



## CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận [MUA, +16.3%] (PNJ: HOSE)

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

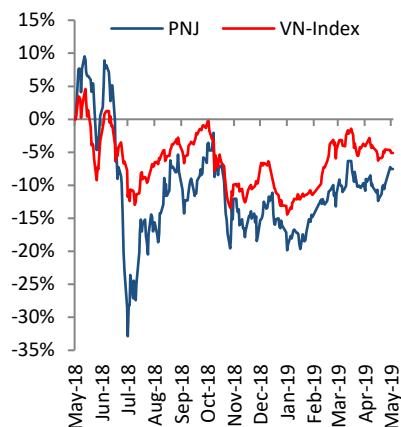
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	107,500
Giá mục tiêu (đồng/cp)	125,000
Tiềm năng tăng/giảm (%)	16.3
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	121,624
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	74,540
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	13.2
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	-4.6
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	8.1
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	17,018
KLGDĐQ (SLCP, 3 tháng)	294,693
SL CP lưu hành (triệu cp)	167.0
Nước ngoài đang sở hữu (%)	49.0
Giới hạn SH nước ngoài (%)	49.0
P/E trượt 12 tháng (x)	15.7
P/E dự phóng 12 tháng (x)	14.5

### TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2016	2017	2018	2019F
Doanh thu (tỷ đồng)	8,564.6	10,976.8	14,571.1	18,207.0
Tăng trưởng (% y/y)	11.1	28.2	32.7	25.0
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	450.5	724.9	959.9	1,182.0
Tăng trưởng (% y/y)	496.3	60.9	32.4	23.1
Biên lợi nhuận ròng (%)	5.3	6.6	6.6	6.5
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,500.3	2,949.5	3,745.1	4,593.1
Tổng tài sản (tỷ đồng)	3,588.0	4,492.2	6,437.9	7,285.9
ROA (%)	13.7	17.9	17.6	17.2
ROE (%)	32.0	32.6	28.7	28.4
EPS (đồng)	4,383	6,434	6,481	7,078
BVPS (đồng)	15,267	27,285	22,425	27,503
Cổ tức (đồng)	800	2,600	2,000	2,000
P/E (x)	24.9	16.1	15.7	17.7
EV/EBITDA (x)	15.1	12.0	14.2	N/A
P/B (x)	6.7	3.8	4.2	4.5

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

### Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

### NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- PNJ là công ty sản xuất và kinh doanh nữ trang lớn nhất Việt Nam với năng lực sản xuất gấp 8 lần đối thủ theo sau, sở hữu 70% số nghệ nhân kim hoàn của Việt Nam và chiếm 28% thị phần bán lẻ trang sức cả nước 2018.
- Tiềm năng tăng trưởng của thị trường Việt Nam còn rất lớn. Theo WGC, tăng trưởng nhu cầu vàng trang sức Việt Nam trung bình 25% qua các năm. Nhu cầu bình quân mỗi năm lên đến 19 tấn vàng trang sức và 52 tấn vàng miếng và đứng thứ 9 thế giới về nhu cầu vàng tiêu dùng.
- Đội ngũ lãnh đạo có năng lực quản trị tốt, có kinh nghiệm lâu năm trong ngành vàng và trang sức, tầm nhìn xa và liên tục đổi mới. Ứng dụng công nghệ trong quản lý và đánh giá cửa hàng (hệ thống ERP, trí tuệ nhân tạo, dữ liệu lớn).

### ĐIỂM HỖ TRỢ ĐẦU TƯ

- Công ty đạt tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu cao – trung bình trên 30% qua các năm. Nợ vay thấp, vòng quay hàng tồn kho xấp xỉ 3 lần/năm.
- PNJ có vị thế độc tôn trong lĩnh vực vàng trang sức, mang đến cho khách hàng các sản phẩm có chế tác tinh xảo và chất lượng cao. Hiện tại công ty đã có chuỗi hơn 327 cửa hàng trải rộng khắp Việt Nam và dự kiến đạt 500 cửa hàng vào cuối năm 2022. SSSG trên 20%.
- PNJ định hướng xây dựng hệ thống nền tảng thương mại điện tử mạnh, tiến tới đóng góp 10 - 20% doanh số trong 5 năm tới. Đẩy mạnh mảng đồng hồ và phụ kiện trang sức.

### ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh để định giá cổ phiếu PNJ
- Giá mục tiêu: PNJ được xác định giá hợp lý ở mức 125,000 đồng/cổ phiếu
- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu PNJ
- Rủi ro chính của PNJ đó là nguồn cung nguyên liệu, thay đổi thị hiếu của người tiêu dùng và nguồn nhân lực đặc biệt là nhân sự chất lượng cao.

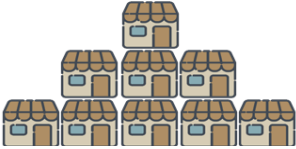
**Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 125,000 đồng/cổ phiếu**

## KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ DỰ PHÓNG NĂM 2019

### Kết quả kinh doanh Q1.2019

Hệ thống bán lẻ ngày càng mở rộng là yếu tố quyết định đối với tốc độ tăng trưởng của PNJ. SSSG 1Q19 đạt +11% YoY.

**327 cửa hàng**  
(cuối tháng 3)



Trong 1Q19, PNJ mở 6 cửa hàng mới và đóng cửa 3 cửa hàng, nâng tổng số cửa hàng là 327 cửa hàng. Độ phủ 50/63 thành phố và tỉnh của Việt Nam. Hoàn thành 13% kế hoạch mở rộng chuỗi năm 2019.

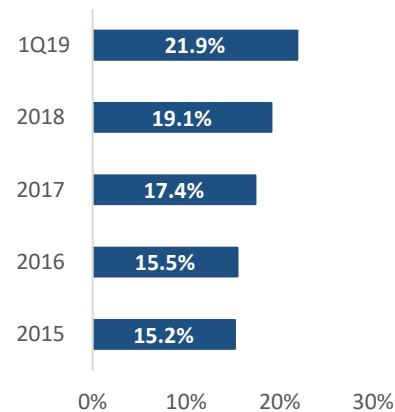


260 cửa hàng vàng

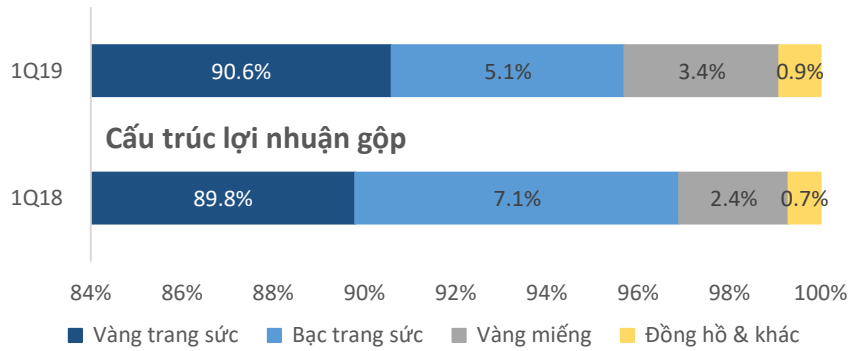
63 cửa hàng bạc

4 cửa hàng cao cấp

### Biên lợi nhuận gộp

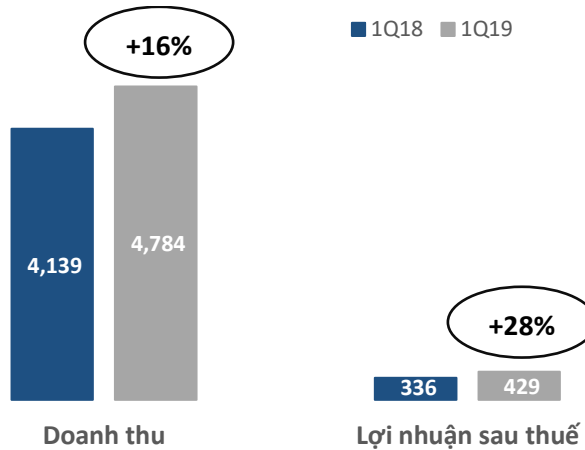


Nguồn: PNJ



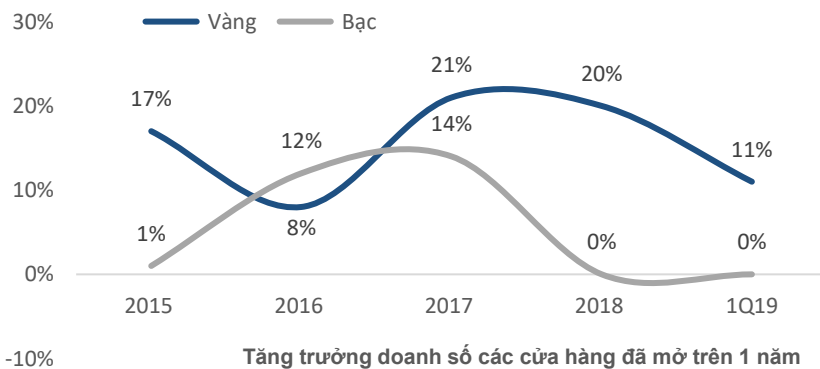
Nguồn: PNJ

PNJ ghi nhận doanh thu thuần hợp nhất là 4,784 tỷ đồng (+16% YoY) và Lợi nhuận sau thuế là 430 tỷ đồng (+28% YoY) trong Quý I năm 2019. Lưu ý là kết quả của tháng 3 chỉ được tính đến ngày 26 tháng 3 vì PNJ thực hiện chuyển đổi sang ERP mới hệ thống. Doanh thu từ ngày 28 đến ngày 31 tháng 3 sẽ được ghi nhận trong tháng 4 năm 2019.



Nguồn: PNJ

Kết quả này theo chúng tôi là thấp hơn kỳ vọng vì Quý I thường là thời điểm chiếm đến 30% doanh thu cả năm. Doanh thu vàng trang sức tăng +13% YoY và doanh thu thuần được cải thiện nhờ vàng miếng tăng 23% YoY (chủ yếu bán trong ngày Thần Tài).



Nguồn: PNJ

Biên lợi nhuận gộp trong 1Q19 đạt mức 21.9% nhờ (1) Biên LNG mảng vàng trang sức tăng +4.8% YoY do các sản phẩm vàng có đính kim cương và đá quý năm nay có Biên LNG cao hơn (2) Biên LNG mảng vàng miếng cao hơn (+1.2% YoY) do năm nay PNJ ra mắt các sản phẩm mới trong ngày Thần Tài (Nhẫn Kim Tiền, Vàng miếng Ông Phúc, Tài, Lộc...)

### Các chương trình Marketing và quảng bá sản phẩm trong năm 2019

Sau nhiều năm thử nghiệm, PNJ sẽ chính thức đẩy mạnh bán đồng hồ và có thể kính thời trang từ năm 2019. Đây là mảng kinh doanh nhiều tiềm năng và có tỷ suất lợi nhuận lớn cho PNJ. Tỷ suất lợi nhuận gộp của các mảng kinh doanh phụ kiện, đồng hồ của PNJ khá cao, thường trong khoảng 60 – 70%, cao hơn đáng kể so với bán trang sức là 30% hay tỷ suất lợi nhuận của PNJ là khoảng 20%.

PNJ phối hợp Swarovski ra mắt sản phẩm PNJ Suncut lấy cảm hứng từ tia sáng. Đây là sản phẩm mang xu hướng hiện đại và thể hiện độ tinh xảo của PNJ so với sản phẩm các đối thủ.

Đẩy mạnh kinh doanh sản phẩm trang sức bạc. Tập trung vào thiết kế và tái định vị khách hàng trang sức bạc là giới trẻ.

### Ước tính kết quả kinh doanh năm 2019

TÓM TẮT TÀI CHÍNH	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	2019F
Doanh thu (tỷ đồng)	4,167	3,238	3,178	3,989	4,821	4,046	18,207
Tăng trưởng (% YoY)	32.3%	37.3%	38.5%	26.2%	15.7%	24.9%	25.0%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	770	583	600	826	1,049	730	3,478
Tăng trưởng (% YoY)	39.8%	45.7%	51.5%	46.1%	36.3%	25.2%	25.0%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	336	80	178	366	429	99	1,182
Tăng trưởng (% YoY)	35.2%	-37.6%	40.9%	19.8%	27.5%	23.1%	23.0%

Nguồn: PNJ, EVS dự phóng

### Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MWG giá mục tiêu 125,000 đồng/cổ phiếu

Trong năm 2019, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế thuộc công ty mẹ của PNJ dự kiến lần lượt đạt 18,207 tỷ đồng và 1,182 tỷ đồng, lần lượt tăng 25.0% YoY và 23.1% YoY.

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh tương quan để xác định giá cổ phiếu PNJ. Giá mục tiêu của PNJ được xác định hợp lý ở mức 125,000 đồng/cổ phiếu tương ứng với P/E dự phóng cho năm 2019 là 17.7 lần.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PNJ với tiềm năng tăng giá 16.3% với thời hạn đầu tư 1 năm. Động lực tăng giá đến từ việc Biên lợi nhuận gộp được cải thiện do PNJ tập trung vào các sản phẩm trang sức vàng có chất lượng thiết kế cao và các sản phẩm cao cấp, các chương trình quảng bá sản phẩm và tăng cường độ phủ hệ thống cửa hàng. Rủi ro giảm giá bao gồm tốc độ mở chuỗi chậm hơn dự kiến và cạnh tranh đối với các sản phẩm mới như đồng hồ đến từ các đối thủ khác.

<b>Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VNĐ)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Doanh số thuần	10,977	14,571
Giá vốn hàng bán	-9,065	-11,792
Lãi gộp	1,912	2,779
Thu nhập tài chính	9	7
Chi phí tài chính	-56	-66
Chi phí bán hàng	-775	-1,170
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-188	-346
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	901	1,204
Thu nhập khác, ròng	6	2
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	907	1,206
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-183	-246
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	725	960
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0
Lợi nhuận Công ty mẹ	725	960

<b>Chỉ số hoạt động</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
-		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.4%	19.1%
Tỷ suất EBITDA	9.0%	9.0%
Tỷ suất EBIT	8.7%	8.7%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	8.3%	8.3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	6.6%	6.6%

<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Gián tiếp - Tỷ VNĐ</b>		
Lãi trước thuế	907	1,206
Khấu hao TSCĐ	39	42
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-15	-7
Chi phí lãi vay	55	61
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	987	1,301
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-42	-86
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-563	-1,566
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	17	412
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-45	-45
LCTT từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	109	-302
Tiền mua tài sản cố định và TSDH	-115	-336
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	8	1
Cổ tức và tiền lãi nhận được	3	6
LCTT từ hoạt động đầu tư	-264	-169
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	975	97
Tiền thu được các khoản đi vay	3,092	4,321
Tiền trả các khoản đi vay	-3,707	-3,647
Cổ tức đã trả	-185	-268
LCTT từ hoạt động tài chính	174	503
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	20	32
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	155	175
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	175	207

<b>Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>3,896</b>	<b>5,405</b>
Tiền và tương đương tiền	175	207
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	160	0
Các khoản phải thu	85	155
Hàng tồn kho, ròng	3,402	4,968
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>596</b>	<b>1,033</b>
Phải thu dài hạn	43	58
Tài sản cố định	487	719
Tài sản dở dang dài hạn	10	71
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>4,492</b>	<b>6,438</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>1,543</b>	<b>2,693</b>
Nợ ngắn hạn	1,489	2,677
Phải trả người bán	279	343
Người mua trả tiền trước	38	83
Vay ngắn hạn	846	1,558
Nợ dài hạn	54	16
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>2,950</b>	<b>3,745</b>
Vốn góp	1,081	1,670
Thặng dư vốn cổ phần	877	925
Lãi chưa phân phối	772	885
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>4,492</b>	<b>6,438</b>

<b>Chỉ số chính</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
-		
<b>Chỉ số định giá</b>		
P/E	16.1	18.8
P/E pha loãng	15.3	17.9
P/B	3.8	4.6
P/S	1.0	1.2
P/Tangible Book	4.2	5.3
P/Cash Flow	101.4	-56.8
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	12.0	14.2
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	12.5	14.7
<b>Hiệu quả quản lý</b>		
ROE%	32.6	28.7
ROA%	17.9	17.6
ROIC%	24.7	23.8
<b>Cấu trúc tài chính</b>		
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.1	0.1
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.2	0.1
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.6	2.0
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.3	0.4
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.2
<b>Chỉ số hoạt động</b>		
Vòng quay phải thu khách hàng	296.5	298.6
Vòng quay HTK	2.9	2.8
Vòng quay phải trả	30.0	37.9

**CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ**

MUA:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư ít nhất là +14%.
NẮM GIỮ:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư nằm trong khoảng +/-14%.
BÁN:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư thấp hơn -14%.
KHÔNG XẾP HẠNG:	Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị.

**KHUYẾN CÁO**

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty Cổ phần Chứng khoán EVEREST (EVS), EVS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của EVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. EVS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. 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 EVS và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của EVS. Khi sử dụng các nội dung đã được EVS chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

**THÔNG TIN LIÊN LẠC****CTCP CHỨNG KHOÁN EVEREST (EVS)- [www.eves.com.vn](http://www.eves.com.vn)****Trụ sở chính:**

Tầng 2, VNT Tower, 19 Nguyễn Trãi, Thanh Xuân, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3772 6699 - Fax: (84) 24 3772 6763

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Tầng M, Central Park Tower, 117 Nguyễn Du, Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 6290 6296 - Fax: (84) 28 6290 6399

**Chi nhánh Hàm Nghi:**

Tầng 4, Ruby Tower, 81-85 Hàm Nghi, Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 3915 2616 - Fax: (84) 28 3915 2618

**Chi nhánh Bà Triệu:**

Tầng 1, Tòa nhà Minexport, 28 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 39366866 - Fax: (84) 24 3936 6586