

CÔNG TY CỔ PHẦN VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (HOSE: PNJ)

MỘT NĂM KHÓ KHĂN

| Chỉ tiêu (tỷ VND) | 2019 | 2020F | +/- yoy |
|----------------------|----------|----------|---------|
| Doanh thu thuần | 17,000.7 | 15,453.5 | -9% |
| Lợi nhuận gộp | 3,460.7 | 2,936.2 | -15% |
| Lợi nhuận hoạt động | 1,623.1 | 1,234.7 | -24% |
| Lợi nhuận trước thuế | 1,506.7 | 1,096.8 | -27% |
| Lợi nhuận sau thuế | 1,193.9 | 875.2 | -27% |
| Tổng tài sản | 8,603.0 | 8,660.7 | 0.7% |
| Vốn chủ sở hữu | 4,577.3 | 5,452.5 | 19% |
| EPS (VND/cp) | 4,896 | 3,900 | -20% |

| Chỉ số tài chính | 2018 | 2019 | 2020F |
|------------------------|-------|-------|-------|
| Tỷ suất lợi nhuận gộp | 19.1% | 20.4% | 19.0% |
| Tỷ suất lợi nhuận ròng | 6.6% | 7.0% | 5.7% |
| ROE | 28.7% | 28.7% | 18.3% |
| ROA | 17.6% | 15.9% | 10.3% |

Nguồn: Fiinpro, CTS tổng hợp

QUAN ĐIỂM ĐÁNH GIÁ

Với đặc thù kinh doanh bán lẻ mặt hàng xa xỉ phẩm, có tính chu kỳ cao, PNJ chịu tác động rõ nhất khi nền kinh tế rơi vào trạng thái trì trệ. Chỉ tiêu cho các mặt hàng trang sức sẽ bị cắt giảm đầu tiên khi thu nhập khả dụng của người tiêu dùng giảm, tỉ lệ thất nghiệp tăng. Do vậy, triển vọng cả năm 2020 của PNJ không thực sự lạc quan. Tuy nhiên, với kinh nghiệm điều hành của ban lãnh đạo, thương hiệu lâu năm tạo được uy tín cho người tiêu dùng và thị phần dẫn đầu trong phân khúc bán lẻ vàng trang sức, chúng tôi kì vọng tình hình hoạt động kinh doanh của PNJ sẽ được cải thiện dần từ năm 2021 trở đi.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu PNJ trong thời gian 12 tháng (chi tiết xem tại mục Dự phóng và định giá).



NGÀNH CẤP 4: BÁN LẺ

Thông tin cổ phiếu (03/07/2020)

| | |
|-----------------------------|-------------|
| Số lượng CP niêm yết | 225,293,585 |
| Số lượng CP lưu hành | 225,124,026 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ VND) | 13,192.27 |
| KLGDTB 3 tháng | 846,479 |
| KLGDTB 1 tháng | 662,960 |
| % sở hữu nước ngoài | 49% |
| Room nước ngoài còn lại | 0 |
| Tăng/giảm giá 7 ngày qua | -1.7% |
| Tăng/giảm giá 1 ngày qua | -0.17% |

Cổ đông lớn

| | |
|--|-------|
| Cao Thị Ngọc Dung | 9.03% |
| Vietnam Enterprise Investments Limited | 3.51% |
| Trần Phương Ngọc Giao | 3.22% |

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Fiinpro, Cafef, CTS tổng hợp

Cập nhật kết quả kinh doanh

Doanh thu và lợi nhuận tháng 5 tăng trưởng tốt hơn so với cùng kỳ 2019, lần lượt 20% và 22% đã giúp tình hình hoạt động kinh doanh lũy kế 5 tháng đầu năm 2020 của PNJ bớt ảm đạm mặc dù vẫn còn rất xấu. Doanh thu thuần 5 tháng 2020 ghi nhận mức sụt giảm 4%, trong khi lợi nhuận sau thuế vẫn giảm mạnh 30%.

Các kênh bán lẻ, bán sỉ đã bắt đầu cho thấy dấu hiệu hồi phục lại. Riêng doanh thu từ vàng miếng ghi nhận mức tăng khá tốt, 42% yoy. Nguyên nhân việc doanh thu vàng miếng tăng mạnh bao gồm: (1) Người tiêu dùng có thói quen tích trữ vàng miếng khi triển vọng kinh tế kém (2) Giá vàng miếng tăng cao tạo tâm lý đầu cơ kiếm lời.

Dù vậy, quý 2 và quý 3 hàng năm không phải thời điểm kinh doanh chính của PNJ nên chúng tôi cho rằng doanh thu quý 2 và quý 3 sẽ vẫn sụt giảm so với cùng kỳ.

Triển vọng 2020 kém khả quan. Kì vọng phục hồi từ 2021

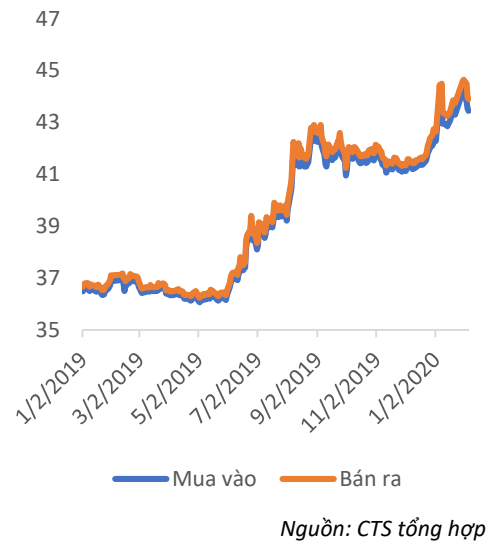
Theo số liệu của Statista, tổng doanh thu thị trường hàng xa xỉ phẩm của Việt Nam năm 2020 ước tính chỉ đạt 852 triệu USD, giảm 5.9% so với năm ngoái và chỉ tương đương với năm 2018. Trong đó, nhóm hàng đồng hồ và trang sức cao cấp giảm mạnh từ 145 triệu USD xuống còn 125 triệu USD, tương đương giảm 14.3%. Triển vọng giai đoạn 2021 - 2023 sẽ khả quan hơn với kì vọng doanh thu tăng trưởng bình quân 13%/năm.

Trong 5 tháng đầu năm, PNJ đã tăng thêm 6 cửa hàng PNJ Gold và 19 cửa hàng đồng hồ, trong khi đóng cửa 2 cửa hàng PNJ Silver. Mặc dù năm 2020 còn quý 4 với kì vọng vào hiệu ứng mùa cưới nhưng chúng tôi đánh giá kết quả kinh doanh vẫn khó tăng mạnh do việc chi tiêu cho mặt hàng xa xỉ sẽ giảm do mặt bằng thu nhập chung giảm. Qua đó, dự báo ban lãnh đạo doanh nghiệp sẽ thận trọng trong việc mở mới cửa hàng trang sức và xem xét đóng cửa các cửa hàng có doanh thu thấp để tiết giảm tối đa chi phí.

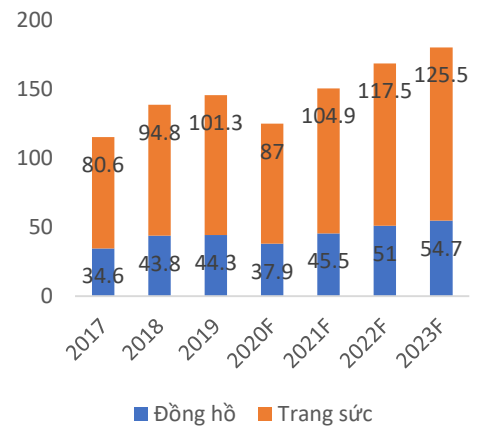
Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận thuần của PNJ năm nay cũng được dự báo sẽ giảm do các nguyên nhân:

- Tỷ trọng doanh thu từ vàng miếng (thường có biên lợi nhuận thấp hơn nhiều so với vàng trang sức) cao hơn năm trước.
- Người tiêu dùng sẽ ưu tiên mua sắm các trang sức có hàm lượng vàng cao hơn là trang sức đá quý.
- Chi phí lãi vay do vay nợ ngắn hạn tăng nhanh từ năm 2018.

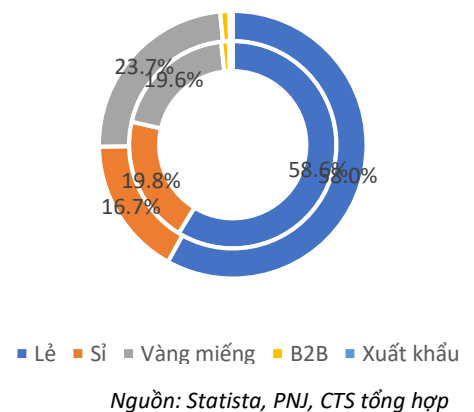
Giá vàng SJC (triệu VND/lượng)



Doanh thu đồng hồ, trang sức (triệu USD)



Tỷ trọng doanh thu 5 tháng 2020 so với 2019



Rủi ro

- Hàng tồn kho tăng cao dẫn đến áp lực về dòng tiền cho PNJ
- Mặc dù đặt kế hoạch giảm mạnh nhưng vẫn duy trì chính sách thưởng cho HĐQT, lãnh đạo chủ chốt hoặc phát hành ESOP nếu đạt hoặc vượt kế hoạch.

Dự phóng và định giá

Về kết quả kinh doanh năm 2020 của PNJ, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần đạt 15,450 tỷ đồng, giảm 9% yoy, lợi nhuận sau thuế ước đạt 875 tỷ đồng, giảm 27%. EPS đạt 3,900 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/E để định giá cổ phiếu PNJ, với mức P/E mục tiêu là 16, tương đương với mức P/E của PNJ trước dịch Covid-19.

Qua đó, ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu PNJ là 62,200 đồng/cổ phiếu, tăng 6.1% so với giá đóng cửa ngày 03/07/2020.

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT

| Bảng CĐKT | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F | Bảng KQKD | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tài sản ngắn hạn | 3,896 | 5,405 | 7,333 | 7,460 | Doanh thu thuần | 10,977 | 14,571 | 17,001 | 15,453 |
| Tiền và tương đương tiền | 175 | 207 | 95 | 299 | Giá vốn bán hàng | -9,065 | -11,792 | -13,540 | -12,517 |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn | 160 | 0 | 0 | 0 | Lợi nhuận gộp | 1,912 | 2,779 | 3,461 | 2,936 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 85 | 155 | 130 | 129 | Thu nhập tài chính | 9 | 7 | 17 | 17 |
| Hàng tồn kho | 3,402 | 4,968 | 7,030 | 6,954 | Chi phí tài chính | -56 | -66 | -134 | -155 |
| Tài sản ngắn hạn khác | 74 | 75 | 78 | 78 | Chi phí bán hàng | -775 | -1,170 | -1,362 | -1,238 |
| Tài sản dài hạn | 596 | 1,033 | 1,270 | 1,201 | Chi phí quản lý DN | -188 | -346 | -476 | -464 |
| Các khoản phải thu dài hạn | 43 | 57 | 71 | 58 | Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh | 901 | 1,204 | 1,506 | 1,097 |
| Tài sản cố định | 487 | 719 | 924 | 918 | Lãi lỗ trong công ty liên doanh, liên kết | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tài sản dở dang dài hạn | 10 | 71 | 28 | 28 | Lợi nhuận khác | 6 | 2 | 0 | 0 |
| Đầu tư tài chính dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 | Lợi nhuận trước thuế | 907 | 1,206 | 1,507 | 1,097 |
| Tài sản dài hạn khác | 56 | 185 | 247 | 196 | Chi phí thuế TNDN | -183 | -246 | -313 | -222 |
| TỔNG CỘNG TÀI SẢN | 4,492 | 6,438 | 8,603 | 8,661 | Lợi nhuận sau thuế | 725 | 960 | 1,194 | 875 |
| Nợ ngắn hạn | 1,489 | 2,677 | 4,018 | 3,202 | Lợi ích của cổ đông thiểu số | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Vay và nợ ngắn hạn | 846 | 1,558 | 2,611 | 2,000 | Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ | 725 | 960 | 1,194 | 875 |
| Các khoản phải trả ngắn hạn | 538 | 818 | 1,247 | 972 | | | | | |
| Nợ ngắn hạn khác | 52 | 238 | 69 | 139 | Chỉ số tài chính | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F |
| Quỹ khen thưởng phúc lợi | 52 | 63 | 91 | 91 | Hiệu quả hoạt động | | | | |
| Nợ dài hạn | 54 | 16 | 8 | 6 | Vòng quay khoản phải thu | 149.00 | 121.52 | 119.35 | 119.35 |
| Phải trả dài hạn khác | 1 | 1 | 0 | 0 | Vòng quay khoản phải trả | 31.85 | 42.98 | 30.19 | 30.19 |
| Vay dài hạn | 46 | 8 | 4 | 2 | Vòng quay hàng tồn kho | 2.91 | 2.82 | 2.26 | 1.80 |
| Dự phòng phải trả dài hạn | 7 | 7 | 4 | 4 | Khả năng thanh toán | | | | |
| Vốn chủ sở hữu | 2,950 | 3,745 | 4,577 | 5,452 | Tỷ suất thanh toán tiền mặt | 0.23 | 0.08 | 0.02 | 0.09 |
| Vốn góp của chủ sở hữu | 1,081 | 1,670 | 2,253 | 2,253 | Tỷ suất thanh toán nhanh | 0.33 | 0.16 | 0.08 | 0.16 |
| Thặng dư vốn cổ phần | 877 | 925 | 968 | 968 | Tỷ suất thanh toán hiện thời | 2.62 | 2.02 | 1.83 | 2.33 |
| Cổ phiếu quỹ | 0 | 0 | -2 | -2 | Cấu trúc tài chính | | | | |
| Quỹ đầu tư phát triển | 220 | 265 | 313 | 313 | Tổng tài sản/Vốn CSH | 1.52 | 1.72 | 1.88 | 1.59 |
| Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối | 772 | 885 | 1,045 | 1,921 | Nợ vay/Vốn CSH | 0.30 | 0.42 | 0.57 | 0.37 |
| Lợi ích cổ đông không kiểm soát | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETINBANK SECURITIES

Hệ thống khuyến nghị của VietinBank Securities được xây dựng dựa trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu tại thời điểm đánh giá với giá mục tiêu.

Mục tiêu 03 tháng

| Hệ thống khuyến nghị | Diễn giải |
|-----------------------------|---|
| MUA | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% trở lên |
| THEO DÕI | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 3 – 5% |
| NẮM GIỮ | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 3% |
| BÁN | Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5% |

Mục tiêu 12 tháng

| Hệ thống khuyến nghị | Diễn giải |
|-----------------------------|--|
| MUA | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên |
| THEO DÕI | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15% |
| NẮM GIỮ | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5% |
| BÁN | Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5% |

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Công Thương Việt Nam (CTS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CTS 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 CTS. 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 CTS.