

Tăng trưởng như kỳ vọng

Khuyến nghị:

Phan Quốc Bửu

bupq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	130,700
Giá đóng cửa	93,500
Upside	39.8%

Lê Quốc Trung (PTKT)

trunglq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu

Giá cut loss

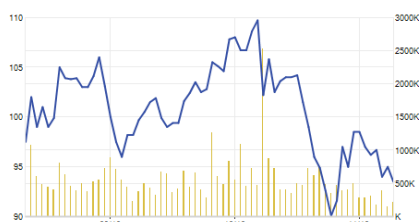
Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	162
Vốn hóa (tỷ đồng)	15,160
Giá cao nhất 52 tuần	138,733
KLGD TB10 phiên (ng cp)	330,629
Sở hữu nước ngoài	49.00%

Cổ đông lớn

THI NGOC DUNG CAO	14.77
VINACAPITAL INVESTME	8.79
TRUONG NGOC PHUON	5.53
LGM INVESTMENTS LTD	4.53
BMO INVESTMENTS II I	3.06

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

Các báo cáo khác

[Link](#)

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị Mua mạnh cổ phiếu PNJ với giá mục tiêu 130,700 đồng/cp (+39.8% so với mức giá đóng cửa ngày 13/11/2018) 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 9T2018.
- Tốc độ mở cửa hàng duy trì mức cao. Trong 9T/2018, PNJ đã mở mới được 44 cửa hàng, nâng tổng số cửa hàng lên 308 cửa hàng, gần như hoàn thành kế hoạch mở cửa hàng năm 2018 (40 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 9T/2018 tăng trưởng vượt kỳ vọng, hoàn thành lần lượt 76.5 % và 78.7% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận. Cụ thể, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế 9T/2018 lần lượt đạt 10,508 tỷ đồng (+34% yoy) và 517 tỷ đồng (+37% yoy).

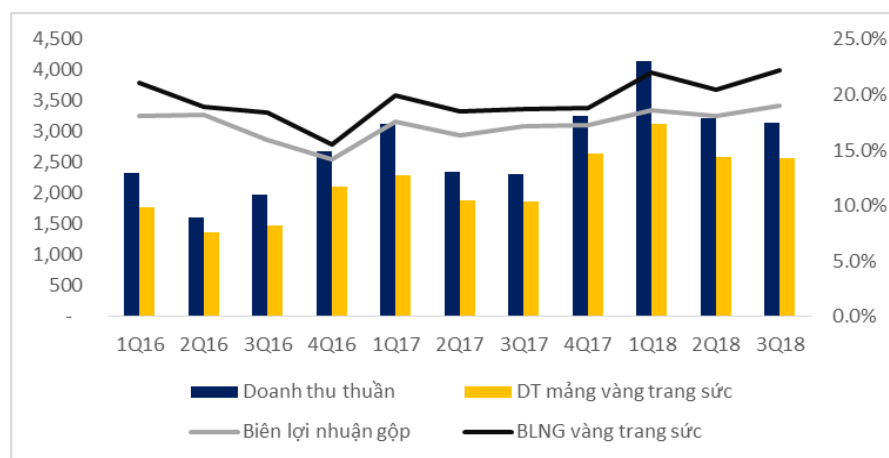
(2) Tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ mảng vàng trang sức trong 9T/2018 đạt 23% nhờ doanh số từng đơn hàng tiếp tục tăng, tổng số lượng khách hàng mới tiếp tục cải thiện, thay đổi cơ cấu sản phẩm, tập trung các dòng sản phẩm có giá trị và tỷ lệ khách hàng trung thành quay lại mua sản phẩm tăng.

(3) Tiến độ mở cửa hàng mới tiếp tục duy trì đánh giá khả quan. Cụ thể, tính tới 30/9/2018, PNJ đã mở mới thêm 44 cửa hàng giúp nâng tổng số cửa hàng lên 308 cửa hàng.

(4) Phát hành 4.86 triệu cổ phiếu ESOP trong 2 tháng cuối năm 2018, tương ứng 3% số lượng cổ phiếu lưu hành.

(3) BSC dự báo DTT và lợi nhuận ròng của PNJ năm 2018 lần lượt ước đạt 14,434 tỷ đồng (+30.6% yoy) và 936 tỷ đồng (+29% yoy), tương đương EPS 2018F = 5,072 đồng/cổ phiếu (đã trừ quỹ khen thưởng phúc lợi và thưởng cho ban điều hành). Với mức giá đóng cửa ngày 13/11/2018 là 93,500 đồng/cp, PNJ đang giao với mức PE FW 2018 = 18.4 lần

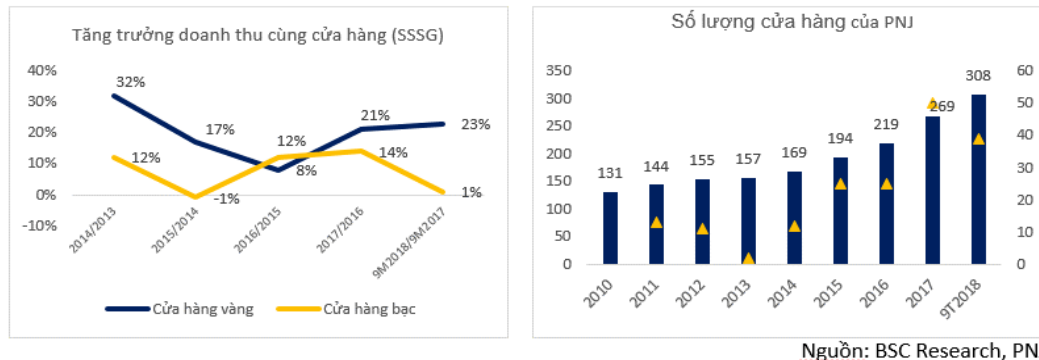
KQKD 9T/2018 tăng trưởng vượt kỳ vọng, hoàn thành lần lượt 76.5 % và 78.7% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận. Cụ thể, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế 9T/2018 lần lượt đạt 10,508 tỷ đồng (+34% yoy) và 517 tỷ đồng (+37% yoy). Động lực tăng trưởng KQKD của PNJ tiếp tục đến từ (1) Tăng trưởng mảng vàng trang sức (+37.9% yoy), (2) Biên lợi nhuận gộp mảng vàng trang sức tiếp tục cải thiện từ mức 19.7% trong 9T17 lên mức 21.6% trong 9T18 (3) Tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu doanh thu của mảng vàng trang sức tiếp tục tăng từ mức 77.6% trong 9T17 lên mức 79% trong 9T2018 (4) Lũy kế 9T/2018, số lượng cửa hàng mở mới đạt 44 cửa hàng, hoàn thành 110% kế hoạch đặt ra.



Nguồn: BSC Research, PNJ

Tỷ trọng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A)/Doanh thu thuần (DTT) 9T/2018 tăng lên mức 9.95% từ mức 8.87% cùng kỳ năm 2017 chủ yếu do chi phí nhân viên. Theo đó, do PNJ thay đổi cách tính chi phí bảo hiểm cho nhân viên khiến chi phí nhân viên tăng mạnh và trong năm 2018 PNJ có tổ chức các sự kiện lớn chào mừng kỉ niệm 30 năm thành lập. BSC dự báo tỷ trọng SG&A/DTT giai đoạn 2018 đạt 9.7%

Tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ (Same Store Sales Growth) mảng vàng trang sức trong 9T/2018 đạt 23%. Các động lực chính giúp cho tốc độ SSSG duy trì mức cao đến từ (1) Doanh số từng đơn hàng tiếp tục tăng khoảng 14%-15% so với cùng kỳ, giá trị bình quân mỗi đơn hàng khoảng 14.7 triệu đồng, (2) tổng số lượng khách hàng mới tăng 50% so với cùng kỳ, (3) Thay đổi cơ cấu sản phẩm, tập trung các dòng sản phẩm có giá trị cao, (4) Tăng tần suất mua hàng của các khách hàng trung thành thông qua số lượng khách hàng cũ quay trở lại mua hàng trong 9T2018 là 58%.



Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ mảng bạc chỉ đạt mức 1%, thấp hơn nhiều so với mức 14% trong cùng kỳ năm 2017. Hiện tại, mảng bạc đang trong quá trình tái định vị chiến lược và nhận diện thương hiệu. Xét về giá trị tuyệt đối, mảng bạc đang có tăng trưởng đạt 21.9% so với cùng kỳ, tuy nhiên tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu doanh thu còn chiếm tỷ lệ khá thấp chỉ đạt 1.8%. Theo như báo cáo chúng tôi đề cập trước đó về khoản đầu tư tài sản vô hình (quyền sử dụng đất), PNJ có kế hoạch xây dựng 1 cửa hàng flag-ship ở góc đường Hai Bà Trưng – Điện Biên Phủ, tuy nhiên do bị chậm về các giấy phép xây dựng nên tiến độ có phần chậm lại.

Tiến độ mở cửa hàng mới vượt so với kế hoạch đặt ra, nâng tổng số cửa hàng lên 308 cửa hàng. Cụ thể, tính tới 30/9/2018, PNJ đã mở mới thêm 44 cửa hàng giúp nâng tổng số cửa hàng lên 308 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 51.6%, trung tâm thương mại là 25% và phần còn lại là siêu thị. Chúng tôi kỳ vọng, tính đến cuối năm 2018, tổng số lượng cửa hàng mở mới của PNJ dự kiến đạt từ 50 -55 cửa hàng, nâng tổng số cửa hàng lên mức 319-324 cửa hàng.

Phát hành 4.86 triệu cổ phiếu ESOP trong 2 tháng cuối năm 2018, tương ứng 3% số lượng cổ phiếu lưu hành. Với giá trị 20,000 đồng/cp, PNJ dự kiến sẽ phát hành 4.86 triệu cổ phiếu ESOP, qua đó sẽ giúp room ngoại mở thêm 4,6 triệu cổ phiếu. Hiện tại, room dành cho khối ngoại đã kín.

BSC dự báo DTT và lợi nhuận ròng của PNJ năm 2018 lần lượt ước đạt 14,434 tỷ đồng (+30.6% yoy) và 936 tỷ đồng (+29% yoy), tương đương EPS 2018F = 5,072 đồng/cổ phiếu (đã trừ quỹ khen thưởng phúc lợi và thưởng cho ban điều hành) dựa trên các giả định (1) Biên lợi nhuận gộp năm 2018 ước đạt 18.2%, (2) SSSG cửa chuỗi vàng trang sức đạt mức 23% và (3) Số lượng cửa hàng mở mới dự kiến trong năm 2018 là 50 cửa hàng. Với mức giá đóng cửa ngày 13/11/2018 là 93,500 đồng/cp, PNJ đang giao với mức PE FW 2018 = 18.4 lần.

BSC dự báo KQKD 2019 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 17,625 tỷ đồng (+22.9% yoy) và 1,215 tỷ đồng (+30% yoy), EPS cốt lõi FW 2019 = 6,588 đồng/cp, PE FW 2019 = 13.2 lần

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
Doanh thu thuần	2,279	3,222	4,139	3,217	3,151
LN gộp	396	565	770	583	600
DT tài chính	2	3	6	0	0
CP tài chính	(11)	(10)	(14)	(14)	(17)
Lãi vay	(11)	(96)	(14)	(11)	(15)
CP bán hàng	(183)	(223)	(282)	(269)	(268)
CP QLDN	(47)	(59)	(61)	(74)	(93)
Lãi/lỗ HĐKD	158	277	420	227	222
TN nhập khác (ròng)	0	0	1	1	(1)
LN trước thuế	158	277	421	228	221
LN sau thuế	126	222	336	180	178
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	126	222	336	180	178
EPS					
TS ngắn hạn	3,480	3,896	3,873	4,233	4,491
Tiền và ĐT ngắn hạn	272	335	82	97	118
Phải thu ngắn hạn	84	85	109	125	171
Tồn kho	3,052	3,402	3,608	3,936	4,124
TS ngắn hạn khác	73	74	74	75	78
TS dài hạn	583	596	816	941	990
Phải thu dài hạn	41	43	46	49	51
TSCĐ	409	487	669	683	684
TS dở dang dài hạn	88	10	35	57	87
TS dài hạn khác	46	57	66	152	167
Tổng TS	4,063	4,493	4,688	5,174	5,481
Nợ phải trả	1,335	1,542	1,489	1,807	2,099
Nợ ngắn hạn	1,313	1,523	1,404	1,748	2,073
Vay ngắn hạn	735	881	700	986	1,287
Nợ dài hạn	22	19	86	59	26
Vay dài hạn	15	11	78	52	18
Vốn chủ sở hữu	2,728	2,950	3,199	3,367	3,382
Vốn góp	1,081	1,081	1,081	1,621	1,621
LN chưa phân phối	551	772	1,021	603	619
Tổng nguồn vốn	4,063	4,493	4,688	5,174	5,481
% yoy DT	15%	22%	32%	37%	38%
Biên In gộp	17.4%	17.5%	18.6%	18.1%	19.0%
Lãi vay/DTT	0.5%	3.0%	0.3%	0.3%	0.5%
CP bán hàng/DTT	8.0%	6.9%	6.8%	8.4%	8.5%
CP QLDN/DTT	2.1%	1.8%	1.5%	2.3%	3.0%
Biên In thuần	5.5%	6.9%	8.1%	5.6%	5.6%

DTT PNJ Q3/2018 đạt 3,151 tỷ đồng (+36.4% 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 9T2018 duy trì ở mức cao là 23%.

Biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện từ mức 17.2% trong Q2/2017 lên mức 19.1% 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 Q3/2018 đạt 11.3%, tăng từ mức 10% trong Q3/2017.

Hàng tồn kho tăng khoảng 35% so với cùng kỳ chủ yếu do việc mở rộng thêm nhiều cửa hàng mới, tương đương với tốc độ tăng trưởng doanh thu. Tổng số lượng cửa hàng cuối Q3/2018 đạt 308 cửa hàng.

Nợ vay của PNJ Q3/2018 tăng mạnh so với Q2/2018 (+30% QoQ) chủ yếu do (1) Mở cửa hàng mới và (2) Tích trữ hàng tồn kho cho Q4/2018 (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 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	2.65	2.56	2.76	2.42	2.17
Hsố TT nhanh	0.27	0.28	0.14	0.13	0.14

2. Cơ cấu vốn

TSNH/ TTS	0.86	0.87	0.83	0.82	0.82
TSĐH/ TTS	0.14	0.13	0.17	0.18	0.18
Hsố Nợ/ TTS	0.33	0.34	0.32	0.35	0.38
Hsố Nợ/ VCSH	0.49	0.52	0.47	0.54	0.62
Nợ ngắn hạn / TTS	0.32	0.34	0.30	0.34	0.38
Nợ DH / TTS	0.01	0.00	0.02	0.01	0.00

3. Năng lực hoạt động

Vquay hàng tồn kho	2.94	2.90	3.04	3.02	2.98
Vquay phải thu	238.72	273.38	256.99	284.63	253.55
Vquay phải trả	30.58	31.20	44.96	39.95	46.15
Số ngày HTK	123.98	125.81	120.22	120.96	122.51
Số ngày phải thu	1.53	1.34	1.42	1.28	1.44
Số ngày phải trả	11.94	11.70	8.12	9.14	7.91
CCC	113.57	115.45	113.52	113.10	116.04

4. Khả năng sinh lời

LNST/DTT (%)	5.5%	6.9%	8.1%	5.6%	5.6%
LNST/VCSH (%)	27.7%	32.6%	32.9%	33.9%	30.0%
LNST/TTS	15.6%	17.9%	19.7%	18.7%	18.4%
LN từ HĐKD/DTT	6.9%	8.6%	10.1%	7.0%	7.0%

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

TTS/VCSH	1.69	1.82	1.67	1.71	1.56
DT/TTS	2.72	2.71	2.91	2.78	2.75
EBIT/DT	0.08	0.10	0.10	0.09	0.09
EBT/EBIT	0.92	0.87	0.88	0.89	0.89
lãi ròng/LNTT	0.77	0.80	0.80	0.80	0.80

6. Định giá

PE	23.17	15.54	18.64	18.54	-
PB	5.47	3.63	3.21	4.88	-
EPS	5,957	6,705	5,101	5,341	-
BVPS	25,240	27,285	29,592	20,277	-

7. Tăng trưởng (%)

TTS	25.8%	25.0%	30.4%	45.3%	34.9%
Nợ	72.4%	96.6%	82.9%	94.0%	24.0%
DTT	15.0%	21.8%	32.2%	37.2%	38.2%
LN gộp	24.8%	48.3%	39.8%	45.7%	51.5%
LNST	13.3%	135.2%	35.2%	39.9%	40.9%
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

Chu kỳ lưu chuyển tiền mặt Q3/2018 tăng nhẹ so với Q2/2018 vẫn duy trì mức ổn định.

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Điều chỉnh ngắn hạn, tích lũy trung hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD: Phân kỳ dưới đường trung tâm với xu hướng giảm
- Chỉ báo RSI: Ở vùng trung lập, tiếp cận kênh Bollinger trên
- Đường MA: Đường MA 20 cắt xuống dưới đường MA 100 và nằm dưới đường MA 50 và MA150 và MA 200. Tất cả các đường MA đều giảm trừ MA200.

Nhận định: Cổ phiếu PNJ đang tạo đáy sau khi rơi từ đỉnh ở mức giá 98.5. Thanh khoản tiếp tục giảm mạnh trong các phiên điều chỉnh liên tiếp. Chỉ báo RSI cho ta thấy cổ phiếu đang có xu hướng sẽ duy trì vận động trong mức trung bình của kênh Bollinger cho thấy cổ phiếu đã có sự hồi phục tích cực sau đợt điều chỉnh mạnh lần trước. Chỉ báo MACD cũng cho thấy cổ phiếu đang nằm trong xu hướng điều chỉnh và chưa có tín hiệu tăng trở lại. Như vậy, cổ phiếu có thể sẽ tiếp tục vào 1 giai đoạn điều chỉnh và tích lũy ngắn trong vùng giá từ 93.28-95.26 trong các phiên tới.

Khuyến nghị: Các nhà đầu tư trung và dài hạn nên mở vị thế tại vùng giá 94.27, chốt lãi tại vùng giá 105.8 và cắt lỗ tại vùng giá 91.88. Nếu thanh khoản gia tăng tại các phiên tăng giá sau khi đã trở về vùng giá 105, cổ phiếu có thể chạm ngưỡng giá 109.7



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>

