

Việt Nam: Ngành tiêu dùng

26 September 2022

PNJ

MUA

Mức tăng giá mục tiêu **+18,9%**

Đóng cửa	23/09/2022
Giá	113.900 đồng
Giá MT 12T	135.453 đồng
Giá MT trước đó	92.085 đồng
Thay đổi giá MT	+47.1%

Tiêu điểm

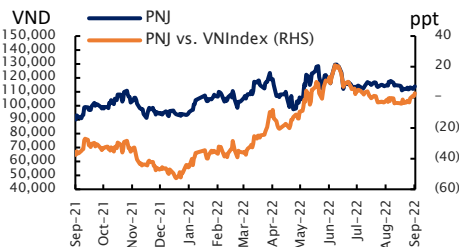
- ▶ Trong 8 tháng đầu năm, LNST của PNJ tăng **+99%** so với cùng kỳ.
- ▶ PNJ dự kiến mở mới 35-40 cửa hàng trong năm nay.
- ▶ Chúng tôi nâng dự báo doanh thu lên đạt **32,4 nghìn tỷ đồng (cao hơn 35,9% so với dự báo trước đó)** và nâng dự báo PATMI lên đạt **1,8 nghìn tỷ đồng (cao hơn 1,9%)**.

Quan điểm

- ▶ PNJ được hưởng lợi từ sự tăng trưởng của tầng lớp trung lưu tại Việt Nam trong dài hạn
- ▶ Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu là **135.453 đồng**, tương ứng P/E 2023E là **12,8x** và PEG là **0,8x**.
- ▶ Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi: lạm phát cao có thể làm giảm nhu cầu tiêu dùng hàng trang sức.

Tổng quan doanh nghiệp: PNJ là một công ty chế tác và kinh doanh trang sức vàng, bạc và đá quý. PNJ hiện đang vận hành hai nhà máy với tổng công suất là 4,1 triệu sản phẩm / năm. Ngoài ra, PNJ còn sở hữu một hệ thống bán lẻ trang sức lớn nhất tại Việt Nam với 353 cửa hàng, và ban lãnh đạo đặt mục tiêu sẽ đạt 500 cửa hàng bán lẻ vào năm 2025. Vào năm 2021, PNJ nắm giữ 56,5% thị phần trang sức trung và cao cấp.

Tương quan giá mục tiêu với VN-Index



Vốn hóa thị trường	1.182 triệu USD
GTGD BQ 6T	4,3 triệu USD
SLCP đang lưu hành	246 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	85%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	48,97%
Cổ đông lớn	18,1%
Tài sản / VCSH (*)	1,8x
EV/EBITDA	13,8x
2023E P/E	13,7x
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại	0,03%

Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, Yuanta Việt Nam (*)

Tình hình tài chính (tỷ đồng)

Năm tài chính (tỷ đồng)	2021A	2022E	2023E	2024E
Doanh thu	19.613	32.433	37.642	43.887
LNHD	1.407	2.348	2.933	3.744
LN ròng	1.030	1.809	2.186	2.808
EPS (đồng)	4.543	7.649	8.890	11.419
Thay đổi EPS	-3%	68%	16%	28%
P/E (x)	25,1	14,9	12,8	10,0
Tỷ suất cổ tức	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%

Nguồn: Fiinpro, Yuanta Việt Nam

CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (PNJ)

Tiếp Tục Tỏa Sáng

PNJ ghi nhận kết quả tích cực trong 8 tháng đầu năm 2022 (8T22), doanh thu đạt 23,0 nghìn tỷ đồng (+87,6% YoY) và LNST đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (+99,4% YoY). Mảng bán lẻ vẫn là động lực chính giúp thúc đẩy doanh thu của công ty. Cụ thể, doanh thu bán lẻ tăng +96,2% YoY trong 8T22 và chiếm 59,7% tổng doanh thu, +2,5 điểm % (ppt) so với 8T21.

Mảng kinh doanh trang sức sẽ được hưởng lợi từ sự tăng trưởng của tầng lớp trung lưu, theo chúng tôi đây là câu chuyện hấp dẫn nhất khi đầu tư vào thị trường Việt Nam. Theo báo cáo từ MCKinsey, mỗi năm sẽ có hơn một triệu người gia nhập vào tầng lớp trung lưu, nghĩa là nhu cầu đối với hàng trang sức cũng tăng lên.

PNJ dự kiến mở thêm 35-40 cửa hàng trong năm 2022 (+10-12% YoY) từ 341 cửa hàng vào thời điểm cuối năm 2021. Ban lãnh đạo đặt mục tiêu 500 cửa hàng vào năm 2025, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 13,6% trong giai đoạn 2022E-2025E. Ngoài ra, PNJ đang mở rộng công suất và dự kiến đến cuối năm 203E, tổng công suất sẽ đạt 6,0 triệu sản phẩm / năm (so với mức công suất hiện tại là 4,0 triệu sản phẩm/năm).

Điều chỉnh mô hình định giá. Chúng tôi nâng dự báo doanh thu năm 2022E lên 35,9% và đạt 32,4 nghìn tỷ đồng (tương ứng với mức tăng trưởng +65,4% YoY) và dự báo doanh thu năm 2023E cũng được nâng lên 38,3%, đạt 37,6 nghìn tỷ đồng (+16,1% YoY). Tuy nhiên, chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp sẽ giảm do thay đổi cơ cấu doanh thu. Vì thế, dự báo LNST của CĐCT mẹ (PATMI) của chúng tôi cho năm 2022E chỉ tăng nhẹ 1,9% so với dự báo trước đó, đạt 1,8 nghìn tỷ đồng (+75,3% YoY) và dự báo cho năm 2023E cũng chỉ tăng 0,7%, đạt 2,2 nghìn tỷ đồng (+20,8% YoY).

Chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **MUA** đối với PNJ với giá mục tiêu đã điều chỉnh là 135.453 đồng, tương ứng với P/E 2023E trung vị ngành là 12,8x. Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với tổng mức sinh lời của cổ đông trong 12 tháng là 21%.

Research Analysts:

Lưu Bộ Di
di.luu@yuanta.com.vn

Trương Quang Bình
binh.truong@yuanta.com.vn

<http://yuanta.com.vn>
Bloomberg code: YUTA

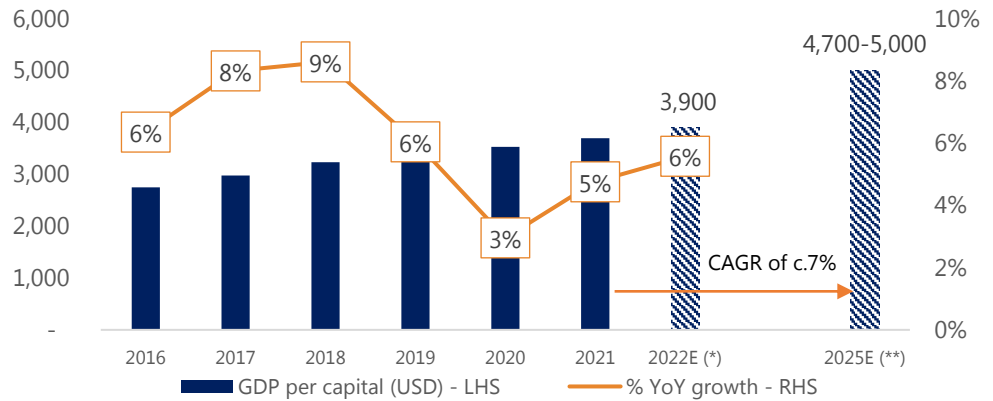
ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Triển vọng tươi sáng trong dài hạn

Việt Nam đang ngày càng thịnh vượng. GDP bình quân đầu người tại Việt Nam đang dần phục hồi và sẽ nối tiếp đà tăng sau 2 năm bị ảnh hưởng bởi đại dịch COVID. Xu hướng này được hỗ trợ bởi kỳ vọng GDP sẽ tăng trưởng 6-7% và kỳ vọng dân số sẽ gần như đi ngang so với mức hiện tại. Chính phủ kỳ vọng GDP bình quân đầu người sẽ tăng trưởng 6,0 - 6,5% YoY (mức tăng trưởng khá thấp theo quan điểm của chúng tôi) và sẽ đạt 3,900 USD trong năm 2022E. Ngoài ra, chính phủ đặt mục tiêu tiếp tục phấn đấu đến năm 2025, GDP bình quân đầu người sẽ đạt 4.700-5000 USD. Mức sống tăng cao giúp thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ hàng hoá không thiết yếu, trong số đó có trang sức.

Biểu đồ. 1: GDP bình quân đầu người tại Việt Nam



Nguồn: Ngân hàng Thế giới

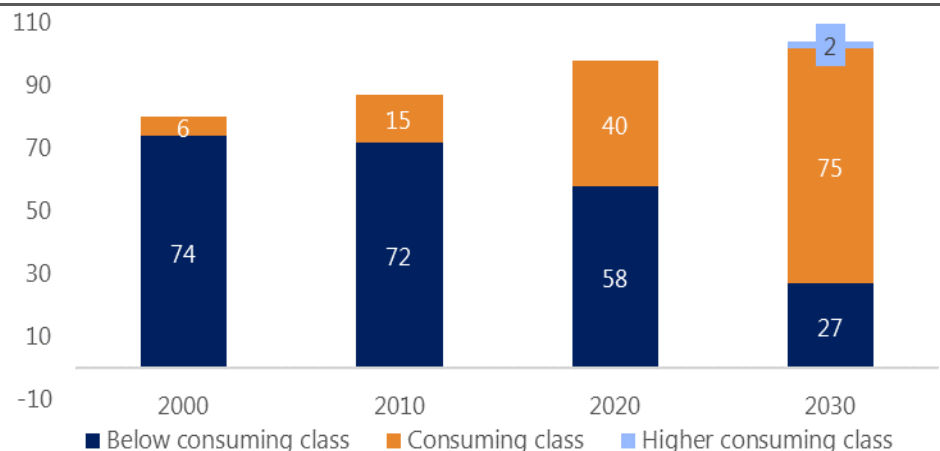
(*) Nghị quyết số 32/2021/QH15 về kế hoạch phát triển xã hội trong năm 2022

(**) Nghị quyết số 16/2021/QH15 về kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm 2021-2025, CAGR được ước tính cho giai đoạn 2021-2025E

Tính đến cuối năm 2021, PNJ nắm giữ 56,5% thị phần trang sức trung và cao cấp tại Việt Nam. Theo quan điểm của chúng tôi, mặc dù chiếm thị phần lớn, nhưng PNJ vẫn còn dư địa tăng trưởng nhờ vào:

- 1) Sự tăng trưởng của tầng lớp trung lưu...** Theo MCKinsey, tầng lớp trung lưu tại Việt Nam – những người có nhu cầu chi tiêu nhiều hơn 11 USD/ngày – sẽ có thêm 36 triệu người trong thập kỷ tới. Vào năm 2021, nhóm dân số này chiếm 41% trong tổng dân số Việt Nam và kỳ vọng sẽ chiếm đến 71% vào năm 2030, với 2% trong số đó được cho là thuộc tầng lớp tiêu dùng cao – những người sẽ chi nhiều hơn 70 USD/ngày.

Biểu đồ 2: Dân số theo mức chi tiêu hàng ngày (triệu người)



Nguồn: MCKinsey

Ghi chú: Below consuming class – Dưới tầng lớp tiêu dùng (tiêu thụ < 11USD/ngày)

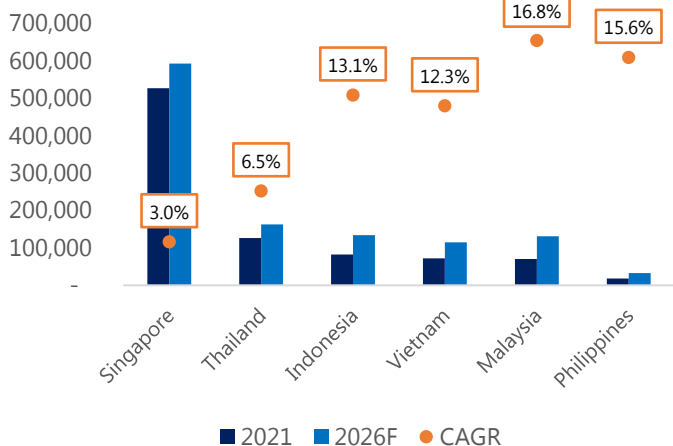
Consuming class – Tầng lớp tiêu dùng (tiêu thụ từ 11-70 USD/ngày)

Higher consuming class – Tầng lớp tiêu dùng cao (tiêu thụ > 70USD/ngày)

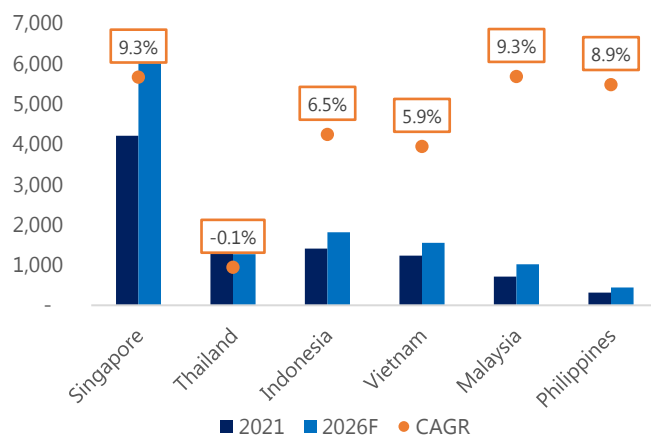
2) ... và tầng lớp thượng lưu. Theo Knight Frank, Việt Nam có 72.135 triệu phú USD, giảm -7,2% so với năm 2020 – nhưng sự suy giảm này có thể chỉ mang tính tạm thời do tác động từ đại dịch COVID. Trong giai đoạn 2021-2026F, Knight Frank dự báo nhóm dân số này sẽ tăng trưởng trở lại với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) trong giai đoạn 5 năm là +9,7%, cao hơn so với mức trung bình ngành là +8,9%.

Knight Frank cũng dự báo nhóm dân số siêu giàu, những người có giá trị tài sản ròng trên 30 triệu USD, sẽ tăng trưởng với CAGR là +4,7% trong giai đoạn tương tự. Con số này thấp hơn trung bình ngành (+5,3%) nhưng vẫn ở mức tích cực (trên thực tế, dân số siêu giàu tại Thái Lan được kỳ vọng sẽ giảm nhẹ).

Biểu đồ.3: Số lượng triệu phú USD (người)



Biểu đồ. 4: Số lượng siêu triệu phú USD (người)



Nguồn: Wealth Report 2022, Yuanta Việt Nam

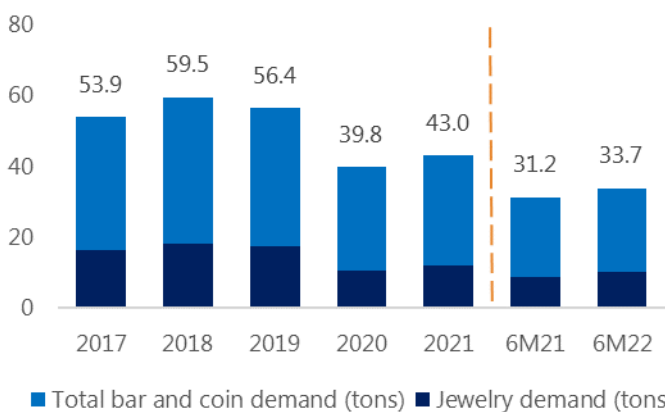
Nguồn: Wealth Report 2022, Yuanta Việt Nam

Tốc độ đô thị hóa cũng là một chỉ báo cho thấy Việt Nam đang ngày càng thịnh vượng.

Đô thị hóa góp phần làm tăng thu nhập của người dân, từ đó giúp làm tăng mức sống nói chung và nhu cầu tiêu dùng trang sức nói riêng. Tính đến cuối tháng 06/2022, tỷ lệ đô thị hoá của Việt Nam là 41% (+0,6ppt YoY) và chính phủ đặt mục tiêu tỷ lệ đô thị hoá sẽ đạt ít nhất là 45% vào năm 2025 và trên 50% vào năm 2030.

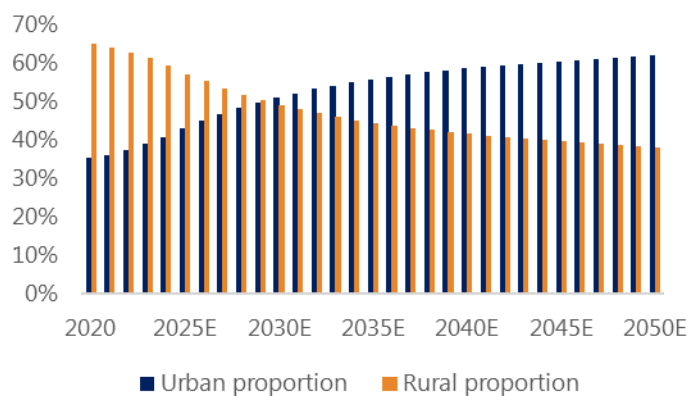
Nhu cầu tiêu thụ vàng cải thiện trong 6T22. Theo dữ liệu từ Hội đồng Vàng Thế giới (WGC), nhu cầu tiêu thụ trang sức vàng tại Việt Nam trong 6T22 là 10,1 tấn (+17,4% YoY) và nhu cầu tiêu thụ vàng miếng là 23,6 tấn (+4,4% YoY).

Biểu đồ.5: Nhu cầu vàng đang phục hồi, đặc biệt là vàng trang sức



Nguồn: WCG, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ. 6: Độ thị hoá sẽ tiếp tục diễn ra trong những thập kỷ tới



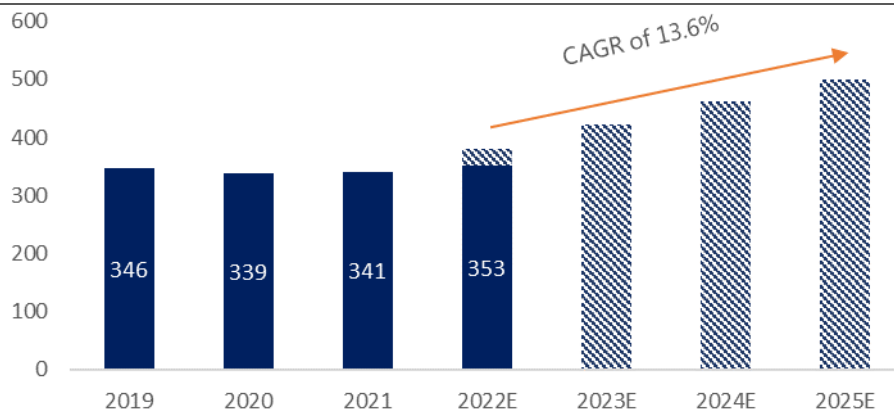
Nguồn: GSO, Yuanta Việt Nam

Mảng bán lẻ vẫn là động lực tăng trưởng chính

Mảng bán lẻ thường chiếm gần 60% tổng doanh thu của PNJ. Đây là một điểm tích cực do mảng này mang lại biên lợi nhuận cao nhất trong cơ cấu sản phẩm của PNJ. Chúng tôi kỳ vọng mảng bán lẻ sẽ tiếp tục tăng trưởng khi PNJ mở rộng mạng lưới phân phối.

Công ty dự kiến mở mới 35-40 cửa hàng trong năm 2022E và có thể mở đến 50 cửa hàng nếu điều kiện kinh doanh thuận lợi. Công ty cũng đặt mục tiêu sẽ đạt 500 cửa hàng vào năm 2025, tương ứng với tốc độ tăng trưởng CAGR là 13,6% trong giai đoạn 2022E-2025E.

Biểu đồ.7: Kế hoạch mở rộng cửa hàng của PNJ



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Đến cuối tháng 08/2022, PNJ hiện có 353 cửa hàng trải dài trên 56/63 tỉnh thành.

Công ty chủ yếu mở rộng kênh phân phối tại các đô thị loại 2 và 3. Hệ thống các cửa hàng bán lẻ của PNJ hiện đang có mặt tại 56/63 tỉnh thành tại Việt Nam. Ban lãnh đạo cho biết công ty đang đẩy mạnh mở rộng cửa hàng tại các đô thị loại 2 và loại 3, nơi có mức độ đô thị hoá cao.

Biểu đồ.8: Hệ thống cửa hàng bán lẻ trải dài trên toàn quốc

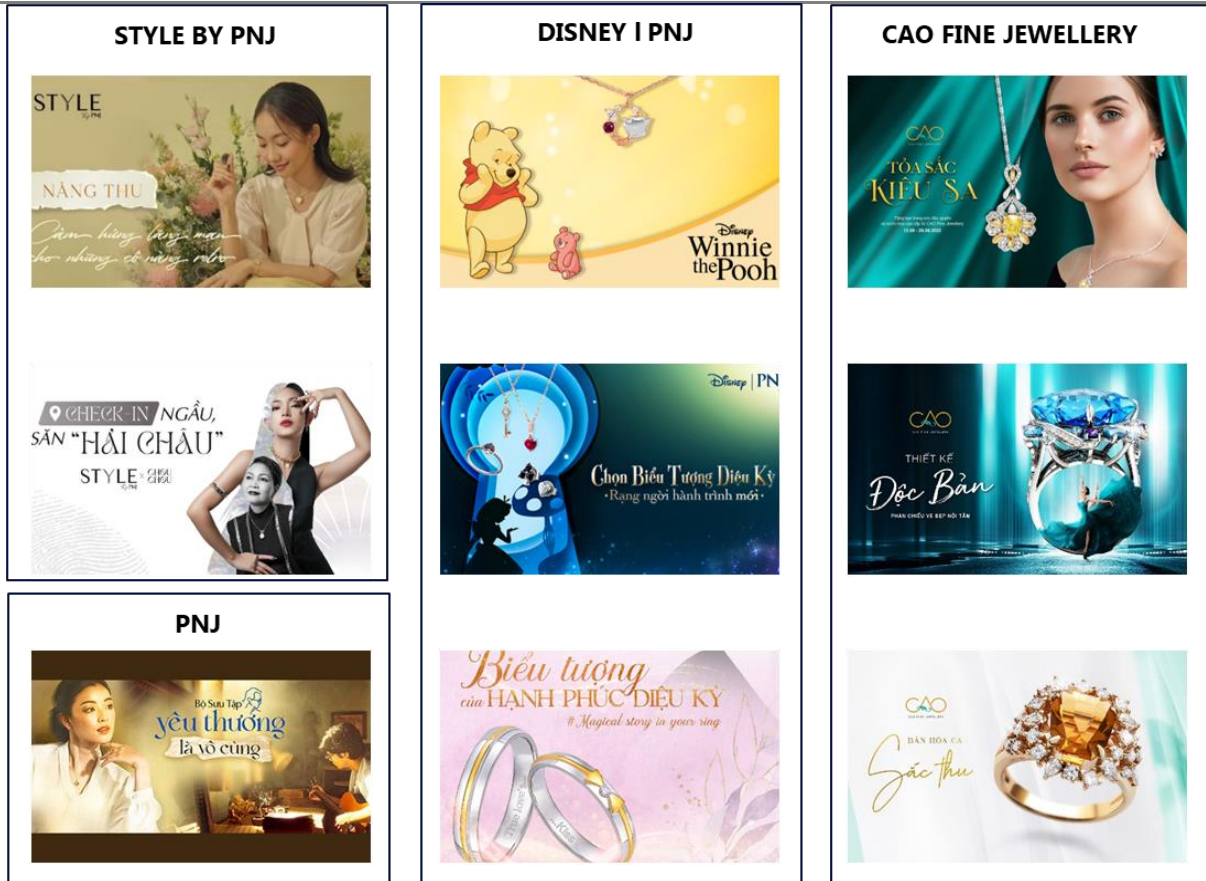


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Mở rộng năng lực SX và khả năng cung cấp SP

PNJ liên tục cho ra mắt các bộ sưu tập mới, hiện đại và thời trang với mức giá hợp lý nhằm thu hút giới trẻ và phục vụ cho nhu cầu chung của thị trường. Bên cạnh đó, công ty cũng chào bán đồng thời các dòng sản phẩm cao cấp hơn để có thể phục vụ cho nhóm khách hàng thuộc phân khúc trung và cao cấp. Mặc dù PNJ đã chiếm đến 56,5% thị phần trang sức trung và cao cấp trong năm 2021, nhưng chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán lẻ vẫn sẽ tiếp tục tăng trưởng trong tương lai, như đã được thảo luận trong phần “Triển vọng tươi sáng trong dài hạn”.

Biểu đồ.9: PNJ liên tục cho ra mắt các bộ sưu tập mới nhằm phục vụ cho nhu cầu của từng nhóm khách hàng



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Trong ngắn hạn, ban lãnh đạo chủ yếu tập trung vào mở rộng công suất tại 2 nhà máy hiện có. Trong nửa đầu năm 2022, công ty đã nâng công suất tại nhà máy Gò Vấp từ 4,0 triệu sản phẩm lên 4,1 triệu sản phẩm / năm. Nhà máy Long Hậu đang được mở rộng, chúng tôi kỳ vọng nhà máy này sẽ giúp nâng tổng công suất của công ty lên thêm 50%, đạt 6 triệu sản phẩm / năm vào năm 2023E. Đối với chiến lược phát triển trong dài hạn, PNJ cũng đang tìm kiếm cơ hội mở thêm một nhà máy thứ ba, nhưng nhà máy này hiện vẫn đang trong giai đoạn khả thi.

Ngoài ra, công ty đã phát hành 15 triệu cổ phiếu thông qua phương thức phát hành riêng lẻ với giá 95,000 đồng / cổ phiếu và thu về khoảng 1,4 nghìn tỷ đồng vào tháng 3 năm nay. Công ty cũng đã phát hành 3,6 triệu cổ phiếu ESOP với giá 10,000 đồng/cổ phiếu vào tháng 8. Trong tương lai, PNJ dự kiến sẽ phát hành thêm 82 triệu cổ phiếu thưởng cho các cổ đông hiện hữu trong năm 2022, với tỷ lệ 3:1.

Mục đích tăng huy động vốn và lợi nhuận giữ lại (thông qua phát hành cổ phiếu thưởng) là để phục vụ cho nhu cầu mở rộng mạng bán lẻ, bao gồm công suất sản xuất, sản phẩm, kênh phân phối và đầu tư vào chuyển đổi số.

Bảng. 1: Đầu tư cho mảng bán lẻ

	MỤC ĐÍCH	KẾ HOẠCH SỬ DỤNG VỐN (TỶ ĐỒNG)	THỜI GIAN DỰ KIẾN GIẢI NGẮN
1	Mở rộng năng lực sản xuất, phục vụ cho mảng bán lẻ	285	4Q22 - 3Q23
2	Cải tiến và đổi mới công nghệ sản xuất, mẫu mã, tối ưu hóa giá thành	70	3Q22-1Q23
3	Mở rộng hệ thống phân phối và các dòng sản phẩm	785	2Q22-2Q23
4	Thực hiện lộ trình chuyển đổi số	285	2Q22-2Q23
	Tổng cộng	1,425	

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

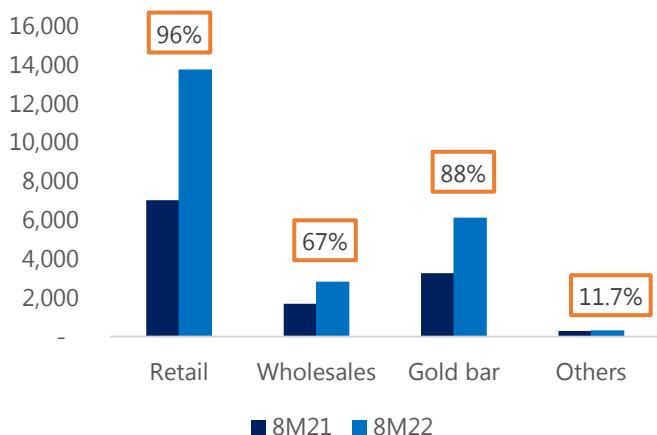
Cập nhật kết quả kinh doanh

PNJ ghi nhận kết quả tích cực trong 8T22, với doanh thu đạt 23,0 nghìn tỷ đồng (+87,6% YoY) và LNST đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (+99,4% YoY). Doanh thu tăng chủ yếu do (1) nhu cầu phục hồi sau đại dịch (doanh thu bán lẻ tăng đến +96% trong 8T22) và (2) nhu cầu tích trữ tài sản an toàn tăng lên do những bất ổn chính trị (doanh thu vàng miếng tăng vọt +88% YoY trong 8T22).

Biên lợi nhuận gộp của công ty giảm -1,1ppt YoY, còn 17,4% trong 8T22 do thay đổi cơ cấu sản phẩm. Cụ thể, tỷ trọng doanh thu vàng miếng chiếm 26,6% trong tổng doanh thu 8T22 (+1,0ppt YoY). Trong khi đó, biên lợi nhuận từ bán vàng miếng thấp hơn đáng kể so với biên lợi nhuận từ bán lẻ trang sức, đây chính là lý do khiến biên lợi nhuận chung giảm so với đầu năm. Tuy nhiên, biên lãi ròng 8T22 lại tăng nhẹ +0,3ppt YoY, đạt 5,4% nhờ tăng hiệu quả chi phí hoạt động.

Tính đến tháng 08/2022, PNJ đã hoàn thành 89,2% kế hoạch doanh thu năm 2022E của công ty là 25,8 nghìn tỷ đồng và 94,4% kế hoạch lợi nhuận là 1,3 nghìn tỷ đồng.

Biểu đồ.10: Tăng trưởng doanh thu trong 8T22



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Bảng.2: Kế hoạch của PNJ vs. dự báo của YSVN

Kế hoạch 2022 của PNJ	Doanh thu thuần (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)
8T22	23.049	1.246
2022E	25.835	1.320
% hoàn thành kế hoạch	89,2%	94,4%

Dự báo 2022E của YSVN	Doanh thu thuần (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)
8T22	23.049	1.246
2022E	32.433	1.810
% hoàn thành dự báo	71,1%	68,8%

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

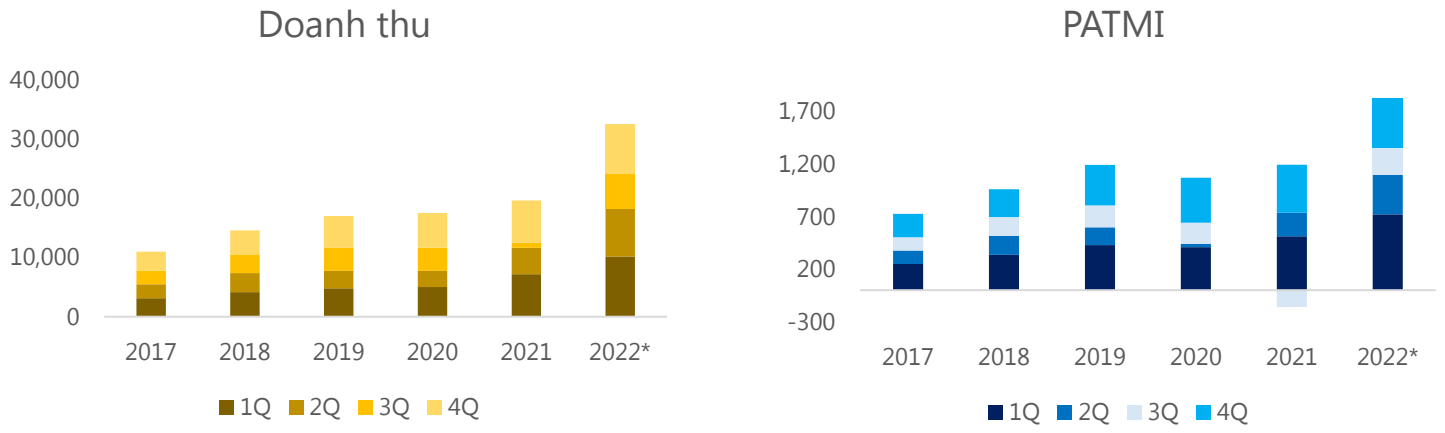
Trước đó, kết quả kinh doanh của PNJ bị ảnh hưởng nặng nề do Việt Nam bị “đóng cửa” nhằm ngăn chặn đại dịch COVID hồi Q3/2021, khi đó doanh thu chỉ đạt 877 tỷ đồng (-80% QoQ / -78% YoY). Đây là quý đầu tiên kể từ năm 2017 mà PNJ ghi nhận lỗ sau thuế 160 tỷ đồng (so với lãi sau thuế 223 tỷ đồng trong Q2/2021; lãi 202 tỷ đồng trong Q3/2020).

Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh đã phục hồi nhanh chóng vào Q4/2021. Cụ thể, doanh thu Q4/2021 đạt 7,1 nghìn tỷ đồng (+7,1x QoQ và +21% YoY) và LNST đạt 457 tỷ đồng (phục hồi so với mức lỗ của Q3/2021 và tăng +7% YoY).

Mặc dù doanh thu năm 2021 tăng +12% YoY, đạt 19 nghìn tỷ đồng, LNST vẫn giảm nhẹ -3% YoY còn 1 nghìn tỷ đồng.

Với mức nền cực kỳ thấp của Q3/2021, kết quả kinh doanh Q3/2022 được kỳ vọng sẽ rất tích cực. Dự báo doanh thu Q3/2022 của chúng tôi là 5,8 nghìn tỷ đồng (+6,5x YoY) và PATMI là 253 tỷ đồng (so với lỗ trong Q3/2021). Theo quan điểm của chúng tôi, PNJ có thể đạt được các dự báo này do công ty đã hoàn thành 83% dự báo doanh thu và 62% dự báo PATMI của chúng tôi trong 2 tháng đầu của Q3/2022.

Biểu đồ.11: Doanh thu và PATMI của PNJ theo quý (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam
(*): Dữ liệu cho Q3/2022 và Q4/2022 là các dự báo của chúng tôi

Điều chỉnh mô hình định giá

Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2022E tăng +65,4% YoY, đạt 32,4 nghìn tỷ đồng. Dự báo này cao hơn 35,9% so với dự báo trước đó của chúng tôi. Ngoài ra, chúng tôi cũng dự báo PATMI năm 2022E sẽ tăng trưởng +75,3% YoY, đạt 1,8 nghìn tỷ đồng, cao hơn 1,9% so với dự báo trước đó của chúng tôi. Chúng tôi ước tính dựa trên các giả định sau:

- Chúng tôi kỳ vọng mảng bán lẻ sẽ tăng trưởng mạnh trong nửa cuối năm 2022 do (1) mức nền thấp của Q3/2021 và (2) doanh thu thường sẽ tăng trưởng mạnh vào quý cuối năm (Q4/2022). Vì thế, chúng tôi kỳ vọng mảng bán lẻ sẽ tăng trưởng +70% YoY trong năm 2022E. Đối với năm 2023E, chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán lẻ sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức 2 chữ số (+18% YoY) do hệ thống phân phối được mở rộng.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu vàng miếng sẽ tăng trưởng +68% YoY trong năm 2022E do lo ngại về lạm phát làm tăng nhu cầu sở hữu vàng miếng. Vào năm 2023E, chúng tôi kỳ vọng doanh thu vàng miếng sẽ tăng trưởng +15% YoY.
- Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp năm 2022E sẽ giảm -0,2%ppt YoY còn 18,0% do tỷ trọng vàng miếng trong tổng doanh thu tăng +0,4ppt YoY với 26%.
- Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng biên lãi ròng sẽ cải thiện so với cùng kỳ do chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của 2H22 sẽ giảm so với 2H21. Chi phí giảm chủ yếu do mức nền cao của 2H21, khi đó công ty phải chi nhiều hơn cho các biện pháp phòng chống đại dịch COVID-19.

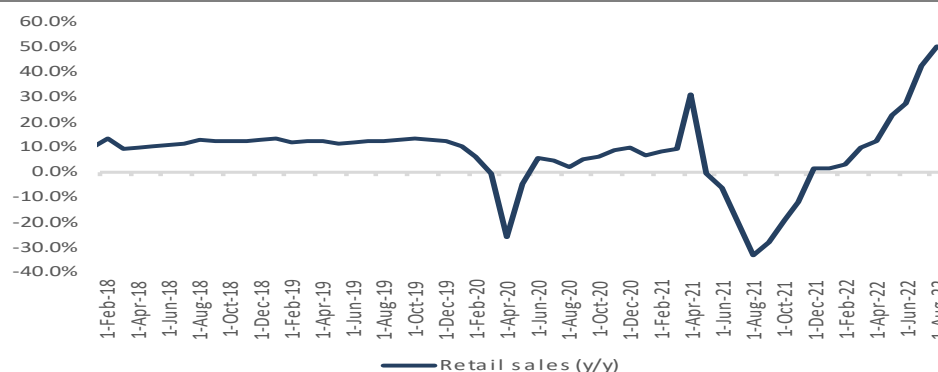
Bảng.3: Điều chỉnh dự báo

Điều chỉnh dự báo	Dự báo trước đó		Dự báo đã điều chỉnh		% thay đổi	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Năm tài chính (tỷ đồng)						
Doanh thu	23.871	27.227	32.433	37.642	35,9%	38,3%
Biên lợi nhuận gộp	4.943	5.783	5.850	6.998	18,3%	21,0%
<i>Chi phí hoạt động</i>	(2.650)	(2.995)	(3.503)	(4.065)	32,2%	35,7%
Lợi nhuận hoạt động	2.294	2.788	2.348	2.933	2,4%	5,2%
Lợi nhuận trước thuế	2.221	2.715	2.261	2.732	1,8%	0,6%
Lợi nhuận sau thuế	1.776	2.171	1.809	2.186	1,9%	0,7%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Theo quan điểm của chúng tôi, dự báo năm 2022E của chúng tôi đang ở mức hợp lý. Dựa trên dữ liệu công bố từ Tổng cục Thống kê (GSO), tổng mức bán lẻ hàng hoá và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong 8T22 đã tăng trưởng vượt mức trước đại dịch (+50% YoY) trong tháng 8 và tăng +19,3% YoY trong 8T22 với 3.769 nghìn tỷ đồng, và chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu bán lẻ sẽ tiếp tục duy trì ở mức hai chữ số, ít nhất là hết năm nay.

Biểu đồ.12: Tổng mức bán lẻ tăng mạnh



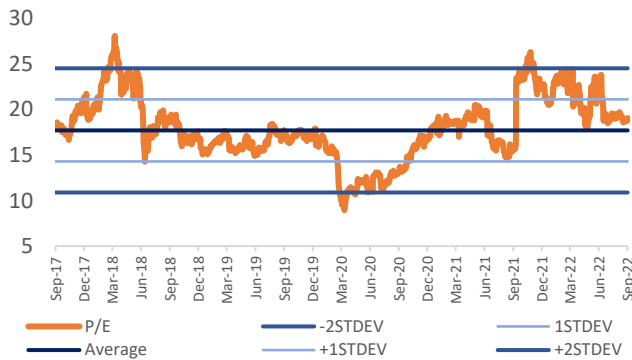
Nguồn: GSO

Định giá và rủi ro

Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **MUA** đối với PNJ nhờ vào triển vọng tươi sáng trong dài hạn. Chúng tôi thận trọng điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên đạt 135.453 đồng / CP (cao hơn 47,1% so với giá mục tiêu trước đó là 92.085 đồng) thông qua kết hợp mô hình định giá FCFF và so sánh P/E với tỷ trọng 50:50.

P/E lũy kế của PNJ đang giảm về ngưỡng trung bình 5 năm là 17,7x, do giá cổ phiếu đã giảm 12% so với mức đỉnh gần nhất được thiết lập vào tháng 06/2022. Theo quan điểm của chúng tôi, các nhà đầu tư nên xem đợt điều chỉnh này như một cơ hội mua vào.

Biểu đồ.13: P/E TTM của PNJ là 19,0x



Nguồn, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Bảng.4: Bảng tóm tắt định giá

	Giá mục tiêu (đồng)	Tỷ trọng
FCFF	157.465	50%
So sánh P/E	113.442	50%
Giá mục tiêu	135.453	100%
Giá mục tiêu trước đó	92.085	
% thay đổi giá mục tiêu	47,1%	

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với P/E 2023E là 12,8x, đây cũng là mức trung vị ngành. Mức định giá này khá hấp dẫn do ROE kỳ vọng năm 2023E của PNJ (23%) cao hơn so với trung vị ngành (21%) (nguồn: Bloomberg).

Bảng.5: Các công ty cùng ngành trong cùng khu vực

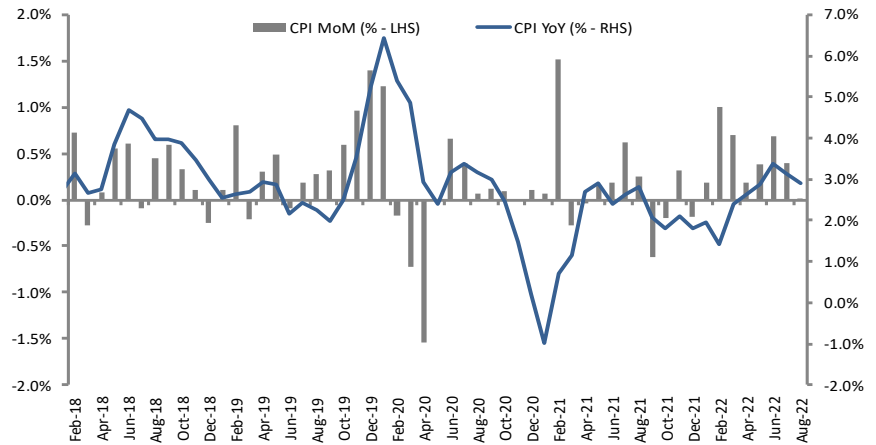
Peers Comparison	Ticker	Country	Market cap (USDmn)	2022E PE	2023E PE	2023E ROE	2023E ROA
TITAN CO LTD	TTAN IN	INDIA	29,656	77	63	29	20
CHOW TAI FOOK JEWELLERY GROU	1929 HK	HONG KONG	19,873	20	17	23	9
RAJESH EXPORTS LTD	RJEX IN	INDIA	2,177	11	7	15	8
CHOW TAI SENG JEWELLERY CO-A	002867 CH	CHINA	1,810	9	8	21	15
LUK FOOK HOLDINGS INTL LTD	590 HK	HONG KONG	1,515	8	7	13	11
ZHEJIANG KANGLONGDA SPECI-A	603665 CH	CHINA	980	34	16	27	7
GUANGDONG CHJ INDUSTRY CO-A	002345 CH	CHINA	581	11	9	11	7
PADINI HOLDINGS BERHAD	PAD MK	MALAYSIA	460	14	13	17	10
PHU NHUAN JEWELRY JSC	PNJ VN	VIETNAM	1,183	16	14	23	16
Median			1,515	14	13	21	10

Nguồn, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi

- 1) **Lạm phát tăng cao có thể có thể tác động đến cầu tiêu dùng và thúc đẩy tăng nhu cầu tích trữ tài sản.** Nói cách khác, nhu cầu vàng miếng tăng (vốn có biên lợi nhuận thấp) sẽ thu hẹp biên lợi nhuận của công ty. Đây là một rủi ro đối với các dự báo của chúng tôi.

Biểu đồ.14: CPI tháng 8 tăng 2,89% YoY



Nguồn: GSO

- 2) **Tiến độ mở mới không như kỳ vọng.** Trong 8T22, hệ thống cửa hàng bán lẻ của PNJ chỉ tăng thêm 11 cửa hàng (công ty đã mở mới 23 cửa hàng và đóng cửa 12 cửa hàng) và đạt 353 cửa hàng vào cuối tháng 8/2022. Vì thế, chúng tôi lo ngại về tiến độ mở mới của công ty sẽ không đạt được như kế hoạch đề ra.

BÁO CÁO THU NHẬP (tỷ đồng)					
<i>Năm tài chính kết thúc ngày 31/12</i>	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Doanh thu	17.511	19.613	32.433	37.642	43.887
<i>Bán lẻ</i>	10.226	11.513	19.572	23.095	27.714
<i>Bán sỉ</i>	2.714	2.648	3.972	4.369	4.806
<i>Vàng miếng</i>	4.185	5.021	8.435	9.700	10.865
<i>Khác</i>	385	431	454	478	503
Giá vốn hàng bán	(14.076)	(16.040)	(26.582)	(30.644)	(35.491)
Lợi nhuận gộp	3.435	3.573	5.850	6.998	8.396
Chi phí hoạt động	(1.926)	(2.166)	(3.503)	(4.065)	(4.652)
Lợi nhuận hoạt động	1.508	1.407	2.348	2.933	3.744
Chi phí lãi vay	(154)	(104)	(86)	(200)	(234)
Lãi / (lỗ) từ hoạt động đầu tư	-	-	-	-	-
Thu nhập khác ròng	(3)	(18)	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	1.351	1.285	2.261	2.732	3.510
Thuế	(277)	(254)	(453)	(547)	(702)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	1.074	1.030	1.809	2.186	2.808
EBITDA	1.573	1.467	2.479	3.118	3.803
EPS (đồng)	4.701	4.543	7.649	8.890	11.419

HỆ SỐ TÀI CHÍNH					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Tăng trưởng (% YoY)					
Doanh thu	3,0%	12,0%	65,4%	16,1%	16,6%
<i>Bán lẻ</i>			70,0%	18,0%	20,0%
<i>Bán sỉ</i>			50,0%	10,0%	10,0%
<i>Vàng miếng</i>			68,0%	15,0%	12,0%
<i>Khác</i>			10,0%	10,0%	10,0%
Lợi nhuận hoạt động	3,0%	12,0%	65,4%	16,1%	16,6%
EBITDA	-7,1%	-6,7%	66,9%	24,9%	27,7%
Lợi nhuận ròng	-10,4%	-3,4%	75,3%	20,8%	28,4%
EPS (đồng)	-6,6%	-6,7%	69,0%	25,8%	22,0%
Khả năng sinh lời (%)					
Biên lợi nhuận gộp	19,6%	18,2%	18,0%	18,6%	19,1%
Biên lợi nhuận hoạt động	8,6%	7,2%	7,2%	7,8%	8,5%
Biên EBITDA	9,0%	7,5%	7,6%	8,3%	8,7%
Biên lợi nhuận ròng	6,1%	5,3%	5,6%	5,8%	6,4%
ROE	20,4%	17,2%	23,2%	26,5%	31,4%
ROA	15,0%	11,2%	13,9%	15,6%	17,5%
Chỉ số bền vững					
Nợ ròng / VCSH (x)	0,3	0,4	0,4	0,6	0,7
Tỷ lệ thanh toán lãi vay (x)	10	13	27	15	16
Tỷ lệ thanh toán lãi vay và nợ ngắn hạn (x)	0,8	0,5	0,5	0,5	0,6
Số ngày phải thu tiền mặt	166	164	150	150	150
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (x)	2,2	2,0	1,8	1,6	1,6
Tỷ lệ thanh toán nhanh (X)	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0
Tiền mặt (tỷ đồng)	(1.417)	(2.364)	(3.336)	(4.958)	(5.939)
Hiệu suất hoạt động					
Vòng quay khoản phải thu	2	2	2	2	2
Vòng quay hàng tồn kho	176	173	160	160	160
Vòng quay khoản phải trả	12	11	12	12	12

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, YSVN

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)					
<i>Năm tài chính kết thúc ngày 31/12</i>	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Tổng tài sản	8.483	10.547	15.221	16.772	18.893
Tiền và tương đương tiền	422	358	1.165	266	151
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải thu ngắn hạn	99	110	133	155	180
Hàng tồn kho	6.546	8.687	11.653	13.433	15.558
Tài sản ngắn hạn khác	77	66	109	126	147
Tài sản cố định ròng	932	910	1.493	2.021	1.963
Tài sản khác	408	417	669	771	894
Nợ phải trả	3.241	4.530	7.416	8.525	9.960
Phải trả ngắn hạn	3.232	4.521	7.415	8.525	9.960
Phải trả người bán ngắn hạn	482	689	1.066	1.238	1.443
Nợ vay ngắn hạn	1.839	2.722	4.501	5.224	6.091
Phải trả khác	911	1.110	1.848	2.064	2.427
Phải trả dài hạn	9	9	0	0	0
Nợ vay dài hạn	0	0	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	9	9	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	5.242	6.017	7.806	8.247	8.933
Vốn góp của chủ sở hữu	2.276	2.276	2.462	2.462	2.462
Cổ phiếu quỹ	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
Khác	1.364	1.792	3.067	3.067	3.067

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)					
<i>Năm tài chính kết thúc ngày 31/12</i>	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Dòng tiền từ HĐ kinh doanh	1.497	(717)	(133)	1.488	1.858
Thu nhập ròng	1.069	1.033	1.810	2.187	2.809
Khấu hao	72	75	130	184	58
Thay đổi vốn lưu động	557	(2.157)	(2.612)	(1.631)	(1.945)
Khác	(201)	332	539	747	936
Dòng tiền từ HĐ đầu tư	135	(55)	(910)	(793)	(96)
Chi tiêu vốn	85	(51)	(713)	(713)	(0)
Thay đổi trong đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Chi tiêu tài sản dài hạn khác	51	(5)	(197)	(80)	(96)
Dòng tiền sau đầu tư	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ HĐ tài trợ	(1.085)	702	1.850	(1.594)	(1.877)
Thay đổi trong vốn góp	(775)	883	1.779	723	867
Thay đổi trong nợ	(333)	(181)	(115)	(2.317)	(2.744)
Thay đổi khác trong nợ dài hạn	547	(71)	808	(899)	(115)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	547	(71)	808	(899)	(115)
Dòng tiền đầu kỳ	95	422	358	1.165	266
Dòng tiền cuối kỳ	422	358	1.165	266	151

CÁC THƯỚC ĐO CHÍNH					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
PE (x)	24,2	25,1	14,9	12,8	10,0
PE pha loãng (x)	24,2	25,1	14,9	12,8	10,0
PB (x)	3,5	3,1	4,3	4,0	3,7
EBITDA/CP	6,914	6,451	10,474	12,675	15,461
DPS (đồng)	1,561	780	1,873	1,802	1,802
Tỷ suất cổ tức (%)	1,4%	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%
EV/EBITDA (x)	12,7	14,3	14,3	12,3	10,3
EV/EBIT (x)	12,9	13,3	15,1	15,1	13,0

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2019 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu

Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Di Luu

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Trung Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (3890)

trung.nguyen2@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (3941)

dat.bui@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (3940)

vi.truong@yuanta.com.vn