

Khuyến nghị: Theo dõi

Phan Quốc Bửu

buupq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu 221,700

Giá đóng cửa 187,000

Upside 18.6%

Nguyễn Tuấn Anh (PTKT)

anhnt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu 208,000

Giá cut loss 180,000

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp) 108

Vốn hóa (tỷ đồng) 20,215

Giá cao nhất 52 tuần 208,100

KLGD TB10 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.

Các báo cáo khác

[\(link\)](#)

Vượt lên thử thách

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị Mua mạnh cổ phiếu PNJ với giá mục tiêu 221,700 đồng/cp (+18.6% so với mức giá đóng cửa ngày 11/04/2018) 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 doanh thu và lợi nhuận Q1/2018 ước tính tiếp tục duy trì mức tăng trưởng mạnh.** Theo cập nhật sơ bộ từ PNJ, doanh thu và lợi nhuận sau thuế Q1/2018 ước đạt lần lượt khoảng 3,132 tỷ đồng (+ 32.2% yoy) và 334 tỷ đồng (+35.8% so với cùng kỳ).

(2) **Tốc độ tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ (SSSG) trong Q1/2018 ghi nhận mức cao kỷ lục đạt 25%**, cao hơn mức SSSG trong năm 2017 là 21%. Theo như kế hoạch năm nay của PNJ, mức SSSG mà doanh nghiệp đặt ra là 18%.

(3) **Trong Q1/2018, PNJ đã mở được 14 cửa hàng / 40 cửa hàng theo kế hoạch, tập trung chủ yếu ở Hồ Chí Minh.**

(4) **Công nghệ thông tin 4.0 là nền tảng cho tăng trưởng của PNJ trong tương lai.** Kế hoạch đầu tư của PNJ trong năm 2018 chủ yếu tập trung cho mảng CNTT với hệ thống ERP mới dự kiến 6.5 triệu USD năm 2018 – 2019) và hệ thống Digital Transformation: CRM, RFID khoảng 1.8 triệu USD trong 2 năm 2018-2019

(5) **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

Kết quả doanh thu và lợi nhuận Q1/2018 ước tính tiếp tục duy trì mức tăng trưởng mạnh. Theo cập nhật sơ bộ từ PNJ, doanh thu và lợi nhuận Q1/2018 ước đạt lần lượt khoảng 3,132 tỷ đồng (+32.2% yoy) và 334 tỷ đồng (+35.8% so với cùng kỳ). Biên lợi nhuận gộp Q1/2018 tiếp tục cải thiện tăng lên mức 18.4% so với mức 17.3% Q1/2017 chủ yếu do (1) Tỷ trọng đóng góp mảng bán lẻ vàng trang sức/DTT tiếp tục tăng chiếm 52.5% doanh thu so với mức 47.8% Q1/2017 (BLNG mảng này Q1/2018 đạt 30.2%), (2) Tỷ trọng các sản phẩm kim cương có BLNG cao cũng tăng lên, (3) Giảm giá vốn nguyên liệu đầu vào và tỷ lệ hao hụt. Chi phí BH&QLDN/DTT tăng mạnh từ mức 6.9% Q1/2017 lên mức 8.0% Q1/2018 chủ yếu do PNJ mở rộng thêm cửa hàng.

- Mảng vàng trang sức: BLNG cải thiện từ mức 21% Q1/2017 lên mức 22.2% Q1/2018 chủ yếu nhờ tỷ trọng đóng góp vàng trang sức bán lẻ cải thiện và mảng này duy trì mức tăng trưởng DT cao +45% so với cùng kỳ.
- Mảng bạc trang sức: BLNG cải thiện từ mức 66.7% Q1/2017 lên mức 69.6% Q1/2018, tốc độ tăng trưởng DT đạt 23% yoy.
- Mảng vàng miếng: BLNG Q1/2018 là 1.4%, tăng trưởng DT mảng này khoảng 20% yoy

BSC lưu ý đây các thông tin KQKD trên đây mới chỉ là ước tính sơ bộ cập nhật nhanh của PNJ, báo cáo tài chính sẽ được công bố chính thức vào ngày 20/4 tới đây.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ (SSSG) trong Q1/2018 ghi nhận mức cao kỷ lục đạt 25%. Các yếu tố trước đây chúng tôi đã đề cập như hoàn thiện chuỗi cung ứng sản phẩm hay nâng cấp các phần mềm CNTT hỗ trợ đã mang lại hiệu quả tốt cho hoạt động kinh doanh của PNJ (SSSG Q1/2018 đạt 25% so với mức 21% năm 2017). Theo như kế hoạch năm nay của PNJ, mức SSSG mà doanh nghiệp đặt ra là 18%

Ngoài ra, việc thay đổi trong khâu chăm sóc và phục vụ khách hàng giúp cho lượng khách hàng mới và khách hàng cũ quay lại đều cải thiện tốt. Cụ thể tỷ lệ tăng trưởng khách hàng mới ở 2 mảng trang sức vàng và bạc trong Q1/2018 là +41.9% yoy và 22.4% yoy. Điểm số đánh giá sự hài lòng của KH cũng cải thiện từ mức 8.47 điểm trong Q1/2017 lên mức 8.92 điểm trong Q2/2018.

Trong Q1/2018, PNJ đã mở được 14 cửa hàng / 40 cửa hàng theo kế hoạch, tập trung chủ yếu ở Hồ Chí Minh. Theo đó, tổng số lượng cửa hàng tính đến 30/03/2018 đạt 283 cửa hàng. Chiến lược về mở rộng hệ thống cửa hàng trong năm 2018 sẽ tập trung (1) Tăng độ phủ tại các thành phố lớn, (2) Bắt đầu mở rộng hơn về các thành phố cấp 2. Hiện tại, trong số 40 cửa hàng dự kiến thì phần lớn cửa hàng được mở đã có địa điểm chờ ký kết hợp đồng.

Ngoài ra, thị trường miền Bắc sẽ là một trong những thị trường được PNJ tập trung đẩy mạnh trong năm nay. Như báo cáo phân tích trước đây của chúng tôi, thị trường miền Bắc khá đặc thù để phát triển các mảng bán lẻ mới do thói quen tiêu dùng và tập quán, tuy nhiên PNJ đã có những bước đầu khả quan với doanh thu bán lẻ cửa hàng miền Bắc tăng 65% yoy, mức tăng trong cùng kỳ năm ngoái là 56%. Chúng tôi kỳ vọng việc xâm nhập được thị trường này sẽ là động lực tiếp tục thúc đẩy KQKD PNJ trong các năm tới.

Công nghệ thông tin 4.0 là nền tảng cho tăng trưởng của PNJ trong tương lai. Kế hoạch đầu tư của PNJ trong năm 2018 chủ yếu tập trung cho mảng CNTT với hệ thống ERP mới dự kiến 6.5 triệu USD năm 2018 – 2019) và hệ thống Digital Transformation: CRM , RFID khoảng 1.8 triệu USD trong 2 năm 2018-2019. Theo chúng tôi đánh giá, KQKD PNJ đã bắt đầu cho thấy tăng trưởng mạnh sau khi doanh nghiệp có thể hoàn thiện chuỗi cung ứng sản phẩm, do đó nếu hệ thống ERP và digital transformation có thể hoàn thiện và đưa vào sử dụng cho PNJ sẽ giúp cho DN tiết kiệm được về mặt chi phí và hiệu quả quản lý tốt hơn. Công nghệ 4.0 cũng giúp PNJ cải thiện về mặt doanh thu khi tổng hợp lưu trữ và phân tích thông tin, sở thích của người tiêu dùng qua đó sản xuất các mặt hàng đáp ứng thị hiếu khách hàng.

Phát hành cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 2:1 để tăng vốn điều lệ. Theo như tài liệu đại hội cổ đông 2018, PNJ sẽ trình phương án phát hành cổ phiếu thưởng với tỷ lệ dự kiến 2:1 từ nguồn vốn lợi nhuận sau thuế chưa phân phối cuối năm 2017.

Tin đồn về việc PNJ liên quan tới Đông Á. Theo như chia sẻ của ban lãnh đạo, hiện tại PNJ không có liên quan về mặt pháp lý đối với ngân hàng Đông Á, hiện tại các hoạt động kinh doanh vẫn tiếp tục bình thường.

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.

PNJ - CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận

Phân tích tài chính

4/11/2018

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 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

4/11/2018

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 .

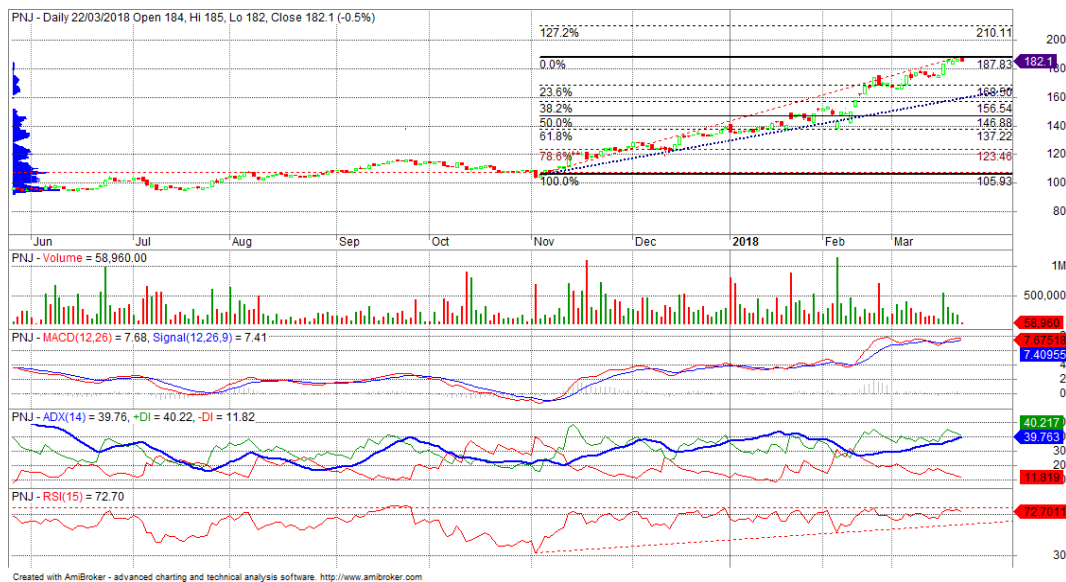
Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá dài hạn, điều chỉnh ngắn hạn
- Chỉ báo MACD ngày giảm và phân kỳ bên dưới đường tín hiệu, kết hợp với xu hướng giảm của chỉ báo ADX và RSI ngày, củng cố xu hướng điều chỉnh ngắn hạn của cổ phiếu.
- Thanh khoản: giá trị thanh khoản cao trung bình 10 phiên đạt khoảng 78 tỷ đồng/phiên, cao so với thị trường.

Nhận định: Hiện tại cổ phiếu PNJ đang trong giai đoạn điều chỉnh ngắn hạn với ngưỡng hỗ trợ gần 180 và bám sát đường MA 20, sau một đợt tăng giá dài hạn. Các chỉ báo kỹ thuật ngày cho thấy khả năng điều chỉnh ngắn hạn giá cổ phiếu trong thời gian tới.

Khuyến nghị: Nhà đầu tư tiếp tục theo dõi diễn biến giá cổ phiếu. Nếu PNJ giữ được ngưỡng hỗ trợ 180, cổ phiếu sẽ quay trở lại kiểm tra đỉnh cũ ở mức 208. Trong trường hợp rơi thủng mức 180, ngưỡng hỗ trợ tiếp theo của PNJ sẽ ở xung quanh mức 166.

Đồ thị kỹ thuật



4/11/2018

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>

