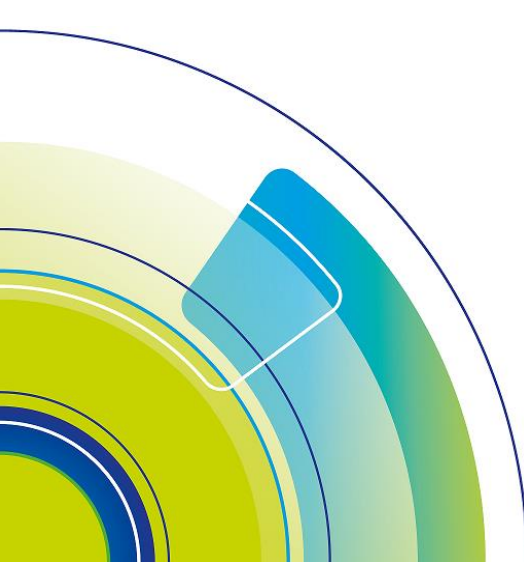




Cập nhật PNJ – MUA

Ngày 25/07/2018



Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 – Ext: 327

chiltk@acbs.com.vn

Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị

MUA

HSX: PNJ

Hàng tiêu dùng không thiết yếu

Giá mục tiêu (VND) **104.296**

Giá hiện tại (VND) **92.000**

Tỷ lệ tăng giá 13,3%

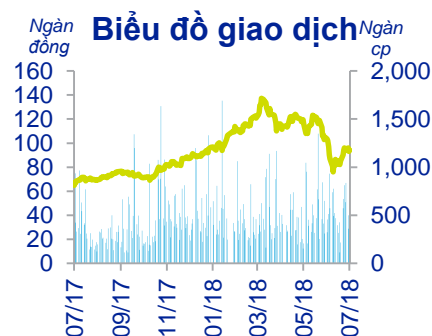
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 2,2%

Tổng tỷ suất lợi nhuận **15,5%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	3,1	-11,3	-19,7	46,1
Tương đối	7,3	-6,7	-6,7	20,2

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

B. Cao Thị Ngọc Dung	9,2%
B. Trương Ngọc Phượng	5,5%
Route One Fund	4,8%

Thông kê 25/7/18

Mã Bloomberg	PNJ VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	64.000-138.733
SL lưu hành (triệu cp)	162
Vốn hóa (tỷ đồng)	15.257
Vốn hóa (triệu USD)	665
Room khối ngoại còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	64,1
KLGD TB 3 tháng (cp)	500.301
VND/USD	23.250
Index: VNIndex / HNX	927,6/103,6

CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ VN)

Công ty ghi nhận tốc độ tăng trưởng ấn tượng trong 6T2018 nhờ mảng bán lẻ tiếp tục mở rộng, hứa hẹn có thể vượt kế hoạch năm. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo và nâng khuyến nghị lên **MUA**.

PNJ công bố KQKD Q2/2018 với doanh thu thuần hợp nhất 3.217 tỷ đồng (+37,2% n/n) và LNST 180 tỷ đồng (+40% n/n), tương ứng 104% dự phóng của chúng tôi. Lũy kế 6T2018, doanh thu thuần tăng 34,3% n/n, đạt 7.357 tỷ đồng, hoàn thành 54% kế hoạch năm. Mức tăng trưởng này nhờ doanh thu vàng miếng tăng 24,5%, trang sức vàng tăng 36,6% và trang sức bạc tăng 26,7%. 78% doanh thu vẫn đến từ trang sức vàng.

Doanh thu bán lẻ vàng trang sức tăng mạnh 43% n/n trong khi doanh thu bán lẻ bạc cũng tăng 27%. Trong 6T2018 đã có 31 cửa hàng được mở mới (đóng cửa 2 cửa hàng), đưa số cửa hàng lên 298, gồm 232 cửa hàng vàng, 62 bạc và 4 cửa hàng CAO. Với tốc độ mở rộng khá mạnh trong vài năm gần đây, chúng tôi dự đoán số lượng cửa hàng có thể đạt quanh mức 330 vào cuối năm nay. Tốc độ tăng trưởng cùng cửa hàng trong 6T2018 được ghi nhận ở mức 23%, chủ yếu nhờ tăng trưởng khách hàng mới và tần suất mua hàng tăng. Tuy nhiên, chúng tôi không cho rằng tốc độ này có thể bền vững trong các năm tới.

LNST trong 6T2018 tăng trưởng 36,8% n/n, đạt 517 tỷ đồng, hoàn thành 59% kế hoạch năm, nhờ biên lợi nhuận gộp mở rộng lên 18,4% so với 17,4% trong 6T2017, mặc dù tỷ lệ CPBH&QL/doanh thu thuần tiếp tục tăng lên mức 9,3% so với 8,2% trong cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp có thể cải thiện thêm trong những năm tiếp theo nhờ tiếp tục mở rộng hoạt động bán lẻ. Công ty vẫn đang tiến hành xây dựng hệ thống ERP mới (vốn đầu tư 6,8 triệu \$) và dự kiến đưa vào vận hành từ tháng 4/2019.

Trong tháng 6/2018, bà Nguyễn Thị Cúc, nguyên UV HĐQT PNJ đã bị cơ quan điều tra ra quyết định khởi tố về hành vi "thiếu tinh thần trách nhiệm gây hậu quả nghiêm trọng" trong thời gian là Trưởng ban kiểm soát tại ngân hàng Đông Á. Sự kiện này có lẽ đã gây ra một số lo ngại về tác động tiêu cực đối với PNJ, tuy nhiên, PNJ khẳng định không có liên quan trách nhiệm pháp lý đối với vụ án của DAB.

Cho cả năm 2018, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng doanh thu thuần của PNJ lên 14.306 tỷ đồng (+30,3% n/n) và LNST lên 936 tỷ đồng (+29,2% n/n). Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 104.296 đồng/cp, dựa trên phương pháp DCF và P/E.

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
DT thuần (tỷ đồng)	8.565	10.977	14.306	17.235	20.152
Tăng trưởng (%)	11,1%	28,2%	30,3%	20,5%	16,9%
EBITDA (tỷ đồng)	651	993	1.226	1.472	1.720
Biên EBITDA (%)	7,6%	9,0%	8,6%	8,5%	8,5%
LN ròng (tỷ đồng)	450	725	936	1.126	1.315
Tăng trưởng LN (%)	496,5%	60,9%	29,2%	20,2%	16,8%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2.668	4.249	5.218	6.273	7.330
Tăng trưởng (%)	594,4%	59,2%	22,8%	20,2%	16,8%
ROE (%)	32,0%	32,6%	28,8%	28,7%	27,8%
ROA (%)	13,7%	17,9%	18,7%	19,0%	19,6%
Nợ ròng / EBITDA (x)	2,1	0,6	0,8	0,7	0,5
EV/EBITDA (x)	16,6	10,9	8,8	7,3	6,3
EV/Doanh thu (x)	1,2	0,9	0,7	0,6	0,5
P/E (x)	34,5	21,7	17,6	14,7	12,6
P/B (x)	6,0	3,2	4,2	3,5	2,9
Cổ tức (đồng)	1.800	2.000	2.000	2.500	2.500
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2,0%	2,2%	2,2%	2,7%	2,7%

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ PNJ	Giá hiện tại (đồng):	92.000	Giá mục tiêu (đồng):	104.296	Vốn hóa (tỷ đồng):	15.257
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
Doanh thu thuần	8.565	10.977	14.306	17.235	20.152	
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>11,1%</i>	<i>28,2%</i>	<i>30,3%</i>	<i>20,5%</i>	<i>16,9%</i>	
GVHB trừ khấu hao	7.119	9.026	11.660	14.001	16.331	
Chi phí bán hàng	554	775	1.132	1.398	1.655	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	133	188	290	366	449	
Doanh thu tài chính	1	6	4	5	6	
Chi phí tài chính	108	1	2	2	3	
EBITDA	651	993	1.226	1.472	1.720	
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	<i>7,6%</i>	<i>9,0%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,5%</i>	
Khấu hao	34	39	34	42	52	
Lợi nhuận từ HĐKD	617	954	1.192	1.430	1.669	
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	<i>7,2%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,3%</i>	
Lợi nhuận/Lỗ khác	43	6	-	-	-	
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	(1)	-	-	-	-	
Chi phí lãi vay ròng	69	52	21	21	23	
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,5%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,4%</i>	
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>9,0</i>	<i>18,3</i>	<i>57,6</i>	<i>67,0</i>	<i>71,8</i>	
Thuế	140	182	235	282	330	
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>25,6%</i>	<i>20,2%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,1%</i>	
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-	
Lợi nhuận ròng	450	725	936	1.126	1.315	
Tiền mặt đạt được	485	764	971	1.168	1.367	
Tổng số lượng cổ phiếu	98.274.600	108.102.060	162.139.324	162.139.324	162.139.324	
EPS (VND) (sau khi trừ cp quỹ)	4.002	6.373	5.218	6.273	7.330	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,67	0,67	1,00	1,00	1,00	
EPS hiệu chỉnh (VND)	2.668	4.249	5.218	6.273	7.330	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>594,4%</i>	<i>59,2%</i>	<i>22,8%</i>	<i>20,2%</i>	<i>16,8%</i>	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Thay đổi vốn lưu động	538	515	812	717	702
Capex	-78	107	321	88	88
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	-82	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	11	-136	60	-22	-33
Dòng tiền tự do	117	5	-102	341	544
Phát hành cp	(0)	975	(0)	(0)	(0)
Cổ tức đã trả	246	185	324	405	405
Thay đổi nợ ròng	129	-795	427	64	-138
Nợ ròng cuối năm	1.353	557	984	1.048	910
Vốn CSH	1.500	2.950	3.562	4.282	5.192
Giá trị sổ sách/cp (VND)	15.267	28.698	21.967	26.411	32.024
Nợ ròng / VCSH (%)	90,1%	18,9%	27,6%	24,5%	17,5%
Nợ ròng / EBITDA (x)	2,1	0,6	0,8	0,7	0,5
Tổng tài sản	3.588	4.492	5.531	6.316	7.088

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018F	2019F	2020F
ROE (%)	32,0%	32,6%	28,8%	28,7%	27,8%
ROA (%)	13,7%	17,9%	18,7%	19,0%	19,6%
ROIC (%)	18,8%	24,1%	23,7%	23,1%	23,3%
WACC (%)	7,8%	9,9%	9,0%	9,1%	9,6%
EVA (%)	11,0%	14,2%	14,6%	14,0%	13,8%
P/E (x)	34,5	21,7	17,6	14,7	12,6
EV/EBITDA (x)	16,6	10,9	8,8	7,3	6,3
EV/FCF (x)	85,7	1841,6	-97,8	29,4	18,4
P/B (x)	6,0	3,2	4,2	3,5	2,9
P/S (x)	1,1	0,9	0,7	0,5	0,5
EV/sales (x)	1,2	0,9	0,7	0,6	0,5
PEG	0,2	0,6	0,9	0,9	1,0
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2,0%	2,2%	2,2%	2,7%	2,7%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3942 9395
Fax: (+84 4) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận – Phân tích Cơ bản

Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)

chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện,

Trần Thị Hải Yến

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)

yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)

trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Trần Nhật Trung

(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)

trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Điện

Nguyễn Trí Cường

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

cuongnt@acbs.com.vn

NVPT – Dầu khí

Phan Việt Hưng

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)

hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Công nghiệp

Trần Trí An Phúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)

phuctta@acbs.com.vn

NVPT – Khối khách hàng cá nhân

Trịnh Viết Hoàng Minh

(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)

minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – Kỹ thuật

Lương Duy Phước

(+84 28) 3823 4159 (x250)

phuocld@acbs.com.vn

NVPT – Kỹ thuật, Kinh tế

Vĩ mô, Trái phiếu

Trần Vi Phúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

phuctv@acbs.com.vn

KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung

(+84 28) 54 043 070

tyler@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp

PTKH

Phan Hồng Diệp

(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)

diepph@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Xuân Hằng

(+84 28) 3823 4160

hangnx@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh

(+84 28) 54046626

thanhtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Lý Ngọc Dung

(+84 28) 54046630

dungln.hso@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

GIỮ: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn 0-15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2018). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.