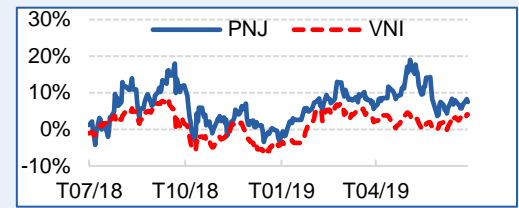


<b>Ngành:</b>	<b>Bán lẻ trang sức</b>		<b>2018</b>	<b>H1/19</b>	<b>2019F</b>
<b>Ngày báo cáo:</b>	<b>19/07/2019</b>	Tăng trưởng DT	32,8%	5,3%	15,7%
Giá hiện tại:	74.000VND	Tăng trưởng EPS	27,7%	12,4% <sup>(2)</sup>	22,7%
Giá mục tiêu:	101.000VND	Biên LN gộp	19,1%	21,8%	21,4%
TL tăng:	+36,5%	Biên LN ròng	6,6%	7,7%	7,2%
Lợi suất cổ tức:	2,4%	EV/EBITDA	13,4x		10,5x
Tổng mức sinh lời:	+38,9%	Giá CP/Dòng tiền HD	N/M		47,1x
Khuyến nghị	MUA	P/E	18,1x		14,8x



GT vốn hóa:	707,2tr USD		<b>PNJ</b>	<b>Peers<sup>(1)</sup></b>	<b>VNI</b>
Room KN:	0	P/E (trượt)	17,0x	16,9x	17,0x
GTGD/ngày (30n):	1,2tr USD	P/B (hiện tại)	4,2x	2,4x	2,5x
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	32,6%	9,9%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành:	222,7tr	ROE	26,6%	14,2%	14,7%
Pha loãng:	222,7tr	ROA	16,2%	9,6%	2,5%
PEG 3 năm:	0,6				

(1) bao gồm các CT cùng ngành NN. (2) thấp hơn so với tăng trưởng LNST 6 tháng 2019 đạt 16% YoY do pha loãng từ phát hành ESOP

### Tổng quan về công ty

PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam với hệ thống lớn nhất gồm 339 cửa hàng trang sức và 21 điểm bán lẻ đồng hồ tính đến cuối tháng 6/2019. Chúng tôi dự báo bán lẻ trang sức sẽ tiếp tục là trụ cột tăng trưởng của PNJ

### Lê Trọng Nghĩa

Chuyên viên

### Đặng Văn Pháp, CFA

Phó Giám đốc

## Lợi nhuận phục hồi trong tháng 6 sau khi xuống thấp trong tháng 4 và 5

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) vừa công bố KQLN quý 2/2019 với doanh thu giảm 8% so với cùng kỳ năm ngoái trong khi LNST giảm 6%. Tuy nhiên, theo ước tính của chúng tôi, sau khi giảm trong tháng 4 và 5/2019 so với cùng kỳ năm ngoái do một số sự cố không lường trước trong hoạt động, LNST của PNJ đã quay lại quỹ đạo tăng trưởng trong tháng 6. Kết quả kỳ này phù hợp với dự phóng của chúng tôi và chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng LNST của PNJ sẽ còn phục hồi mạnh mẽ hơn nữa trong 6 tháng cuối năm 2019.

**Doanh thu từ bán lẻ trang sức đạt tăng trưởng 2 chữ số trong 6 tháng đầu năm** nhờ doanh số các cửa hàng hiện hữu đạt tốc độ tăng trưởng 1 chữ số, mở thêm 16 cửa hàng trang sức vàng và đóng góp của các cửa hàng mới mở năm 2018. Tăng trưởng doanh số bán lẻ trong 6 tháng 2019 chứng lại đáng kể từ quý 1/2019 chủ yếu do vấn đề hết hàng tồn kho trong tháng 4-5 sau khi PNJ triển khai hệ thống ERP mới (xem thêm chi tiết trong báo cáo cập nhật [Trục trặc trong hoạt động sau khi triển khai hệ thống ERP dẫn đến kết quả kém khả quan trong tháng 4 và 5](#) ngày 11/06/2019)

**Việc phục hồi trong tháng 6/2019 cho thấy PNJ đã trở lại quỹ đạo tăng trưởng.** Theo ước tính của chúng tôi, doanh số bán lẻ trang sức của PNJ chỉ tăng trưởng 1 chữ số trong tháng 6/2019 so với tháng 6/2018 sau khi giảm so với cùng kỳ trong giai đoạn tháng 4 – tháng 5/2019. Diễn biến này, cùng với sự tăng tốc trở lại của việc mở cửa hàng mới (8 cửa hàng vàng trong tháng 6 so với chỉ 1 trong tháng 5 và 4 cửa hàng trong tháng 4), củng cố cho kế hoạch của ban lãnh đạo rằng các vấn đề hết hàng tồn kho chủ yếu được giải quyết vào cuối tháng 5/2019.

**Tốc độ mở cửa hàng trang sức vàng phù hợp với dự báo mở mới 35 cửa hàng trong năm 2019 của chúng tôi.** Số lượng cửa hàng trang sức PNJ đạt 339 cửa hàng vào cuối quý 2/2019, bao gồm cửa hàng gold, 62 cửa hàng silver và 4 cửa hàng Trang sức cao cấp CAO.

**Việc mở rộng mạng lưới bán lẻ đồng hồ được đẩy mạnh trong 6 tháng đầu năm 2019, tập trung vào hình thức cửa hàng đồng hồ nằm trong cửa hàng trang sức.** PNJ sẽ mở thêm 7 điểm bán lẻ POS đưa tổng số điểm bán lẻ POS lên 21 cửa hàng vào cuối quý 2/2019, bao gồm các cửa hàng kiểu mẫu, cửa hàng riêng lẻ, 1 điểm bán lẻ trong trung tâm thương mại và 19 cửa hàng đồng hồ nằm trong cửa hàng trang sức (shop in shop)

**Doanh thu bán buôn trong 6 tháng đầu năm 2019 giảm vì hoạt động kinh doanh này cũng bị ảnh hưởng bởi sự cố liên quan đến hệ thống ERP nói trên.** Doanh thu từ bán buôn, khi đóng góp 20% cho tổng doanh thu trong 6 tháng 2019 theo ước tính của chúng tôi, giảm 14% YoY trong 6 tháng 2019 (-23% YoY trong quý 2/2019).

**Chi phí quản lý và bán hàng (SG&A) tăng mạnh do mở rộng mạng lưới cửa hàng và đầu tư vào chuyển đổi số.** Phù hợp với dự phóng của chúng tôi. Chi phí SG&A đã tăng mạnh 29% YoY trong 6 tháng 2019, tương ứng với 44% dự phóng cả năm của chúng tôi. Diễn biến này là phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi khi chúng tôi dự báo chi phí SG&A sẽ gia tăng trong nửa cuối 2019 do lượng cửa hàng cao hơn.

#### KQKD 6 tháng 2019 của PNJ

Tỷ đồng	Q2 2018	Q2 2019	Tăng trưởng	6T 2018	6T 2019	Tăng trưởng
<b>Doanh thu</b>	<b>3.217</b>	<b>2.962</b>	<b>-8%</b>	<b>7.357</b>	<b>7.745</b>	<b>5%</b>
<b>LN gộp</b>	<b>583</b>	<b>636</b>	<b>9%</b>	<b>1.353</b>	<b>1.685</b>	<b>25%</b>
Chi phí bán hàng	-269	-287	7%	-551	-654	19%
Chi phí G&A	-74	-116	58%	-134	-232	73%
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>240</b>	<b>233</b>	<b>-3%</b>	<b>668</b>	<b>799</b>	<b>20%</b>
LN ngoài HĐKD	-13	-23	75%	-22	-46	107%
<b>LNTT</b>	<b>228</b>	<b>210</b>	<b>-8%</b>	<b>646</b>	<b>753</b>	<b>17%</b>
<b>LNST</b>	<b>180</b>	<b>169</b>	<b>-6%</b>	<b>517</b>	<b>598</b>	<b>16%</b>
<b>EPS (VND)</b>	<b>768</b>	<b>699</b>	<b>-9%</b>	<b>2.198</b>	<b>2.470</b>	<b>12%</b>
Biên LN gộp	18,1%	21,5%		18,4%	21,8%	
Chi phí SG&A % doanh thu	10,6%	13,6%		9,3%	11,4%	
Biên LNST	5,6%	5,7%		7,0%	7,7%	

Nguồn: PNJ

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lê Trọng Nghĩa, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, TP, HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP, HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

#### Ngân hàng và Chứng khoán

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Phạm Đức Trinh, Chuyên viên, ext 116

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 28 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, TP, HCM  
+84 28 3914 3588

#### Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

[alastair.macdonald@vcsc.com.vn](mailto:alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

#### Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 24 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)



## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. 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 Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.