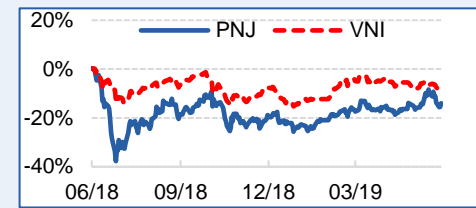


Ngành:	Bán lẻ trang sức	2018	2019F	2020F	2021F	
Ngày báo cáo:	11/06/2019	Tăng trưởng DT	32,8%	15,7%	23,9%	19,8%
Giá hiện tại:	78.900 VND	Tăng trưởng EPS	27,7%	22,7%	31,7%	26,6%
Giá mục tiêu:	101.000 VND	Biên LN gộp	19,1%	21,4%	22,3%	23,4%
Giá mục tiêu trước đây:	116.000 VND	Biên LN ròng	6,6%	7,2%	7,7%	8,2%
TL tăng:	+28,0%	EV/EBITDA	14,4x	11,3x	8,5x	6,8x
Lợi suất cổ tức:	2,3%	Giá CP/Dòng tiền HD	N/M	50,8x	48,6x	15,8x
Tổng mức sinh lời:	+30,3%	P/E	19,3x	15,7x	12,0x	9,4x



GT vốn hóa:	754 triệu USD	PNJ	Peers*	VNI	
Room KN:	0 USD	P/E (trượt)	17,6x	15,7x	16,7x
GTGD/ngày (30n):	2 triệu USD	P/B (hiện tại)	4,6x	2,2x	2,4x
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	25,1%	9,9%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	222,7 triệu	ROE	27,0%	14,2%	14,7%
Pha loãng	222,7 triệu	ROA	16,9%	9,6%	2,4%
PEG 3 năm	0,7	* Bao gồm CT cùng ngành nước ngoài			

Tổng quan về công ty

PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam với hệ thống lớn nhất gồm 331 cửa hàng trang sức và 18 điểm bán lẻ đồng hồ tính đến cuối tháng 5/2019. Chúng tôi dự báo bán lẻ trang sức sẽ tiếp tục là trụ cột tăng trưởng của PNJ

Lê Trọng Nghĩa
Chuyên viên

Đặng Văn Pháp, CFA
Phó Giám đốc

Trục trặc trong hoạt động sau khi triển khai hệ thống ERP dẫn đến kết quả kém khả quan trong tháng 4 và 5

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA dành cho CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) trên cơ sở tỷ lệ tiêu thụ trang sức vàng thời trang ở Việt Nam còn thấp trong khi công ty vẫn giữ vị thế dẫn đầu trong thị trường.
- Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 13% với việc điều chỉnh giảm dự báo LNST 2019, 2020, và 2021 lần lượt 9%, 5% và 3% vì kết quả 5 tháng đầu năm 2019 không được như chúng tôi kỳ vọng; và chúng tôi điều chỉnh tăng lãi suất phi rủi ro thêm 30 điểm cơ bản.
- LNST trong 5 tháng đầu năm 2019 tăng trưởng chậm lại so với quý 1, chỉ hoàn thành 40% dự báo LNST trước đây của chúng tôi. Kết quả kém khả quan này đến từ việc thiếu hàng tại cửa hàng do những trục trặc không lường trước được trong hoạt động sau khi triển khai hệ thống ERP mới vào ngày 27/03.
- Tuy nhiên, công ty cho biết đến cuối tháng 5, các vấn đề nói trên gần như đã được giải quyết xong. Vì vậy, ban lãnh đạo dự báo doanh thu sẽ bắt đầu phục hồi trong tháng 6 và hoàn toàn trở lại bình thường trong tháng 8/2019.
- Để phản ánh kết quả thấp hơn kỳ vọng nói trên, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng doanh thu các cửa hàng hiện hữu năm 2019/2020/2021 từ 15%/18%/15% xuống 5%/20%/15% và điều chỉnh giảm tốc độ mở cửa hàng mới năm 2019/2020/2021 từ 50/50/50 xuống 35/60/50.
- Chúng tôi dự báo EPS của PNJ sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 27% trong các năm 2018-2021 nhờ mảng bán lẻ có biên lợi nhuận cao, được thúc đẩy nhờ doanh thu các cửa hàng hiện hữu tăng trưởng mạnh và mở thêm nhiều cửa hàng mới.
- Rủi ro: Khó khăn trong việc tìm địa điểm, chi tiêu hàng tiêu dùng không thiết yếu chững lại.

Lỗi số liệu trong thời gian chuyển đổi sang hệ thống ERP mới gây gián đoạn hoạt động trong tháng 4 và 5/2019. Ban lãnh đạo cho biết có một số lỗi khi số liệu được chuyển từ các hệ thống cũ khác nhau của PNJ sang một hệ thống ERP mới. Các lỗi số liệu này đã ảnh hưởng đến quy trình sản xuất, việc tiếp nhận đơn hàng mới và phân bổ thành phẩm của PNJ trong hệ thống cửa hàng, dẫn đến tình trạng thiếu hàng bán tại các cửa hàng. Trong tháng 04/2019, nhà máy của PNJ chỉ hoạt động với 50% công suất so với trước khi đưa hệ thống ERP vào hoạt động hồi tháng 3. Tuy nhiên, trong tháng 5 con số này đã cải thiện về 80% và ban lãnh đạo dự kiến đến tháng 8 hoạt động sẽ hoàn toàn phục hồi. Trước tình hình này, chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh số của PNJ sẽ dần trở lại bình thường nhờ vị thế thống lĩnh thị trường và thương hiệu mạnh trong khi nhu cầu trang sức vàng tại Việt Nam đang tăng nhanh chóng.

Phân tích mạng lưới cửa hàng và doanh thu trung bình mỗi cửa hàng cho thấy PNJ còn rất nhiều dư địa tăng trưởng trong dài hạn. Phân tích của chúng tôi cho thấy tỷ lệ thâm nhập của công ty tại miền Bắc còn thấp, ngay cả tại các đô thị loại 1 như Hà Nội và Hải Phòng. Trong khi đó, theo ước tính của chúng tôi, trung bình doanh thu từ trang sức vàng mỗi cửa hàng của PNJ vẫn thấp hơn 26%-49% so với các cửa hàng ở Trung Quốc thuộc các thương hiệu nổi tiếng như Chow Tai Fook, Chow Sang Sang và Luk Fook. Do thói quen sử dụng vàng của người Việt Nam và Trung Quốc có nhiều điểm tương đồng nên chúng tôi cho rằng, khi thu nhập người tiêu dùng tăng, doanh số trên từng cửa hàng của PNJ sẽ dần tiến tới mức nói trên của các cửa hàng tại Trung Quốc.

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)					BẢNG CĐKT (tỷ đồng)				
	2018	2019F	2020F	2021F		2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	14.573	16.857	20.891	25.019	Tiền và tương đương	207	359	164	780
Giá vốn hàng bán	-11.794	-13.252	-16.231	-19.175	Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
Lợi nhuận gộp	2.779	3.604	4.660	5.845	Các khoản phải thu	58	56	70	84
Chi phí bán hàng	-1.171	-1.532	-1.953	-2.458	Hàng tồn kho	4.968	5.521	6.840	7.846
Chi phí quản lý DN	-346	-478	-602	-731	TS ngắn hạn khác	173	173	173	173
LN thuần HĐKD	1.263	1.594	2.105	2.656	Tổng TS ngắn hạn	5.405	6.109	7.246	8.882
Thu nhập tài chính	7	8	8	14	TS dài hạn (gộp)	954	1.237	1.438	1.583
Chi phí tài chính	-66	-99	-111	-111	- Khấu hao lũy kế	-235	-307	-398	-504
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-66</i>	<i>-99</i>	<i>-111</i>	<i>-111</i>	TS dài hạn (ròng)	719	930	1.039	1.079
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	3	3	3	3	TS dài hạn khác	313	313	313	313
LNTT	1.206	1.507	2.005	2.562	Tổng TS dài hạn	1.033	1.243	1.353	1.393
Thuế TNDN	-246	-301	-401	-512	Tổng Tài sản	6.438	7.352	8.599	10.275
LNST trước CĐTS	960	1.205	1.604	2.050	Phải trả ngắn hạn	343	313	378	494
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	1.558	1.908	1.908	1.908
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	960	1.205	1.604	2.050	Nợ ngắn hạn khác	776	506	522	500
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh⁽¹⁾	960	1.205	1.604	2.050	Tổng nợ ngắn hạn	2.677	2.727	2.809	2.903
					Nợ dài hạn	8	100	100	100
EBITDA	1.305	1.667	2.196	2.762	Nợ dài hạn khác	8	8	8	8
EPS báo cáo, VND	4.083	5.011	6.602	8.355	Tổng nợ	2.693	2.835	2.917	3.010
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	4.083	5.011	6.602	8.355	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
EPS pha loãng, điều chỉnh ⁽¹⁾ VND	4.083	5.011	6.602	8.355	Vốn cổ phần	1.670	2.249	2.271	2.294
DPS, VND	2.000	1.800	1.800	1.800	Thặng dư vốn CP	925	948	970	993
DPS/EPS (%)	49%	36%	27%	22%	Lợi nhuận giữ lại	885	1.055	2.176	3.713
⁽¹⁾ Điều chỉnh cho khoản mục bất thường					Vốn khác	265	265	265	265
TỶ LỆ	2018	2019F	2020F	2021F	Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Tăng trưởng					Vốn chủ sở hữu	3.745	4.517	5.682	7.265
Tăng trưởng doanh thu	32,8%	15,7%	23,9%	19,8%	Tổng cộng nguồn vốn	6.438	7.352	8.599	10.275
Tăng trưởng LN HĐKD	33,0%	26,2%	32,1%	26,2%	Số cổ phiếu cuối năm, tr	222,7	224,9	227,1	229,4
Tăng trưởng LNTT	32,9%	24,9%	33,1%	27,8%	Cổ cổ phiếu quỹ cuối năm, tr	0,7	0,7	0,7	0,7
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	27,7%	22,7%	31,7%	26,6%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
Khả năng sinh lời					Tiền đầu năm	175	207	359	164
Biên LN gộp %	19,1%	21,4%	22,3%	23,4%	Lợi nhuận sau thuế	960	1.205	1.604	2.050
Biên LN từ HĐ %	8,7%	9,5%	10,1%	10,6%	Khấu hao	42	73	91	106
Biên EBITDA	9,0%	9,9%	10,5%	11,0%	Thay đổi vốn lưu động	-1.161	-851	-1.251	-926
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	6,6%	7,2%	7,7%	8,2%	Điều chỉnh khác	-143	-77	-78	-104
ROE %	28,7%	29,2%	31,4%	31,7%	Tiền từ hoạt động KD	-302	350	365	1.125
ROA %	17,6%	17,5%	20,1%	21,7%	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-336	-283	-200	-146
Chỉ số hiệu quả vận hành					Đầu tư	167	0	0	0
Số ngày tồn kho	130	144	139	140	Tiền từ HĐ đầu tư	-169	-283	-200	-146
Số ngày phải thu	1	1	1	1	Cổ tức đã trả	-265	-401	-405	-409
Số ngày phải trả	8	9	7	8	Tăng (giảm) vốn cổ phần	97	45	45	45
TG luân chuyển tiền	122	137	133	133	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-38	92	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	712	350	0	0
CS thanh toán hiện hành	2,0	2,2	2,6	3,1	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
CS thanh toán nhanh	0,1	0,2	0,1	0,3	Tiền từ hoạt động TC	503	86	-360	-363
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,1	0,3	Tổng lưu chuyển tiền tệ	32	152	-195	616
Nợ/Tài sản	24,3%	27,3%	23,4%	19,5%	Tiền cuối năm	207	359	164	780
Nợ/Vốn sử dụng	29,5%	30,8%	26,1%	21,7%					
Nợ/Vốn CSH	36,3%	36,5%	32,5%	16,9%					
Khả năng thanh toán lãi vay x	19,1	16,2	19,0	23,9					

Nguồn: thông tin từ công ty, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lê Trọng Nghĩa, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng và Chứng khoán

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Khắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.