

Hàng tiêu dùng cá nhân

Báo cáo cập nhật

Tháng 2, 2019

Mã giao dịch: PNJ

Reuters: PNJ.HM

Bloomberg: PNJ VN

Lợi nhuận 2019 tăng trưởng 30%, định giá vẫn hấp dẫn

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **121.000**

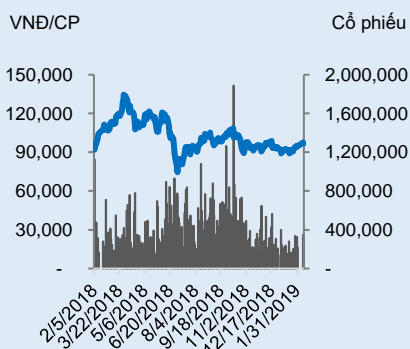
Giá thị trường (12/02/2019) 96.800

Lợi nhuận kỳ vọng 25%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	74.540-134.510
Vốn hóa	16.166 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	167.002.273
KLGD bình quân 10 ngày	211.572
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.800
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	1,8%
Beta	0,3

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PNJ	5,2%	5,8%	2,8%	-1,4%
VN-Index	5,1%	4,5%	2,1%	-3,2%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 28) 3914.6888 ext 252

Nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Mảng kinh doanh bán lẻ tiếp tục duy trì tăng trưởng ấn tượng trong 2018

- **Hệ thống kinh doanh mở rộng, đạt 324 cửa hàng tính đến cuối 2018.** Tính đến 31.12.2018, PNJ ghi nhận 55 cửa hàng tăng thêm so với cuối năm 2017, bao gồm mở mới 61 và đóng cửa 6 cửa hàng, tiếp tục duy trì sự mở rộng hệ thống với tốc độ nhanh (năm 2017, 50 cửa hàng tăng thêm).
- **Tốc độ tăng trưởng doanh số cửa hàng cũ duy trì mức cao, giúp mảng kinh doanh vàng trang sức ghi nhận kết quả ấn tượng.** Cụ thể, doanh số cửa hàng trưởng thành (SSSG) tăng trưởng trong 2018 đạt 20%, tương đương 2017.
- **Doanh thu và lợi nhuận sau thuế ghi nhận mức tăng trưởng trên 30% yoy.** Với kết quả tốt từ mảng kinh doanh vàng trang sức, tổng doanh thu đạt 14.578 tỷ, tăng 32% yoy. Lợi nhuận sau thuế theo đó ghi nhận 960 tỷ, tăng 32,4% yoy và vượt 9% kế hoạch.

Lợi nhuận năm 2019 dự báo tăng trưởng 30%

- **Hệ thống bán lẻ mở rộng và tăng trưởng doanh số cửa hàng hiện hữu duy trì 18%.** Theo kế hoạch, công ty sẽ mở mới thêm 40 cửa hàng trong năm 2019, nâng tổng số cửa hàng lên con số 364. Điều này ít nhiều cho thấy sự tin tưởng của ban điều hành PNJ về tiềm năng của mảng kinh doanh bán lẻ trang sức.
- **Kinh doanh sỉ tiếp tục tăng trưởng tối thiểu khoảng 20%; hoạt động kinh doanh đồng hồ đẩy mạnh trong 2019.** Bên cạnh bán lẻ trang sức, kinh doanh sỉ và phụ kiện (đồng hồ, mắt kính) là những hoạt động còn nhiều dư địa để tăng trưởng trong dài hạn.
- **Lợi nhuận sau thuế năm 2019 đạt 1.244 tỷ, tăng 30% yoy.** Triển vọng kinh tế dự báo khó khăn hơn là thách thức cho Công ty, nhưng bù lại, nỗ lực trong ứng dụng công nghệ, tăng cường quản trị, sự năng động và quyết liệt của Ban điều hành sẽ là yếu tố cân bằng lại.

Tăng trưởng dự báo chậm lại từ 2019 nhưng CAGR giai đoạn 2019-2023 vẫn kỳ vọng ở mức 19,8%.

Chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu của PNJ có thể sẽ chậm lại. Sự chậm lại đến từ triển vọng kinh tế, cũng như, khi quy mô tăng nhanh thì duy trì tốc độ tăng trưởng cao là sẽ khó khăn. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng mỗi năm sẽ ở mức trên hai con số. Và mức tăng trung bình CARG cho giai đoạn 2019-2023 theo BVSC là 19,8%.

Khuyến nghị. Chúng tôi cho rằng PNJ vẫn là cổ phiếu tốt trong ngành bán lẻ mà nhà đầu tư lựa chọn cho 2019. Những vấn đề liên quan đến DAB, có những ảnh hưởng nhất định lên giá cổ phiếu trong 2018 dù kết quả kinh doanh vẫn duy trì tăng trưởng cao. Năm 2019, câu chuyện DAB đã đi qua và các kế hoạch mới về phát triển hệ thống, xây dựng mảng kinh doanh đồng hồ, phát triển kinh doanh sỉ vẫn làm cho bức tranh về PNJ luôn hấp dẫn. Bên cạnh đó, tăng trưởng lợi nhuận

kỳ vọng tiếp tục ở mức cao là điểm nhấn quan trọng. BVSC cho rằng không có nhiều doanh nghiệp quy mô lớn ghi nhận sự tăng trưởng tốt như vậy trong 2019. Từ đánh giá trên, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với PNJ với giá mục tiêu **121.000 đồng/cp**, tương ứng mức premium là 25%.

Một số chỉ tiêu tài chính của PNJ.

Chỉ số tài chính		2016	2017	2018	2019F
Doanh thu	Tỷ VND	8.564	10.977	14.572	18.747
LNST	Tỷ VND	450	724	960	1.244
EPS	VND	4.580	6.705	5.749	7.454
BV	VND	15.269	27.285	22.427	26.136
P/E	x	14,54	20,43	16,21	13,0
P/B	x	4,36	4,89	4,16	3,7

Mảng kinh doanh bán lẻ tiếp tục duy trì tăng trưởng ấn tượng trong 2018

Hệ thống kinh doanh mở rộng, đạt 324 cửa hàng tính đến cuối 2018.

Tính đến 31.12.2018, PNJ ghi nhận 55 cửa hàng tăng thêm so với cuối năm 2017, bao gồm mở mới 61 và đóng cửa 6 cửa hàng, tiếp tục duy trì sự mở rộng hệ thống với tốc độ nhanh (năm 2017, 50 cửa hàng tăng thêm). Xét về cơ cấu, hệ thống cửa hàng kinh doanh vàng chiếm đa số với 257 cửa hàng; cửa hàng bạc là 64 và CAO là 3. Thị trường lớn mà PNJ đang tập trung vẫn là Tp. HCM và khu vực Nam Bộ khi lần lượt có 131 và 75 cửa hàng, còn lại khu vực Miền Bắc (61 cửa hàng), miền Trung (32 cửa hàng), Tây Nguyên (25 cửa hàng). Miền Bắc nói chung và Hà Nội nói riêng là thị trường nhiều tiềm năng mà PNJ vẫn đang tập trung theo đuổi, định vị thương hiệu, cũng như thay đổi thói quen đối với trang sức của khách hàng khu vực này. Chúng tôi kỳ vọng nếu sớm chinh phục được thị trường khó tính này, sẽ mang đến động lực tăng trưởng tốt cho PNJ trong dài hạn.

Tốc độ tăng trưởng doanh số cửa hàng cũ duy trì mức cao, giúp mảng kinh doanh vàng trang sức ghi nhận kết quả ấn tượng. Cụ thể, doanh số cửa hàng trưởng thành (SSSG) tăng trưởng trong 2018 đạt 20%, tương đương 2017. Kết quả này đến từ một số yếu tố xét về chủ quan lẫn khách quan: i) chiến lược phát triển hệ thống hợp lý của PNJ khi không dàn trải, mà tập trung khai thác tối đa thị trường có sức mua lớn ii) sản phẩm được cơ cấu phù hợp ở các thị trường, khu vực iii) chính sách quảng bá tốt giúp gia tăng lượng khách hàng mới đến 36% trong 2018 iv) và đặc biệt là kinh tế tăng trưởng, thu nhập người tiêu dùng cải thiện. Từ những yếu tố này, doanh thu bán lẻ trang sức 2018 đạt khoảng 7.800 tỷ, tăng 35% yoy và chiếm 53% trong cơ cấu doanh thu.

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế ghi nhận mức tăng trưởng trên 30% yoy

Với kết quả tốt từ mảng kinh doanh vàng trang sức, tổng doanh thu đạt 14.578 tỷ, tăng 32% yoy. Trong đó, kết quả doanh thu và tăng trưởng từng mảng ghi nhận như sau:

Tổng doanh thu (tỷ VND)	2017	2018	% yoy
Vàng miếng	2.033	2.609	28%
Vàng trang sức	8.769	11.658	33%
Bạc	221	277	26%
Phụ kiện, dịch vụ	26	44	66%
Tổng doanh thu	11.049	14.573	32%

- (1) Kinh doanh vàng miếng: tiếp tục ghi nhận sự tăng trưởng tốt về doanh thu khi nhu cầu về sản phẩm vàng trong các dịp lễ, ngày thần tài vẫn duy trì ở mức cao. Bên cạnh đó, công ty đa dạng thêm về sản phẩm vàng miếng (1 chỉ, vàng khắc hình tài lộc, vòng tay vàng phong thủy...) để gia tăng sự lựa chọn cho khách hàng. Mặc dù vậy, biên lợi nhuận thấp khoảng 1%, lợi nhuận từ mảng kinh doanh này đóng góp 1% trong cơ cấu lợi nhuận gộp.

- (2) Kinh doanh vàng trang sức: ghi nhận kết quả tốt cho cả hai mảng là kinh doanh sỉ và bán lẻ. Trong đó, về bán lẻ trang sức, doanh thu đạt 7.800 tỷ, tăng 35% yoy. Lợi nhuận gộp đạt 2.391 tỷ, tăng 52% yoy. Biên gộp tăng mạnh từ 27% lên 30,6%. Giá trị đơn hàng bình quân tiếp tục tăng (15% trong 2018), và tỷ trọng sản phẩm có biên lợi nhuận cao như kim cương, đá quý là những nguyên nhân làm cho biên lợi nhuận thay đổi tích cực. Mảng kinh doanh sỉ có những thay đổi mới khi PNJ triển khai trung tâm kinh doanh sỉ, trang sức mỹ nghệ vào đầu năm 2018. Kết quả bước đầu, doanh thu mảng sỉ ghi nhận tăng trưởng 29% trong năm 2018 (2017 tăng trưởng 20%). Với biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ từ 4,15% lên 4,5%. Lợi nhuận mảng kinh doanh này đạt 170 tỷ, tăng 40% yoy. Với quy mô thị trường trang sức không thương hiệu vẫn rất lớn, hoạt động kinh doanh sỉ kỳ vọng sẽ động lực mới trong dài hạn với PNJ.
- (3) Kinh doanh bạc: tăng trưởng 26% doanh thu trong 2018, giảm nhẹ so với 28% của 2017. Biên lợi nhuận gộp cũng giảm khi đạt 60,2% so với 69% - 2017. Trước sự giảm sút mảng kinh doanh bạc, PNJ đang cơ cấu lại danh mục sản phẩm, cũng như, định vị lại thương hiệu PNJ silver nhằm gia tăng trải nghiệm cho nhiều phân khúc khách hàng hơn thay vì tập trung vào nhóm khách hàng trẻ, sinh viên. Ban lãnh đạo kỳ vọng sẽ có tín hiệu tốt hơn trong năm 2019.

Với kết quả từng mảng kinh doanh, lợi nhuận gộp năm 2018 là 2.779 tỷ, tăng 45% yoy. Biên lợi nhuận gộp bình quân là 19,05%, tăng 1,7% so với biên gộp cùng kỳ. Về chi phí, hai chi phí lớn trong hoạt động kinh doanh của PNJ là bán hàng và quản lý doanh nghiệp cũng có sự gia tăng mạnh theo doanh thu. Trong đó, chi phí bán hàng là 1.603 tỷ, chiếm 8,03% doanh thu (2017; 7,06% doanh thu). Chi phí SG&A đạt 345 tỷ, chiếm 2,37% doanh thu (2017; 1,71% doanh thu). Sau khi trừ chi phí, lợi nhuận trước thuế ghi nhận đạt 1.205 tỷ, tăng 33%. Lợi nhuận sau thuế theo đó ghi nhận **960 tỷ**, tăng 32,4% yoy và vượt 9% kế hoạch.

Lợi nhuận năm 2019 dự báo tăng trưởng 30%

Hệ thống bán lẻ mở rộng và tăng trưởng doanh số cửa hàng hiện hữu duy trì 18%.

Theo kế hoạch, công ty sẽ mở mới thêm 40 cửa hàng trong năm 2019, nâng tổng số cửa hàng lên con số 364. Điều này ít nhiều cho thấy sự tin tưởng của ban điều hành PNJ về tiềm năng của mảng kinh doanh bán lẻ trang sức. Về mục tiêu tăng trưởng doanh số cửa hàng hiện hữu, ban lãnh đạo PNJ dự kiến SSSG đạt 18% trong 2019, giảm 2% so với năm 2018.

Theo quan điểm chủ quan, BVSC cho rằng đây là mức mục tiêu phù hợp vì i) cửa hàng mới trong 2017-2018 là khá lớn ii) kinh tế vĩ mô 2019 dự báo sẽ khó khăn hơn so với 2018. Và để đạt mức tăng trưởng mục tiêu, PNJ triển khai nhiều giải pháp i) áp dụng công nghệ ERP mới để quản lý tồn kho hiệu quả; giải pháp big data để cấu trúc sản phẩm phù hợp nhu cầu khách hàng...ii) tập trung đầu tư mảng bán hàng online iii) triển khai nhiều bộ sưu tập mới theo chủ đề, mùa trong năm iv) đẩy mạnh các kênh quảng bá để online và offline để thu hút khách hàng mới.

Doanh thu bán lẻ trang sức tăng 37% yoy, chiếm 57% cơ cấu doanh thu.

Chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh này sẽ ghi nhận kết quả khả quan trong 2019, dù sẽ nhiều thách thức hơn về bối cảnh vĩ mô. Năng lực quản trị hệ thống tốt, ứng dụng công nghệ trong đánh giá hành vi khách hàng để gia tăng tiêu dùng, sự năng động trong phát triển sản phẩm mới, tiềm năng thị trường Nam Bộ, miền Bắc vẫn lớn... là yếu tố đang và sẽ tiếp tục đóng góp hiệu quả cho doanh số bán lẻ. Với tốc độ tăng SSSG 18%, doanh thu trang sức bán lẻ 2019 ước đạt 10.734 tỷ, tăng 37% yoy và chiếm 57,3% tổng doanh thu (năm 2018 là 53%). Về lợi nhuận, chúng tôi cho rằng biên lãi gộp 2019 có thể giảm so với mức cao của năm 2018. Áp lực doanh số cùng với triển vọng kinh tế có phần chậm lại ít nhiều ảnh hưởng đến giá trị đơn hàng bình quân năm 2019. Trên cơ sở thận trọng, BVSC giả định lợi nhuận gộp biên trang sức là 30,1%, giảm 0.5% yoy. Theo đó, lợi nhuận gộp bán lẻ trang sức là 3.264 tỷ, tăng 35% yoy.

Kinh doanh sỉ tiếp tục tăng trưởng tối thiểu khoảng 20%; hoạt động kinh doanh đồng hồ đẩy mạnh trong 2019. Bên cạnh bán lẻ trang sức, kinh doanh sỉ và phụ kiện (đồng hồ, mắt kiếng) là những hoạt động còn nhiều dư địa để tăng trưởng trong dài hạn. Thị trường nữ trang không thương hiệu chiếm 80% thị trường nữ trang và phân mảnh bởi các cửa hàng nhỏ. Đây là miếng bánh lớn để PNJ khai thác, và việc phát triển hệ thống bán lẻ là cách mà PNJ và thương hiệu lớn khác đang thực hiện. Mặc dù vậy, phát triển hệ thống đến giới hạn nào sẽ mang lại nhiều vấn đề gồm tồn kho, chi phí tài chính, nhân sự... Chính vì vậy, PNJ đẩy mạnh hoạt động kinh doanh sỉ trở lại vào đầu năm 2018 (khai trương trung tâm kim hoàng sỉ đầu tiên ở quận 5; thành lập công ty con kinh doanh sỉ) là bước đi mới, trước mắt, để gia tăng đóng góp doanh thu. Đến thời điểm, khi sản phẩm gia công từ PNJ có thị phần đủ lớn trên thị trường thì lợi ích mang lại đến nhiều góc độ hơn (gia tăng biên lợi nhuận, thương hiệu và vị thế trên toàn thị trường...). Do đó, BVSC dự báo doanh thu mảng sỉ tiếp tục tăng trưởng tối thiểu 20% trong 2019, tương đương 4.500 tỷ. Lợi nhuận gộp 202 tỷ với biên gộp là 4,5%, tương đương 2018.

Đối với mảng kinh doanh đồng hồ, PNJ đã triển khai kinh doanh trên kênh online và hệ thống cửa hàng vàng PNJ trong 2018. Từ năm 2019, công ty khai trương các trung tâm đồng hồ độc lập (kế hoạch mở 4 trung tâm PNJ Watch). Động thái này cho thấy sự quyết liệt của PNJ đối với lĩnh vực nhiều tiềm năng nhưng khá cạnh tranh và phân mảnh ở Việt Nam. Mặc dù vậy, công ty chưa có chia sẻ cụ thể về mục tiêu doanh số trong năm 2019. Do đó, chúng tôi cho rằng doanh số đồng hồ dù cải thiện, nhưng chưa đóng góp nhiều trong kết quả năm 2019.

Lợi nhuận sau thuế năm 2019 đạt 1.244 tỷ, tăng 30% yoy.

Trên cơ sở từng mảng kinh doanh, BVSC cho rằng năm 2019 tiếp tục là 1 năm ghi nhận sự tăng trưởng tốt của PNJ. Triển vọng kinh tế dự báo khó khăn hơn là thách thức cho Công ty, nhưng bù lại, nỗ lực trong ứng dụng công nghệ, tăng cường quản trị, sự năng động và quyết liệt của Ban điều hành sẽ là yếu tố cân bằng lại. Doanh thu hợp nhất năm 2019 dự kiến 18.747 tỷ, tăng 29% yoy. Mảng bán lẻ trang sức tiếp tục gia tăng tỷ trọng trong cơ cấu doanh

thu, giúp lợi nhuận tăng trưởng tốt hơn. Theo đó, lợi nhuận gộp đạt 3.750 tỷ, tăng 34% yoy. Kết quả dự phóng cụ thể như sau:

Chỉ tiêu (tỷ VND)	DT2019	% yoy	LNG2019	% yoy
Vàng miếng	3.000	15%	30	20%
Vàng trang sức	15.328	31%	3.434	34%
- Bán lẻ	10.734	37%	3.228	35%
- Bán sỉ	4.500	20%	202	20%
- Xuất khẩu	93	5%	3	1%
Bạc	332	20%	200	20%
Phụ kiện. dịch vụ	87	100%	50	100%
Tổng doanh thu	18.747	29%	3.714	34%

Về chi phí, tỷ trọng chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu sẽ có sự gia tăng. BVSC giả định chi phí bán hàng/doanh thu là 8,5% (2018, là 8,03%), tương ứng là 1.593 tỷ. Chi phí quản lý/doanh thu là 2,5%, tăng so với mức 2,37% năm 2018, đạt 463 tỷ. Thu tài chính ròng là – 99 tỷ, tăng 17% yoy. Sau khi trừ chi phí, LNTT 2019 ghi nhận mức 1.556 tỷ. LNST thuộc công ty mẹ là 1.244 tỷ, tăng 30% yoy. EPS2019 theo đó đạt 7.454 đồng/cp.

Nội dung (ĐVT: tỷ đồng)	2018F	2019F	%yoy
Doanh thu thuần	14.572	18.747	29%
Giá vốn hàng bán	11.793	15.033	
Lợi nhuận gộp	2.779	3.713	34%
Doanh thu tài chính	6,8	5,1	
Chi phí tài chính	66	104	
Chi phí bán hàng	1.170	1.593	
Chi phí QLDN	346	463	
LNTT	1.206	1.556	
LNST công ty mẹ	960	1.244	30%
EPS (VND/cp)	5.749	7.454	

Tăng trưởng dự báo chậm lại từ 2019 nhưng CAGR giai đoạn 2019-2033 vẫn kỳ vọng ở mức 19,8%.

Theo hội đồng vàng thế giới, Việt Nam và Hongkong là hai quốc gia có mức tiêu thụ vàng trang sức tăng trưởng trong 2017-2018; trong khi đó, xu hướng chính của thị trường trang sức thế giới là suy giảm trong thời gian qua. Sự suy giảm của ngành trang sức vàng thế giới đến từ 2 nguyên nhân chính là i) triển vọng kinh tế đi xuống ở quốc gia tiêu thụ vàng lớn là Trung Quốc, khu vực Trung Đông và ii) sự thay đổi trong hành vi tiêu dùng của khách hàng phương Tây. Trong đó, đối với khách hàng trẻ quốc gia phát triển, việc lựa chọn sản phẩm

trang sức có giá trị không còn là ưu tiên hàng đầu mà thay vào đó là thiết kế, kiểu dáng phù hợp xu hướng và giá thành hợp lý.

Xét về hai yếu tố trên, thị trường trang sức Việt Nam thời gian qua đi ngược với xu hướng thế giới là có thể giải thích khi i) kinh tế Việt Nam tăng trưởng trở lại từ 2015 làm gia tăng thu nhập và số lượng tầng lớp trung lưu ii) khách hàng vẫn ưa thích lựa chọn trang sức vàng như là 1 kênh đảm bảo giá trị, sau khi vàng miếng bị hạn chế kinh doanh từ 2014. Tuy nhiên, đánh giá về các động lực này trong 2-3 năm tới, quan điểm của BVSC là lạc quan trong thận trọng. Xu hướng “tiêu dùng nhanh” ở trang sức có đang diễn ra, nhưng chỉ diễn ra trong phạm vi khách hàng trẻ ở thành phố lớn. Nhu cầu trang sức nhưng cũng là tài sản đảm bảo giá trị vẫn sẽ còn kéo dài ở Việt Nam. Mặc dù vậy, triển vọng kinh tế có nhiều thách thức hơn là yếu tố ảnh hưởng nhất định đến sức tiêu dùng sản phẩm nữ trang giá trị cao.

Với bức tranh đó, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu của PNJ có thể sẽ chậm lại. Sự chậm lại đến từ triển vọng kinh tế, cũng như, khi quy mô đủ lớn thì duy trì tốc độ tăng trưởng cao là sẽ khó khăn. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng mỗi năm sẽ ở mức trên hai con số. Và mức tăng trung bình CARG cho giai đoạn 2019-2023 theo BVSC là 19,8%.

	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	14.587.573	18.747.327	23.694.768	28.167.003	32.341.940	36.008.681
Số lượng cửa hàng	324	364	394	424	454	484
Tăng trưởng nhóm CH hiện hữu	20,0%	18,0%	14,0%	10,0%	8,0%	5,0%
Tỷ trọng doanh thu bán lẻ	67,1%	70,0%	73,5%	75,9%	77,2%	78,7%
Lợi nhuận sau thuế	960.163	1.244.902	1.561.192	1.867.136	2.225.668	2.565.338
Số lượng CP	167.003.000	167.003.000	167.003.000	167.003.000	167.003.000	167.003.000
EPS	5.749	7.454	9.348	11.180	13.327	15.361

Định giá

Chúng tôi kết hợp hai phương pháp so sánh ngang và chiết khấu dòng tiền để xác định giá trị hợp lý của PNJ.

Phương pháp so sánh ngang: Giá trị của PNJ theo phương pháp này là:

Giá trị hợp lý của PNJ theo phương pháp PE	
PE mục tiêu	18x
Cổ phiếu lưu hành bình quân	167.003.000
EPS 2019	7.454
Giá hợp lý theo EPS 2019	134.179

Phương pháp chiết khấu dòng tiền: giá trị của PNJ theo phương pháp DCF là 107.672 VNĐ/cp (tỷ lệ chiết khấu 9,52%. tăng trưởng dài hạn 3%. số lượng cổ phiếu là 167 triệu cổ phiếu)

Tổng hợp hai phương pháp giá trị hợp lý của PNJ là 121.000 VNĐ/cp.

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá trị
DCF	107.672	50%	53.836
So sánh PE 2019	134.179	50%	67.089
Bình quân (VNĐ/cp)			120.926

Khuyến nghị

Chúng tôi cho rằng PNJ vẫn là cổ phiếu tốt trong ngành bán lẻ mà nhà đầu tư lựa chọn cho 2019. Những vấn đề liên quan đến DAB, có những ảnh hưởng nhất định lên giá cổ phiếu trong 2018 dù kết quả kinh doanh vẫn duy trì tăng trưởng cao. Năm 2019, câu chuyện DAB đã đi qua và các kế hoạch mới về phát triển hệ thống, xây dựng mảng kinh doanh đồng hồ, phát triển kinh doanh sỉ vẫn làm cho bức tranh về PNJ luôn hấp dẫn. Bên cạnh đó, tăng trưởng lợi nhuận kỳ vọng tiếp tục ở mức cao là điểm nhấn quan trọng. BVSC cho rằng không có nhiều doanh nghiệp quy mô lớn ghi nhận sự tăng trưởng tốt như vậy trong 2019. Từ đánh giá trên, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với PNJ với giá mục tiêu **121.000** đồng/cp, tương ứng mức premium là 25%.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
Doanh thu	7.706	8.565	10.977	14.572
Giá vốn	6.538	7.153	9.065	11.794
Lợi nhuận gộp	1.168	1.411	1.912	2.779
Doanh thu tài chính	1	5	9	7
Chi phí tài chính	431	182	56	66
Lợi nhuận sau thuế	76	450	724	960

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
Tiền & khoản tương đương tiền	38	155	175	207
Các khoản phải thu ngắn hạn	29	34	40	79
Hàng tồn kho	2.135	2.839	3.402	4.816
Tài sản cố định hữu hình	194	207	206	226
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	167	-	-	-
Tổng tài sản	2.976	3.588	4.492	6.303
Nợ ngắn hạn	1.581	2.022	1.489	2.542
Nợ dài hạn	79	66	54	16
Vốn chủ sở hữu	1.315	1.500	2.950	3.745
Tổng nguồn vốn	2.976	3.588	4.492	6.303

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-16,2%	11,1%	28,2%	32,8%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-68,8%	496,3%	60,9%	32,5%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	15,2%	16,5%	17,4%	19,1%
Lợi nhuận thuần biên (%)	1,0%	5,3%	6,6%	6,6%
ROA (%)	2,6%	13,7%	17,9%	17,8%
ROE (%)	5,8%	32,0%	32,6%	28,7%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,56	0,58	0,34	0,41
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1,26	1,39	0,52	0,68
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	769	4.580	6.705	5.749
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	13.383	15.269	27.285	22.427

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Chí Hồng Ngọc**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyễn

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Điện

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Bộ phận Ví mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên ví mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888