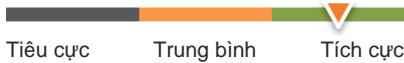


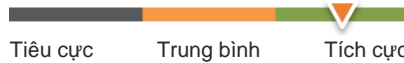
CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ)

Giá hiện tại VND101.500	Giá mục tiêu VND120.700	Tỷ suất cổ tức 1,8%	Khuyến nghị MUA	Ngành Hàng tiêu dùng
-----------------------------------	-----------------------------------	-------------------------------	---------------------------	--------------------------------

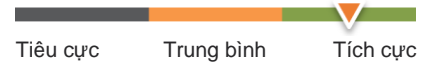
Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng ngắn hạn



Định giá



Ngày 23/10/2018

Nguyễn Như Bình Minh

minh.nguyennhu@vndirect.com.vn

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	137.077
Thấp nhất 52 tuần (VND)	66.778
KLGDQB 3 tháng (cp)	596.571
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	60.769
Thị giá vốn (tỷ VND)	16.895
SL CP đang lưu hành (tr)	162
Free float (%)	85
P/E trượt (x)	18,4
P/B hiện tại (x)	5,0

Cơ cấu sở hữu

Cao Thị Ngọc Dung	9,2%
LGM Investments Ltd	4,5%
Route One Investment Company	4,1%
Khác	82,2%

Nguồn: VNDIRECT

PNJ công bố kết quả kinh doanh 9T2018 tích cực với doanh thu tăng 35,5% yoy và lợi nhuận tăng 37,8% yoy. Các kết quả này cao hơn so với dự báo của chúng tôi do biên LNG mảng trang sức cải thiện và tỷ trọng mảng trang sức vàng trong doanh thu tăng vượt kỳ vọng của chúng tôi.

PNJ ghi nhận doanh thu thuần Q3/2018 đạt 3.151 tỷ đồng (+38,2% yoy) và lợi nhuận ròng đạt 178 tỷ đồng (+40,9% yoy) với biên LNG tăng mạnh lên 19,0% (so với 17,4% trong Q3/2017). Trong 9T2018, PNJ đạt 10.508 tỷ đồng doanh thu thuần (+35,5% yoy, hoàn thành 73,6% dự báo năm 2018 của chúng tôi) và 694 tỷ đồng lợi nhuận ròng (+37,8% yoy, hoàn thành 68,8% dự báo năm 2018 của chúng tôi).

Biên LNG tăng nhờ cải thiện cơ cấu sản phẩm và doanh thu. PNJ có thể cải thiện biên LNG trong 9T2018 lên 18,6% (so với 17,4% trong 9T2017), chủ yếu do 1) tỷ trọng của PNJ Gold trong doanh thu vàng trang sức tăng lên 79,0% (so với 77,6% trong 9T2017) và 2) tăng tỷ trọng của các sản phẩm có biên LN cao như trang sức đá quý (biên LNG~30-60%) trong doanh thu vàng trang sức.

SSSG của các cửa hàng bán lẻ vàng của PNJ tăng lên 23% (so với 22% trong 9T2017), do 1) giá trị trung bình đơn hàng tăng 15% yoy, và 2) lượng khách hàng mới tăng thêm 49% yoy và khách hàng quay lại tăng 58% yoy, cho thấy giá trị thương hiệu tăng lên và hoạt động bán hàng được cải thiện.

SSSG của các cửa hàng bán lẻ bạc PNJ vẫn duy trì ở mức 1%, do sự thay đổi chiến lược của doanh nghiệp hướng đến đối tượng khách hàng nữ 15-25 tuổi thay vì tiếp tục khai thác nhóm 25-35 tuổi như trước đó. Tuy nhiên, ban lãnh đạo của PNJ cho biết KQKD mảng bạc bán lẻ trong Q3 đã tăng dần so với Q2.

Mở rộng mạng lưới cửa hàng nhanh chóng vượt kế hoạch của doanh nghiệp. Trong Q3, doanh nghiệp mở thêm 44 cửa hàng mới và đóng cửa 5 cửa hàng cũ, tăng thêm 39 cửa hàng và nâng tổng số cửa hàng lên 308 vào cuối Q3/2018 (so với kế hoạch 309 cửa hàng vào cuối năm của ban lãnh đạo). Mạng lưới cửa hàng bao gồm 243 cửa hàng PNJ Gold, 62 cửa hàng PNJ Silver và 3 cửa hàng CAO. Tốc độ mở cửa hàng mới vượt kỳ vọng do số cửa hàng hiện tại đã đạt đến 98% ước tính của chúng tôi cho năm 2018.

Khuyến nghị MUA, do lợi nhuận phù hợp với dự báo của chúng tôi. Chúng tôi sẽ điều chỉnh định giá và phát hành báo cáo cập nhật sau đó.

Tổng quan tài chính (VND)	12-15A	12-16A	12-17A	12-18E
Doanh thu thuần (tỷ)	7.706	8.565	10.977	14.271
Tăng trưởng DT thuần	(16,2%)	11,1%	28,2%	30,0%
Biên lợi nhuận gộp	15,2%	16,5%	17,4%	17,9%
Biên EBITDA	3,1%	7,4%	8,4%	8,7%
LN ròng (tỷ)	73	451	725	1.010
Tăng trưởng LN ròng	(72,9%)	517,8%	60,8%	39,3%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(68,7%)	385,7%	76,2%	40,2%
EPS cơ bản	497	3.068	4.471	6.229
EPS điều chỉnh	20	2.483	3.848	5.513
BVPS	8.952	10.211	18.193	22.621
ROAE	5,6%	32,0%	32,6%	30,5%

Nguồn: VNDIRECT

Chi phí QLDN tăng 76,6% yoy trong 9T2018 do thực hiện dự án chuyển đổi kỹ thuật số và mở rộng cửa hàng nhanh chóng. Bên cạnh việc thuê nhân viên cho cửa hàng mới mở, PNJ phải tiếp tục tuyển thêm nhân viên IT để phát triển các dự án Hoạch định Nguồn lực Doanh nghiệp (ERP) và Quản lý Quan hệ Khách hàng (CRM), đều là những yếu tố quan trọng trong chiến lược của PNJ để cải thiện hiệu quả và giảm sự phụ thuộc vào việc mở cửa hàng mới để thúc đẩy tăng trưởng trong giai đoạn 2018-2019. Chi phí lương tăng 73,1% yoy trong Q3.

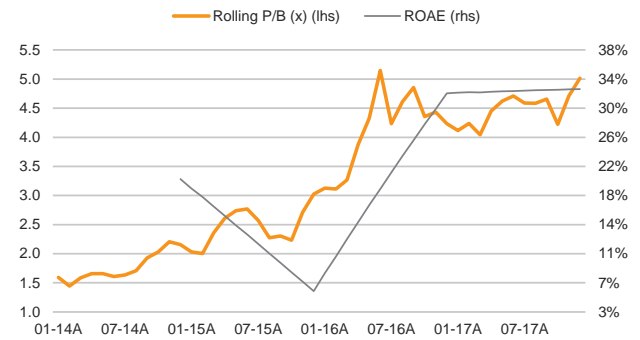
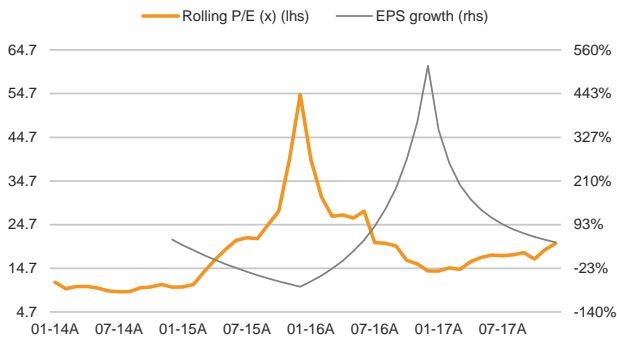
PNJ ghi nhận tăng trưởng doanh thu và biên LNG cao hơn dự kiến nhưng lợi nhuận vẫn phù hợp với dự báo của chúng tôi. Doanh thu 9T2018 (+35,5% yoy, hoàn thành 73,6% dự báo năm 2018 của chúng tôi) và biên LNG (18,6%, so với 17,9% theo ước tính của chúng tôi) đều vượt kỳ vọng chủ yếu do 1) tăng trưởng doanh thu mảng trang sức vàng cải thiện và đạt 37,9% yoy (so với mức dự phóng 20,1% yoy) cùng với tốc độ mở cửa hàng mới nhanh hơn dự kiến; và 2) biên LNG mảng trang sức vàng tăng lên 21,6% (so với mức dự phóng 20,8% của chúng tôi). Tuy nhiên, chi phí QLDN (+76,6% yoy, chiếm đến 97,6% dự báo năm 2018 của chúng tôi) tăng nhanh hơn ước tính (do mở cửa hàng mới nhanh chóng và chi phí IT), dẫn đến tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn tăng trưởng doanh thu (hoàn thành 68,8% dự báo năm 2018 của chúng tôi).

Hình 1: Tóm tắt kết quả kinh doanh 9T2018

(tỷ đồng)	Q3/2018	yoy	9T2018	So với dự		Nhận xét
				yoy	báo 2018	
		chg		chg		
Doanh thu thuần	3.150,8	38,2%	10.507,7	35,5%	73,6%	
<i>Trang sức</i>	3.136,1	38,3%	10.460,2	35,6%	71,8%	Cao hơn dự báo của chúng tôi vì doanh thu bán lẻ trang sức vàng tăng 37,9% yoy (so với 20,1% trong dự báo) và một phần do mở rộng hệ thống cửa hàng nhanh hơn dự kiến
<i>Phụ kiện</i>	4,8	-4,0%	16,8	5,2%	42,0%	
<i>Dịch vụ</i>	10,0	47,1%	30,7	44,3%	113,7%	
Lợi nhuận gộp	600,0	51,4%	1.952,9	45,0%	76,6%	
<i>Biên LN gộp</i>	19,0%	+1,6 điểm%	18,6%	+1,2 điểm%	+0,7 điểm%	Biên LNG cải thiện đáng kể nhờ việc tăng tỷ trọng của trang sức vàng trong tổng doanh thu và thay đổi cơ cấu sản phẩm của trang sức vàng
Chi phí bán hàng	268,1	46,7%	818,6	48,3%	80,3%	Cao hơn dự báo của chúng tôi, do doanh thu tăng và mở rộng mạng lưới cửa hàng nhanh hơn dự kiến
Chi phí QLDN	93,0	98,7%	227,3	76,6%	97,6%	Cao hơn dự báo của chúng tôi do tăng chi phí để hỗ trợ dự án chuyển đổi kỹ thuật số
Lợi nhuận từ HĐKD	221,7	40,6%	868,3	38,9%	67,0%	
Lợi nhuận trước thuế	221,1	39,8%	869,4	37,8%	68,9%	
Lợi nhuận ròng	177,7	40,9%	694,4	37,8%	68,8%	Phù hợp với dự báo của chúng tôi do chi phí QLDN tăng mạnh đã bù lại việc doanh thu và lợi nhuận gộp cao hơn dự kiến

Nguồn: PNJ, VNDIRECT

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-16A	12-17A	12-18E
Doanh thu thuần	8.565	10.977	14.271
Giá vốn hàng bán	(7.153)	(9.065)	(11.722)
Chi phí quản lý DN	(133)	(188)	(233)
Chi phí bán hàng	(554)	(775)	(1.020)
LN hoạt động thuần	725	949	1.296
EBITDA thuần	691	910	1.230
Chi phí khấu hao	34	39	66
LN HĐ trước thuế & lãi vay	725	949	1.296
Thu nhập lãi	5	9	7
Chi phí tài chính	(182)	(56)	(43)
Thu nhập ròng khác	43	6	2
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	591	908	1.262
Thuế	(140)	(183)	(252)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	451	725	1.010
Thu nhập trên vốn	451	725	1.010
Cổ tức phổ thông	(246)	(185)	(292)
LN giữ lại	205	540	718

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-16A	12-17A	12-18E
Tiền và tương đương tiền	155	175	319
Đầu tư ngắn hạn	0	160	214
Các khoản phải thu ngắn hạn	63	85	92
Hàng tồn kho	2.839	3.402	4.142
Các tài sản ngắn hạn khác	46	74	85
Tổng tài sản ngắn hạn	3.103	3.896	4.852
Tài sản cố định	416	487	558
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	70	109	109
Tổng tài sản	3.589	4.492	5.519
Vay & nợ ngắn hạn	1.449	846	970
Phải trả người bán	326	279	361
Nợ ngắn hạn khác	247	364	409
Tổng nợ ngắn hạn	2.022	1.489	1.740
Vay & nợ dài hạn	59	46	105
Các khoản phải trả khác	7	7	6
Vốn điều lệ và	983	1.081	1.622
LN giữ lại	374	772	866
Vốn chủ sở hữu	1.501	2.950	3.668
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	3.589	4.492	5.519

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-16A	12-17A	12-18E
LN trước thuế	591	908	1.262
Khấu hao	34	39	66
Thuế đã nộp	(160)	(154)	(252)
Các khoản điều chỉnh khác	47	(142)	(5)
Thay đổi VLĐ	(539)	(542)	(628)
LC tiền thuần HĐKD	(27)	109	443
Đầu tư TSCĐ	(87)	(115)	(150)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	165	8	14
Các khoản khác	68	3	(54)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	(160)	0
LC tiền từ HĐĐT	146	(264)	(190)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	975	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quý	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	244	(615)	183
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(246)	(185)	(292)
LC tiền thuần HĐTC	(2)	175	(109)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	38	155	175
LC tiền thuần trong năm	117	20	144
Tiền & tương đương tiền cuối kì	155	175	319

Các chỉ số cơ bản

	12-16A	12-17A	12-18E
Dupont			
Biên LN ròng	5,3%	6,6%	7,1%
Vòng quay TS	2,61	2,72	2,85
ROAA	13,7%	17,9%	20,2%
Đòn bẩy tài chính	2,33	1,82	1,51
ROAE	32,0%	32,6%	30,5%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	1,45	1,33	1,23
Số ngày nắm giữ HTK	145	137	129
Số ngày phải trả tiền bán	16,7	11,2	11,2
Vòng quay TSCĐ	19,0	24,3	27,3
ROIC	15,0%	18,9%	21,3%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,53	2,62	2,79
Khả năng thanh toán nhanh	0,13	0,33	0,41
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,08	0,22	0,31
Vòng quay tiền	130	127	119
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	11,1%	28,2%	30,0%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	15,8%	30,9%	36,6%
Tăng trưởng LN ròng	517,8%	60,8%	39,3%
Tăng trưởng EPS	517,8%	45,7%	39,3%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	3.068	4.471	6.229
BVPS (VND)	10.211	18.193	22.621

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị

MUA	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
BÁN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Anirban Lahiri – Giám đốc Khối Phân tích

Email: anirban.lahiri@vndirect.com.vn

Nguyễn Như Bình Minh – Chuyên viên phân tích

Email: minh.nguyennhu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>