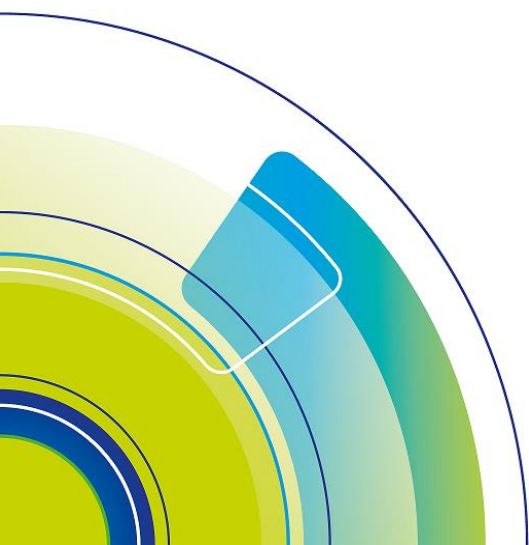




Cập nhật PNJ – MUA

Ngày 29/11/2018



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) **112.069**

Giá hiện tại (VND) **95.500**

Tỷ lệ tăng giá 17,3%

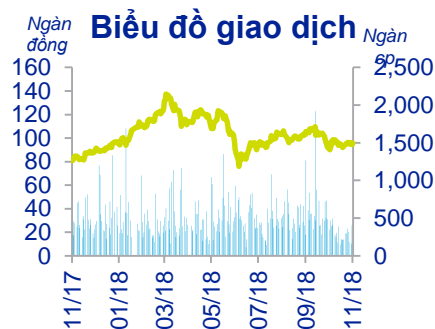
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 2,1%

Tổng tỷ suất lợi nhuận **19,4%**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	5,8	2,1	-8,3	18,3
Tương đối	9,6	-0,5	-1,7	18,0

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

B.Cao Thị Ngọc Dung	9,3%
Vinacapital	8,8%
B.Trương Ngọc Phượng	6,8%

Thông kê 28-11-18

Mã Bloomberg **PNJ VN**

Thấp/Cao 52 tuần (VND) 75.000-138.733

SL lưu hành (triệu cp) 162

Vốn hóa (tỷ đồng) 15.484

Vốn hóa (triệu USD) 662

Room khối ngoại còn lại (%) 0,0

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%) 69,0

KLGD TB 3 tháng (cp) 481.314

VND/USD 23.385

Index: VNIndex / HNX 930,2/104,1

CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ VN)

Công ty ghi nhận tốc độ tăng trưởng ấn tượng trong 9T2018 nhờ mảng bán lẻ tiếp tục mở rộng, hứa hẹn vượt kế hoạch năm 2018 và triển vọng tích cực cho 2019. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** và chuyển giá mục tiêu sang năm 2019.

PNJ công bố KQKD Q3/2018 với doanh thu thuần hợp nhất 3.151 tỷ đồng (+38% n/n) và LNST 178 tỷ đồng (+41% n/n). Lũy kế 9T2018, doanh thu thuần tăng 35% n/n, đạt 10.508 tỷ đồng, tương ứng 71% dự phóng cả năm của chúng tôi. Mức tăng trưởng này có được là nhờ doanh thu vàng miếng tăng 27,9%, trang sức vàng tăng 38,5% và trang sức bạc tăng 22,5%. Khoảng 79% doanh thu vẫn đến từ trang sức vàng.

Doanh thu bán lẻ tăng mạnh 51% n/n với tổng số cửa hàng đang hoạt động tính đến 30/9/2018 là 308, so với 269 cửa hàng vào cuối năm 2017. Trong đó bao gồm 243 cửa hàng vàng, 62 cửa hàng bạc và 3 cửa hàng CAO. TP.HCM vẫn là nơi tập trung nhiều cửa hàng nhất với 127 cửa hàng, trong khi miền Bắc - thị trường mục tiêu mà công ty đang tăng cường sự hiện diện - mở thêm 7 cửa hàng nâng tổng số lên 57 cửa hàng. Tốc độ tăng trưởng cùng cửa hàng trong 9T2018 được ghi nhận ở mức 23%, công ty cho biết chủ yếu nhờ tăng trưởng khách hàng mới, tăng quy mô mỗi đơn hàng và tần suất khách hàng cũ quay lại. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn cho rằng mức tăng trưởng này khó có thể duy trì liên tục trong nhiều năm tới khi mạng lưới cửa hàng ngày càng mở rộng.

LNST trong 9T2018 tăng trưởng 38% n/n, đạt 694 tỷ đồng, hoàn thành 70% dự phóng cả năm của chúng tôi, nhờ biên lợi nhuận gộp mở rộng lên 18,6% so với 17,4% trong 9T2017, mặc dù tỷ lệ CPBH&QLDN/doanh thu thuần tiếp tục tăng lên mức 10% so với 8,8% trong cùng kỳ. Chúng tôi dự phóng những tỷ lệ này có thể duy trì cho cả năm 2018.

Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu thuần của PNJ trong 2018 là 14.864 tỷ đồng (+35,4% n/n) và LNST 994 tỷ đồng (+37,1% n/n). Đà tăng trưởng tích cực này được kỳ vọng sẽ tiếp tục trong những năm sắp tới trên cơ sở thị trường bán lẻ tại Việt Nam đang phát triển sôi động, nhu cầu cho nhóm hàng xa xỉ đang dần mở rộng theo xu hướng thu nhập cải thiện, cùng với uy tín sẵn có và chiến lược tập trung vào phân khúc bán lẻ của công ty. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần và LNST năm 2019 của PNJ sẽ tăng tương ứng 28,2% và 26,9%. Kết hợp phương pháp định giá DCF và P/E, giá mục tiêu của chúng tôi cho cổ phiếu là 112.069 đ/cp, tương đương tổng tỷ suất sinh lợi 19,4% vào cuối 2019.

	2017	2018F	2019F	2020F	2021F
DT thuần (tỷ đồng)	10.977	14.864	19.051	23.782	28.970
Tăng trưởng (%)	28,2%	35,4%	28,2%	24,8%	21,8%
EBITDA (tỷ đồng)	993	1.327	1.676	2.074	2.503
Biên EBITDA (%)	9,0%	8,9%	8,8%	8,7%	8,6%
LN ròng (tỷ đồng)	725	994	1.262	1.552	1.877
Tăng trưởng LN (%)	60,9%	37,1%	26,9%	23,0%	21,0%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4.249	5.539	7.030	8.647	10.460
Tăng trưởng (%)	59,2%	30,4%	26,9%	23,0%	21,0%
ROE (%)	32,6%	30,3%	30,9%	30,3%	29,3%
ROA (%)	17,9%	19,5%	20,1%	20,8%	22,0%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0,6	0,8	0,8	0,7	0,4
EV/EBITDA (x)	11,2	8,4	6,7	5,4	4,5
EV/Doanh thu (x)	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4
P/E (x)	22,5	17,2	13,6	11,0	9,1
P/B (x)	3,3	4,3	3,4	2,7	2,2
Cổ tức (đồng)	2.000	2.000	2.000	2.500	3.000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2,1%	2,1%	2,1%	2,6%	3,1%

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ PNJ	Giá hiện tại (đồng):	95.500	Giá mục tiêu (đồng):	112.069	Vốn hóa (tỷ đồng):	15.484
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	
Doanh thu thuần	10.977	14.864	19.051	23.782	28.970	
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>28,2%</i>	<i>35,4%</i>	<i>28,2%</i>	<i>24,8%</i>	<i>21,8%</i>	
GVHB trừ khấu hao	9.026	12.058	15.402	19.150	23.264	
Chi phí bán hàng	775	1.161	1.546	2.001	2.496	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	188	320	430	561	712	
Doanh thu tài chính	6	4	6	7	8	
Chi phí tài chính	1	2	2	3	4	
EBITDA	993	1.327	1.676	2.074	2.503	
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	<i>9,0%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,6%</i>	
Khấu hao	39	35	45	58	66	
Lợi nhuận từ HĐKD	954	1.292	1.631	2.016	2.437	
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,4%</i>	
Lợi nhuận/Lỗ khác	6	-	-	-	-	
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	-	-	-	-	-	
Chi phí lãi vay ròng	52	49	53	74	89	
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,9%</i>	<i>4,4%</i>	<i>5,6%</i>	<i>7,9%</i>	
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>18,3</i>	<i>26,5</i>	<i>31,0</i>	<i>27,1</i>	<i>27,3</i>	
Thuế	182	249	317	389	471	
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>20,2%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,1%</i>	
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-	
Lợi nhuận ròng	725	994	1.262	1.552	1.877	
Tiền mặt đạt được	764	1.029	1.307	1.610	1.943	
Tổng số lượng cổ phiếu	108.102.060	162.139.324	162.139.324	162.139.324	162.139.324	
EPS (VND) (sau khi trừ cp quỹ)	6.373	5.539	7.030	8.647	10.460	
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	0,67	1,00	1,00	1,00	1,00	
EPS hiệu chỉnh (VND)	4.249	5.539	7.030	8.647	10.460	
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>59,2%</i>	<i>30,4%</i>	<i>26,9%</i>	<i>23,0%</i>	<i>21,0%</i>	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2017	2018F	2019F	2020F	2021F
Thay đổi vốn lưu động	515	937	1.034	1.155	905
Capex	107	353	140	88	77
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	-	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	-136	60	-22	-33	2
Dòng tiền tự do	5	-201	111	334	962
Phát hành cp	975	(0)	(0)	(0)	(0)
Cổ tức đã trả	185	324	324	405	486
Thay đổi nợ ròng	-795	526	214	71	-476
Nợ ròng cuối năm	557	1.083	1.296	1.368	892
Vốn CSH	2.950	3.619	4.557	5.703	7.094
Giá trị sổ sách/cp (VND)	28.698	22.322	28.104	35.176	43.753
Nợ ròng / VCSH (%)	18,9%	29,9%	28,5%	24,0%	12,6%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0,6	0,8	0,8	0,7	0,4
Tổng tài sản	4.492	5.688	6.839	8.056	8.971

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2017	2018F	2019F	2020F	2021F
ROE (%)	32,6%	30,3%	30,9%	30,3%	29,3%
ROA (%)	17,9%	19,5%	20,1%	20,8%	22,0%
ROIC (%)	24,1%	25,2%	24,7%	24,9%	25,9%
WACC (%)	13,3%	10,1%	9,9%	10,3%	11,1%
EVA (%)	10,8%	15,0%	14,8%	14,6%	14,7%
P/E (x)	22,5	17,2	13,6	11,0	9,1
EV/EBITDA (x)	11,2	8,4	6,7	5,4	4,5
EV/FCF (x)	1907,7	-51,5	93,6	31,0	10,8
P/B (x)	3,3	4,3	3,4	2,7	2,2
P/S (x)	0,9	0,7	0,5	0,4	0,3
EV/Doanh thu (x)	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4
PEG	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2,1%	2,1%	2,1%	2,6%	3,1%

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 – Tài chính
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

KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung

(+84 28) 54 043 070
tyler@acbs.com.vn

Giám đốc Kinh doanh KHĐC

Patrick Mitchell

(+84 28) 5404 6632
patrick@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH
Phan Hồng Diệp

(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)
diepph@acbs.com.vn

Chuyên viên PTKH
Tống Thị Hồng Hà

(+84 28) 3823 4159 (ext: 306)
hatth@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận GDKHĐC

Chu Thị Kim Hương
(+84 28) 54046630 (x308)
huongctk@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Thị Thanh Nhân
(+84 28) 3823 4159 (ext: 311)
nhanntt.sgn@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.