

## Biến động vàng do bất ổn kinh tế

**Khuyến nghị:** Theo Dõi

### Mã Tuấn Minh Hiền (PTCB)

hien.mtm@bsc.com.vn

|                     |               |
|---------------------|---------------|
| Giá mục tiêu        | <b>64,500</b> |
| Giá đóng cửa        | <b>62,000</b> |
| Upside              | 4.0%          |
| +Dividend Yield     | 2.9%          |
| <b>Total Upside</b> | <b>6.9%</b>   |

### Trung Lê (PTKT)

trungl@bsc.com.vn

|              |        |
|--------------|--------|
| Giá mục tiêu | 80,000 |
| Giá cut loss | 55,000 |

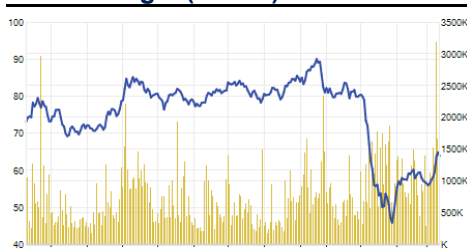
### Dữ liệu thị trường

|                        |         |
|------------------------|---------|
| Số lượng cp (tr cp)    | 222.56  |
| Vốn hóa (tỷ đồng)      | 13,444  |
| Giá cao nhất 52 tuần   | 110,300 |
| KLGDĐT10 phiên (ng cp) | 938     |
| Sở hữu nước ngoài      | 0.0%    |

### Cổ đông lớn

|                      |       |
|----------------------|-------|
| Cao Thị Ngọc Dung    | 9.05% |
| LGM Investment Ltd   | 4.40% |
| Route One Investment | 3.94% |

### Diễn biến giá (1 năm)



### Tổng quan công ty

**PNJ** là doanh nghiệp nữ trang lớn nhất tại Việt Nam, hiện tại doanh nghiệp đang có 350 cửa hàng bán lẻ trải dài từ Bắc tới Nam, tập trung kinh doanh nữ trang, vàng miếng, bạc, kim cương, ...

Các báo cáo khác

[\(link\)](#)

### Định giá

BSC khuyến nghị **THEO DÕI** PNJ với giá mục tiêu 2020 là **64,500 đồng/cp**, (thấp hơn -35% so với giá khuyến nghị trước là 99,690 VND/CP trong báo cáo "Phục hồi lại sau ERP") do **(1)** Tốc độ tăng trưởng của cửa hàng có thể âm -15% do ảnh hưởng từ dịch; **(2)** Việc mở mới cửa hàng sẽ giảm xuống nhằm tiết kiệm chi phí đầu tư CAPEX; **(3)** Biên lợi nhuận gộp giảm do thay đổi cơ cấu sản phẩm. Từ đó, chúng tôi hạ kỳ vọng PE mục tiêu xuống 14x so với đầu năm là 16x.

### Dự báo KQKD 2020F

BSC dự báo DTT và LSNT của PNJ FY 2020E lần lượt là 16,442 tỷ đồng (-4.1% Y/Y) và 1,050 tỷ đồng (-11.9% Y/Y) tương đương EPS fw 2020E là 4,592 VND/CP (đã trừ QKTPL), PE fw = 13.3x và PB fw = 2.7x.

**Rủi ro:** **(1)** Sức mua trang sức của người dân đang chững lại, đặc biệt ở TTTM do dịch bệnh COVID-19 **(2)** Doanh thu xuất khẩu và bán sỉ giảm tương đối do nhu cầu giảm **(3)** Chi phí lãi vay tăng làm giảm LNST.

**Cập nhật doanh nghiệp** (tiếp tục trang sau):

**DTT và LNST PNJ Q1/2020 đạt lần lượt là 5,000 tỷ đồng (+4.54% YoY) và 411 tỷ đồng (-4.19% YoY).** Dưới tác động của dịch COVID-19, HĐKD của PNJ có sự thay đổi như sau:

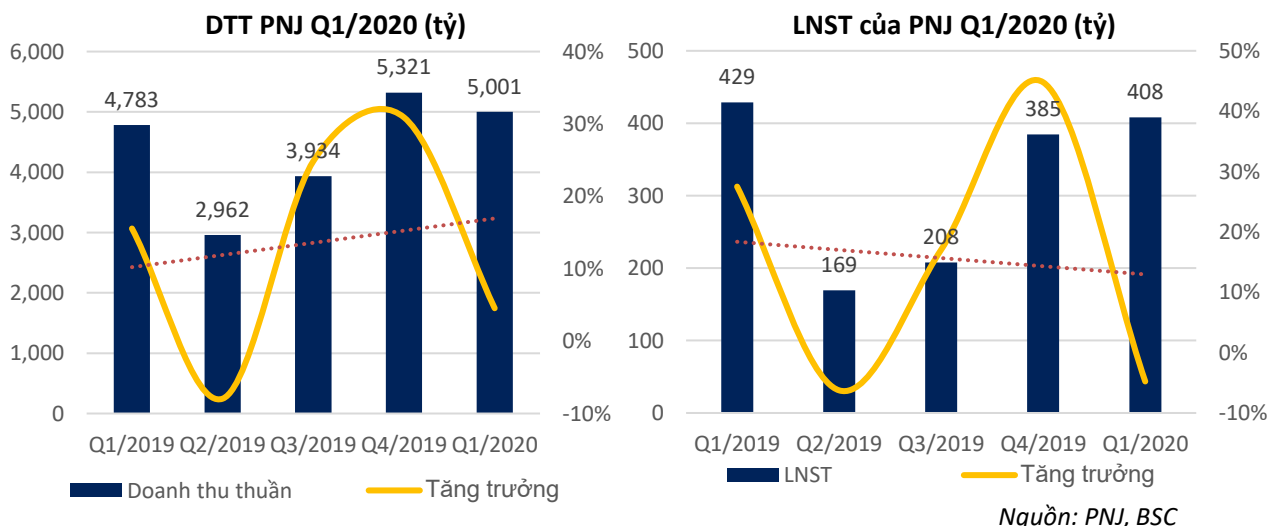
**1. Thay đổi cơ cấu sản phẩm giữa trang sức bán lẻ và vàng miếng, trong đó: (1.1)** Tỷ trọng doanh thu bán lẻ có xu hướng giảm trong Q1/2020; **(1.2)** Ngược lại, tỷ trọng doanh thu vàng miếng tăng mạnh trong Q1/2020.

**2. Biên lợi nhuận có xu hướng giảm trong ngắn hạn: (2.1)** Biên gộp giảm -100 bps trong Q1/2020 do thay đổi cơ cấu sản phẩm; **(2.2)** Biên ròng giảm -70 bps trong Q1/2020 do chi phí lãi vay tăng.

**3. Số lượng cửa hàng mở mới sẽ giảm lại trong năm 2020: (3.1)** Kế hoạch mở cửa hàng mới có thể sẽ điều chỉnh lại từ 20-29 cửa hàng trước ảnh hưởng của dịch trong Q1/2020; **(3.2)** KQKD Quý 2/2020 dự báo sẽ không khả quan do 85% cửa hàng đóng trong T4/2020.

**4. Sức mua trang sức của thị trường kì vọng phục hồi vào Q4/2020-Q1/2021.**

**Cập nhật KQKD Q1/2020: DTT và LNST PNJ Q1/2020 đạt lần lượt là 5,000 tỷ đồng (+4.54% Y/Y) và 411 tỷ đồng (-4.19% Y/Y). Dưới tác động của dịch COVID-19, H&KD của PNJ có sự thay đổi như sau:**



**1. Thay đổi cơ cấu sản phẩm giữa trang sức bán lẻ và vàng miếng:**

**1.1. Tỷ trọng doanh thu bán lẻ có xu hướng giảm trong Q1/2020.** DT bán lẻ vàng trang sức ước đạt 2,958 tỷ đồng (+8.1% Y/Y), tăng trưởng chính nhờ nhu cầu mua sắm trang sức vàng trong 2 tháng đầu năm với các sự kiện quan trọng như Tết, Ngày Thần Tài, Valentine 14.2, 8.3. Tuy nhiên, bước sang tháng 3 khi dịch COVID-19 diễn ra và lệnh cách ly xã hội khiến cho PNJ buộc phải đóng 85% số cửa hàng khiến cho DT bán lẻ vàng trang sức giảm -10% Y/Y, từ đó tỷ trọng DT bán lẻ giảm về 53.6% trong T3/2020 so với T1/2020 là 65.4%.

**1.2. Tỷ trọng doanh thu vàng miếng tăng mạnh trong Q1/2020.** DT vàng miếng tăng trưởng khả quan, ước đạt 759 tỷ đồng (+15% Y/Y), nhờ vào (1) Việc giá vàng trong nước liên tục tăng, đạt 47 triệu/lượng (+27%-37% YoY) trong Q1/2020 và (2) Nhu cầu tích trữ vàng trong dân trong giai đoạn kinh tế khó khăn đã khiến cho cầu vàng miếng tăng đột biến. Từ đó, tỷ trọng vàng miếng đã tăng lên 29.2% trong T3/2020 so với 14.6% trong T1/2020. Ngoài ra, doanh thu mảng bán sỉ, xuất khẩu Q1/20 đều giảm lần lượt -17% và 9% Y/Y do tác động của dịch COVID-19 và lệnh đóng cửa biên giới của một số quốc gia.

| Đơn vị: Tỷ đồng        | T1/20        | T2/20        | T3/20        | Q1/20        | Q1/19        |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu thuần</b> | <b>1,668</b> | <b>1,978</b> | <b>1,354</b> | <b>5,000</b> | <b>4,783</b> |
| %yoy                   |              |              |              | 4.5%         | 16%          |
| <b>Bán lẻ</b>          | <b>1,091</b> | <b>1,141</b> | <b>726</b>   | <b>2,958</b> | <b>2,736</b> |
| % Tỷ trọng             | 65.4%        | 57.7%        | 53.6%        | 59.2%        | 57.2%        |
| <b>Bán sỉ</b>          | <b>300</b>   | <b>249</b>   | <b>210</b>   | <b>759</b>   | <b>914</b>   |
| % Tỷ trọng             | 18.0%        | 12.6%        | 15.5%        | 15.2%        | 19.1%        |
| <b>Trang sức Bạc</b>   | <b>3</b>     | <b>2</b>     | <b>3</b>     | <b>8</b>     | -            |
| % Tỷ trọng             | 0.2%         | 0.1%         | 0.2%         | 0.2%         | 0.0%         |
| <b>Vàng miếng</b>      | <b>244</b>   | <b>564</b>   | <b>395</b>   | <b>1,203</b> | <b>1,047</b> |
| % Tỷ trọng             | 14.6%        | 28.5%        | 29.2%        | 24.1%        | 21.9%        |
| <b>Khác (B2B)</b>      | <b>3</b>     | <b>14</b>    | <b>14</b>    | <b>31</b>    | <b>57</b>    |
| % Tỷ trọng             | 0.2%         | 0.7%         | 1.0%         | 0.6%         | 1.2%         |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>   | <b>390</b>   | <b>419</b>   | <b>240</b>   | <b>1,050</b> | <b>1,049</b> |
| <b>Biên gộp</b>        | <b>23.4%</b> | <b>21.2%</b> | <b>17.7%</b> | <b>20.8%</b> | <b>21.8%</b> |

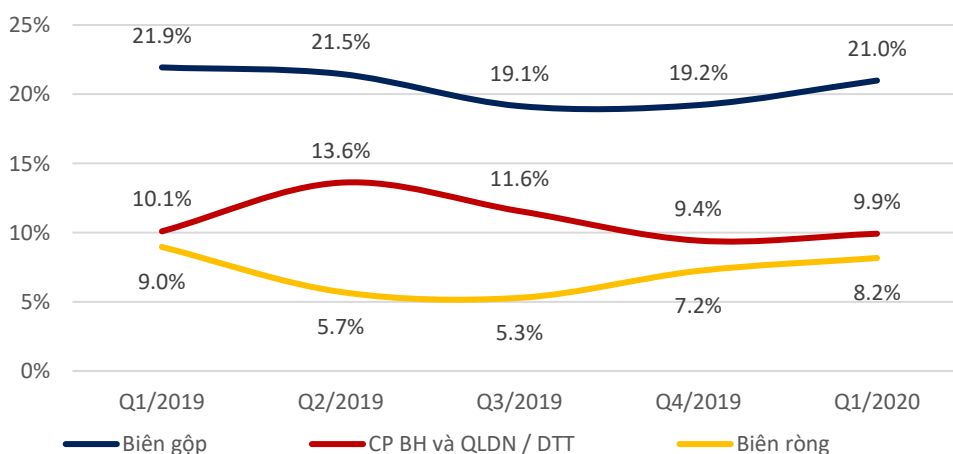
Nguồn: PNJ

**2. Biên lợi nhuận có xu hướng giảm trong ngắn hạn:**

**2.1. Biên gộp giảm -100 bps trong Q1/2020 do thay đổi cơ cấu sản phẩm:** Lợi nhuận gộp đi ngang đạt 1,050 tỷ đồng, tương đương biên gộp là 20.8% (Q1/2019: 21.8%). Nguyên nhân sụt giảm do thay đổi cơ cấu sản phẩm khi **(1)** Tỷ trọng bán lẻ có biên gộp cao giảm còn 53.6% trong T3/2020 thấp hơn cùng kỳ là 63%; **(2)** Tỷ trọng vàng miếng có biên gộp thấp, tăng lên 29.2% trong T3/2020 cao hơn cùng kỳ là 17.7%. Qua đó, chúng tôi cho rằng cơ cấu sản phẩm này sẽ thay đổi trong các quý sau khi PNJ tăng bán trang sức nhưng lưu ý Q2 và Q3 thường là giai đoạn thấp điểm của PNJ nên khả năng sẽ khó duy trì được biên gộp như Q1.

**2.2. Biên ròng giảm -70 bps trong Q1/2020 do chi phí lãi vay tăng:** LNST giảm còn 408.3 tỷ đồng (-4.8% Y/Y) tương ứng biên ròng ở mức 8.2% (Q1/2019: 8.9%), nguyên nhân do **(1) Chi phí tài chính Q1/2020 đạt 45.5 tỷ đồng (+87.3% Y/Y)** chủ yếu do chi phí tài chính tăng lên 40.4 tỷ đồng (+68.2% Y/Y) do nhu cầu vốn lưu động phục vụ chiến lược kinh doanh trong Q1/2020. **(2) Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng lên 496 tỷ đồng (+2.8% Y/Y)** do PNJ tập trung nghiên cứu và lên kế hoạch cho các dự án công nghệ và cải tiến mới, đồng thời PNJ thực hiện tối ưu hóa chi phí trong mùa dịch như rà soát lại hệ thống bán lẻ, săn tìm mặt bằng mới tốt hơn,... Tuy nhiên, tỉ lệ SGA/DTT giảm còn 9.9% chủ yếu do DT tăng (Q1/2019: 10.1%).

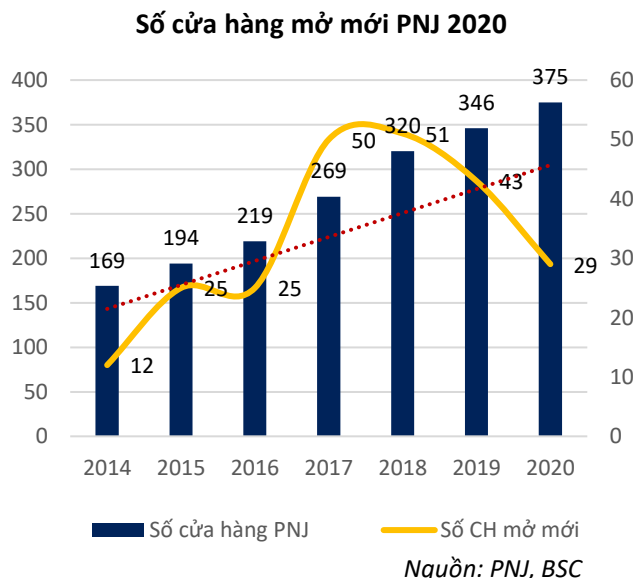
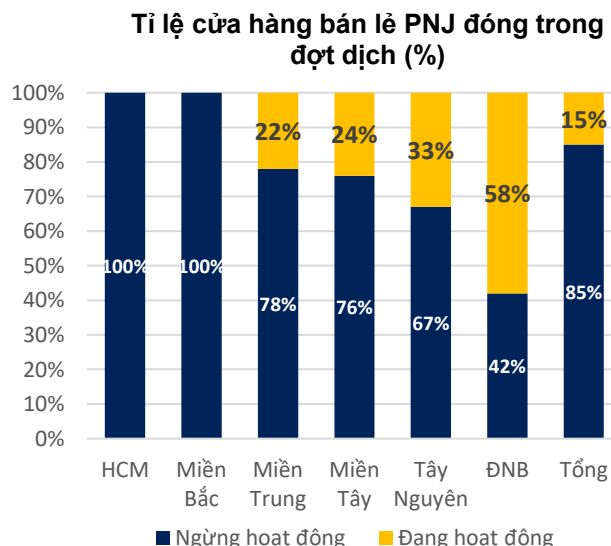
**BLNG và CP SGA/DTT PNJ Q1/2020 (%)**



Nguồn: PNJ, BSC

**3. Số lượng cửa hàng mở mới sẽ giảm lại trong năm 2020:**

**3.1. Kế hoạch mở cửa hàng mới có thể sẽ điều chỉnh lại từ 20-29 cửa hàng trước ảnh hưởng của dịch trong Q1/2020.** Thay đổi kế hoạch đầu tư sẽ tùy theo tình hình kinh doanh, cung cầu thị trường và sự phục hồi sức mua trang sức của người tiêu dùng trong các quý tiếp theo. Qua đó, sự thay đổi này sẽ tiết kiệm CAPEX và OPEX của PNJ, từ đó duy trì lượng tiền mặt lớn để ổn định HĐKD của doanh nghiệp. Tính tới thời điểm Q1/2020, số lượng cửa hàng của PNJ đã đạt 350 cửa hàng trong đó: mở mới 6 cửa hàng và đóng 2 cửa hàng, tương đương 12.9% kế hoạch +31 cửa hàng tới cuối năm 2020.



**3.2. KQKD Quý 2/2020 dự báo sẽ không khả quan do 85% cửa hàng đóng trong T4/2020:** Chúng tôi cho rằng KQKD T4/2020 dự kiến sụt giảm mạnh do số lượng cửa hàng phải đóng lên đến 85% và T5/2020 chỉ mới phục hồi 2/3 so với cùng kỳ. Chúng tôi lưu ý số lượng cửa hàng của PNJ đóng nhiều trong đó **(1)** Tập trung ở các trung tâm thương mại với tỉ lệ 35%; **(2)** 2 thành phố lớn đóng góp gần 52-55% tổng doanh thu là TP.HCM (~135 CH) và Hà Nội (~35 CH).

**4. Sức mua trang sức của thị trường kì vọng phục hồi vào Q4/2020-Q1/2021.**

Giai đoạn cuối năm 2020 và đầu năm 2021 sẽ là khoảng thời gian quan trọng cho ngành bán lẻ trang sức nói chung vì đây là mùa cao điểm với nhu cầu mua sắm của người dân lớn. Vì thế, nếu PNJ nắm bắt tốt cơ hội này trong năm thì KQKD Q4/2020 sẽ khả quan. Chúng tôi kì vọng nhu cầu vàng trang sức trong nước sẽ phục hồi bởi các yếu tố sau:

- (I)** Nhu cầu tích trữ vàng sẽ tiếp tục tăng khi biến động kinh tế Việt Nam và toàn cầu vẫn chưa ổn định sau dịch;
- (II)** Nhóm khách hàng trẻ tuổi Y (Millennial) và Z với nhu cầu tiêu thụ cao sẽ là nhóm khách hàng chính giúp cho tiêu thụ trang sức sẽ phục hồi sau dịch COVID-19;
- (III)** Các sự kiện như đám cưới bị hoãn trong giai đoạn dịch sẽ trở lại sau khi dịch kết thúc;
- (IV)** Quyết định 558 của Chính Phủ khuyến khích lập gia đình sớm cũng sẽ một phần làm tăng trưởng tiêu dùng trang sức trong tương lai.

**Dự báo KQKD FY 2020E:**

BSC dự báo DTT và LSNT của PNJ FY 2020E lần lượt là 16,442 tỷ đồng (-4.1% Y/Y) và 1,050 tỷ đồng (-11.9% Y/Y) tương đương EPS fw 2020E là 4,592 VND/CP (đã trừ QKTPL), PE fw = 13.3x và PB fw = 2.7x. Giả định (1) Số lượng cửa hàng năm nay sẽ mở 29 cửa hàng mới; (2) SSSG giả định là -15% trong kịch bản xấu nhất; (3) Tỷ lệ SGA/DTT tăng 11.04% để thúc đẩy marketing hỗ trợ bán hàng, và đồng thời cải tiến các dự án mới của PNJ; (4) Chi phí tài chính tăng lên 150.8 tỷ đồng (+27% Y/Y) do PNJ tăng vay nợ để đáp ứng nhu cầu vốn kinh doanh.

| Đơn vị: Tỷ đồng             | FY 2017       | FY 2018        | FY 2019        | FY 2020E       | FY 2021E       |
|-----------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>      | <b>11,049</b> | <b>14,693</b>  | <b>17,105</b>  | <b>16,442</b>  | <b>18,923</b>  |
| %yoy                        | 28.2%         | 32.7%          | 16.7%          | -4.1%          | 15.1%          |
| Trang sức Vàng              | 8,696         | 11,743         | 13,865         | 12,452         | 13,999         |
| Bán lẻ                      | 5,665         | 7,930          | 9,748          | 8,747          | 9,923          |
| Bán sỉ                      | 3,031         | 3,813          | 4,118          | 3,706          | 4,076          |
| Trang sức Bạc               | 177           | 279            | 304            | 331            | 361            |
| Vàng miếng                  | 2,144         | 2,628          | 2,890          | 3,613          | 4,516          |
| Khác (B2B)                  | 33            | 44             | 45             | 46             | 47             |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>        | <b>1,912</b>  | <b>2,779</b>   | <b>3,461</b>   | <b>3,266</b>   | <b>3,701</b>   |
| Trang sức Vàng              | 1,701         | 2,565          | 3,374          | 3,010          | 3,419          |
| Bán lẻ                      | 1,665         | 2,450          | 3,168          | 2,825          | 3,215          |
| Bán sỉ                      | 35            | 114            | 206            | 185            | 204            |
| Trang sức Bạc               | 153           | 167            | 182            | 195            | 212            |
| Vàng miếng                  | 38            | 25             | 28             | 34             | 43             |
| Khác (B2B)                  | 15            | 25             | 26             | 26             | 27             |
| <b>Biên lợi nhuận gộp</b>   | <b>17.3%</b>  | <b>18.9%</b>   | <b>20.2%</b>   | <b>19.9%</b>   | <b>19.6%</b>   |
| Trang sức Vàng              | 19.6%         | 21.8%          | 24.3%          | 24.2%          | 24.4%          |
| Bán lẻ                      | 29.4%         | 30.9%          | 32.5%          | 32.3%          | 32.4%          |
| Bán sỉ                      | 1.2%          | 3.0%           | 5.0%           | 5.0%           | 5.0%           |
| Trang sức Bạc               | 86.5%         | 59.8%          | 59.8%          | 58.8%          | 58.8%          |
| Vàng miếng                  | 1.8%          | 1.0%           | 1.0%           | 1.0%           | 1.0%           |
| Khác (B2B)                  | 46.1%         | 56.8%          | 56.8%          | 56.8%          | 56.8%          |
| <b>Doanh thu tài chính</b>  | <b>9</b>      | <b>7</b>       | <b>2</b>       | <b>13</b>      | <b>20</b>      |
| <b>Chi phí tài chính</b>    | <b>(56)</b>   | <b>(66)</b>    | <b>(119)</b>   | <b>(154)</b>   | <b>(134)</b>   |
| <b>Chi phí HĐKD</b>         | <b>(963)</b>  | <b>(1,516)</b> | <b>(1,842)</b> | <b>(1,800)</b> | <b>(2,091)</b> |
| <b>Thu nhập khác</b>        | <b>6</b>      | <b>2</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b> | <b>907</b>    | <b>1,206</b>   | <b>1,503</b>   | <b>1,325</b>   | <b>1,496</b>   |
| <b>Chi phí Thuế</b>         | <b>(183)</b>  | <b>(246)</b>   | <b>(312)</b>   | <b>(275)</b>   | <b>(311)</b>   |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>   | <b>725</b>    | <b>960</b>     | <b>1,191</b>   | <b>1,050</b>   | <b>1,186</b>   |
| <b>LNST&amp;CDTS</b>        | <b>725</b>    | <b>960</b>     | <b>1,191</b>   | <b>1,050</b>   | <b>1,186</b>   |
| %yoy                        | 60.9%         | 32.4%          | 24.0%          | -11.8%         | 12.9%          |
| <b>EPS (-QKT&amp;PL)</b>    | <b>3,170</b>  | <b>4,214</b>   | <b>4,915</b>   | <b>4,592</b>   | <b>5,184</b>   |

Nguồn: BSC

**Kế hoạch kinh doanh PNJ để ứng phó với giai đoạn dịch bệnh:**

**1. Bảo vệ sức khỏe và sự an toàn của NV, KH và Cộng đồng:** Xây dựng Business Continuity để làm việc từ xa, cho NV của PNJP nghỉ ngơi khi năm 2019 đã luôn làm việc tăng ca,

**2. Bảo đảm an toàn hệ thống và hàng hóa:** tăng cường bảo vệ điểm bán, vận chuyển, giao nhận hàng hóa,... trong giai đoạn hạn chế đi lại, phân bổ hàng hóa trên toàn hệ thống.

**3. Duy trì và phát triển các sức đẩy của công ty:** **(1)** Đẩy bán hàng Online/ Livestream, bán hàng giao tận nhà -> Đẩy doanh thu trong 14.2 và 8.3'; **(2)** Tăng kinh doanh vàng miếng trong Tháng 3 **(3)** Lập kế hoạch KD cho thị trường tiềm năng Tier 2 và 3; **(4)** Dự án "F5 Refresh": chuẩn bị kế hoạch bộ sp mới, chương trình Marketing, tăng cường đào tạo kỹ năng mới cho NV nhằm tự chủ được sản xuất hàng cao cấp và giảm nhập khẩu hàng hóa cao cấp từ nước ngoài; **(5)** Chủ động rà soát lại hệ thống và sẵn tìm mặt bằng mới giá tốt và giảm chi phí thuê mặt bằng 30-50%.

**4. Đảm bảo sức khỏe tài chính:** **(1)** Kiểm soát chi phí: xin miễn giảm chi phí thuê địa điểm, giảm 50% lương cấp quản lý, đẩy mạnh tối ưu hóa chi phí; **(2)** Tăng lượng tiền mặt và tương đương tiền: tối ưu hóa dòng tiền; **(3)** Cơ cấu lại hàng hóa tồn kho, tăng tỷ trọng vàng và trang sức có hàm lượng vàng cao nhằm tăng thanh khoản **(4)** Cơ cấu lại các kỳ hạn vay và lãi vay NH; **(5)** Tạm dừng đầu tư mới; **(6)** Xây dựng Stress Test cho các phương án dự phòng.

**Rủi ro:**

**(1)** Sức mua trang sức của người dân đang chững lại, đặc biệt ở TTTM do dịch bệnh COVID-19 và thu nhập trên đầu người cũng sẽ giảm nên tập trung tiêu dùng sản phẩm thiết yếu nhiều hơn;

**(2)** Doanh thu xuất khẩu và bán sỉ giảm tương đối do nhu cầu trong và ngoài nước giảm;

**(3)** Chi phí lãi vay tăng 40 tỷ trong Q1/2020 làm giảm LNST, chúng tôi cho rằng việc PNJ mua hàng tồn kho trong cuối năm 2019 đã làm cho dòng tiền PNJ âm vì thế lượng tiền duy trì HDKD thiếu hụt. Bên cạnh đó, do tình hình dịch sẽ còn ảnh hưởng tới 1H2020 nên việc tăng dòng tiền duy trì hoạt động là nhiệm vụ quan trọng của PNJ.

**Định Giá PNJ:**

BSC khuyến nghị **THEO DÕI** PNJ với giá mục tiêu 2020 là **64,500 đồng/cp**, (thấp hơn -35% so với giá khuyến nghị trước là 99,690 VND/CP trong báo cáo "Phục hồi lại sau ERP") do **(1)** Tốc độ tăng trưởng của cửa hàng có thể âm -15% do ảnh hưởng từ dịch; **(2)** Việc mở mới cửa hàng sẽ giảm xuống đặc biệt trong các TTTM nhằm tiết kiệm chi phí đầu tư CAPEX; **(3)** Biên lợi nhuận gộp giảm do thay đổi cơ cấu sản phẩm. Từ đó, chúng tôi hạ kỳ vọng PE mục tiêu xuống 14x so với đầu năm là 16x.

| Phương pháp định giá |               |                             |
|----------------------|---------------|-----------------------------|
| P/E (50%)            |               | DCF (50%)                   |
|                      |               | Terminal Value (tỷ) 18,682  |
|                      |               | WACC 10.2%                  |
|                      |               | g 3%                        |
|                      |               | PV(Terminal Value) 11,941   |
|                      |               | PV(FCFF) 2020-2024 4,106    |
|                      |               | Tổng dòng tiền (tỷ) 16,047  |
|                      |               | (Điều chỉnh) (1,461)        |
| EPS FW:              | 4,592         | Giá trị VCSH (tỷ) 14,586    |
| P/E mục tiêu:        | 14.0 x        | Số lượng CP (triệu) 225.29  |
| <b>Giá mục tiêu:</b> | <b>64,286</b> | <b>Giá mục tiêu: 64,740</b> |
| <b>Giá mục tiêu:</b> | <b>64,500</b> |                             |
| <b>Upside</b>        | <b>4.0%</b>   |                             |

Nguồn: BSC

**1. Phương pháp DCF:**

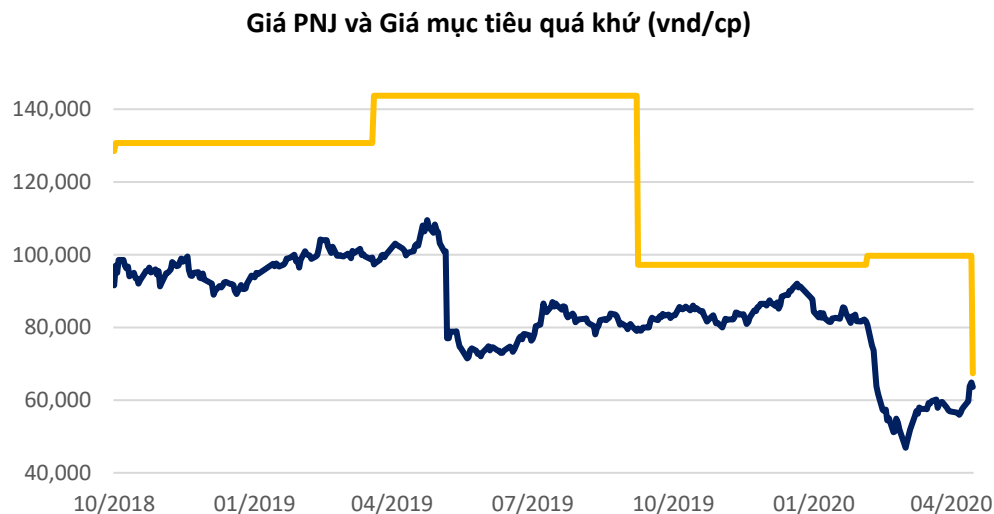
| PNJ - Phương Pháp DCF     |              |            |            |            |              |
|---------------------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|
|                           | FY 2020E     | FY 2021E   | FY 2022E   | FY 2023E   | FY 2024E     |
| Doanh thu thuần           | 16,442       | 18,923     | 22,099     | 26,056     | 31,435       |
| EBITDA                    | 1,532        | 1,673      | 2,028      | 2,423      | 3,043        |
| Lợi nhuận sau thuế        | 1,050        | 1,186      | 1,482      | 1,816      | 2,332        |
| (+) I*(1-T)               | 121          | 103        | 75         | 52         | 37           |
| (+) Khấu hao              | 67           | 63         | 74         | 74         | 74           |
| (-) Thay đổi Vốn Lưu Động | 454          | (510)      | (729)      | (853)      | (982)        |
| (-) CAPEX                 | (167)        | (154)      | (158)      | (134)      | (160)        |
| <b>FCFF</b>               | <b>1,525</b> | <b>687</b> | <b>745</b> | <b>955</b> | <b>1,301</b> |
| <b>PV (FCFF)</b>          | <b>1,453</b> | <b>616</b> | <b>606</b> | <b>706</b> | <b>872</b>   |

**2. Phương pháp PE Multiple:**

| Tên Công Ty                  | Mã Cổ Phiếu   | Vốn hóa      | P/E         | P/B        | EV/EBITDA  | Biên gộp    | ROA         | ROE         |
|------------------------------|---------------|--------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| DEGEM BHD                    | DGEM MK       | 31.4         | 30.9        | 0.5        | 9.2        | 43.5        | 1.2         | 1.6         |
| GUANGDONG JADIETE HOLDINGS-B | 200168 CH     | 44.0         | 39.0        | 0.9        | -          | 24.9        | (2.4)       | (3.8)       |
| RENAISSANCE GLOBAL LTD       | RENGL IN      | 49.2         | 4.3         | 0.6        | 9.5        | -           | 5.8         | 13.7        |
| SHENYANG CUIHUA GOLD AND S-A | 002731 CH     | 277.9        | 42.7        | 1.6        | -          | 16.8        | 0.7         | 1.8         |
| CHOW TAI SENG JEWELLERY CO-A | 002867 CH     | 2,040.8      | 15.9        | 3.0        | -          | 36.0        | 16.6        | 23.0        |
| RAJESH EXPORTS LTD           | RJEX IN       | 2,060.1      | 12.0        | 1.8        | 6.0        | -           | 4.9         | 16.1        |
| <b>PHU NHUAN JEWELRY JSC</b> | <b>PNJ VN</b> | <b>615.8</b> | <b>12.2</b> | <b>2.9</b> | <b>7.6</b> | <b>20.4</b> | <b>16.3</b> | <b>28.6</b> |
|                              | Trung bình    | 750.6        | 24.1        | 1.4        | 8.3        | 30.3        | 4.5         | 8.7         |
|                              | Trung vị      | 163.5        | 23.4        | 1.2        | 9.2        | 30.4        | 3.1         | 7.7         |

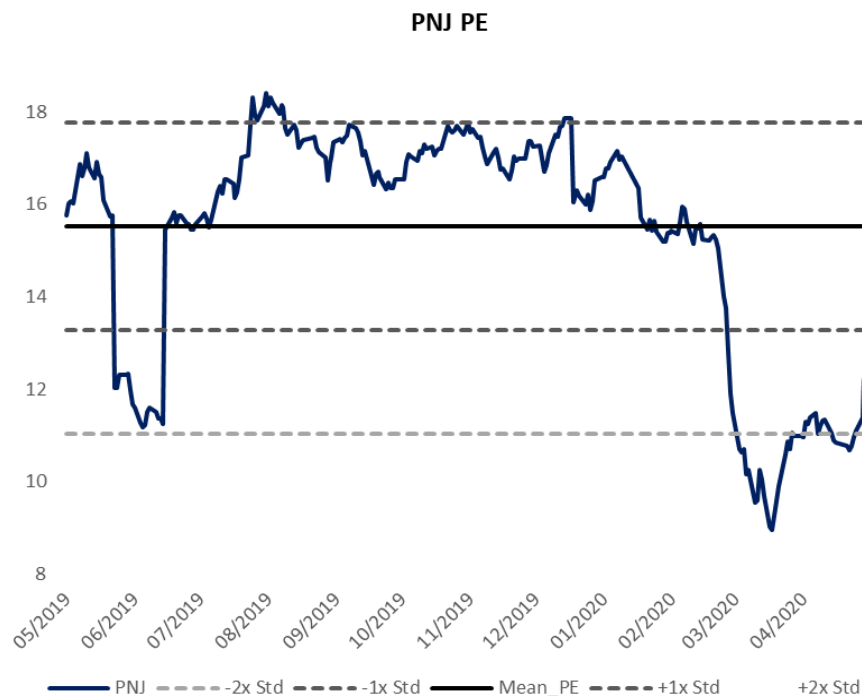
Nguồn: BBG.

**3. Giá cổ phiếu PNJ và giá mục tiêu:**



Nguồn: BBG, BSC

**4. Dao động giá cổ phiếu và PE PNJ:**



Nguồn: BBG, BSC



**TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

|                        | Q1/2019      | Q2/2019      | Q3/2019      | Q4/2019      | Q1/2020      |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu thuần</b> | <b>4,783</b> | <b>2,962</b> | <b>3,934</b> | <b>5,321</b> | <b>5,001</b> |
| <b>LN gộp</b>          | 1,049        | 636          | 753          | 1,023        | 1,050        |
| DT tài chính           | 1            | 0            | 0            | 1            | 4            |
| CP tài chính           | (24)         | (22)         | (31)         | (41)         | (46)         |
| Lãi vay                | <b>(24)</b>  | <b>(21)</b>  | <b>(29)</b>  | <b>(41)</b>  | <b>(40)</b>  |
| <b>CP bán hàng</b>     | <b>(367)</b> | <b>(287)</b> | <b>(341)</b> | <b>(368)</b> | <b>(368)</b> |
| <b>CP QLDN</b>         | <b>(116)</b> | <b>(116)</b> | <b>(114)</b> | <b>(134)</b> | <b>(128)</b> |
| Lãi/lỗ HĐKD            | 543          | 210          | 268          | 481          | 512          |
| TN khác (ròng)         | (0)          | (0)          | 0            | 1            | (0)          |
| <b>LN trước thuế</b>   | 543          | 210          | 268          | 481          | 512          |
| <b>LN sau thuế</b>     | <b>429</b>   | <b>169</b>   | <b>208</b>   | <b>385</b>   | <b>408</b>   |
| LN CĐ thiếu số         | -            | -            | -            | -            | -            |
| LN Cty mẹ              | 429          | 169          | 208          | 385          | 408          |
| EPS                    | 2,567        | 760          | 934          | 1,708        | 1,812        |
| <b>TS ngắn hạn</b>     | 5,066        | 5,333        | 6,397        | 7,331        | 7,097        |
| Tiền và ĐT ngắn hạn    | 95           | 122          | 96           | 95           | 302          |
| Phải thu ngắn hạn      | 263          | 220          | 330          | 139          | 139          |
| <b>Tồn kho</b>         | <b>4,644</b> | <b>4,934</b> | <b>5,893</b> | <b>7,019</b> | <b>6,589</b> |
| TS ngắn hạn khác       | 64           | 58           | 78           | 78           | 67           |
| <b>TS dài hạn</b>      | 1,086        | 1,193        | 1,229        | 1,270        | 1,292        |
| Phải thu dài hạn       | 60           | 61           | 67           | 71           | 76           |
| TSCĐ                   | 724          | 810          | 900          | 924          | 936          |
| TS dở dang dài hạn     | 113          | 114          | 29           | 28           | 30           |
| TS dài hạn khác        | 190          | 208          | 234          | 247          | 250          |
| <b>Tổng TS</b>         | 6,152        | 6,526        | 7,626        | 8,600        | 8,389        |
| <b>Nợ phải trả</b>     | 2,112        | 2,434        | 3,505        | 4,026        | 3,404        |
| <b>Nợ ngắn hạn</b>     | <b>2,097</b> | <b>2,422</b> | <b>3,494</b> | <b>4,018</b> | <b>3,396</b> |
| Vay ngắn hạn           | 1,103        | 1,448        | 2,266        | 2,611        | 2,412        |
| Nợ dài hạn             | 15           | 12           | 12           | 8            | 8            |
| Vay dài hạn            | 7            | 7            | 7            | 4            | 4            |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>  | 4,040        | 4,093        | 4,120        | 4,574        | 4,986        |
| Vốn góp                | 1,670        | 2,227        | 2,227        | 2,253        | 2,253        |
| LN chưa phân phối      | 1,180        | 627          | 657          | 1,042        | 1,454        |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>  | 6,152        | 6,526        | 7,626        | 8,600        | 8,389        |
| % yoy DT               | 15.6%        | -7.9%        | 24.9%        | 30.9%        | 4.5%         |
| <b>Biên In gộp</b>     | <b>21.9%</b> | <b>21.5%</b> | <b>19.1%</b> | <b>19.2%</b> | <b>21.0%</b> |
| Lãi vay/DTT            | 0.5%         | 0.7%         | 0.7%         | 0.8%         | 0.8%         |
| CP bán hàng/DTT        | 7.7%         | 9.7%         | 8.7%         | 6.9%         | 7.4%         |
| CP QLDN/DTT            | 2.4%         | 3.9%         | 2.9%         | 2.5%         | 2.6%         |
| Biên In thuần          | 11.4%        | 7.1%         | 6.8%         | 9.0%         | 10.2%        |

**DTT của PNJ đạt 5,001 tỷ đồng (+4.5% YoY)** nhờ sức mua trang sức và vàng miếng tăng mạnh trong Q1/2020 nhờ có các dịp quan trọng như Tết, ngày thần tài, 8.3 và 14.2. Quý 1 luôn là mùa cao điểm trong.

**Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu thuần giảm còn 9.92%** thấp hơn -17 bps so với cùng kỳ chủ yếu nhờ vào doanh thu tăng trong Q1.

**Chi phí lãi vay cũng tăng lên 40 tỷ đồng tăng 68% Y/Y** do nhu cầu vốn phục vụ cho sản xuất kinh doanh vàng. Từ đó, LNST của PNJ giảm 408 tỷ đồng (+4.8% YoY) chủ yếu do biên gộp giảm và chi phí lãi vay tăng.

**Tồn kho PNJ tăng lên 6,589 tỷ đồng (+42% Y/Y)**, tuy đã có sự sụt giảm -6% Q/Q so với Q4/2020, do lượng vàng mua từ cuối năm trước đã được đẩy mạnh bán ra trong dịp Q1/2020. Chúng tôi cho rằng hàng tồn kho sẽ tiếp tục giảm trong 2h2020.

**Vay nợ ngắn hạn tăng lên 3,396 tỷ đồng (+62% YoY)** do nhu cầu dòng vốn lưu động cho hoạt động kinh doanh vàng.

**Biên lợi nhuận gộp PNJ giảm nhẹ còn 21%** do tăng tỉ trọng vàng miếng trong cơ cấu doanh thu.

**MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN**

| 1. Khả năng thanh toán               | Q1/2019      | Q2/2019      | Q3/2019      | Q4/2019      | Q1/2020      |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Hsố TT ngắn hạn                      | 2.42         | 2.20         | 1.83         | 1.82         | 2.09         |
| Hsố TT nhanh                         | 0.20         | 0.16         | 0.14         | 0.08         | 0.15         |
| <b>2. Cơ cấu vốn</b>                 |              |              |              |              |              |
| TSNH/ TTS                            | 0.82         | 0.82         | 0.84         | 0.85         | 0.85         |
| TSDH/ TTS                            | 0.18         | 0.18         | 0.16         | 0.15         | 0.15         |
| Hsố Nợ/ TTS                          | 0.34         | 0.37         | 0.46         | 0.47         | 0.41         |
| <b>Hsố Nợ/ VCSH</b>                  | <b>0.52</b>  | <b>0.59</b>  | <b>0.85</b>  | <b>0.88</b>  | <b>0.68</b>  |
| Nợ ngắn hạn / TTS                    | 0.34         | 0.37         | 0.46         | 0.47         | 0.40         |
| Nợ DH / TTS                          | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>3. Năng lực hoạt động</b>         |              |              |              |              |              |
| Vquay hàng tồn kho                   | 2.95         | 2.67         | 2.49         | 2.29         | 2.45         |
| Vquay phải thu                       | 81.8         | 86.7         | 62.8         | 108.2        | 85.6         |
| Vquay phải trả                       | 42.79        | 42.35        | 41.26        | 32.17        | 40.60        |
| <b>Số ngày HTK</b>                   | <b>123.9</b> | <b>136.6</b> | <b>146.5</b> | <b>159.5</b> | <b>149.0</b> |
| Số ngày phải thu                     | 4.5          | 4.2          | 5.8          | 3.4          | 4.3          |
| Số ngày phải trả                     | 8.5          | 8.6          | 8.8          | 11.3         | 9.0          |
| <b>CCC</b>                           | <b>119.8</b> | <b>132.2</b> | <b>143.4</b> | <b>151.5</b> | <b>144.3</b> |
| <b>4. Khả năng sinh lời</b>          |              |              |              |              |              |
| LNST/DTT (%)                         | 9.0%         | 5.7%         | 5.3%         | 7.2%         | 8.2%         |
| <b>LNST/VCSH (%)</b>                 | <b>10.6%</b> | <b>4.1%</b>  | <b>5.0%</b>  | <b>8.4%</b>  | <b>8.2%</b>  |
| <b>LNST/TTS</b>                      | <b>7.0%</b>  | <b>2.6%</b>  | <b>2.7%</b>  | <b>4.5%</b>  | <b>4.9%</b>  |
| LN từ HĐKD/DTT                       | 11.4%        | 7.1%         | 6.8%         | 9.0%         | 10.2%        |
| <b>5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)</b> |              |              |              |              |              |
| TTS/VCSH                             | 1.52         | 1.59         | 1.85         | 1.88         | 1.68         |
| DT/TTS                               | 0.78         | 0.45         | 0.52         | 0.62         | 0.60         |
| EBIT/DT                              | 0.12         | 0.08         | 0.08         | 0.10         | 0.11         |
| EBT/EBIT                             | 0.96         | 0.91         | 0.90         | 0.92         | 0.93         |
| lãi ròng/LNTT                        | 0.79         | 0.81         | 0.78         | 0.80         | 0.80         |
| <b>6. Định giá</b>                   |              |              |              |              |              |
| <b>PE</b>                            | <b>21.0</b>  | <b>19.5</b>  | <b>21.2</b>  | <b>19.2</b>  | <b>15.0</b>  |
| PB                                   | 8.1          | 7.4          | 8.1          | 6.8          | 4.9          |
| EPS                                  | 2,567        | 760          | 934          | 1,708        | 1,812        |
| BVPS                                 | 33,880       | 26,807       | 31,357       | 35,226       | 34,303       |
| <b>7. Tăng trưởng (%)</b>            |              |              |              |              |              |
| TTS                                  | 31%          | 26%          | 39%          | 36%          | 36%          |
| Nợ                                   | 41.8%        | 34.7%        | 67.0%        | 57.4%        | 61.2%        |
| DTT                                  | 15.6%        | -7.9%        | 24.9%        | 30.9%        | 4.5%         |
| LN gộp                               | 36.3%        | 9.1%         | 25.5%        | 23.8%        | 0.0%         |
| LNST                                 | 27.5%        | -6.3%        | 17.1%        | 44.8%        | -4.8%        |
| EPS                                  | -17.5%       | -31.7%       | -14.8%       | 7.3%         | -29.4%       |

Hệ số thanh toán ngắn hạn của PNJ tăng +2.09x tuy nhiên nếu loại bỏ hàng tồn kho ra thì TT nhanh chỉ có 0.15x rất thấp.

Hệ số nợ trên VCSH của PNJ đang tăng lên 0.68x do vay nợ ngắn hạn tăng lên hơn 3,396 tỷ đồng

Chúng tôi lưu ý số ngày hàng tồn kho đang tăng mạnh lên 149 ngày khiến cho vòng quay tiền mặt của doanh nghiệp tăng lên từ 119.8 ngày Q1/2019 lên 144.3 ngày trong Q1/2020. Từ đó, chúng tôi lưu ý rủi ro thiếu hụt tiền mặt trong ngắn hạn của PNJ trong 1H2020.

Khả năng sinh lời của PNJ đang có xu hướng giảm với ROE và ROA lần lượt 8.2% và 4.9%.

Hiện tại PNJ đang giao dịch trong mức PE 11.4x, chúng tôi kỳ vọng nếu thị trường vàng phục hồi và nhu cầu trang sức trong dân tăng lên thì giá trị giao dịch của PNJ có thể tăng lên mức 16-17x.

**PNJ\_ Bứt phá**

**Điểm nhấn kỹ thuật:**

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá.
- Chỉ báo xu hướng MACD: Phân kỳ dương, MACD nằm trên đường tín hiệu.
- Chỉ báo RSI: trung lập, phá kênh Bollinger trên.

**Nhận định:** PNJ đang hình thành xu hướng tăng giá sau khi tạo ngưỡng hỗ trợ vùng giá 55-56. Thanh khoản cổ phiếu cũng đã vượt ngưỡng trung bình 20 phiên, báo hiệu xu hướng tăng đã hình thành. Chỉ báo RSI và chỉ báo MACD đều cho thấy xu hướng tăng giá trong giai đoạn tới. Đường giá cổ phiếu cũng đã vượt lên dải mây Ichimoku cho thấy xu hướng tăng giá trung hạn đã hình thành. Như vậy, PNJ có kiểm tra lại vùng ngưỡng kháng cự 78-80 trong các phiên giao dịch tới.

**Khuyến nghị:** các nhà đầu tư có thể mở vị thế tại quanh ngưỡng 60 và chốt lãi tại vùng giá 78-80 trong trung hạn và cắt lỗ nếu cổ phiếu mất ngưỡng hỗ trợ 55.

**Đồ thị kỹ thuật**



Nguồn: BSC, PTKT iBoard

## **Khuyến cáo sử dụng**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### **BSC Trụ sở chính**

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>  
Bloomberg: BSCV <GO>

