

**PNJ-KHẢ QUAN**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 04/11/2020)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	71.700
KLGD TB 10 ngày	1.251.064
Vốn hoá (tỷ đồng)	16.141,39
Số lượng CPLH	225.124.026

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Nguyễn Thị Thùy Dung  
[nttdung01@vcbs.com.vn](mailto:nttdung01@vcbs.com.vn)  
+84-4 3936 6990 ext 286

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS  
[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

**PNJ: DẦN LẤY LẠI ĐÀ PHỤC HỒI SAU DỊCH COVID 19**

**KQKD:** Kết thúc 9T.2020, DTT ghi nhận đạt 11.668,07 tỷ đồng (-0,09% yoy), LNST đạt 642,01 tỷ đồng (-20,34% yoy) do nhu cầu mua vàng trang sức sụt giảm dưới tác động tiêu cực của dịch covid-19.

**Triển vọng:**

- (1) Sức mua được kỳ vọng hồi phục vào thời điểm cuối năm 2020;
- (2) Nhu cầu đối với vàng miếng vẫn tương đối cao trong năm nay trước bối cảnh tình hình kinh tế vẫn chưa ổn định;
- (3) Sự hồi phục của nền kinh tế nói chung và ngành bán lẻ nói riêng nhờ sự kiểm soát tốt dịch covid-19 tại Việt nam.

**Rủi ro:**

- (1) Dịch covid-19 kéo dài hơn kỳ vọng tại thị trường thế giới và có thể bùng phát trở lại bất kỳ lúc nào tại Việt Nam có thể tác động tiêu cực lên doanh số bán lẻ trang sức.
- (2) Sự cạnh tranh đến từ các doanh nghiệp trong ngành trang sức.

**Khuyến nghị đầu tư:** Về mặt dài hạn, chúng tôi vẫn kỳ vọng những triển vọng tích cực đến từ nỗ lực mở rộng danh mục sản phẩm kinh doanh của PNJ cùng với tiềm năng tăng trưởng của thị trường vàng bạc trang sức tại Việt Nam. Trước sự hồi phục nhanh chóng của ngành bán lẻ trong bối cảnh Việt nam kiểm soát tốt dịch covid-19, PNJ đã củng cố thêm vị thế của một doanh nghiệp đầu ngành với KQKD 9 tháng đáng khích lệ. VCBS dự phóng DTT và LNST cả năm 2020F ước tính lần lượt đạt 16.932,87 tỷ đồng (-0,4% yoy) và 973,69 tỷ đồng (-18,4% yoy). Sử dụng phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền và So sánh tương đối, VCBS ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu PNJ là **81.851 đồng/CP** và khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu PNJ cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

ĐV: tỷ đồng	2017	2018	2019	2020F	2021F
DTT	10.976,83	14.571,13	17.000,68	16.932,87	19.524,43
LNST	724,85	959,92	1.193,92	973,69	1.269,99
TTS	4.571,30	6.437,89	8.602,96	8.745,15	9.308,57
VCSH	3.028,60	3.745,07	4.577,26	5.325,66	6.370,36
BLNR (%)	6,6%	6,6%	7,0%	5,8%	6,5%
ROA (%)	15,86%	14,91%	13,88%	11,13%	13,64%
ROE (%)	23,93%	25,63%	26,08%	18,28%	19,94%
EPS (đồng)	3.217	4.611	4.896	4.144	5.209

## PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

### KQKD 3Q.2020

**KQKD 3Q.2020 giảm nhẹ so với cùng kỳ** với DTT đạt 3.922 tỷ đồng (-0,31% yoy) và LNST đạt 202 tỷ đồng (-2,84% yoy).

**Lũy kế 9 tháng đầu năm, KQKD ghi nhận những thành quả đáng khích lệ trong bối cảnh chịu tác động từ dịch covid-19.** Kết thúc 9T.2020, DTT ghi nhận đạt 11.668,07 tỷ đồng (-0,09% yoy), LNST đạt 642,01 tỷ đồng (-20,34%%yoy). Doanh thu theo mảng kinh doanh cụ thể như sau:

- (1) *Mảng bán lẻ vàng, bạc nữ trang* chịu ảnh hưởng nặng nề khi làn sóng thứ 02 của dịch covid-19 bùng phát tại Đà Nẵng vào đầu tháng 8.2020 dẫn đến thu nhập của một bộ phận người tiêu dùng và nhu cầu mua trang sức bị sụt giảm. Tuy nhiên lũy kế 9 tháng đầu năm kênh bán lẻ vẫn ghi nhận tăng nhẹ 4,09% yoy.
- (2) *Mảng kinh doanh vàng miếng* vẫn ghi nhận tăng trưởng 19% yoy trong 3Q.2020. Lũy kế 9T.2020, doanh thu từ kinh doanh vàng miếng tăng 15,63% yoy do nhu cầu tích trữ của người tiêu dùng trong thời gian dịch covid-19.
- (3) *Mảng bán sỉ* ghi nhận giảm 40 %yoy trong 3Q.2020. Lũy kế 9T.2020, doanh thu mảng sỉ giảm 27,17% yoy.

BLNG lũy kế đạt 19,34% (giảm so với mức cùng kỳ là 20,87%) trong đó, BLNG 3Q.2020 đạt 18,72%.

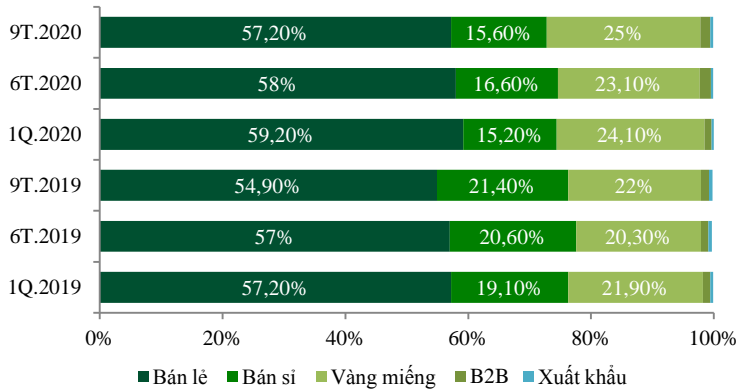
Lũy kế 9T.2020, SSSG đã gần về bằng 0%, được bù đắp bởi tăng trưởng dương vào T7.2020 và T9.2020.

Trong tháng 9, PNJ mở mới 2 cửa hàng và đóng 1 cửa hàng PNJ Gold. Lũy kế 9 tháng PNJ mở mới 23 và nâng cấp 8 cửa hàng PNJ Gold, đóng 30 cửa hàng (13 cửa hàng Silver và 17 cửa hàng Gold).

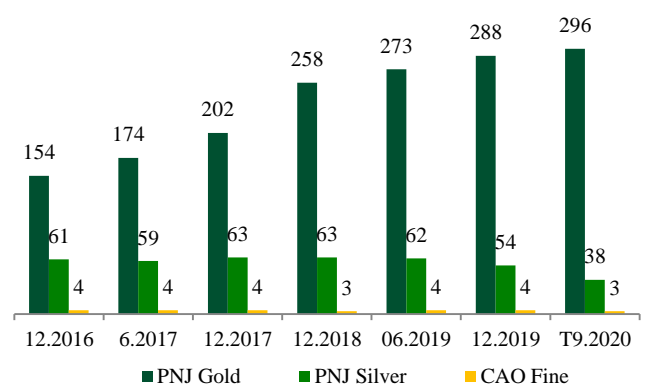
Đv: tỷ	3Q.2020	3Q.2019	%yoy	9T.2020	9T.2019	%yoy
<b>DTT</b>	<b>3.922,37</b>	<b>3.934,02</b>	<b>-0,31%</b>	<b>11.668,07</b>	<b>11.679,34</b>	<b>-0,09%</b>
Bán lẻ	2.184,55	2.002,41	9,10%	6.674,10	6.411,77	4,09%
Bán sỉ	537,31	896,95	-40,10%	1.820,21	2.499,31	-27,17%
Vàng miếng	1.125,61	948,09	18,72%	2.917,00	2.522,66	15,63%
B2B	31,38	27,54	13,94%	186,69	151,83	22,96%
Xuất khẩu	39,22	51,14	-23,31%	58,34	70,07	-16,75%
Khác	3,92	7,87	-50,15%	11,67	23,36	-50,05%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>734,33</b>	<b>753,06</b>	<b>-2,49%</b>	<b>2.257,38</b>	<b>2.438,14</b>	<b>-7,41%</b>
<b>SG&amp;A</b>	<b>431,82</b>	<b>454,52</b>	<b>-4,99%</b>	<b>1.313,58</b>	<b>1.340,44</b>	<b>-2,00%</b>
<b>LNST</b>	<b>202,09</b>	<b>207,99</b>	<b>-2,84%</b>	<b>642,01</b>	<b>805,89</b>	<b>-20,34%</b>

Nguồn: PNJ

### Cơ cấu doanh thu của PNJ



### Tổng số cửa hàng của PNJ



Nguồn: PNJ

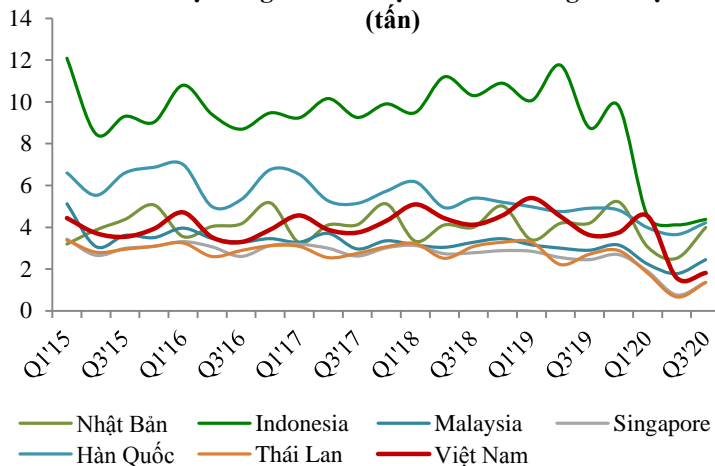
## TRIỂN VỌNG VÀ ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

### Triển vọng ngành

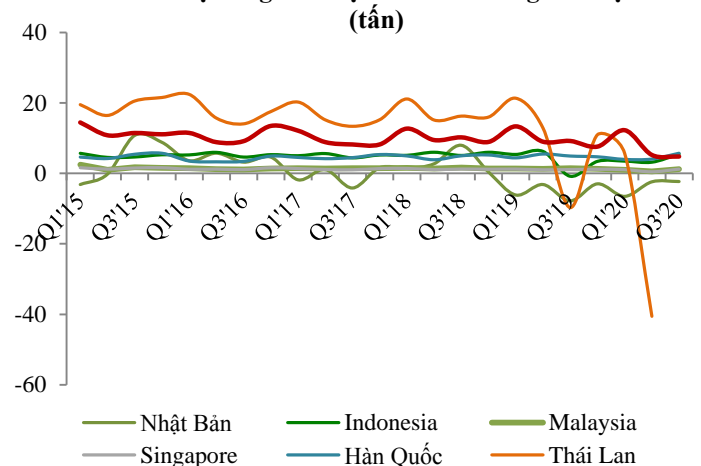
**Tăng trưởng với tốc độ cao.** Tốc độ tăng trưởng kép CAGR của thị trường trang sức thế giới giai đoạn 2010-2019 đạt 0,33% trong khi đó tại Việt Nam, tốc độ tăng trưởng khả quan hơn, đạt 2,24%.

**Thị trường trang sức Việt nam so với các nước trong khu vực cho thấy mức tăng trưởng vẫn đáng khích lệ trong bối cảnh dịch covid-19.** Theo Hội đồng vàng thế giới (WGC), lũy kế 9 tháng đầu năm 2020, tiêu dùng trang sức của Việt Nam đạt 7,9 tấn (-41,45% yoy) do ảnh hưởng bởi dịch covid-19, tương đương so với mức giảm của toàn thế giới (-41,02% yoy) nhưng tương đối khả quan so với một số nước trong khu vực như: Indonesia (-57,41% yoy), Singapore (-48,82% yoy) và Thái Lan (-53,39% yoy).

### Tiêu thụ trang sức của một số nước trong khu vực (tấn)



### Tiêu thụ vàng của một số nước trong khu vực (tấn)



Nguồn: Metals Focus, Refinitiv GFMS, ICE Benchmark Administration, WGC

### Triển vọng doanh nghiệp

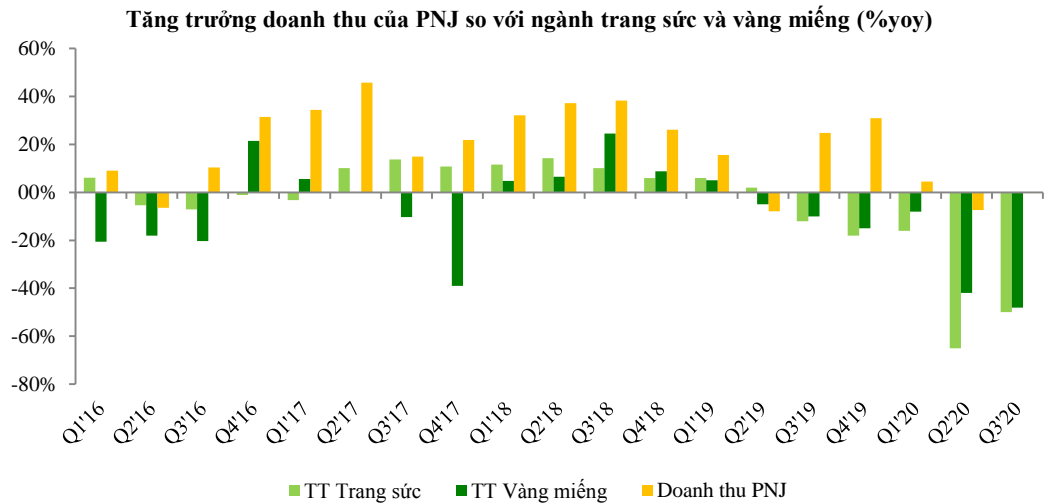
### Điểm sáng của ngành trang sức Việt Nam

Có thể thấy, trong giai đoạn 2016-2019, trong khi tốc độ tăng trưởng trung bình của thị trường trang sức và vàng miếng lần lượt là 2,8% yoy và -3,8% yoy thì PNJ đạt mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng với 22,4% yoy, chỉ riêng có thời điểm Q2.2019 do ảnh hưởng của sự cố ERP, doanh thu của PNJ ghi nhận

tăng trưởng âm 7,9%yoy trong khi thị trường vàng miếng giảm -5% yoy và trang sức tăng 2% yoy.

KQKD của PNJ trong 3Q.2020 tương đối tích cực trong bối cảnh thị trường vàng bạc trang sức chịu ảnh hưởng chung của dịch covid-19 đã cho thấy năng lực nội tại và tiềm năng tăng trưởng của PNJ trên thị trường vàng, bạc trang sức. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng PNJ được hưởng lợi nhiều từ những tiềm năng tăng trưởng dài hạn đến từ:

- (1) Dân số Việt Nam với hơn 97 triệu người với 69,3% dân số thuộc nhóm tuổi từ 15-64, nằm trong độ tuổi lao động và tiêu dùng, trong đó có 51% dân số là nữ, là nhóm đối tượng có nhu cầu cao đối với tiêu dùng trang sức.
- (2) Thu nhập của tầng lớp trung lưu gia tăng nhanh chóng với dự báo tốc độ tăng trưởng kép CAGR giai đoạn 2018-2023 đạt 9,2% (Theo Mckinsey) góp phần thúc đẩy nhu cầu đối với trang sức có thương hiệu.
- (3) Thị phần của các cửa hàng nhỏ lẻ truyền thống vẫn chiếm phần lớn trên thị trường, là cơ hội để các doanh nghiệp kinh doanh trang sức có thương hiệu khai phá. Bên cạnh đó thị trường còn xuất hiện những cơ hội gia tăng thị phần đối với các nhà bán lẻ có thương hiệu lớn như PNJ đến từ các doanh nghiệp nhỏ lẻ/thương hiệu nhỏ không thể chống cự được sau thời gian dịch covid-19.

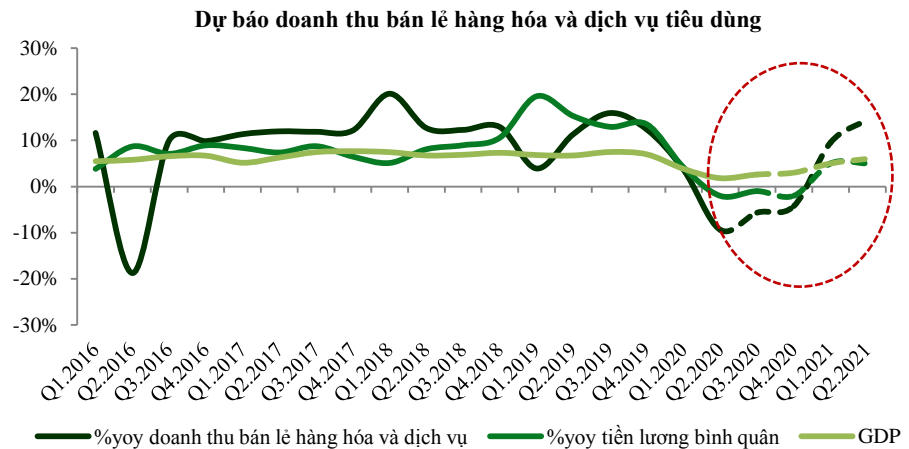


Nguồn: WGC, VCBS tổng hợp

**Tập trung nâng cao hiệu quả hoạt động của các cửa hàng hiện hữu.** Công ty hướng đến mục tiêu mở mới 31 cửa hàng, tập trung vào các khu vực trọng điểm và tập trung tối ưu hóa doanh thu trên mỗi cửa hàng vào cuối năm 2020. Lũy kế 9 tháng PNJ mở mới 23 cửa hàng, nâng cấp 8 cửa hàng PNJ Gold, đóng 30 cửa hàng (13 cửa hàng Silver và 17 cửa hàng Gold), chủ yếu là các cửa hàng mô hình shop-in-shop trong các trung tâm thương mại và siêu thị hoạt động kém hiệu quả. Bên cạnh đó, trong giai đoạn dịch covid-19, PNJ cũng tận dụng cơ hội tiếp cận những mặt bằng có vị trí thuận lợi với giá thuê hợp lý để phục vụ cho hoạt động mở cửa hàng khi thị trường hồi phục trở lại.

**Ra mắt thương hiệu Style by PNJ hướng đến đối tượng khách hàng trẻ tuổi.** Trong T10.2020, PNJ đã cho ra mắt thương hiệu Style by PNJ – là thương hiệu trang sức và phụ kiện với bốn cá tính riêng biệt Feminine, Edgy, Sexy và Active để phục vụ nhu cầu của nhóm đối tượng khách hàng trẻ.

**Sự phục hồi chung của thị trường.** Chúng tôi kỳ vọng vào sự hồi phục mạnh mẽ của nền kinh tế cũng như thị trường bán lẻ và sức mua được cải thiện vào nửa đầu năm 2021.



Nguồn: VCBS dự phóng và ước tính

**KQKD Q4.2020.** Ban lãnh đạo PNJ chia sẻ doanh thu bán lẻ trang sức vào dịp ngày Phụ nữ Việt nam 20/10 đã ghi nhận tăng trưởng 50% yoy. Tuy nhiên sức mua bị ảnh hưởng trong ngắn hạn do tác động của dịch covid-19 là điều khó tránh khỏi, kéo theo KQKD cả năm vẫn sẽ kém tích cực hơn so với năm 2019 nhưng không quá lớn. Theo đó, VCBS dự báo doanh thu 4Q.2020 của PNJ 1 có thể đạt **5.263,50 tỷ đồng (-1,09% yoy)**.

**Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu của PNJ và nâng khuyến nghị từ Năm giữ lên Khả quan** vì những lý do sau:

- Chúng tôi tin rằng lợi nhuận của công ty sẽ hồi phục mạnh trở lại sau năm 2020 với vị thế dẫn đầu thị trường được củng cố sau dịch covid-19.
- Điều chỉnh tăng dự báo LNST giai đoạn 2021-2024F với kỳ vọng BLNG mảng bán lẻ được cải thiện và nâng tỷ trọng mảng bán lẻ trong cơ cấu doanh thu trong 4Q.2020.

**KQKD 2020F theo từng mảng kinh doanh cụ thể như sau:**

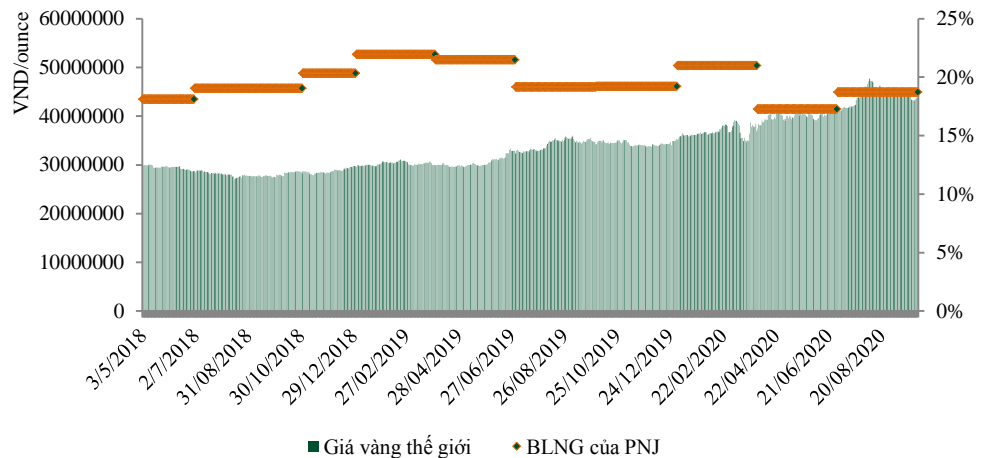
Đv: tỷ đồng	Dự phóng 2020F	Luận điểm
<b>Doanh thu</b>	<b>16.932,88</b>	Tăng 167,45 tỷ đồng so với báo cáo trước đó là 16.765,43 tỷ đồng do nâng tỷ trọng bán lẻ trong cơ cấu doanh thu trong 4Q.2020
Vàng, bạc trang sức	12.525,89	Giảm 5,5% yoy, trong đó SSSG cửa hàng vàng dự phóng tăng trưởng âm 2,72% với số lượng cửa hàng mở mới là 15, cuối năm đạt 303 cửa hàng PNJ Gold.
Vàng miếng	4.293,01	Giữ nguyên so với báo cáo trước đó với ước tính tăng 13%yoy.
Lê	9.449,91	Chúng tôi kỳ vọng sức mua hồi phục vào cuối năm nhờ sự hỗ trợ của các sự kiện và dịp lễ cuối năm tuy nhiên sẽ không tăng trưởng mạnh như thời điểm cuối năm trước.
Si	3.076,0	Giữ nguyên so với báo cáo trước với ước tính giảm 17% yoy.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.150,70</b>	Nâng BLNG dự báo đạt 18,6% so với dự báo trước đó (17,5%) do (1) tốc độ tăng doanh thu trên cửa hàng hồi phục nhanh hơn dự kiến; (2) cơ cấu doanh thu dịch chuyển về mảng bán lẻ tương đương với mức trước dịch covid-19 dẫn đến BLNG chung của mảng bán lẻ được cải thiện.

**Chi phí bán hàng và QLDN** **1.746,64**

Tuy nhiên, chúng tôi xin lưu ý mức BLNG của cả năm 2020 vẫn thấp hơn so với 2019 (>20%) dưới tác động của việc giá vàng tăng quá nhanh và ảnh hưởng từ dịch bệnh từ đầu năm.

Chúng tôi kỳ vọng áp lực về chi phí bán hàng và QLDN sẽ tăng trở lại dù công ty đã linh hoạt giảm bớt chi phí nhân viên trong giai đoạn dịch và điều chỉnh chính sách quảng cáo. Nguyên nhân đến từ việc công ty chủ trương mở các cửa hàng độc lập thay cho các mô hình shop-in-shop trước đó nên chúng tôi ước tính tăng tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu năm 2020 là 10,3% so với mức 10,8% năm 2019 (báo cáo trước đó là 9,5%).

**Tương quan giá vàng thế giới và BLNG của PNJ**



Nguồn: VCBS tổng hợp, indexmundi

## 12. ĐỊNH GIÁ

**Phương pháp so sánh tương đối:**

Chúng tôi sử dụng các doanh nghiệp hoạt động trong mảng bán trang sức trong khu vực để thực hiện định giá bằng phương pháp so sánh cho PNJ:

Đơn vị: tỷ đồng	Ticker	P/E	EV/EBITDA	EV/Rev	P/B
Rajesh Exports Ltd	RJEX IN	11,905	--	0,008	1,252
Chow Tai Seng Jewellery Co Ltd	002867 CH	16,269	11,513	2,710	3,979
Guangdong Chj Industry Co Ltd	002345 CH	29,867	11,343	1,192	1,178
Jubilee Enterprise PCL	JUBILE TB	11,502	9,491	1,873	2,810
Lao Feng Xiang Co Ltd	900905 CH	6,062	7,522	0,421	1,367
Pandora A/S	PNDORA DC	15,743	9,492	2,959	9,706
Chow Tai Fook Jewellery Group	1929 HK	18,290	11,773	1,489	2,965
<b>Trung bình</b>		<b>15,367</b>	<b>10,189</b>	<b>1,522</b>	<b>3,322</b>

Nguồn: Bloomberg

## Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Đơn vị: tỷ đồng	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
DTT	17.000,68	16.932,87	19.524,43	22.235,56	24.899,18	27.808,92
Giá vốn hàng bán	13.539,96	13.782,17	15.713,07	17.798,39	19.882,95	22.317,21
Lợi nhuận gộp	3.460,71	3.150,70	3.811,36	4.437,17	5.016,22	5.491,71
Chi phí bán hàng	1.361,80	1.358,04	1.565,89	1.783,33	1.996,34	2.230,15
Chi phí QLDN	475,83	388,59	485,99	553,47	626,96	680,70
LNTT	1.506,71	1.223,49	1.597,81	1.956,44	2.277,51	2.490,81
LNST	1.193,92	973,69	1.269,99	1.554,11	1.810,63	1.979,52

## Chiết khấu theo FCFF:

Đơn vị: tỷ đồng	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
EBIT	1.622,08	1.330,64	1.664,82	2.011,64	2.308,39	2.498,96
Khấu hao	61,06	56,81	64,01	75,79	83,35	93,02
Thay đổi vốn lưu động	(1.751,48)	110,39	(63,15)	(764,04)	(765,14)	(899,44)
Đầu tư TSCĐ	(223,76)	(225,19)	(261,78)	(236,91)	(241,29)	(246,66)
FCFF		1.000,97	1.062,33	672,79	912,09	932,91
Hệ số chiết khấu		0,08	1,08	2,08	3,08	4,08
Giá trị hiện tại FCFF		996,31	999,79	598,69	767,43	742,19

**Kết hợp các phương pháp định giá:** mức giá hợp lý 81.851 đồng/CP

Mức giá hợp lý của cổ phiếu PNJ là:

Phương pháp	Giá (đồng/CP)	Tỷ trọng
So sánh tương đối	78.188	50%
Chiết khấu dòng tiền	85.514	50%
<b>Giá hợp lý</b>	<b>81.851</b>	

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### KHẢ QUAN

Về mặt dài hạn, chúng tôi vẫn kỳ vọng những triển vọng tích cực trong dài hạn đến từ nỗ lực mở rộng danh mục sản phẩm kinh doanh của PNJ cùng với tiềm năng tăng trưởng của thị trường vàng bạc trang sức tại Việt Nam. Trước sự hồi phục nhanh chóng của ngành bán lẻ trong bối cảnh Việt Nam kiểm soát tốt dịch covid-19, PNJ đã củng cố thêm vị thế của một doanh nghiệp đầu ngành với KQKD 9 tháng đáng khích lệ. VCBS dự phóng DTT và LNST cả năm 2020 ước tính lần lượt đạt 16.932,87 tỷ đồng (-0,4% yoy) và 973,69 tỷ đồng (-18,4% yoy). Sử dụng phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền và So sánh tương đối, VCBS ước tính giá trị hợp lý của PNJ đạt **81.851 đồng/CP** và khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu PNJ cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.



Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**  
Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu  
tmhoang@vcbs.com.vn

**Lê Đức Quang, CFA**  
Trưởng nhóm Phân tích Ngành & DN  
ldquang@vcbs.com.vn

**Nguyễn Thị Thùy Dung**  
Chuyên viên phân tích  
nttdung01@vcbs.com.vn