

Báo cáo cập nhật doanh nghiệp

PNJ

31/08/2018

BSC

Khuyến nghị:

Phan Quốc Bửu

buupq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu 128,500

Giá đóng cửa 96,900

Upside 32.6%

Trần Thành Hưng (PTKT)

hungtt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu

Giá cut loss

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp) 162

Vốn hóa (tỷ đồng) 15,711

Giá cao nhất 52 tuần 139,000

KLGD TB10 phiên (ng cp) 554,835

Sở hữu nước ngoài 49.00%

Cổ đông lớn

THI NGOC DUNG CAO 14.77

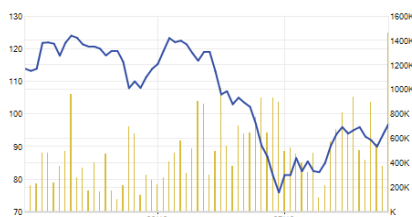
AIMS ASSET MANAGEMI 5.12

LGM INVESTMENTS LTD 4.53

VOF INVESTMENT LTD 3.55

VIETNAM INVESTMENT I 3.45

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 289 cửa hàng bán lẻ

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị Mua mạnh cổ phiếu PNJ với giá mục tiêu 128,500 đồng/cp (+32.6% so với mức giá đóng cửa ngày 30/07/2018) dựa trên 2 phương pháp định giá là FCFF (50%) và PE (50%).

Catalyst

Tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ (SSSG) duy trì mức cao. SSSG mảng vàng trang sức đạt 23% trong 6T2018.

Trong 6T/2018 PNJ đã mở mới được 31 cửa hàng, nâng tổng số cửa hàng lên 298 cửa hàng, hoàn thành 69% kế hoạch mở cửa hàng năm 2018 (45 cửa hàng)

Rủi ro Đầu tư

(1) Rủi ro từ chính sách do ngành vàng trang sức chịu sự quản lý chặt chẽ từ NHNN.

(2) Rủi ro từ việc mở rộng cửa hàng quá nhanh nhưng không kiểm soát được chi phí dẫn đến hoạt động chưa đạt hiệu quả cao

(3) Rủi ro từ đối thủ cạnh tranh mới là Precita

Cập nhật KQKD

(1) KQKD 6T/2018 hoàn thành lần lượt 53.9% và 58.6% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận. Cụ thể, DTT và LNST 6T/2018 lần lượt đạt 7,356 tỷ đồng (+34% yoy) và 517 tỷ đồng (+37% yoy).

(2) SSSG tiếp tục duy trì mức cao đạt 23% yoy nhờ vào giá trị và số lượng sản phẩm bán ra. Tổng giá trị số lượng khách hàng mới tăng 25% yoy và giá trị sản phẩm tăng 13%, trong đó khoảng cách giữa 2 lần mua ngắn lại 5% yoy.

(3) Tiến độ mở cửa hàng mới tiếp tục duy trì đánh giá khả quan, dự địa tăng trưởng cho các cửa hàng khu vực Hồ Chí Minh vẫn còn. Cụ thể, tính tới 30/6/2018, PNJ đã mở mới thêm 31 cửa hàng giúp nâng tổng số cửa hàng lên 298 cửa hàng, trong đó có đến 13 cửa hàng được mở tại Hồ Chí Minh so với kế hoạch dự kiến là 10 cửa hàng.

(4) Đưa ra bộ nhận diện thương hiệu mới và kế hoạch tập trung nâng cao chất lượng phục vụ khách hàng thông qua hệ thống Big-data và ERP*.

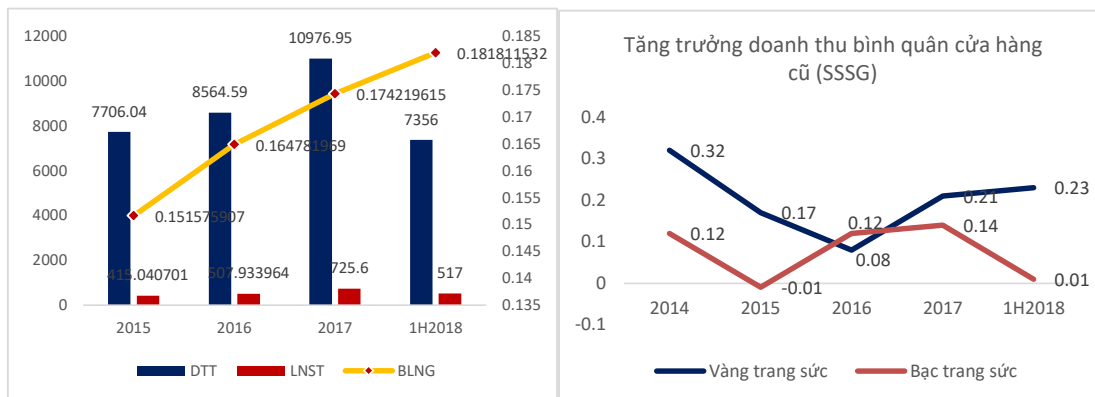
(4) Dự báo kết quả kinh doanh 2018 sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng cao. BSC dự báo DTT và lợi nhuận ròng của PNJ năm 2018 lần

Các báo cáo khác

<https://www.bsc.com.vn/Report/ReportFile/2034458>

KQKD 6T/2018 hoàn thành lần lượt 53.9% và 58.6% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận. Cụ thể, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế 6T/2018 lần lượt đạt 7,356 tỷ đồng (+34% yoy) và 517 tỷ đồng (+37% yoy). Động lực tăng trưởng KQKD của PNJ tiếp tục đến từ (1) Tăng trưởng mảng vàng trang sức (+36.4% yoy), (2) Biên lợi nhuận gộp mảng vàng trang sức tiếp tục cải thiện từ mức 20% trong 1H17 lên mức 21.2% trong 1H18 (3) Tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu doanh thu của mảng vàng trang sức tiếp tục tăng từ mức 76.7% trong 1H17 lên mức 77.8% trong 1H2018 (4) Đẩy mạnh việc mở rộng cửa hàng.

SSSG tiếp tục duy trì mức cao nhờ vào giá trị và số lượng sản phẩm bán ra. SSSG của mảng vàng trang sức trong 6T/2018 đạt mức 23% cao hơn mức bình quân năm 2017 là 21%. Trong khi đó, SSSG của mảng bạc giảm mạnh chỉ tăng 1% chủ yếu do chiến lược tái định vị nhóm khách hàng, tập trung nhiều hơn vào các khách hàng có độ tuổi từ 25-35 tuổi và tung ra nhiều bộ sản phẩm mới hơn. Chiến lược trước đó của PNJ ở mảng này chủ yếu tập trung vào khách hàng trẻ <25 tuổi và số lượng bộ sản phẩm mới còn hạn chế. Tổng giá trị số lượng khách hàng mới tăng 25% yoy và giá trị sản phẩm tăng 13%, trong đó khoảng cách giữa 2 lần mua ngắn lại 5% yoy.



Tiến độ mở cửa hàng mới tiếp tục duy trì đánh giá khả quan, dự địa tăng trưởng cho các cửa hàng khu vực Hồ Chí Minh vẫn còn. Cụ thể, tính tới 30/6/2018, PNJ đã mở mới thêm 31 cửa hàng giúp nâng tổng số cửa hàng lên 298 cửa hàng, trong đó có đến 13 cửa hàng được mở tại Hồ Chí Minh so với kế hoạch dự kiến là 10 cửa hàng. Chúng tôi đang thấy có sự chuyển dịch trong chiến lược mở cửa hàng mới của PNJ (1) Tái cấu trúc vị trí hệ thống cửa hàng tại TP HCM và tiếp tục mở rộng thêm cửa hàng mới, (2) Thu hẹp bớt hệ thống cửa hàng khu vực Tây Nam Bộ và Đông Nam bộ để tập trung vào thay đổi nhận diện cửa hàng phù hợp với văn hóa khu vực. Chúng tôi dự báo tổng số cửa hàng của PNJ tính đến cuối năm 2018 ước đạt 314 cửa hàng (+17% yoy).

Đưa ra bộ nhận diện thương hiệu mới và kế hoạch tập trung nâng cao chất lượng phục vụ khách hàng thông qua hệ thống Big-data và ERP. Tập trung nâng cao trải nghiệm khách hàng vẫn là mục tiêu trọng tâm trong chiến lược phát triển của PNJ. Việc ứng dụng hệ thống Big-data và ERP mới giúp cho PNJ có thể có những khảo sát – thống kê về xu hướng, thị hiếu mua hàng của người tiêu dùng, quản trị chuỗi cung ứng sản phẩm từ xưởng/nhà kho đến cửa hàng. Chúng tôi cũng lưu ý, khoản đầu tư tài sản vô hình tăng 179 tỷ đồng (quyền sử dụng đất) lên mức 460 tỷ đồng tính đến cuối Q2/2018, chúng tôi cho rằng đây có thể là cửa hàng với bộ nhận diện thương hiệu mới tập trung chính vào phân khúc giới trẻ ở khu vực thành phố Hồ Chí Minh. Hiện tại hệ thống ERP đã triển khai 2/4 giai đoạn bao gồm các bước quan trọng nhất, dự kiến đến Q4/2018 sẽ tiến hành chạy thử dự án. PNJ cũng ước tính thời gian hoàn vốn đối với dự án ERP tối đa là 5 đến 6.5 năm tuy nhiên nếu hiệu quả dự án giúp PNJ đẩy mạnh việc mở cửa hàng nhiều và hiệu quả hơn sẽ giúp thời gian hoàn vốn được rút ngắn lại.

BSC dự báo DTT và lợi nhuận ròng của PNJ năm 2018 lần lượt ước đạt 14,160 tỷ đồng (+28.2% yoy) và 1,039 tỷ đồng(+38% yoy), tương đương EPS 2018F = 5,730 đồng/cổ phiếu dựa trên các giả định (1) Biên lợi nhuận gộp năm 2018 ước đạt 18.2%, (2) SSSG đạt mức 20% và (3) Số lượng cửa hàng mở mới dự kiến trong năm 2018 là 45 cửa hàng.

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
Doanh thu thuần	2,345	2,279	3,222	4,139	3,217
LN gộp	400	396	565	770	583
DT tài chính	2	2	3	6	0
CP tài chính	(17)	(11)	(10)	(14)	(14)
Lãi vay	(17)	(11)	(96)	(14)	(11)
CP bán hàng	(186)	(183)	(223)	(282)	(269)
CP QLDN	(43)	(47)	(59)	(61)	(74)
Lãi/lỗ HĐKD	156	158	277	420	227
TN nhập khác (ròng)	6	0	0	1	1
LN trước thuế	162	158	277	421	228
LN sau thuế	129	126	222	336	180
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	129	126	222	336	180
EPS					
TS ngắn hạn	3,055	3,480	3,896	3,873	4,233
Tiền và TĐ Tiền	40	112	335	82	97
Phải thu ngắn hạn	77	84	85	109	125
Tồn kho	2,883	3,052	3,402	3,608	3,936
TS ngắn hạn khác	55	73	74	74	75
TS dài hạn	506	583	596	816	862
Phải thu dài hạn	34	41	43	46	49
TSCĐ	406	409	487	669	683
TSCĐ hữu hình	201	204	206	208	223
TS thuê tài chính	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	205	205	281	461	460
TS dở dang dài hạn	25	88	10	35	57
TS dài hạn khác	40	46	57	66	73
Tổng TS	3,561	4,063	4,493	4,688	5,095
Nợ phải trả	1,826	1,335	1,542	1,489	1,807
Nợ ngắn hạn	1,774	1,313	1,523	1,404	1,748
Vay ngắn hạn	1,270	735	881	700	986
Nợ dài hạn	52	22	19	86	59
Vay dài hạn	45	15	11	78	52
Vốn chủ sở hữu	1,735	2,728	2,950	3,199	3,288
Vốn góp	983	1,081	1,081	1,081	1,621
LN chưa phân phối	533	551	772	1,021	524
Tổng nguồn vốn	3,561	4,063	4,493	4,688	5,095
% yoy DT	46%	15%	22%	32%	37%
Biên In gộp	17.1%	17.4%	17.5%	18.6%	18.1%
Lãi vay/DTT	0.7%	0.5%	3.0%	0.3%	0.3%
CP bán hàng/DTT	7.9%	8.0%	6.9%	6.8%	8.4%
CP QLDN/DTT	1.8%	2.1%	1.8%	1.5%	2.3%
Biên In thuần	5.5%	5.5%	6.9%	8.1%	5.6%

DTT PNJ Q2/2018 đạt 3,217 tỷ đồng (+37.2% yoy) tiếp tục duy trì mức tăng trưởng tốt nhờ vào việc quy mô số lượng cửa hàng mở mới tiếp tục tăng mạnh, SSSG 1H2018 duy trì ở mức cao là 25%.

Biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện từ mức 17.0% trong Q2/2017 lên mức 18.1% Q1/2018 chủ yếu nhờ tỷ trọng đóng góp mảng vàng trang sức (BNLG cao) tiếp tục tăng trong cơ cấu doanh thu. SG&A/DTT Q2/2018 đạt 10.6%, tăng từ mức 9.6 trong Q2/2017.

Hàng tồn kho tăng khoảng 36.5% so với cùng kỳ chủ yếu do việc mở rộng thêm nhiều cửa hàng mới. Tổng số lượng cửa hàng cuối Q2/2018 đạt 298 cửa hàng (+11.6% so với thời điểm cuối năm 2017).

Nợ vay của PNJ Q2/2018 tăng nhẹ so với Q1/2018 chủ yếu do PNJ cần thêm vốn lưu động cho các cửa hàng mới. Theo đó mỗi cửa hàng mở mới cần khoảng 15 tỷ đồng vốn lưu động/năm.

Biên lợi nhuận gộp tăng trưởng liên tục cải thiện theo từng quý chủ yếu nhờ vào PNJ thay đổi định hướng chiến lược kinh doanh khi tập trung vào mảng vàng trang sức, đây là mảng có biên lợi nhuận gộp cao.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

1. Khả năng thanh toán Q2 2017 Q3 2017 Q4 2017 Q1 2018 Q2 2018

Hsố TT ngắn hạn	1.72	2.65	2.56	2.76	2.42
Hsố TT nhanh	0.07	0.27	0.28	0.14	0.13

2. Cơ cấu vốn

TSNH/ TTS	0.86	0.86	0.87	0.83	0.83
TSDH/ TTS	0.14	0.14	0.13	0.17	0.17
Hsố Nợ/ TTS	0.51	0.33	0.34	0.32	0.35
Hsố Nợ/ VCSH	1.05	0.49	0.52	0.47	0.55
Nợ ngắn hạn / TTS	0.50	0.32	0.34	0.30	0.34
Nợ DH / TTS	0.01	0.01	0.00	0.02	0.01

3. Năng lực hoạt động

Vquay hàng tồn kho	3.2	2.9	2.9	3.0	3.0
Vquay phải thu	304.9	238.7	273.4	257.0	284.6
Vquay phải trả	43.1	30.6	31.2	45.0	39.9
Số ngày HTK	115.6	124.0	125.8	120.2	121.0
Số ngày phải thu	1.2	1.5	1.3	1.4	1.3
Số ngày phải trả	8.5	11.9	11.7	8.1	9.1
CCC	108.3	113.6	115.4	113.5	113.1

4. Khả năng sinh lời

LNST/DTT (%)	5.5%	5.5%	6.9%	8.1%	5.6%
LNST/VCSH (%)	36.4%	27.7%	32.6%	32.9%	34.4%
LNST/TTS	17.2%	15.6%	17.9%	19.7%	18.9%
LN từ HĐKD/DTT	6.7%	6.9%	8.6%	10.1%	7.0%

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

TTS/VCSH	2.08	1.69	1.82	1.67	1.72
DT/TTS	2.98	2.72	2.71	2.91	2.81
EBIT/DT	0.08	0.08	0.10	0.10	0.09
EBT/EBIT	0.92	0.92	0.87	0.88	0.89
lãi ròng/LNTT	0.77	0.77	0.80	0.80	0.80

6. Định giá

PE	73.9	49.7	259.9	38.7	#REF!
PB	9.1	9.3	11.9	10.4	#REF!
EPS	2,158	3,208	614	4,126	#REF!
BVPS	17,437	17,150	13,383	15,267	#REF!

7. Tăng trưởng (%)

TTS	14%	26%	25%	30%	43%
Nợ	17.9%	72.4%	96.6%	82.9%	89.4%
DTT	45.8%	15.0%	21.8%	32.2%	37.2%
LN gộp	37.4%	24.8%	48.3%	39.8%	45.7%
LNST	6.8%	13.3%	135.2%	35.2%	39.9%
EPS					

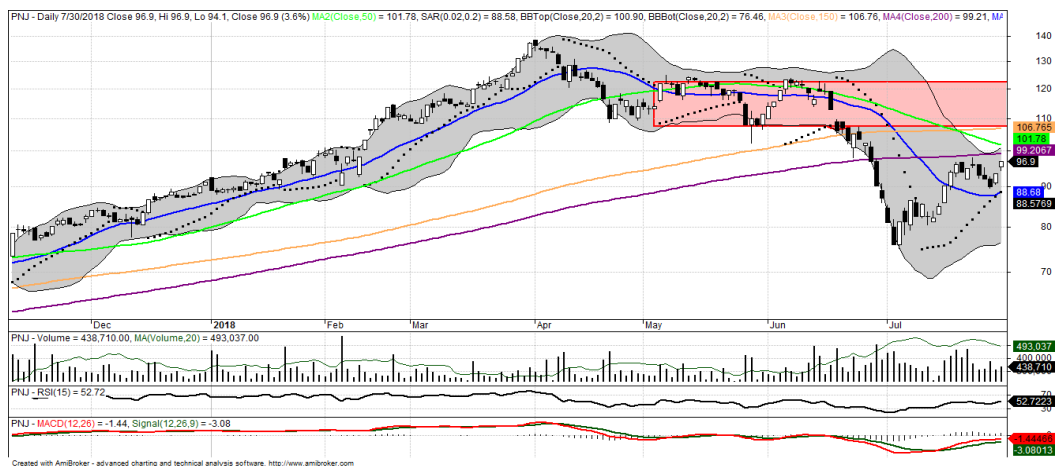
Tỷ lệ nợ vay ròng/TTS giảm mạnh từ mức 51% xuống còn mức 35.5% nhờ vào gói phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược vào năm ngoái(9,83 triệu cổ phiếu) giúp PNJ thu về khoảng 975 tỷ đồng, giảm áp lực phải vay nợ ngắn hạn để bổ sung vốn lưu động cho cửa hàng mới

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Hồi phục ngắn hạn, tích lũy trung hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD: Hồi phục dưới mức 0
- Chỉ báo RSI: Phân kỳ dương

Nhận định: PNJ sau khi giảm mạnh từ đỉnh 120 về giá 75 đã hồi phục hình chữ V và kiểm tra lại vùng giá 90 thành công. Hiện tại PNJ gặp ngưỡng kháng cự mạnh 100 cũng như đường MA50 đang trên xu hướng giảm. Nhiều khả năng PNJ sẽ tiếp tục tích lũy dưới 100 trong thời gian ngắn trước khi có phiên bứt phá mạnh về giá và khối lượng.

Khuyến nghị: Theo dõi PNJ và chỉ tham gia khi có phiên bùng nổ, giá vượt qua ngưỡng 100 với thanh khoản trên 1 triệu cổ phiếu khớp lệnh.



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 Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

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

