

CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND96.000	VND119.200	1,86%	KHẢ QUAN	Hàng tiêu dùng

Ngày 16/06/2021

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

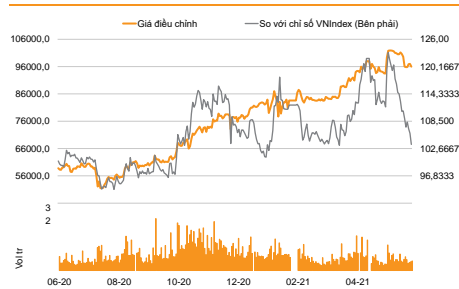
Consensus*: Mua:13 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 7,8%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Tăng LNR 2021/22 lên 16,8%/18,5%
- Tăng giá mục tiêu lên 19,8%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	101.900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	51.500
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	45.402
Thị giá vốn (tỷ VND)	22.055
Free float (%)	64
P/E trượt (x)	20,2
P/B hiện tại (x)	4,13

Cơ cấu sở hữu

Vietnam Enterprise Investments Limited	10,3%
Cao Thị Ngọc Dung	9,0%
VinaCapital	8,1%
Khác	72,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Phan Như Bách

bach.phannhu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Tỏa sáng một lần nữa

- Trong 4T21, PNJ ghi nhận doanh thu 9.033 tỷ đồng (+64,1% svck) và lợi nhuận ròng 588 tỷ đồng (+93,5% svck), vượt 47,3% dự phóng năm 2021.
- Đợt bùng phát Covid-19 ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh ngắn hạn nhưng trong dài hạn, PNJ vẫn tỏa sáng nhờ mảng bán lẻ trang sức tăng trưởng tốt hơn mong đợi.
- Nâng khuyến nghị lên KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 119.200 đồng

Đợt bùng phát Covid-19 mới ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh ngắn hạn

Dịch Covid-19 lần thứ tư, bắt đầu vào cuối T4/21, đang lan rộng khắp cả nước, đặc biệt là ở TP.HCM khiến thành phố thực hiện giãn cách xã hội 15 ngày từ ngày 31/5. Trong T6/21, 72/340 cửa hàng PNJ đã đóng cửa trên toàn quốc, trong đó có 69 cửa hàng tại TP.HCM, chiếm 20,3% tổng số cửa hàng PNJ. Chúng tôi ước tính doanh thu T6/21 của PNJ có thể giảm khoảng 30 - 40% so với cùng kỳ (svck) do tác động của đợt giãn cách xã hội này.

Tăng trưởng bán lẻ trang sức giúp PNJ tỏa sáng

Bất chấp đợt giãn cách xã hội tại TP.HCM, chúng tôi vẫn lạc quan về chiến lược xây dựng thương hiệu mới của PNJ, gồm 1) cửa hàng cao cấp mới PNJ NEXT, 2) phong cách sản phẩm mới STYLE by PNJ, 3) các chương trình thúc đẩy doanh số hiệu quả và 4) mới nhất là sự hợp tác với Pandora với mô hình Shop-in-shop. Những bước đi này đã thúc đẩy mảng bán lẻ trang sức của PNJ, thể hiện bằng kết quả tốt hơn mong đợi trong 4T21 với doanh thu (DT) và lợi nhuận (LN) ròng lần lượt đạt 9.033 tỷ đồng (+64,1% svck) và 598 tỷ đồng (+93,5% svck), hoàn thành 47,3% dự báo cả năm 2021 của chúng tôi.

Thay đổi dự phóng với doanh thu bán lẻ trang sức cao hơn

Chúng tôi tăng dự phóng doanh thu của kênh bán lẻ lên 7,6%/8,6% so với dự báo trước đó do tăng mức tăng trưởng doanh thu bán trang sức vàng trên mỗi cửa hàng lên 13% svck / 8% svck trong năm 2021/2022 (từ 5% svck/7% svck trong dự báo trước đó). Chúng tôi cũng tăng doanh thu từ kênh bán buôn thêm 4,6%/4,6% trong năm 2021/2022 so với dự báo trước đó do sự phục hồi của các cửa hàng trang sức quy mô nhỏ trong năm 2021/2022. Do đó, chúng tôi đã tăng LN ròng năm 2021/2022 lên 16,8%/18,5% so với dự báo trước đó.

Nâng khuyến nghị lên KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 119.200 đồng

Chúng tôi tăng giá mục tiêu dựa trên phương pháp DCF thêm 19,8% lên 119.200 đồng/cổ phiếu sau khi điều chỉnh EPS tăng 17,8%/19,8% trong năm 2021/2022 so với báo cáo trước đó. Tiềm năng tăng giá bao gồm: 1) tốc độ mở cửa hàng nhanh hơn so với dự kiến, 2) phục hồi sau dịch tốt hơn so với dự kiến và 3) các dự án mới thúc đẩy doanh số bán hàng. Rủi ro giảm giá là làn sóng bùng phát dịch Covid-19 tiếp theo tại Việt Nam.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	17.001	17.511	20.902	22.568
Tăng trưởng DT thuần	16,7%	3,0%	19,4%	8,0%
Biên lợi nhuận gộp	20,4%	19,6%	19,6%	20,1%
Biên EBITDA	9,8%	8,9%	9,6%	10,2%
LN ròng (tỷ)	1.191	1.070	1.477	1.712
Tăng trưởng LN ròng	24,0%	(10,2%)	38,1%	15,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi	24,3%	(9,9%)	37,8%	15,9%
EPS cơ bản	5.348	4.747	6.557	7.598
EPS điều chỉnh	4.861	4.228	6.003	7.010
BVPS	20.303	23.267	27.515	33.313
ROAE	28,6%	21,8%	25,8%	25,0%

Nguồn: VND RESEARCH

Luận điểm đầu tư

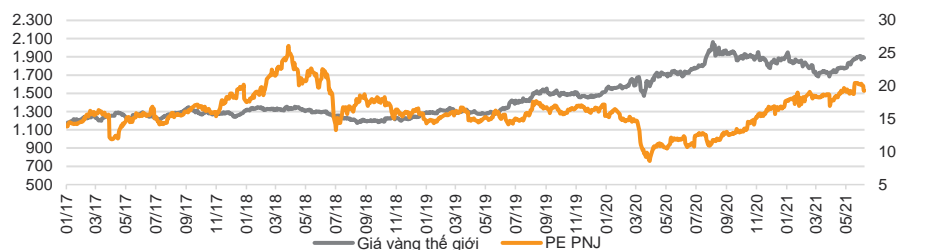
Chúng tôi ưa thích PNJ vì:

- PNJ là nhà bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam với thị phần trang sức chiếm hơn 30% trong các chuỗi trang sức tại Việt Nam.
- Trong Q1/21, PNJ ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu trở lại mạnh mẽ với 43,4% svck, vượt xa mức tăng trưởng trung bình 12% svck của thị trường trang sức trong nước.
- Chiến lược của PNJ để thúc đẩy doanh số bán lẻ trang sức và mở rộng thị phần trang sức Việt Nam bao gồm 1) triển khai các mẫu sản phẩm mới, 2) chiến dịch quảng cáo hiệu quả và 3) hợp tác với Pandora để trở thành “Cửa hàng đa thương hiệu” nhằm nâng cao hình ảnh và hoạt động bán lẻ trang sức của PNJ trong thời gian tới.

Rủi ro giảm giá:

- Đại dịch Covid-19 kéo dài hơn dự kiến dẫn đến thời gian giãn cách xã hội dài hơn khiến PNJ phải đóng cửa hàng sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của PNJ.
- Số lượng cửa hàng mới ít hơn dự kiến và mức tăng trưởng doanh thu của PNJ thấp hơn dự kiến, đặc biệt là mảng bán lẻ trang sức.
- Giá vàng tăng mạnh dẫn đến giá vốn hàng bán của PNJ cao hơn sẽ ảnh hưởng đến hoạt động bán lẻ trang sức của PNJ, vốn đang đóng góp doanh thu và lợi nhuận gộp cao nhất cho PNJ. Hơn nữa, chúng tôi quan sát thấy P/E của PNJ có tương quan nghịch với giá vàng thế giới, đặc biệt là từ đầu năm 2020. Do đó, việc giá vàng liên tục tăng sẽ gây áp lực lên P/E của PNJ trong tương lai.

Hình 1: P/E của PNJ và giá vàng trong giai đoạn 2017-20



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

Nâng khuyến nghị lên KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 119.200 đồng, sau khi điều chỉnh EPS tăng 17,8%/19,8% trong năm 2021/2022 so với báo cáo trước đó. Giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 119.200 đồng với giả định lãi suất phi rủi ro 3% và WACC là 10,6%.

Hình 2: Chiết khấu dòng tiền (DCF)

Định giá DCF	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2030
LNTT	1.930	2.230	2.534	2.877	3.166	3.361	3.627	3.817	4.017	4.228	4.46E
Thuế	-369	-428	-487	-554	-611	-648	1.263	1.619	1.508	1.930	2.23C
Khấu hao	61	74	90	103	118	136	150	164	181	199	21E
Chi phí vốn	-267	-352	-293	-336	-386	-296	-325	-357	-393	-432	-474
Thay đổi vốn lưu động	381	-222	-299	-307	-222	-227	-152	-149	-161	-163	-147
Dòng tiền tự do	1.736	1.302	1.545	1.783	2.065	2.326	2.599	2.737	2.865	2.982	3.16E
Dòng tiền tự do hiện tại	1.614	1.094	1.174	1.230	1.280	1.303	1.325	1.259	1.175	1.103	1.07E

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Các giả định

Chi phí sử dụng vốn	
Beta	0,9
Phần bù rủi ro thị trường	10,1%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Chi phí vốn CSH	12,5%
Chi phí sử dụng nợ	5,0%
Thuế DN	20,0%
WACC	10,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Giá mục tiêu

Phương pháp DCF	Giá trị	Đơn vị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	13.633	tỷ đồng
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	14.622	tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	28.255	tỷ đồng
Tiền và tương đương tiền	422	tỷ đồng
Tổng nợ	(1.839)	tỷ đồng
Giá trị vốn CSH	26.838	tỷ đồng
SL cổ phiếu	225	triệu
Giá cổ phiếu	119.200	đồng/cp

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Đv tiền bản địa)	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr US\$)	P/E (x)			Tăng trưởng EPS 3 năm CAGR (%)	P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)		
						TTM	FY21F	FY22F		TTM	FY21F	FY22F	TTM	FY21F	FY22F	TTM	FY21F	FY22F
Bán lẻ trang sức																		
Phu Nhuan Jewelry JSC	PNJ VN	KQ	97.000	119.200	951	20,4	14,8	12,8	11,8%	4,2	3,5	2,9	21,8%	25,8%	25,0%	12,5%	16,3%	16,3%
Tiffany & Co	TIF US	na	na	na	na	na	na	na	12,5%	na	na	na	9,0%	9,0%	13,9%	4,4%	4,0%	8,5%
Chow Tai Fook Jewellery Group Ltd	1929 HK	na	16,08	6,00	20.715	26,7	24,0	20,8	27,7%	5,2	4,9	4,5	21,1%	21,2%	22,3%	9,3%	10,4%	10,8%
Chow Sang Sang Holdings Ltd	116 HK	na	14,70	na	1.283	18,3	9,9	8,3	-12,1%	0,8	0,8	0,7	4,8%	8,2%	9,2%	3,3%	5,6%	6,4%
Trung bình - bán lẻ trang sức						22,5	16,9	14,6	9,4%	3,0	2,8	2,6	11,6%	12,8%	15,1%	5,7%	6,6%	8,6%

Giá đóng cửa ngày 14/6/2021

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

TỎA SÁNG MỘT LẦN NỮA

Kết quả 4T21 của PNJ vượt qua ước tính của chúng tôi

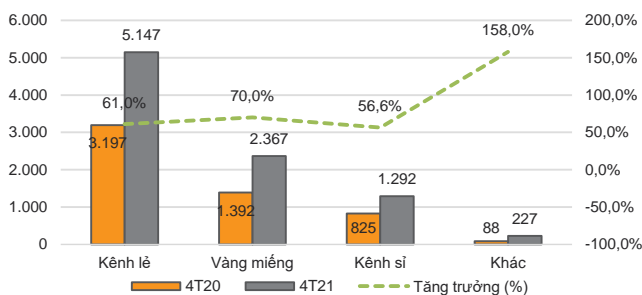
Doanh thu T4/21 của PNJ tăng 2,7 lần svck lên 1.851 tỷ đồng nhờ mức cơ sở thấp của T4/20 do ảnh hưởng nặng nề bởi giai đoạn giãn cách xã hội trên toàn quốc. Trong T4/21, doanh thu từ kênh bán lẻ tiếp tục tăng mạnh, tăng 3,9 lần svck, đóng góp tới 61,5% tổng doanh thu nhờ sự kiện khuyến mãi mừng sinh nhật lần thứ 33 của PNJ, kết hợp với chiến dịch quảng cáo hiệu quả hướng tới khách hàng. LN ròng T4/21 của PNJ tăng lên 85 tỷ đồng từ mức lỗ 89 tỷ đồng vào T4/20.

Trong 4T21, doanh thu của PNJ tăng mạnh 64,1% svck lên 9,033 tỷ đồng nhờ tăng trưởng tất cả các mảng, trong đó:

- Doanh thu kênh bán lẻ của PNJ tăng 61% svck lên 5.174 tỷ đồng nhờ 1) hình ảnh mạnh mẽ hơn sau khi Covid-19 bùng phát vào năm 2020, 2) nhiều sự kiện trong 4T21 thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ trang sức của PNJ, 3) thành công trong việc phát hành chuỗi sản phẩm mới - STYLE by PNJ với mục tiêu đưa ra nhiều loại sản phẩm (trang sức vàng, bạc, đồng hồ) với giá cả hợp lý, hướng tới thế hệ trẻ và 4) chiến dịch quảng cáo hiệu quả cho khách hàng kể từ cuối năm 2020.
- Kênh bán buôn tăng 56,6% svck lên 1.292 tỷ đồng do các cửa hàng trang sức cỡ nhỏ khởi động lại hoạt động kinh doanh sau khi bị ảnh hưởng bởi Covid-19.
- Mảng vàng miếng của PNJ tăng 70% svck lên 2.367 tỷ đồng nhờ sự sôi động của thị trường vàng miếng kể từ khi nền kinh tế thế giới bị ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19.

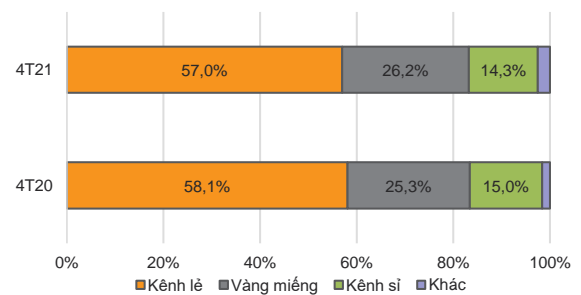
LN ròng 4T/21 tăng 93,5% svck lên 588 tỷ đồng, hoàn thành 47,3% dự báo năm 2021, cao hơn kỳ vọng của chúng tôi.

Hình 6: Doanh thu theo kênh của PNJ trong 4T21 so với 4T20



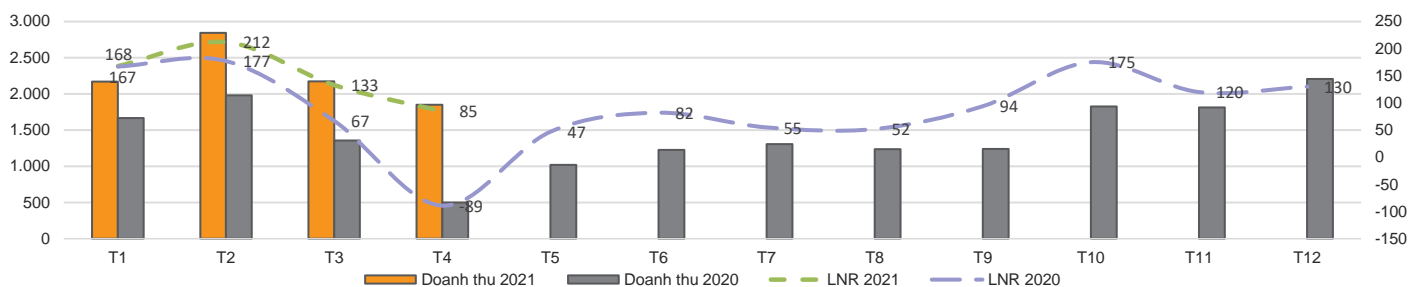
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 7: Tỷ trọng từng mảng trong doanh thu PNJ trong 4T21/4T20



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 8: Doanh thu (cột trái – tỷ đồng) và LN ròng (cột phải – tỷ đồng) của PNJ trong giai đoạn 2020 - 2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Đợt bùng phát Covid-19 mới ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh ngắn hạn

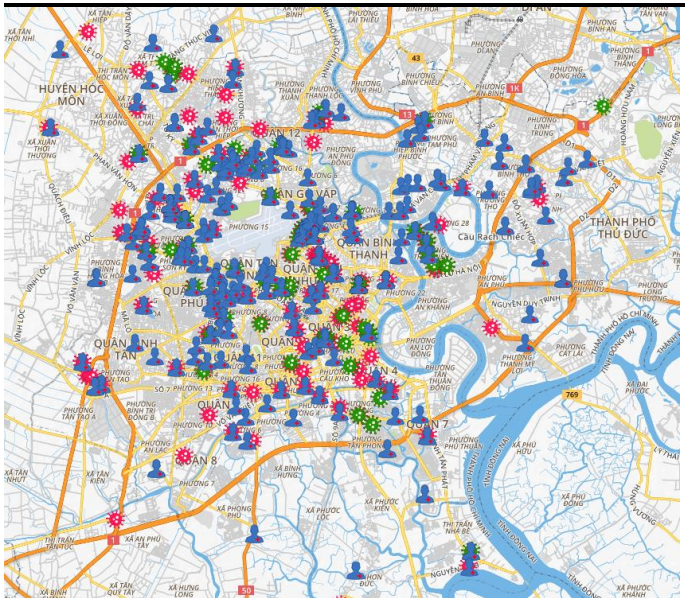
Đợt bùng phát Covid-19 lần thứ tư bắt đầu vào cuối T4/21 với trường hợp đầu tiên được phát hiện tại tỉnh Yên Bái. Dịch xảy ra ngay sau kỳ nghỉ lễ 30/4 - 1/5 khiến đợt dịch này nặng hơn so với các đợt trước. Tình hình đại dịch đang gia tăng trên cả nước, đặc biệt là tại các khu công nghiệp phía Bắc như ở Bắc Ninh - Bắc Giang và phía Nam, ngay trung tâm, tại TP.HCM, do sự bùng phát từ quận Gò Vấp.

Số ca nhiễm mới tăng liên tục và đạt hơn 500 ca mỗi ngày, khiến đợt dịch thứ tư trở nên nghiêm trọng hơn các đợt dịch trước. TP.HCM đã thực hiện giãn cách xã hội toàn thành phố trong 15 ngày kể từ ngày 31/5 (sau đó thêm 15 ngày kể từ ngày 15/6), do đó các cửa hàng bán lẻ không thiết yếu sẽ đóng cửa trong thời gian này và PNJ sẽ bị ảnh hưởng trực tiếp.

Tính đến đầu T6/21, 72/340 cửa hàng PNJ đã đóng cửa trên toàn quốc, tương đương 21,2% tổng số cửa hàng. Trong đó, 69 cửa hàng đóng cửa của PNJ được đặt tại TP.HCM, chiếm 20,3% tổng số cửa hàng PNJ. Chúng tôi ước tính doanh thu tháng 6 của PNJ có thể giảm khoảng 30 - 40% svck do tác động của đợt giãn cách xã hội này.

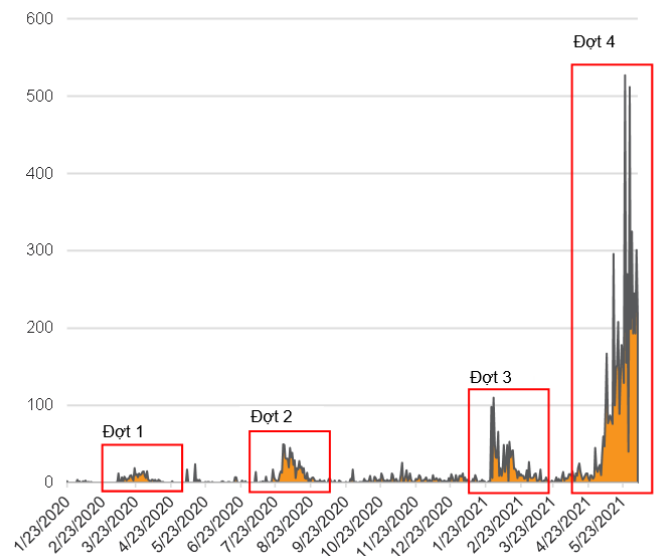
Mặc dù bị ảnh hưởng bởi giai đoạn giãn cách xã hội, chúng tôi cho rằng tác động đến triển vọng kỳ vọng của PNJ trong năm 2021 sẽ không nhiều vì 1) giai đoạn giãn cách xã hội xảy ra vào tháng 5-6, mùa thấp điểm trong năm nên làm giảm tác động đến PNJ và 2) đà tăng trưởng của mảng bán lẻ của PNJ rất mạnh trong giai đoạn sau đại dịch cho đến nay, và 3) PNJ đã có kinh nghiệm trong việc đối phó với giai đoạn giãn cách xã hội, không còn bị động như trong giai đoạn T4/2020, ở đợt bùng phát Covid lần đầu tiên.

Hình 9: Bản đồ các khu vực ca nhiễm Covid-19 tại TP.HCM, dẫn đến việc giãn cách xã hội trong T6/21



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, HCMC CDC

Hình 10: Số lượng ca nhiễm Covid-19 mới theo từng đợt tại Việt Nam kể từ năm 2020 tới nay



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, HCMC CDC

Tăng trưởng bán lẻ trang sức giúp PNJ tỏa sáng

Mặc dù chịu tác động bởi giai đoạn giãn cách xã hội, chúng tôi vẫn duy trì triển vọng tích cực đối với PNJ do doanh nghiệp hiện đang trở thành nhà bán lẻ trang sức nhiều hơn là chuỗi cửa hàng vàng bằng việc đưa ra một loạt hành động kể từ nửa cuối năm 2020 nhằm thúc đẩy mảng bán lẻ trang sức của họ, bao gồm:

- 1) Ngày 18/10, PNJ đã ra mắt concept mới - STYLE by PNJ - nhằm hướng đến thế hệ trẻ bằng cách phối hợp đa dạng các sản phẩm (trang sức vàng, bạc, đồng hồ,...) với mức giá hợp lý. Chúng tôi tin rằng concept mới sẽ hấp dẫn vì nó gia tăng trải nghiệm trang sức của khách hàng trong một không gian mới và hiện đại tại khu vực STYLE by PNJ và các sản phẩm hướng đến khách hàng để làm nổi bật phong cách riêng của từng cá nhân.

Hình 11: Không gian của concept mới – STYLE by PNJ



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

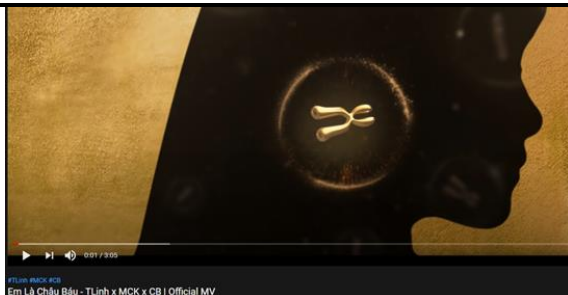
Hình 12: Không gian của concept mới – STYLE by PNJ



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

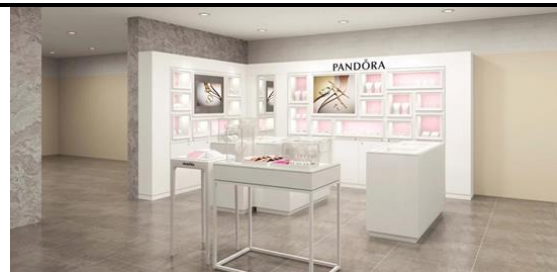
- 2) Chiến dịch quảng cáo hiệu quả bằng cách sử dụng các thần tượng trẻ tuổi làm đại sứ thương hiệu và phát hành video âm nhạc xếp hạng đầu trong mục xu hướng của YouTube nhằm quảng bá STYLE by PNJ kể từ cuối năm 2020.
- 3) Sự hợp tác với Pandora để trở thành “Cửa hàng đa thương hiệu” nhằm nâng cao hình ảnh và hoạt động bán lẻ trang sức của PNJ trong các giai đoạn tiếp theo. Sự hợp tác này là dấu mốc quan trọng đánh dấu bước chuyển mình mạnh mẽ của PNJ trên hành trình nâng cao năng lực hợp tác quốc tế, năng lực bán lẻ, vận hành đa thương hiệu. Việc tối ưu hóa không gian, đa dạng hóa sản phẩm, kết hợp với nhiều thương hiệu lớn trong cùng hệ thống không chỉ giúp PNJ tiết kiệm nhiều chi phí, tối đa hóa lợi nhuận mà còn có thể thu hút thêm được nhiều khách hàng.

Hình 13: Video quảng bá của STYLE by PNJ vào ngày 22/11/2020



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 14: Không gian cửa hàng Pandora tại PNJ Next, Quận 1, TP.HCM



Nguồn: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

- 4) Dự án ERP từ năm 2019 bắt đầu cho thấy một số kết quả ban đầu với tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp / doanh thu giảm 0,78 điểm % svck và tỷ lệ vòng quay hàng tồn kho tăng 0,3 điểm lên 0,9 trong Q1/21.

Những hoạt động này của PNJ đã tạo ra một cú hích đáng kể cho mảng bán lẻ trang sức của PNJ, thể hiện qua kết quả kinh doanh tốt hơn mong đợi trong 4T21.

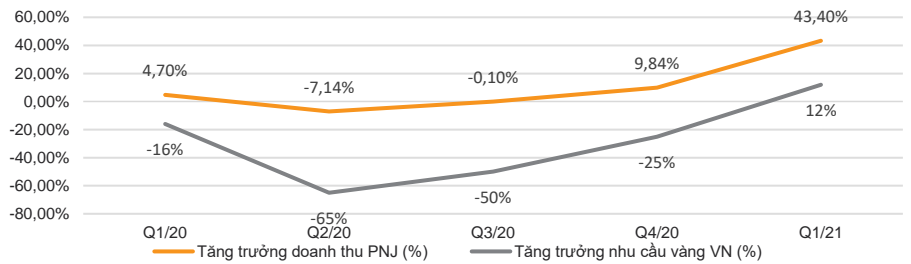
Thay đổi dự phóng với doanh thu bán lẻ trang sức cao hơn

Doanh thu bán lẻ trang sức tiếp tục tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2021-22: KQKD của PNJ vượt trội so với thị trường trong giai đoạn 2020-Q1/21, đặc biệt trong Q1/21 khi doanh thu của PNJ tăng trưởng mạnh, +43,4% svck so với mức +12% svck của nhu cầu thị trường trang sức Việt Nam, củng cố tăng trưởng mạnh mẽ của PNJ trong giai đoạn tới, vượt dự báo trước đó của chúng tôi.

- Chúng tôi nâng mức tăng trưởng doanh thu bán trang sức vàng trên mỗi cửa hàng lên 13% svck / 8% svck trong năm 2021/22 (so với mức 5% svck / 7% svck trong dự báo trước đó), vốn là kết quả của một loạt các hoạt động mà PNJ đã thực hiện từ nửa cuối năm 2020 để thúc đẩy tăng trưởng mảng bán lẻ trang sức. Kết quả là doanh thu của kênh bán lẻ tăng 7,6%/8,6% so với báo cáo trước đó.
- Chúng tôi cũng tăng doanh thu từ kênh bán buôn thêm 4,6%/4,6% trong 2021/22 so với dự báo trước đó do sự phục hồi của các cửa hàng trang sức cỡ nhỏ trong năm 2021/22.

Do đó, chúng tôi đã tăng lợi nhuận ròng năm 2021/22 lên 16,8%/18,5% so với dự báo trước đó.

Hình 15: Tăng trưởng svck của doanh thu PNJ và nhu cầu trang sức Việt Nam trong giai đoạn 2020-21



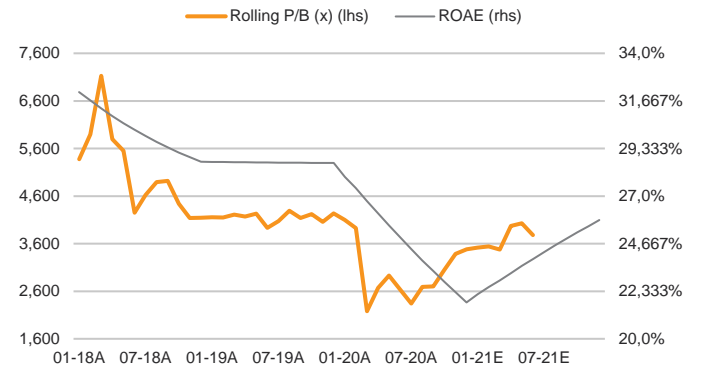
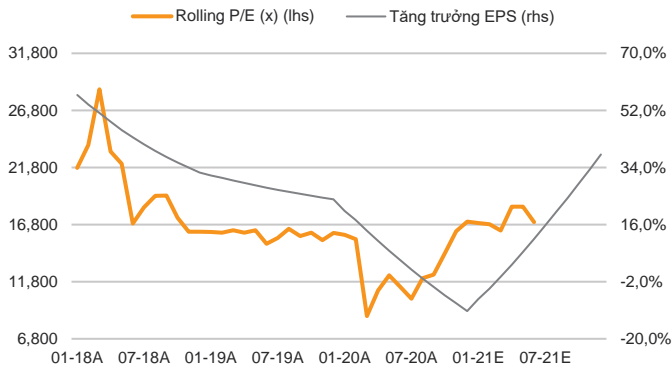
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Hội đồng vàng thế giới

Hình 16: Thay đổi dự phóng

	Cũ		Mới		%thay đổi		2023	Ghi chú
	2021	2022	2021	2022	2021	2022		
Doanh thu	19.850	21.276	20.902	22.568	5,3%	6,1%	24.503	
Kênh lẻ	11.657	12.763	12.545	13.864	7,6%	8,6%	15.266	Chúng tôi tăng doanh thu bán lẻ trang sức do PNJ đạt kết quả tốt hơn mong đợi trong 4T21 nhờ vào các nhiều chương trình khuyến mãi và chiến dịch quảng cáo để thúc đẩy mảng bán lẻ và việc đưa ra STYLE by PNJ hưởng đến thể hệ trẻ với các thiết kế thời thượng.
Vàng miếng	4.425	4.312	4.425	4.312	0,0%	0,0%	4.522	
Kênh sĩ	3.267	3.594	3.416	3.758	4,6%	4,6%	3.946	
GVHB	(16.029)	(17.090)	(16.811)	(18.043)	4,9%	5,6%	(19.505)	
Lợi nhuận gộp	3.821	4.186	4.091	4.525	7,1%	8,1%	4.998	
Biên LNG	19,25%	19,67%	19,57%	20,05%	0,32 điểm %	0,38 điểm %	20,40%	Với sự gia tăng của mảng bán lẻ, mảng có tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhất trong tất cả các mảng của PNJ, tỷ suất lợi nhuận gộp của PNJ tăng 0,32 điểm % và 0,38 điểm % trong năm 2021/22, dựa trên dự báo của chúng tôi.
Chi phí bán hàng	(1.489)	(1.581)	(1.489)	(1.581)	0,0%	0,0%	(1.696)	
Chi phí QLDN	(672)	(714)	(672)	(714)	0,0%	0,0%	(768)	
Chi phí bán hàng / DT	7,50%	7,43%	7,12%	7,01%	-0,38 điểm %	-0,42 điểm %	6,92%	
Chi phí QLDN / DT	3,39%	3,36%	3,22%	3,16%	-0,17 điểm %	-0,20 điểm %	3,13%	
Chi phí BH&QLDN / DT	10,89%	10,79%	10,34%	10,17%	-0,55 điểm %	-0,62 điểm %	10,05%	
Lợi nhuận hoạt động	1.660	1.891	1.930	2.230	16,3%	17,9%	2.534	
Chi phí tài chính ròng	(78)	(84)	(82)	(89)	5,1%	6,4%	(96)	
Lợi nhuận trước thuế	1.581	1.806	1.847	2.140	16,8%	18,5%	2.435	
Lợi nhuận ròng	1.265	1.445	1.477	1.712	16,8%	18,5%	1.948	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	17.511	20.902	22.568
Giá vốn hàng bán	(14.076)	(16.811)	(18.043)
Chi phí quản lý DN	(506)	(672)	(714)
Chi phí bán hàng	(1.421)	(1.489)	(1.581)
LN hoạt động thuần	1.509	1.930	2.230
EBITDA thuần	1.564	1.991	2.304
Chi phí khấu hao	(56)	(61)	(74)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.509	1.930	2.230
Thu nhập lãi	3	10	11
Chi phí tài chính	(162)	(92)	(99)
Thu nhập ròng khác	(3)	(1)	(2)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	1.346	1.847	2.140
Thuế	(277)	(369)	(428)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	1.070	1.477	1.712
Thu nhập trên vốn	1.070	1.477	1.712
Cổ tức phổ thông	(406)	(406)	(406)
LN giữ lại	664	1.072	1.306

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	422	1.858	2.941
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	99	199	211
Hàng tồn kho	6.546	6.205	6.460
Các tài sản ngắn hạn khác	77	128	142
Tổng tài sản ngắn hạn	7.144	8.391	9.753
Tài sản cố định	932	1.186	1.463
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	406	90	98
Tổng tài sản	8.482	9.667	11.314
Vay & nợ ngắn hạn	1.839	1.672	1.805
Phải trả người bán	482	611	652
Nợ ngắn hạn khác	911	1.182	1.348
Tổng nợ ngắn hạn	3.232	3.465	3.805
Vay & nợ dài hạn	0	4	4
Các khoản phải trả khác	8		
Vốn điều lệ và	2.276	2.253	2.253
LN giữ lại	1.605	2.570	3.814
Vốn chủ sở hữu	5.242	6.199	7.505
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	8.482	9.667	11.314

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	1.346	1.847	2.140
Khấu hao	56	61	74
Thuế đã nộp	(277)	(369)	(428)
Các khoản điều chỉnh khác	(365)	554	33
Thay đổi VLĐ	490	616	(75)
LC tiền thuần HDKD	1.250	2.709	1.743
Đầu tư TSCĐ	(121)	(267)	(352)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	1	2
Các khoản khác	0	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	458	(522)	(35)
LC tiền từ HĐĐT	337	(788)	(386)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	(1)	(1)
Tiền vay ròng nhận được	(860)	(79)	133
Dòng tiền từ HĐTC khác	5	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(406)	(406)	(406)
LC tiền thuần HĐTC	(1.260)	(486)	(274)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	95	422	1.858
LC tiền thuần trong năm	327	1.435	1.084
Tiền & tương đương tiền cuối kì	422	1.857	2.942

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	6,1%	7,1%	7,6%
Vòng quay TS	2,05	2,30	2,15
ROAA	12,5%	16,3%	16,3%
Đòn bẩy tài chính	1,74	1,59	1,53
ROAE	21,8%	25,8%	25,0%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	1,4	1,4	1,4
Số ngày nắm giữ HTK	170,2	134,7	130,7
Số ngày phải trả tiền bán	12,5	13,3	13,2
Vòng quay TSCĐ	18,87	19,74	17,04
ROIC	15,1%	18,8%	18,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,2	2,4	2,6
Khả năng thanh toán nhanh	0,2	0,6	0,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,5	0,8
Vòng quay tiền	159,1	122,8	118,9
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	3,0%	19,4%	8,0%
Tăng trưởng LN từ HDKD	(6,8%)	27,9%	15,5%
Tăng trưởng LN ròng	(10,2%)	38,1%	15,9%
Tăng trưởng EPS	(11,2%)	38,1%	15,9%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Phan Như Bách – Chuyên viên Phân tích

Email: bach.phannhu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>