

Triển vọng 2019 khả quan

Khuyến nghị: MUA

Phan Quốc Bửu

buupq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	143,100
Giá đóng cửa	96,700
Upside	48.0%

Lê Quốc Trung (PTKT)

trunglq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	110,000
Giá cut loss	88,300

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	167
Vốn hóa (tỷ đồng)	16,166
Giá cao nhất 52 tuần	138,733
KLGD TB10 phiên (ng cp)	282,265
Sở hữu nước ngoài	49.00%

Cổ đông lớn

Cao Thi Ngoc Dung	9.04
VinaCapital Investme	8.53
TRUONG NGOC PHUON	5.37
LGM Investments Inc	4.40
Dragon Capital Group	3.51

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 và nâng giá mục tiêu lên mức 143,100 đồng/cp (upside +48%) từ mức 130,700 đồng/cp so với báo cáo gần nhất do việc điều chỉnh nâng tỷ lệ định giá bằng phương pháp là FCFF lên mức 70% và PE là 30%.

Catalyst

- Tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ (SSSG) của mảng vàng trang sức dự kiến tiếp tục duy trì mức ổn định, tương đương mức 20% năm 2018.

- Biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện nhờ vào (1) tỷ trọng đóng góp mảng vàng trang sức tiếp tục tăng, (2) Tập trung vào các sản phẩm giá trị lớn (Kim cương và đá màu).

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 năm 2018 tăng trưởng vượt kỳ vọng, hoàn thành lần lượt 106 % và 109% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế. Cụ thể, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2018 lần lượt đạt 14,573 tỷ đồng (+33% yoy) và 960 tỷ đồng (+32% yoy).

(2) Tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ (Same Store Sales Growth) mảng vàng trang sức trong năm 2018 tiếp tục duy trì mức cao đạt 20% so với mức 21% năm 2017.

(3) Tiến độ mở cửa hàng mới vượt so với kế hoạch đặt ra, nâng tổng số cửa hàng lên 324 cửa hàng.

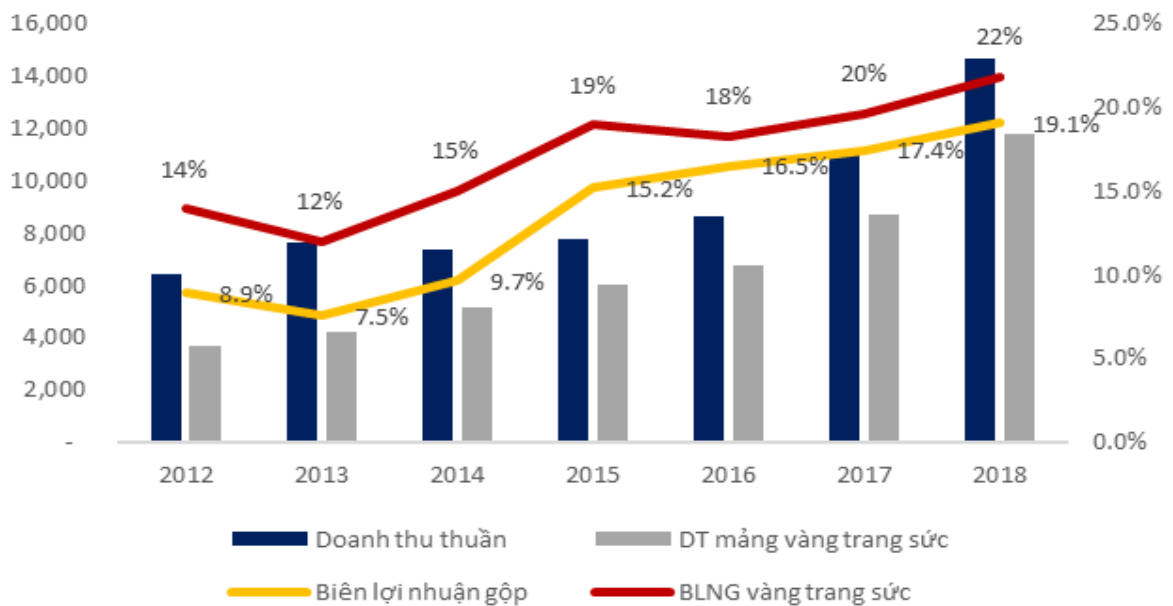
(4) PNJ đặt kế hoạch tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2019 lần lượt tăng 24% và 23% so với kết quả thực hiện năm 2018. Cụ thể, doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt ước đạt 18,100 tỷ đồng và 1,184 tỷ đồng.

(5) BSC dự báo KQKD 2019 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 18,482 tỷ đồng (+25.9% yoy) và 1,291 tỷ đồng (+34.7% yoy), EPS cốt lõi FW 2019 = 6,792 đồng/cp, PE FW 2019 = 14.3 lần

Các báo cáo khác

[Link](#)

KQKD năm 2018 tăng trưởng vượt kỳ vọng, hoàn thành lần lượt 106 % và 109% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế. Cụ thể, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2018 lần lượt đạt 14,573 tỷ đồng (+33% yoy) và 960 tỷ đồng (+32% yoy). Động lực tăng trưởng KQKD của PNJ tiếp tục đến từ (1) Mảng vàng trang sức tiếp tục giữ vai trò cốt lõi trong tăng trưởng doanh thu của PNJ (+35.1% yoy), (2) Biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện từ mức 19.1% năm 2017 lên mức 20% năm 2018 (3) Tổng số lượng cửa hàng năm 2018 đạt 324 cửa hàng, tăng 55 cửa hàng so với tổng số cửa hàng cuối năm 2017.



Nguồn: BSC Research,

PNJ

Mảng vàng trang sức tiếp tục là yếu tố cốt lõi để duy trì tăng trưởng lợi nhuận của PNJ trong tương lai nhờ vào (1) Tăng tỷ trọng mảng vàng trang sức và (2) Biên lợi nhuận gộp mảng này tiếp tục cải thiện. Tỷ trọng đóng góp của mảng vàng trang sức trong năm 2018 tăng từ mức 78.7% lên mức 80% trong cơ cấu doanh thu của PNJ năm 2018. Biên lợi nhuận gộp mảng vàng trang sức tăng từ mức 19.6% trong năm 2017 lên mức 21.8% trong năm 2018. Trong đó:

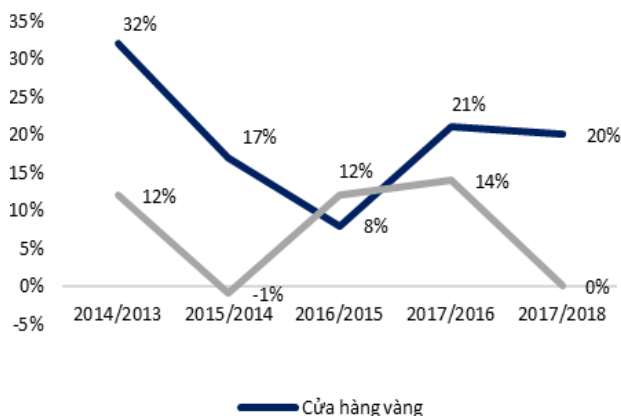
(1) *Biên lợi nhuận gộp mảng vàng trang sức bán lẻ ghi nhận mức tăng trưởng từ mức 29.4% năm 2017 lên mức 30.9% năm 2018* chủ yếu nhờ vào thay đổi cơ cấu sản phẩm có giá trị cao như đá quý và kim cương. Lợi nhuận gộp mảng vàng trang sức bán lẻ ước tính chiếm khoảng 89% trong cơ cấu lợi nhuận gộp của PNJ. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng vàng trang sức bán lẻ năm 2019 sẽ tiếp tục cải thiện lên mức 31.3% nhờ vào hướng tới cơ cấu các sản phẩm có giá trị cao.

(2) *Biên lợi nhuận gộp mảng vàng trang sức bán buôn vẫn duy trì mức thấp* chủ yếu với mục đích duy trì quan hệ đối tác với các cửa hàng nhỏ lẻ khác.

Tỷ trọng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A)/Doanh thu thuần (DTT) năm 2018 tăng mạnh lên mức 10.3% từ mức 8.7% năm 2017 chủ yếu do (1) việc mở rộng chuỗi cửa hàng, (2) chi phí lương cho nhân viên tăng mạnh. Theo đó, do PNJ thay đổi cách tính chi phí bảo hiểm cho nhân viên khiến chi phí nhân viên tăng mạnh. Ngoài ra trong năm 2018, PNJ có tổ chức các sự kiện lớn chào mừng kỉ niệm 30 năm thành lập. Chúng tôi giả định tỷ lệ SG&A trong năm 2019 sẽ tăng lên mức 11.5% do PNJ vẫn tiếp tục đẩy mạnh kế hoạch mở rộng chuỗi cửa hàng.

Tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ (Same Store Sales Growth) mảng vàng trang sức trong năm 2018 tiếp tục duy trì mức cao đạt 20% so với mức 21% năm 2017. Các động lực chính giúp cho tốc độ SSSG duy trì mức cao đến từ (1) Giá trị trung bình từng đơn hàng tiếp tục tăng khoảng 5%, (2) tổng số lượng khách hàng mới tăng 36% so với cùng kỳ, (3) Thay đổi cơ cấu sản phẩm, tập trung các dòng sản phẩm có giá trị cao (kim cương và đá màu), (4) Tăng tần suất quay trở lại mua hàng của các khách hàng trung thành (Khách hàng cũ). Chúng tôi cho rằng SSSG sẽ duy trì ở mức ổn định trong vài năm tiếp theo nhờ việc nâng cấp & áp dụng công nghệ trong việc quản lý, tìm hiểu nhu cầu của khách hàng cũng như gia tăng trải nghiệm cho khách hàng

Tăng trưởng doanh thu cùng cửa hàng (SSSG)



Số lượng cửa hàng của PNJ



Nguồn : BSC Research, PNJ

Tiến độ mở cửa hàng mới vượt so với kế hoạch đặt ra, nâng tổng số cửa hàng lên 324 cửa hàng. Trong năm 2018, PNJ đã mở mới thêm 61 cửa hàng và đóng 6 cửa hàng qua đó giúp nâng tổng số cửa hàng lên 324 cửa hàng, vượt so với số lượng cửa hàng trong kế hoạch là 40 cửa hàng. Trong đó, số lượng cửa hàng độc lập chiếm 52.2%, trung tâm thương mại là 23.1% và phần còn lại là siêu thị. PNJ đặt kế hoạch trong năm 2019, tổng số lượng cửa hàng mở mới dự kiến đạt từ 40 cửa hàng, chúng tôi cho rằng PNJ sẽ hoàn thành kế hoạch mở cửa hàng mới do (1) Dư địa tăng trưởng thị phần từ việc lấy thêm từ các cửa hàng nhỏ lẻ vẫn còn lớn, (2) Tiềm năng từ việc khai thác các thị trường miền Bắc, miền Đông - Tây Nam Bộ.

PNJ đặt kế hoạch tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2019 lần lượt tăng 24% và 23% so với kết quả thực hiện năm 2018. Cụ thể, doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt ước đạt 18,100 tỷ đồng và 1,184 tỷ đồng. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/ Doanh thu thuần duy trì mức 10.3%, tương đương năm 2017.

BSC dự báo KQKD 2019 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 18,482 tỷ đồng (+25.9% yoy) và 1,291 tỷ đồng (+34.7% yoy), EPS cốt lõi FW 2019 = 6,792 đồng/cp, PE FW 2019 = 14.3 lần dựa trên các giả định (1) Biên lợi nhuận gộp năm 2019 ước đạt 20.6%, (2) SSSG cửa chuỗi vàng trang sức duy trì mức 20% và (3) Số lượng cửa hàng mở mới dự kiến trong năm 2019 là 40 cửa hàng. BSC cho rằng với khả năng còn tiếp tục cải thiện biên lợi nhuận gộp và SSSG duy trì mức ổn định có thể giúp cho PNJ hoàn thành được kế hoạch năm 2018.

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	9,199	7,706	8,565	10,977	14,573
LN gộp	889	1,168	1,411	1,912	2,779
DT tài chính	19	1	5	9	7
CP tài chính	(90)	(431)	(182)	(56)	(66)
Lãi vay	(80)	(81)	(73)	(55)	(61)
CP bán hàng	(355)	(424)	(554)	(775)	(1,171)
CP QLDN	(130)	(118)	(133)	(188)	(346)
Lãi/lỗ HĐKD	333	197	548	901	1,203
TN nhập khác (ròng)	1	(11)	43	6	3
LN trước thuế	335	187	591	907	1,206
LN sau thuế	256	76	450	725	960
LN CĐ thiếu số	13	-	-	-	-
LN Cty mẹ	242	76	450	725	960
EPS					
TS ngắn hạn	1,817	2,265	3,103	3,896	5,280
Tiền và DT ngắn hạn	38	38	155	335	207
Phải thu ngắn hạn	72	47	63	85	176
Tồn kho	1,672	2,135	2,839	3,402	4,816
TS ngắn hạn khác	36	45	46	74	82
TS dài hạn	1,011	711	485	596	1,023
Phải thu dài hạn	14	21	26	43	57
TSCĐ	452	486	416	487	719
TS dở dang dài hạn	-	6	8	10	68
TS dài hạn khác	13	30	36	56	178
Tổng TS	2,829	2,976	3,588	4,492	6,303
Nợ phải trả	1,532	1,661	2,088	1,543	2,558
Nợ ngắn hạn	1,395	1,581	2,022	1,489	2,542
Vay ngắn hạn	1,132	1,189	1,449	846	1,558
Nợ dài hạn	138	79	66	54	16
Vay dài hạn	137	72	59	46	8
Vốn chủ sở hữu	1,297	1,315	1,500	2,950	3,745
Vốn góp	756	983	983	1,081	1,670
LN chưa phân phối	203	113	374	772	885
Tổng nguồn vốn	2,829	2,976	3,588	4,492	6,303
% yoy DT	#N/A	-57.1%	27.5%	23.1%	32.8%
Biên ln gộp	9.7%	15.2%	16.5%	17.4%	19.1%
Lãi vay/DTT	0.9%	1.1%	0.9%	0.5%	0.4%
CP bán hàng/DTT	3.9%	5.5%	6.5%	7.1%	8.0%
CP QLDN/DTT	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	2.4%
Biên ln thuần	2.8%	1.0%	5.3%	6.6%	6.6%

DTT PNJ năm 2018 đạt 14,573 tỷ đồng (+32.8% 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 năm 2018 duy trì ở mức cao là 20%.

Biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện từ mức 17.4% trong 2017 lên mức 19.1% năm 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 năm 2018 đạt 10.3%, tăng từ mức 8.7% năm 2017.

Hàng tồn kho tăng khoảng 41.6% so với cùng kỳ chủ yếu do việc mở rộng thêm nhiều cửa hàng mới và chuẩn bị cho kế hoạch tăng trưởng năm 2019. Tổng số lượng cửa hàng cuối năm 2018 đạt 324 cửa hàng, tăng 55 cửa hàng so với thời điểm cuối năm 2017.

Nợ vay ròng của PNJ năm 2018 tăng mạnh so với năm 2017 (+84% YoY) chủ yếu do (1) Mở cửa hàng mới (55 cửa hàng) và (2) Tích trữ hàng tồn kho cho thời điểm đầu năm 2019 (thời điểm bán hàng tốt trong năm). 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 cơ cấu sản phẩm tập trung vào mảng vàng trang sức, trong đó tập trung chủ yếu dòng kim cương đá màu. Đây là mảng có biên lợi nhuận gộp cao.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

1. Khả năng thanh toán 2014	2015	2016	2017	2018	
Hsố TT ngắn hạn	1.30	1.43	1.53	2.62	2.08
Hsố TT nhanh	0.08	0.05	0.11	0.28	0.15
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.64	0.76	0.86	0.87	0.84
TSDH/ TTS	0.36	0.24	0.14	0.13	0.16
Hsố Nợ/ TTS	0.54	0.56	0.58	0.34	0.41
Hsố Nợ/ VCSH	1.18	1.26	1.39	0.52	0.68
Nợ ngắn hạn / TTS	0.49	0.53	0.56	0.33	0.40
Nợ DH / TTS	0.05	0.03	0.02	0.01	0.00
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	6.02	3.4	2.9	2.9	2.9
Vquay phải thu	232.55	238.3	270.8	296.6	244.9
Vquay phải trả	70.82	42.3	30.4	31.8	46.4
Số ngày HTK	60.60	106.3	126.9	125.6	127.2
Số ngày phải thu	1.57	1.5	1.3	1.2	1.5
Số ngày phải trả	5.15	8.6	12.0	11.5	7.9
CCC	57.02	99.2	116.2	115.4	120.8
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	2.8%	1.0%	5.3%	6.6%	6.6%
LNST/VCSH (%)	19.6%	5.8%	32.0%	32.6%	28.7%
LNST/TTS	8.8%	2.6%	13.7%	17.9%	17.8%
LN từ HĐKD/DTT	3.6%	2.6%	6.4%	8.2%	8.3%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	2.21	2.22	2.33	1.82	1.61
DT/TTS	3.18	2.66	2.61	2.72	2.70
EBIT/DT	0.05	0.03	0.08	0.09	0.09
EBT/EBIT	0.81	0.70	0.89	0.94	0.95
lãi ròng/LNTT	0.76	0.40	0.76	0.80	0.80
6. Định giá					
PE	161.3	24.0	15.5	16.8	
PB	7.4	6.5	3.6	4.3	
EPS	769	4,584	6,705	5,749	
BVPS	13,383	15,267	27,285	22,427	
7. Tăng trưởng (%)					
TTS	5%	21%	25%	40%	
Nợ	-1.6%	1.4%	14.1%	96.6%	27.0%
DTT	3.2%	-16.2%	11.1%	28.2%	32.8%
LN gộp	32.8%	31.4%	20.8%	35.5%	45.4%
LNST	51.4%	-70.5%	496.3%	60.9%	32.5%
EPS					

Tỷ lệ nợ vay/TTS năm 2018 tăng từ mức 31% lên còn mức 41% chủ yếu do việc mở rộng của hàng mới và trong năm 2017 vốn lưu động của PNJ được hỗ trợ nhờ vào gói phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược vào năm 2016(9,83 triệu cổ phiếu) giúp PNJ thu về khoảng 975 tỷ đồng.

Số ngày hàng tồn kho của PNJ duy trì ở mức khá ổn định khoảng 127 ngày, chúng tôi kỳ vọng trong năm 2019, số ngày hàng tồn kho sẽ có xu hướng giảm do PNJ sẽ bắt đầu áp dụng công nghệ quản lý ERP mới từ tháng 4/2019

ROE năm 2019 của PNJ tiếp tục cải thiện nhẹ từ mức 24.6% năm 2017 lên mức 25.6% năm 2018.

PNJ đang giao dịch với mức P/E là 16.8 lần dựa trên mức giá đóng cửa ngày 14/02/2018 là 97,200 đồng.

Điểm nhấn kỹ thuật

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá trung hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD: Phân kỳ âm, MACD hướng lên và vượt đường trung tâm.
- Chỉ báo RSI: Vùng trung lập, đi ngang sau khi chạm kênh Bollinger trên.
- Đường MA: MA 20 sắp cắt MA50 và có thể tiến tới MA200.

Nhận định

PNJ nằm trong nhịp tích lũy ngắn hạn sau đà hồi phục từ mô hình 2 đáy. Chỉ báo RSI duy trì xu hướng tích lũy trong khi chỉ báo MACD đều ủng hộ đà tăng điểm. Thanh khoản cổ phiếu vẫn duy trì ở mức cao trên ngưỡng trung bình 20 phiên, cho thấy bước giá tăng đang bị kìm hãm. Bên cạnh đó, nhịp vận động của 3 đường MA cho thấy cổ phiếu đang nằm trong xu hướng hồi phục ngắn hạn. Việc cổ phiếu điều chỉnh nhẹ trước ngưỡng MA200 tại ngưỡng giá 99 cho thấy lực bứt phá lên vùng giá trên vẫn chưa rõ ràng. Như vậy, PNJ có thể sẽ tiếp tục tích lũy ngắn hạn quanh vùng giá 95-97 khi các chỉ số kỹ thuật vẫn đang khá đan xen.

Khuyến nghị

Vị thế mua hiện tại chưa rõ ràng. Cổ phiếu có thể sẽ điều chỉnh khi chạm ngưỡng kháng cự 100. Nhà đầu tư mạo hiểm có thể mở vị thế tại ngưỡng 95 và chốt lại tại ngưỡng 105-110. Đối với các nhà đầu tư trung và dài hạn, chỉ nên đầu tư khi cổ phiếu đã xác lập ngưỡng hỗ trợ mạnh tại nền giá 95. Nếu không, nên mở vị thế tại ngưỡng giá 90 khi PNJ điều chỉnh về vùng giá này.

Đồ thị kỹ thuật



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>

