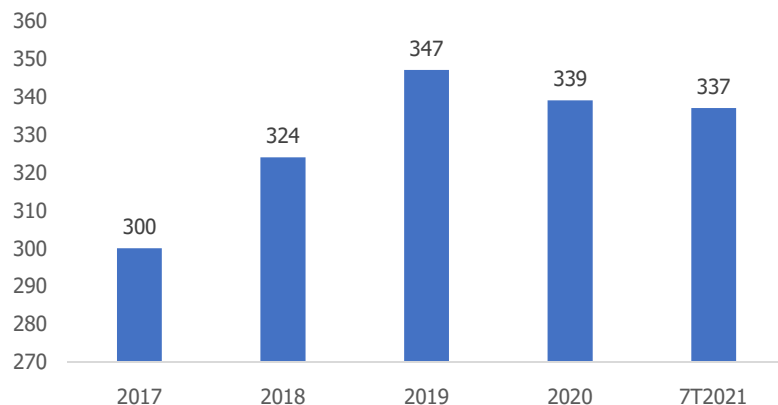


# CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ)

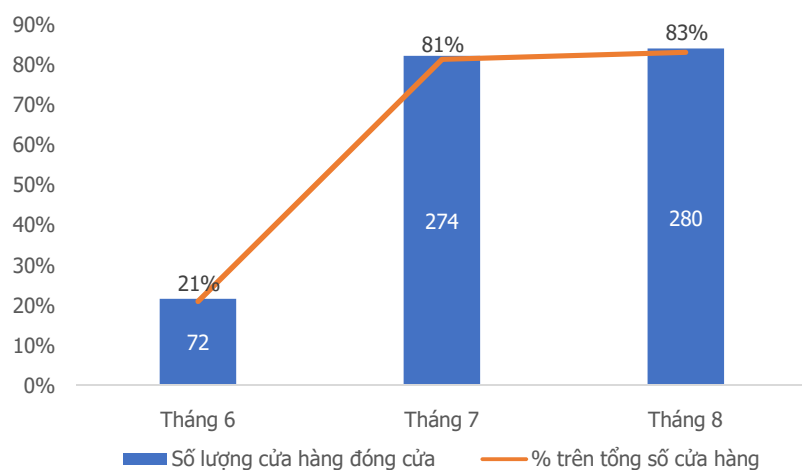


**MUA - Giá mục tiêu: VND 114,000 (+26.9%)**

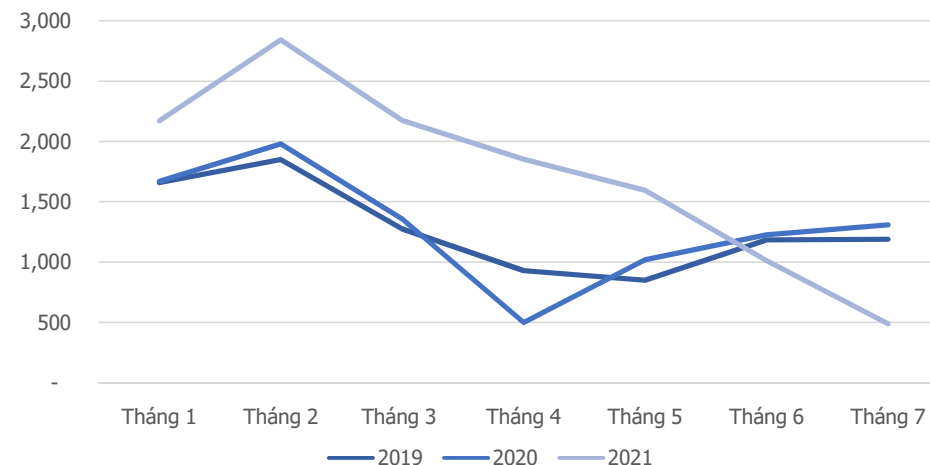
Tổng số cửa hàng



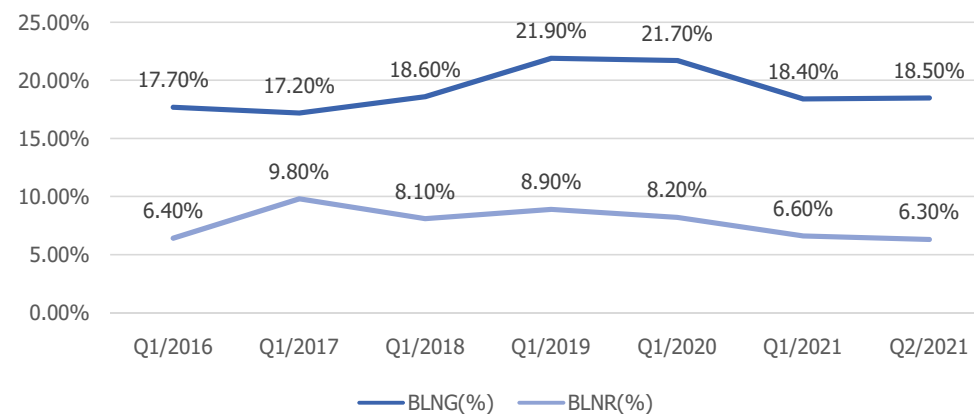
Số cửa hàng bị đóng



Doanh thu theo tháng 2019-2021



Biên lợi nhuận (%)



Nguồn: PNJ, MBS Research



**CONTACT: Equity Research****Trưởng nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu****Hoàng Công Tuấn***([Tuan.HoangCong@mbs.com.vn](mailto:Tuan.HoangCong@mbs.com.vn))***Dầu khí, Khu Công Nghiệp****Chu Thế Huỳnh***([Huyhnh.ChuThe@mbs.com.vn](mailto:Huyhnh.ChuThe@mbs.com.vn) – Tel: 0919 336 595)***VLXD, Ngân Hàng****Dương Thiên Chí***([Chi.DuongThien@mbs.com.vn](mailto:Chi.DuongThien@mbs.com.vn) – Tel: 0934 977 100)***Hàng tiêu dùng, Công Nghệ, Bán lẻ****Trần Minh Phương***([Phuong.TranMinh@mbs.com.vn](mailto:Phuong.TranMinh@mbs.com.vn) – Tel: 0869 083 297)***Chứng Khoán, Ngân Hàng, Bất Động Sản****Trần Thái Bình***([Binh.TranThai@mbs.com.vn](mailto:Binh.TranThai@mbs.com.vn) – Tel: 0336 154 669)***Nhựa, Ngân Hàng, Bất Động Sản****Đình Công Luyện***([Luyen.DinhCong@mbs.com.vn](mailto:Luyen.DinhCong@mbs.com.vn) – Tel: 0978 877 784)***KHUYẾN NGHỊ:** Khuyến nghị giữa trên chênh lệch giữa mức giá mục tiêu 12 tháng và mức giá hiện tại:

| <b>Khuyến nghị</b> | <b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b> |
|--------------------|---|
| MUA                | $\geq 15\%$   |
| GIỮ                | Từ $-15\%$ đến $+15\%$                                |
| BÁN                | $\leq -15\%$  |

**TRỤ SỞ CHÍNH**

Tòa nhà MB Bank, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: +84 4 3726 2600 – Fax: +84 4 3726 2600

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.