

Khuyến nghị: Theo dõi

Phan Quốc Bửu
buupq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	221,700
Giá đóng cửa	181,000
Upside	22.5%

Nguyễn Tuấn Anh (PTKT)
anhnt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	210,000
Giá cut loss	168,000

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	108
Vốn hóa (tỷ đồng)	19,891
Giá cao nhất 52 tuần	187,000
KLGĐTĐB10 phiên (ng cp)	240,134
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 249 cửa hàng bán lẻ.

Vàng không sợ lửa

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị Mua mạnh cổ phiếu PNJ với giá mục tiêu 221,700 đồng/cp (+22.5% so với mức giá đóng cửa ngày 23/03/2018) dựa trên 2 phương pháp định giá là FCFF và PE.

Catalyst

Tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ (SSSG) được dự báo sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao, khoảng 21% theo dự phóng của chúng tôi, tương đương mức 2017 cao hơn mức 14% năm 2016.

PNJ tiếp tục đẩy mạnh thực hiện chiến lược tăng độ phủ mở thêm cửa hàng mới, chúng tôi dự báo năm 2018 PNJ sẽ mở mới thêm 50 cửa hàng, cao hơn so với kế hoạch đề ra là 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) **Kết quả kinh doanh 2017 ghi nhận mức tăng trưởng khả quan.** DTT PNJ đạt 10,997 tỷ đồng (+28.2% yoy). LNR 2017 đạt 725.6 tỷ đồng (+43% yoy, đã loại trừ ảnh hưởng của dự phòng tài chính trong năm 2016).

(2) **Mở rộng hệ thống cửa hàng bán lẻ tiếp tục là trọng tâm trong chiến lược sắp tới của PNJ.** Trong năm 2018, PNJ đặt kế hoạch mở mới thêm ít nhất 40 cửa hàng và mục tiêu đến 30/4/2018 sẽ nâng tổng số cửa hàng đạt mức 300 cửa hàng.

(3) **Tập trung đầu tư thêm vào mảng công nghệ 4.0 sẽ giúp tối đa hóa hiệu quả hoạt động của PNJ.**

(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 lượt ước đạt 14,204 tỷ đồng (+29.4% yoy) và 1,039 tỷ đồng(+43% yoy), tương đương EPS 2018F = 8,888 đồng/cổ phiếu

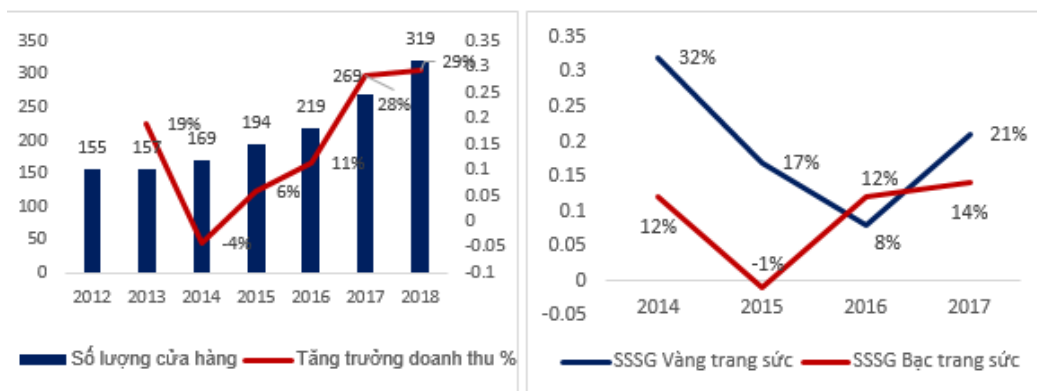
Các báo cáo khác [\(link\)](#)

Kết quả kinh doanh 2017 ghi nhận mức tăng trưởng khả quan. Theo BCTC hợp nhất 2017, DTT PNJ đạt 10,997 tỷ đồng (+28.2% yoy). Biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện tốt đạt 17.4% so với mức 16.5% năm 2016 chủ yếu nhờ vào (1) Tỷ trọng đóng góp của mảng vàng trang sức trong cơ cấu doanh thu tiếp tục tăng nhẹ, (2) BLNG của các mảng đều cải thiện tốt trong đó đặc biệt vàng trang sức tăng tốt nhất từ mức 18.3% năm 2016 lên 19.6% năm 2017.

Tỷ trọng Chi phí bán hàng và chi phí QLDN trên DTT tăng mạnh chiếm 8.7% so với mức cùng kỳ là 8.0% chủ yếu do tỷ trọng chi phí nhân công /CP quản lý bán hàng năm 2017 tăng mạnh chiếm 1.3% , cùng kỳ 2016 chiếm 1.0%. Chúng tôi đánh giá với chiến lược mở rộng quy mô cửa hàng mạnh mẽ của PNJ, tỷ trọng này sẽ tiếp tục giả định tăng nhẹ lên mức 8.9%. Lợi nhuận ròng 2017 đạt 725.6 tỷ đồng (+43% yoy, đã loại trừ ảnh hưởng của dự phòng tài chính trong năm 2016). EPS 2017 ước đạt 6,712 đồng/cp (đã trừ quỹ khen thưởng phúc lợi và thưởng cho ban điều hành).

Mở rộng hệ thống cửa hàng bán lẻ tiếp tục là trọng tâm trong chiến lược sắp tới của PNJ. Trong năm 2017, PNJ đã mở mới được 54 cửa hàng và đóng cửa 4 cửa hàng qua đó nâng tổng số cửa hàng tại 31/12/2017 lên mức 269 cửa hàng, so với 219 cửa hàng năm 2016. Tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ (Same store sales growth) của PNJ đạt mức 21% và 14% lần lượt cho mảng vàng trang sức và bạc trang sức. Trong đó, SSSG mảng vàng trang sức 2017 ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 21% so với mức 8% năm 2016 chủ yếu do (1) hoàn thiện trong chuỗi cung ứng sản phẩm từ kho vận ra đến các cửa hàng, cũng như (2) Nâng cấp và ứng dụng các hệ thống phần mềm CNTT hỗ trợ.

Trong năm 2018, PNJ đặt kế hoạch mở mới thêm ít nhất 40 cửa hàng và mục tiêu đến 30/4/2018 sẽ nâng tổng số cửa hàng đạt mức 300 cửa hàng. Ngoài ra, PNJ cũng kỳ vọng tỷ lệ SSSG tiếp tục duy trì mức tăng như năm 2017 là khoảng 21%.



Tập trung đầu tư thêm vào mảng công nghệ 4.0 sẽ giúp tối đa hóa hiệu quả hoạt động của PNJ. Hiện tại theo kế hoạch của ban lãnh đạo, PNJ sẽ tiến hành đầu tư hệ thống công nghệ 4.0 mới, vốn đầu tư ước tính ban đầu khoảng 5 triệu USD. Hệ thống này sẽ giúp PNJ lưu lại dữ liệu của khách hàng qua đó tổng hợp và tính toán nhu cầu thị hiếu chung của thị trường hiện nay, qua đó giúp PNJ linh động trong việc sản xuất qua đó giúp đẩy mạnh doanh thu

Dự báo kết quả kinh doanh 2018 sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng cao. PNJ hiện đang đặt kế hoạch kinh doanh 2018 với doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng lần lượt mức 30% và 22%. Tuy nhiên, theo BSC đánh giá kế hoạch này khá thận trọng khi PNJ đang đặt giả định (1) Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ và (2) Chi phí bán hàng và QLDN tăng mạnh. BSC dự báo DTT và lợi nhuận ròng của PNJ năm 2018 lần lượt ước đạt 14,204 tỷ đồng (+29.4% yoy) và 1,039 tỷ đồng(+43% yoy), tương đương EPS 2018F = 8,888 đồng/cổ phiếu dựa trên một số giả định sau:

- DT mảng vàng trang sức ước tính đạt 11,701 tỷ đồng (+34.6% yoy) dựa trên giả định năm nay PNJ sẽ mở được mới 50 cửa hàng và tốc độ tăng trưởng SSSG năm 2018 khoảng 21%. Biên lợi nhuận gộp mảng này giả định ở mức 20.2% tăng từ mức 19.6% dựa trên yếu tố mà BSC cho rằng với dư địa tăng trưởng BLNG vẫn còn khi quy mô PNJ ngày càng lớn hơn thì doanh nghiệp có lợi thế về đàm phán trong khâu mua nguyên liệu đầu vào và tối ưu hóa quy trình vận hành nhờ hệ thống công nghệ mới.

- DT mảng bạc trang sức và mảng vàng miếng ước tính lần lượt là 239 tỷ đồng (+35% yoy) và 2,358 tỷ đồng (+10% yoy). Biên lợi nhuận gộp 2 mảng này được giả định tương đương năm 2017.

FCFF (VNDb)	2018	2019	2020	2021	2022
FCFF	590	614	915	1,251	1,679
5-yr PV of FCFF	590	565	775	975	1,204
5-yr Total PV of FCFF	4,108				
Terminal value	27,873				
PV of terminal value	19,983				
Total PV of FCFF	24,092				
- Debt	1,052				
+ Cash	880				
Equity value	23,919				
Outstanding shares (m)	108.1				
Fair value/share (VND)	221,267				

Method	Price	Weight	Average
FCFF	221,267	50%	110,634
P0/E0	222,200	50%	111,100
		100%	221,700

PNJ - CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận

Phân tích tài chính

23/3/2018

BSC

Đơn vị: tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu thuần	8,914	9,199	7,706	8,565	10,977
LN gộp	670	889	1,168	1,411	1,912
DT tài chính	24	19	1	5	9
CP tài chính	(85)	(90)	(431)	(182)	(56)
Lãi vay	(84)	(80)	(81)	(73)	(55)
CP bán hàng	(262)	(355)	(424)	(554)	(775)
CP QLDN	(113)	(130)	(118)	(133)	(188)
Lãi/lỗ HĐKD	233	333	197	548	902
TN nhập khác (ròng)	1	1	(11)	43	6
LN trước thuế	233	335	187	591	908
LN sau thuế	169	256	76	450	726
LN CĐ thiếu số	6	13	-	-	-
LN Cty mẹ	163	242	76	450	726
EPS	2,158	3,208	614	4,126	6,712
TS ngắn hạn	1,718	1,817	2,265	3,103	3,896
Tiền và TĐ Tiền	508	38	38	155	335
Phải thu ngắn hạn	76	72	47	63	85
Tồn kho	1,087	1,672	2,135	2,839	3,402
TS ngắn hạn khác	46	36	45	46	74
TS dài hạn	1,239	1,011	711	485	596
Phải thu dài hạn	-	14	21	26	43
TSCĐ	498	452	486	416	487
TSCĐ hữu hình	198	160	194	207	206
TS thuê tài chính	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	291	291	292	209	281
TS dở dang dài hạn	-	-	6	8	10
TS dài hạn khác	14	13	30	36	57
Tổng TS	2,957	2,829	2,976	3,588	4,493
Nợ phải trả	1,551	1,532	1,661	2,088	1,542
Nợ ngắn hạn	1,415	1,395	1,581	2,022	1,523
Vay ngắn hạn	1,164	1,132	1,189	1,449	881
Nợ dài hạn	135	138	79	66	19
Vay dài hạn	130	137	72	59	11
Vốn chủ sở hữu	1,318	1,297	1,315	1,500	2,950
Vốn góp	756	756	983	983	1,081
LN chưa phân phối	274	203	113	374	772
Tổng nguồn vốn	2,957	2,829	2,976	3,588	4,493
% yoy DTT		3%	-16%	11%	28%
Biên In gộp	7.5%	9.7%	15.2%	16.5%	17.4%
Lãi vay/ DTT	0.9%	0.9%	1.1%	0.9%	0.5%
CP bán hàng / DTT	2.9%	3.9%	5.5%	6.5%	7.1%
CP QLDN/DTT	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%
Biên In thuần	1.9%	2.8%	1.0%	5.3%	6.6%

DTT PNJ đạt 10,997 tỷ đồng (+28.2% 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 2017 duy trì ở mức cao là 21%.

Chi phí tài chính 2017 giảm mạnh ~69.2% so với cùng kỳ nhờ vào việc đã hoàn thành trích lập toàn bộ khoản đầu tư vào DAB, năm 2016 trích lập 57 tỷ đồng.. Lợi nhuận ròng 2017 ước đạt 725.6 tỷ đồng (+43% yoy, đã loại trừ ảnh hưởng của dự phòng tài chính trong năm 2016). EPS 2017 ước đạt 6,712 đồng/cp (đã trừ quỹ khen thưởng phúc lợi và thưởng cho ban điều hành)

Hàng tồn kho tăng khoảng 19.8% so với cùng kỳ chủ yếu do việc tích trữ hàng hóa cho mùa kinh doanh 2018, đối với ngành trang sức vàng bạc thì Q1 thường là quý cao điểm do các dịp lễ tết lớn.

Nợ vay của PNJ giảm đáng kể trong năm 2017 mặc dù số lượng cửa hàng được mở mới tăng mạnh (50 cửa hàng), nhờ vào nguồn vốn từ phát hành riêng lẻ.

Biên lợi nhuận gộp tăng trưởng liên tục tăng trong thời gian 5 năm vừa qua 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.

PNJ - CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận

Phân tích tài chính

23/3/2018

BSC

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

2013 2014 2015 2016 2017

1. Khả năng thanh toán

Hsố TT ngắn hạn	1.21	1.30	1.43	1.53	2.56
Hsố TT nhanh	0.41	0.08	0.05	0.11	0.28

2. Cơ cấu vốn

TSNH/ TTS	0.58	0.64	0.76	0.86	0.87
TSDH/ TTS	0.42	0.36	0.24	0.14	0.13
Hsố Nợ/ TTS	0.52	0.54	0.56	0.58	0.34
Hsố Nợ/ VCSH	1.18	1.18	1.26	1.39	0.52
Nợ ngắn hạn / TTS	0.48	0.49	0.53	0.56	0.34
Nợ DH / TTS	0.05	0.05	0.03	0.02	0.00

3. Năng lực hoạt động

Vquay hàng tồn kho	8.8	6	3	3	3
Vquay phải thu	262.6	192	213	271	296
Vquay phải trả	104.6	71	42	30	31
Số ngày HTK	41.6	61	106	127	126
Số ngày phải thu	1.4	2	2	1	1
Số ngày phải trả	3.5	5	9	12	12
CCC	39.5	57	99	116	115

4. Khả năng sinh lời

LNST/DTT (%)	1.9%	2.8%	1.0%	5.3%	6.6%
LNST/VCSH (%)	12.8%	19.7%	5.7%	30.0%	24.6%
LNST/TTS	5.7%	9.0%	2.5%	12.6%	16.2%
LN từ HĐKD/DTT	2.6%	3.6%	2.6%	6.4%	8.2%

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

TTS/VCSH	2.24	2.18	2.26	2.39	1.52
DT/TTS	3.01	3.25	2.59	2.39	2.44
EBIT/DT	0.04	0.05	0.03	0.08	0.09
EBT/EBIT	0.74	0.81	0.70	0.89	0.94
lãi ròng/LNTT	0.73	0.76	0.40	0.76	0.80

6. Định giá

PE	73.9	49.7	259.9	38.7	23.8
PB	9.1	9.3	11.9	10.4	5.8
EPS	2,158	3,208	614	4,126	6,712
BVPS	17,437	17,150	13,383	15,267	27,292

7. Tăng trưởng (%yoy)

TTS	-4%	5%	21%	25%
Nợ	-1%	8%	26%	-26%
DTT	3%	-16%	11%	28%
LN gộp	33%	31%	21%	36%
LNST	51%	-70%	496%	61%
EPS	49%	-81%	572%	63%

Tỷ lệ nợ vay ròng/TTS giảm mạnh từ mức 42% xuống còn mức 19.9% nhờ vào gói phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược (9,83 triệu cổ phiếu) giúp PNJ thu về khoảng 975 tỷ đồng.

Chúng tôi đánh giá nhờ nguồn vốn từ phát hành riêng lẻ này có thể giúp cho PNJ có dư địa để tăng tỷ lệ vay nợ/ VCSH lên mức ~ 1.1x lần chuẩn bị cho kế hoạch mở cửa hàng sắp tới.

Định giá P/E của PNJ hiện tại đang ở mức 23.8x lần, mức này cao hơn so với doanh nghiệp bán lẻ cùng ngành bán lẻ là MWG 16.3x, tuy nhiên P/E F 2018 ước tính khoảng 20.3x .

QUAN ĐIỂM KỸ THUẬT _ Tích Lũy chờ Bứt Phá

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá dài hạn, Tích lũy ngắn hạn
- Chỉ báo MACD ngày đang ở mức cao và có xu hướng bám sát đường tín hiệu, kết hợp với xu hướng đi ngang chưa vượt ngưỡng kháng cự và đang ở vùng quá mua của chỉ báo RSI ngày, cho thấy xu hướng tích lũy ngắn hạn của cổ phiếu.

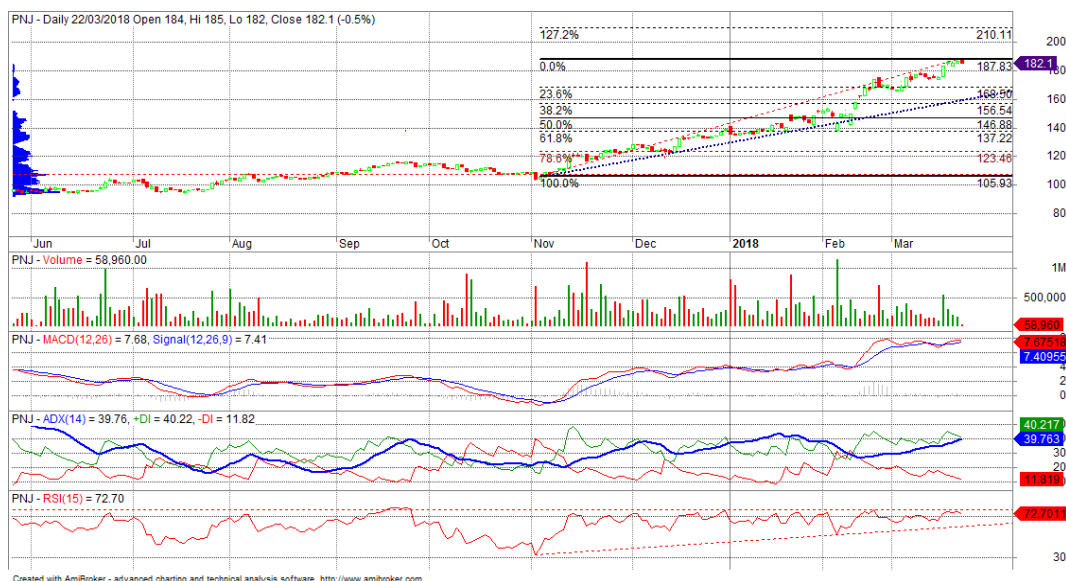
- Thanh khoản: giá trị thanh khoản cao trung bình 10 phiên đạt khoảng 42.5 tỷ đồng/phiên.

Nhận định: Hiện tại cổ phiếu PNJ đang trong giai đoạn tích lũy ngắn hạn trong biên độ 180 – 185.

Chỉ báo MACD tuần tăng và phân kỳ bên trên đường tín hiệu, kết hợp với xu hướng tăng của các chỉ báo ADX và RSI tuần, cho thấy xu hướng tăng giá dài hạn vẫn sẽ tiếp tục. Kỳ vọng PNJ sẽ vượt ngưỡng kháng cự và tiếp tục xu hướng tăng giá dài hạn.

Khuyến nghị: Giá mua 180 - 185. Giá mục tiêu 210. Cắt lỗ: mất ngưỡng hỗ trợ 168.

Đồ thị kỹ thuật



22/3/2018

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>

