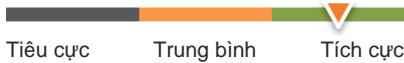


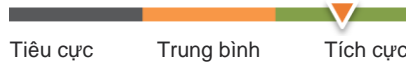
CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ) – BÁO CÁO CẬP NHẬT

Giá thị trường VND100.100	Giá mục tiêu VND126.500	Tỷ suất cổ tức 1,5%	Khuyến nghị MUA	Ngành Bán lẻ
-------------------------------------	-----------------------------------	-------------------------------	---------------------------	------------------------

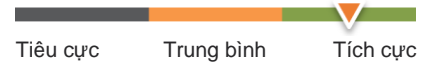
Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá



Ngày 02/05/2019

Natalie Nguyễn

minh.nguyennhu@vndirect.com.vn

Q1/2019: Cải thiện cơ cấu sản phẩm giúp tăng biên lợi nhuận

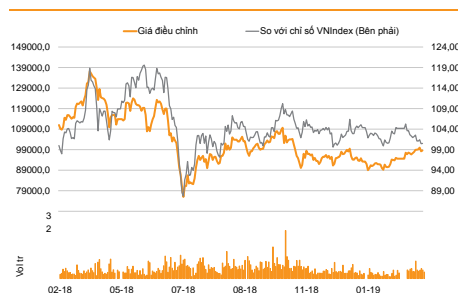
Tăng trưởng doanh thu 2 chữ số được đóng góp chủ yếu từ mảng vàng trang sức. Doanh thu Q1/2019 của PNJ đạt 4.738 tỷ đồng (+15,6% yoy) hoàn thành 25,9% dự báo năm 2019 của chúng tôi, kết quả này thấp hơn kỳ vọng vì Quý 1 thường là giai đoạn cao điểm doanh thu của PNJ (đóng góp khoảng 30% doanh thu cả năm). Mảng vàng trang sức ghi nhận mức tăng 13,0% yoy, trong khi mảng vàng miếng tăng trưởng mạnh ở mức 22,9% yoy nhờ doanh thu cải thiện trong ngày Thần Tài trong tháng 2.

Hệ thống bán lẻ đang mở rộng góp phần thúc đẩy mảng bán lẻ. Mảng bán lẻ vàng trang sức tăng trưởng 21,7% yoy trong Q1/2019 nhờ 1) tăng trưởng doanh thu trên mỗi cửa hàng (SSSG) đạt 11% yoy, 2) sự đóng góp đầy đủ của các cửa hàng mở trong năm 2018 và 3) 4 cửa hàng Vàng mới mở trong Q1/2019. Mặc dù đóng 3 cửa hàng Bạc, PNJ mở mới 1 cửa hàng CAO trong Quý 1, mở rộng sự hiện diện của mình lên 50/63 tỉnh thành và hoàn thành 13% kế hoạch mở rộng cửa hàng năm 2019. Tính đến cuối tháng 3/2019, PNJ có 327 cửa hàng hoạt động, bao gồm 260 cửa hàng Vàng, 63 cửa hàng Bạc và 4 cửa hàng CAO.

Biên LNG ghi nhận cao nhất từ trước đến nay ở mức 22% nhờ việc cải thiện cơ cấu sản phẩm. PNJ có mức biên LNG tăng đáng kể trong Q1 do 1) biên LNG mảng vàng trang sức cao hơn (+4,8 điểm %) nhờ tỷ trọng gia tăng của các sản phẩm đá quý với biên LN cao và 2) biên LNG mảng vàng miếng tăng (+1,2 điểm %) nhờ ra mắt các sản phẩm đặc biệt cho ngày vía Thần Tài. Vì vậy, PNJ ghi nhận lợi nhuận ròng đạt 428,7 tỷ đồng (+28% yoy), hoàn thành 36% kế hoạch năm 2019 của doanh nghiệp và 35% dự báo cả năm của chúng tôi.

Duy trì khuyến nghị Mua và giá mục tiêu 126.500 đồng. Với đánh giá tích cực về triển vọng của PNJ trong năm 2019, chúng tôi vẫn giữ khuyến nghị MUA và giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 126.500 đồng, tương ứng với P/E dự phóng 2019 ở mức 17,3x. Động lực tăng giá chính đến từ sự gia tăng biên lợi nhuận tốt hơn dự kiến, nhờ cơ cấu sản phẩm cải thiện và tỷ trọng cao hơn từ các sản phẩm cao cấp. Rủi ro giảm giá bao gồm tốc độ mở cửa hàng chậm hơn kỳ vọng và tăng trưởng doanh thu trên mỗi cửa hàng thấp hơn ước tính đối với các cửa hàng Vàng và Bạc.

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	122.797
Thấp nhất 52 tuần (VND)	73.559
KLGD BQ 3 tháng (cp)	0,28tr
GTGD BQ 3 tháng (tr VND)	28.206
Thị giá vốn (tỷ VND)	16.583
SL CP đang lưu hành (tr)	167
Free float (%)	85
P/E trượt (x)	15,5
P/B hiện tại (x)	4,1

Cơ cấu sở hữu

Cao Thị Ngọc Dung	9,0%
LGM Investments Ltd	4,4%
Route One Investment Company	4,0%
Khác	82,6%

Nguồn: VNDIRECT

Tổng quan tài chính (VND)	12-16A	12-17A	12-18A	12-19E
Doanh thu thuần (tỷ)	8.565	10.977	14.573	18.463
Tăng trưởng DT thuần	11,1%	28,2%	32,8%	26,7%
Biên lợi nhuận gộp	16,5%	17,4%	19,1%	19,3%
Biên EBITDA	8,1%	9,1%	9,0%	9,3%
LN ròng (tỷ)	451	725	960	1.219
Tăng trưởng LN ròng	517,8%	60,8%	32,4%	27,0%
Tăng trưởng LN cốt lõi	385,7%	76,2%	33,1%	27,1%
EPS cơ bản	3.068	4.471	5.749	7.299
EPS điều chỉnh	2.558	3.922	5.138	6.599
BVPS	10.211	18.193	22.425	27.737
ROAE	32,0%	32,6%	28,7%	29,1%

Nguồn: VNDIRECT

Hình 1: Tóm tắt KQKD Q1/2019

(tỷ đồng)	Q1/2018	Q1/2019	% yoy	So với dự báo năm 2019	Nhận xét
Doanh thu thuần	4.139,5	4.783,5	15,6%	25,9%	Thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi, hoàn thành 25,9% dự báo doanh thu năm 2019 của chúng tôi (so với tỷ trọng doanh thu Q1/2019 ước tính chiếm 30% doanh thu cả năm)
<i>Trang sức</i>	3.216,4	3.635,4	13,0%	24,1%	Thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi do 1) doanh thu bình quân trên mỗi cửa hàng thấp hơn dự kiến và 2) không ghi nhận 4 ngày kinh doanh cuối cùng của tháng 3/2019
<i>Vàng miếng</i>	910,7	1.119,3	22,9%	35,1%	
<i>Khác</i>	12,4	28,7	131,5%	8,0%	PNJ Watch dự kiến sẽ đẩy mạnh mở cửa hàng mới trong 6 tháng cuối năm 2019
Lợi nhuận gộp	770,0	1.049,4	36,3%	29,5%	
<i>Biên LN gộp</i>	18,6%	21,9%	+3,3% pts	+2,6% pts	Biên LNG cải thiện đáng kể và vượt kỳ vọng của chúng tôi, nhờ biên LN mảng trang sức gia tăng (từ 22,0% trong Q1/2018 lên 26,8% trong Q1/2019) và mảng vàng miếng (từ 2,0% trong Q1/2018 lên 3,2% trong Q1/2019)
Chi phí bán hàng	281,6	367,2	30,4%	25,1%	Theo sát dự báo của chúng tôi
% doanh thu	6,8%	7,7%	+0,9 điểm%	-0,2 điểm%	
Chi phí QLDN	60,6	115,6	90,8%	25,1%	Theo sát dự báo của chúng tôi
% doanh thu	1,5%	2,4%	+0,9 điểm%	-0,1 điểm%	
Lợi nhuận trước thuế	420,8	543,2	29,1%	35,6%	
Lợi nhuận ròng	336,3	428,7	27,5%	35,1%	
Biên LN ròng	8,1%	9,0%	+0,9 điểm%	+2,4 điểm%	Cao hơn dự báo của chúng tôi

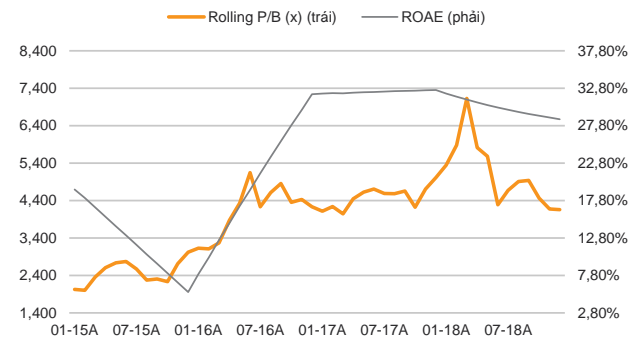
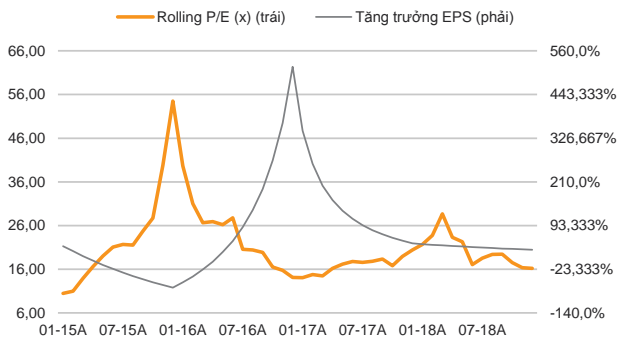
(*) Chú thích: Kỳ báo cáo Q1/2019 kết thúc vào ngày 26 tháng 3 do việc triển khai hệ thống ERP và bốn ngày kinh doanh còn lại của tháng 3 sẽ được ghi nhận vào Q2/2019.
Nguồn: PNJ, VNDIRECT

Hình 2: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành tại ngày 24/4/2019

Công ty	Quốc gia	Thị giá vốn (tỷ USD)	Tăng trưởng LNST (%)	Tăng trưởng EPS (% YoY)	ROE (%)	ROA (%)	Tỷ lệ nợ/vốn CSH (%)	P/E (lần)	P/B (lần)
Tiffany & Co	Mỹ	12.961	14,3	15,7	18,6	10,9	31,8	22,4	4,2
Chow Tai Fook Jewellery Group	Hồng Kông	10.811	16,7	17,0	13,9	7,4	38,9	19,9	2,9
LEYSEN Jewelry Inc	Trung Quốc	727	(32,4)	4,7	12,9	10,6	0,1	23,4	2,1
Trung bình			(0,5)	12,5	15,1	9,7	23,6	21,9	3,0
Trung vị			14,3	15,7	13,9	10,6	31,8	22,4	2,9
PNJ	Việt Nam	713	30,3	26,6	29,1	19,4	41,8	15,5	4,1

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-17A	12-18A	12-19E
Doanh thu thuần	10.977	14.573	18.463
Giá vốn hàng bán	(9.065)	(11.794)	(14.906)
Chi phí quản lý DN	(188)	(346)	(461)
Chi phí bán hàng	(775)	(1.171)	(1.465)
LN hoạt động thuần	949	1.262	1.631
EBITDA thuần	988	1.304	1.697
Chi phí khấu hao	(39)	(42)	(66)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	949	1.262	1.631
Thu nhập lãi	9	7	9
Chi phí tài chính	(56)	(66)	(119)
Thu nhập ròng khác	6	3	3
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	908	1.206	1.524
Thuế	(183)	(246)	(305)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	725	960	1.219
Thu nhập trên vốn	725	960	1.219
Cổ tức phổ thông	(185)	(265)	(334)
LN giữ lại	540	695	885

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-17A	12-18A	12-19E
Tiền và tương đương tiền	175	207	367
Đầu tư ngắn hạn	160	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	85	176	208
Hàng tồn kho	3.402	4.816	5.712
Các tài sản ngắn hạn khác	74	82	110
Tổng tài sản ngắn hạn	3.896	5.281	6.397
Tài sản cố định	487	719	1.129
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	109	304	320
Tổng tài sản	4.492	6.304	7.846
Vay & nợ ngắn hạn	846	1.558	1.974
Phải trả người bán	279	291	346
Nợ ngắn hạn khác	364	693	878
Tổng nợ ngắn hạn	1.489	2.542	3.198
Vay & nợ dài hạn	46	8	8
Các khoản phải trả khác	7	9	8
Vốn điều lệ và	1.081	1.670	1.670
LN giữ lại	772	885	1.700
Vốn chủ sở hữu	2.950	3.745	4.632
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	4.492	6.304	7.846

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-17A	12-18A	12-19E
LN trước thuế	908	1.206	1.524
Khấu hao	39	42	66
Thuế đã nộp	(154)	(232)	(305)
Các khoản điều chỉnh khác	(142)	(175)	(9)
Thay đổi VLĐ	(542)	(1.144)	(706)
LC tiền thuần HĐKD	109	(303)	570
Đầu tư TSCĐ	(115)	(336)	(477)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	8	1	2
Các khoản khác	3	6	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(160)	160	(16)
LC tiền từ HĐĐT	(264)	(169)	(491)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	975	97	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(615)	672	415
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(185)	(265)	(334)
LC tiền thuần HĐTC	175	504	81
Tiền & tương đương tiền đầu kì	155	175	207
LC tiền thuần trong năm	20	32	160
Tiền & tương đương tiền cuối kì	175	207	367

Các chỉ số cơ bản

	12-17A	12-18A	12-19E
Dupont			
Biên LN ròng	6,6%	6,6%	6,6%
Vòng quay TS	2,72	2,70	2,61
ROAA	17,9%	17,8%	17,2%
Đòn bẩy tài chính	1,82	1,61	1,69
ROAE	32,6%	28,7%	29,1%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	1,33	1,98	1,70
Số ngày nắm giữ HTK	137	149	140
Số ngày phải trả tiền bán	11,2	9,0	8,5
Vòng quay TSCĐ	24,3	24,2	20,0
ROIC	18,9%	18,1%	18,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,62	2,08	2,00
Khả năng thanh toán nhanh	0,33	0,18	0,21
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,22	0,08	0,11
Vòng quay tiền	127	142	133
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	28,2%	32,8%	26,7%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	30,9%	33,0%	29,2%
Tăng trưởng LN ròng	60,8%	32,4%	27,0%
Tăng trưởng EPS	45,7%	28,6%	27,0%
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	4.471	5.749	7.299
BVPS (VND)	18.193	22.425	27.737

Nguồn: VNDIRECT

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.

Trần Thị Khánh Hiền – Phó Giám đốc Khối Phân Tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Natalie Nguyễn – 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>