

Ngành Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật
Tháng 11, 2019

Mã giao dịch: PNJ

Reuters: PNJ.HM

Bloomberg: PNJ VN

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ)	97,100
Giá thị trường (20/11/2019)	83,400
Lợi nhuận kỳ vọng	16,4%

Doanh thu Q3 2019 phục hồi về mức 2 chữ số sau khi khắc phục sự cố ERP

KQKD Q3/2019 củng cố triển vọng tăng trưởng của PNJ sau khi Q2/2019 bị ảnh hưởng do sự gián đoạn trong việc vận hành ERP. Doanh thu và lợi nhuận ròng của PNJ lần lượt đạt mức tăng trưởng 25% và 17% so với cùng kỳ nhờ tăng trưởng doanh thu khả quan từ mảng trang sức vàng bán lẻ.

Tăng trưởng doanh thu của hàng cũ (SSSG) phục hồi từ mức âm hồi cuối Q2/2019 lên mức 0%, 6% và 10% trong tháng 7, 8 và tháng 9. Năng lực sản xuất phục hồi hoàn toàn từ T8/2019 giúp PNJ bắt đầu cho ra mắt các sản phẩm mới và tăng cường hoạt động hỗ trợ bán hàng góp phần giúp mảng bán lẻ trang sức vàng quay trở lại đà tăng trưởng khi thị trường chung có sự phục hồi nhẹ

Ban lãnh đạo duy trì mục tiêu lợi nhuận tăng trưởng 23% yoy và kế hoạch mở mới 40 cửa hàng mới cho 2019. Điều đó tương ứng với việc PNJ cần phải mở mới 15 cửa hàng và đạt mức tăng trưởng lợi nhuận thêm 41% trong Q4/2019 so với cùng kỳ. Kế hoạch liên tục ra mắt BST mới từ nay đến Tết Nguyên đán cũng như đẩy mạnh hơn nữa các hoạt động bán hàng sẽ là động lực chính hỗ trợ tham vọng tăng trưởng lợi nhuận do nhu cầu thường tăng cao trong dịp lễ tết.

Giá trị hàng tồn kho tăng mạnh 43% yoy, đạt mức 5.893 tỷ đồng tính đến hết 3Q19, khi PNJ chủ động chuẩn bị cho việc mở mới của hàng cũng như mùa mua sắm cao điểm cuối năm.

Chúng tôi giữ quan điểm tích cực đối với triển vọng từ mảng trang sức vàng của PNJ dựa trên (1) sự gia tăng số lượng từ tầng lớp trung và thu nhập cao sẽ kích thích nhu cầu mua sắm các mặt hàng tiêu dùng không thiết yếu như các loại trang sức cao cấp và (2) triển vọng đầy tích cực của PNJ trong việc gia tăng thị phần trong bối cảnh ngành trang sức tại Việt Nam còn rất phân mảnh.

BVSC dự báo mức tăng trưởng lợi nhuận ròng cho cả năm 2019 và 2020 lần lượt là +20% yoy và +26% yoy. Dự báo cho năm 2020 chủ yếu dựa trên việc tăng trưởng mảng trang sức vàng bán lẻ với kỳ vọng mức SSSG phục hồi lên mức 10% và kế hoạch mở mới 30 cửa hàng.

BVSC khuyến nghị OUTPERFORM với giá mục tiêu của PNJ là 97.100 VND/cp theo phương pháp DCF, ứng với 16,4% lợi nhuận kỳ vọng. Từ mức giá mục tiêu trên, P/E dự báo cho năm 2019 và 2020 lần lượt là 20,2 lần và 15,9 lần.

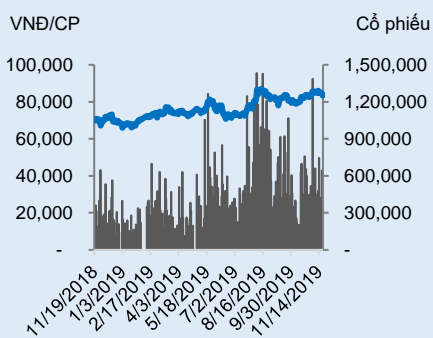
Tiềm năng tăng giá: (1) tốc độ mở cửa hàng diễn ra nhanh hơn giả định và (2) biên lợi nhuận được cải thiện nhờ hệ thống vận hành ERP mới giúp tiết giảm chi phí.

Rủi ro giảm giá: (1) cạnh tranh mặt bằng bán diễn ra khốc liệt hơn và (2) nhu cầu mua sắm các sản phẩm tiêu dùng không thiết yếu tăng chậm hơn mức kỳ vọng

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	65.960-87.000
Vốn hóa	18.562 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	222.562.551
KLGD bình quân 10 ngày	499.935
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.800
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,2%
Beta	0,3

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PNJ	22,3%	-0,4%	2,5%	9,4%
VNIndex	12,2%	0,7%	2,4%	5,2%

Chuyên viên phân tích

Ngô Trí Vinh

(84 28) 3914.6888 ext 260

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Điểm nhấn KQKD Q3/2019

PNJ công bố doanh thu Q3/2019 đạt 3.924 tỷ đồng (+25% yoy), lợi nhuận ròng đạt 208 tỷ đồng (+17% yoy). Kết quả kinh doanh khả quan là do PNJ bắt đầu cho ra mắt sản phẩm mới và tăng cường các hoạt động quảng cáo, bán hàng sau khi khắc phục sự cố ERP từ tháng 8 trong bối cảnh nhu cầu chung phục hồi nhẹ. Theo ban lãnh đạo, nhu cầu trang sức vàng tính công (dễ bị tác động bởi biến động giá vàng) còn tương đối yếu đã kìm hãm đà phục hồi của thị trường cũng như tăng trưởng mảng kinh doanh sỉ của PNJ do giá vàng nguyên liệu liên tục gia tăng trong kỳ.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu PNJ ước tính trong 9T19

Tỷ đồng	Q3 2018	Q3 2019	% yoy	9T18	9T19	% yoy
Trang sức vàng	2.577	3.052	18%	8.301	8.876	7%
Bán lẻ	1.736	2.155	24%	5.569	6.307	13%
Sỉ	788	857	9%	2.627	2.453	-7%
Xuất khẩu	54	39	-27%	105	117	11%
Vàng miếng	507	792	56%	1.986	2.558	29%
Trang sức bạc	57	63	11%	189	187	-1%
Khác	9	27	190%	32	58	85%

Nguồn: PNJ và BVSC ước tính

KQKD tích cực của PNJ được thúc đẩy bởi mảng bán lẻ trang sức vàng tăng trưởng ấn tượng, dự kiến tăng 24% so với cùng kỳ nhờ SSSG phục hồi. Cụ thể, tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ (SSSG) phục hồi từ mức âm vào cuối Q2/2019 lên mức 0%, 6% và 10% lần lượt trong các tháng 7, 8 và 9. Về tình hình tăng trưởng doanh thu theo khu vực, ban lãnh đạo đã chia sẻ những tín hiệu tích cực, đặc biệt là ở khu vực TP. HCM (hiện chiếm đến 50% doanh thu bán lẻ của công ty). Thị trường này chứng kiến sự tăng trưởng đạt mức 2 chữ số trong tháng 8 và tháng 9 so với mức chỉ 1 chữ số trong quý 2 2019, qua đó phục hồi đà tăng trưởng doanh số toàn khu vực Đông Nam Bộ. Cùng kỳ, tốc tăng trưởng tại khu vực ĐBSCL cho thấy dấu hiệu khả quan trong T9 và T10 trong khi miền Bắc, miền Trung và Tây Nguyên vẫn duy trì được đà tăng 2 chữ số từ đầu năm.

Công ty quyết tâm hoàn thành mục tiêu lợi nhuận (tăng 23% yoy). Điều này đồng nghĩa với việc PNJ cần đạt mức tăng trưởng 41% yoy trong Q4/2019. Mục tiêu trên sẽ được thúc đẩy bởi kế hoạch giới thiệu hàng loạt BST mới cũng như gia tăng các chiến dịch hỗ trợ bán hàng trong mùa cao điểm (từ tháng 11 đến Tết Nguyên đán).

Đẩy nhanh mở mới cửa hàng trong Q4/2019 với 15 cửa hàng mới, dự kiến hoàn thành kế hoạch 2019. Việc chỉ mở mới khiêm tốn thêm 6 cửa hàng trong quý 3 là do tính chất thời vụ của ngành khi các doanh nghiệp thường ngại việc khai trương cửa hàng mới trong giai đoạn trong tháng 7 âm lịch.

Giá trị hàng tồn kho tăng vọt 43% yoy lên mức 5.893 tỷ đồng, điều này nằm trong dự định của công ty nhằm đáp ứng mục tiêu lợi nhuận cũng như kế hoạch mở rộng chuỗi cửa hàng trước khi kết thúc năm 2019. Chúng tôi lưu ý rằng, tết Âm lịch 2020 sẽ tới sớm hơn, rơi vào cuối tháng 1, do đó việc chuẩn bị sẵn sàng đáp ứng nhu cầu tiêu dùng của khách hàng dịp lễ tết cũng nên được triển khai sớm hơn.

Dự báo KQKD cả năm 2019 và 2020:

Dự báo cả năm 2019, doanh thu và lợi nhuận ròng đạt lần lượt 16.672 tỷ đồng (+14% yoy) và 1.152 tỷ đồng (+20% yoy), tương đương 97% kế hoạch lợi nhuận. Bằng dự báo này, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu 23% và tăng trưởng lợi nhuận ròng 30% trong Q4/2019 khi PNJ sẽ liên tục cho ra mắt các sản phẩm mới độc đáo và hoạt động quảng cáo trong mùa mua sắm cuối năm. Cụ thể, việc ký kết hợp tác bản quyền thương mại với đối tác The Walt Disney SEA vào 15/11/2019 sẽ giúp cho PNJ có thể giới thiệu thêm tới thị trường hàng loạt BST trang sức đặc sắc xoay quanh các nhân vật biểu tượng của thế giới Disney, nơi gắn liền với đa số ký ức của đa số các bạn trẻ ngày nay.

Cho cả năm 2020, BVSC dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt là 20.276 tỷ đồng (+21% yoy) và 1.456 tỷ đồng (+26% yoy) với các giả định chính sau:

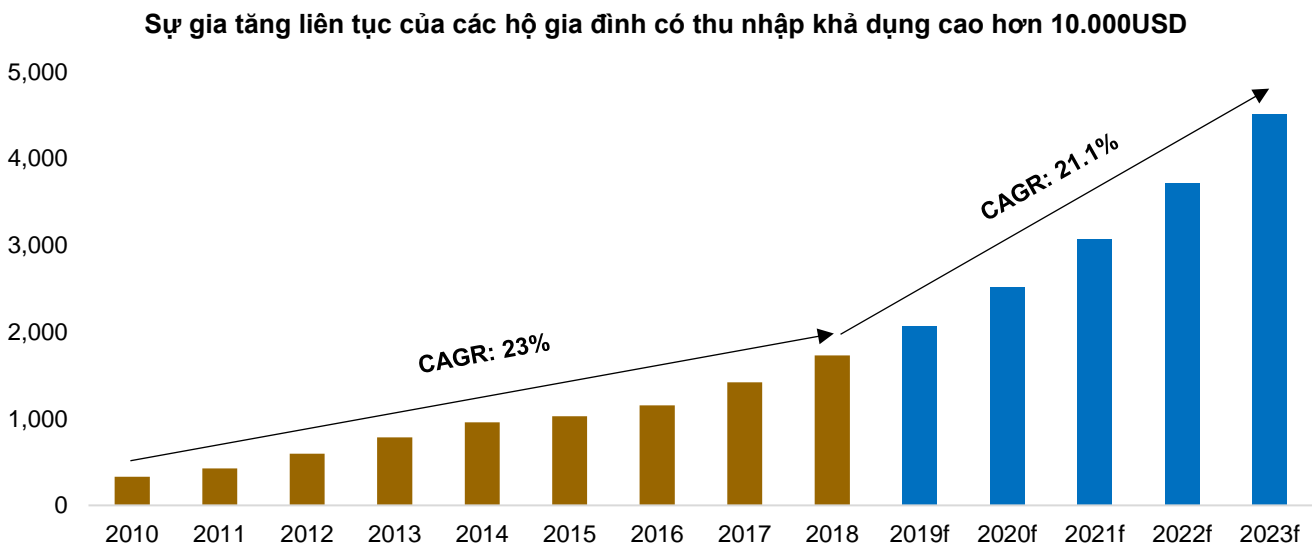
- Mảng bán lẻ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, trong đó tăng trưởng doanh thu cửa hàng cũ đạt mức 10% bên cạnh việc mở mới thêm 30 cửa hàng. Theo chúng tôi, việc PNJ có kế hoạch ưu tiên mở các cửa hàng tại các tỉnh thành cấp 2 và cấp 3 cho năm tới sẽ giúp tránh được rủi ro cạnh tranh doanh thu với các cửa hàng hiện hữu tại TP. HCM song song với kỳ vọng nhu cầu trang sức vàng tiếp tục khởi sắc.
- Mặc dù biên lợi nhuận gộp mảng trang sức bán lẻ năm 2020 giả định giảm khi tập trung mở mới cửa hàng ở các vùng tỉnh ngoài TP. HCM, biên gộp chung toàn Công ty được dự báo có sự cải thiện, đạt 21,2% (so với mức dự báo cho 2019 là 20,7%), nhờ tỷ trọng doanh thu mảng bán lẻ trang sức tiếp tục gia tăng.
- Chi phí bán hàng và QLDN dự báo tăng 25% yoy và 23% yoy, tương đương tỷ lệ trên doanh thu lần lượt 9% và 2,7% (tăng so với mức dự báo 8,7% và 2,6% của 2019).
- Chi phí tài chính, chủ yếu là chi phí lãi vay, dự báo ghi nhận 113,9 tỷ VND, tương đương mức dự báo trong năm 2019, do kỳ vọng cải thiện hiệu quả việc quản lý hàng tồn kho với sự hỗ trợ của ERP mới, qua đó giảm bớt áp lực gia tăng trên dư nợ vay ngắn hạn tài trợ vốn lưu động.
- Do đó, BVSC dự báo lợi nhuận ròng đạt 1.456 tỷ VND (+26% yoy), tương đương mức EPS cho năm 2020 là 6.093VND/CP.

Khuyến nghị:

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về tiềm năng tăng trưởng của PNJ với động lực chính là triển vọng mảng kinh doanh trang sức vàng như sau:

- Xu hướng gia tăng số lượng tầng lớp trung lưu và thu nhập cao ở Việt Nam sẽ là yếu tố thúc đẩy nhu cầu đối với các sản phẩm trang sức có thương hiệu với chất lượng sản phẩm và dịch vụ vượt trội. Tiềm năng của các sản phẩm trang sức có thương hiệu là rất lớn khi phần lớn nhu cầu thị trường vẫn nằm tại các cửa hàng nhỏ lẻ với chất lượng không đồng nhất (60-70% thị phần).
- Việc cải thiện của mức thu nhập khả dụng cũng góp phần phát triển nhu cầu với các sản phẩm nhằm nâng cao hơn nữa chất lượng sống cả về vật chất và tinh thần. Điều này sẽ tạo ra cơ hội rất lớn cho các thương hiệu sản phẩm cao cấp, bao gồm mặt hàng trang sức với thiết kế đầy tinh xảo bên cạnh các chất liệu vượt trội.
- Dựa trên kinh nghiệm và năng lực chế tác trang sức tại Việt Nam cũng như sự hỗ trợ từ hệ thống ERP mới, chúng tôi tin rằng PNJ có nhiều lợi thế trong việc khai thác triển vọng của thị trường bằng việc cải thiện hơn nữa trong việc nắm bắt thị hiếu của khách hàng và không ngừng nâng cao năng lực sản xuất các sản phẩm trang sức thời trang tinh xảo.

Hình 2: Tiếp tục kỳ vọng vào sự gia tăng nhanh chóng của các tầng lớp trung lưu và thu nhập cao



Nguồn: Fitch Solutions

Về định giá, chúng tôi xác định giá hợp lý cho PNJ theo phương pháp DCF là 97.100 VND/cp. Kết quả này, mức P/E dự phóng năm 2019 và 2020 lần lượt là 20,2 lần và 15,9 lần. Với việc so sánh tương quan, chúng tôi nhận thấy rằng cổ phiếu của PNJ đang giao dịch ở mức PEG là 0,65 lần, thấp hơn tại mức trung vị của các công ty cùng ngành là 1,18 lần. Tựu chung lại, **BVSC khuyến nghị OUTPERFORM với cổ phiếu PNJ với mức lợi nhuận kỳ vọng là 16,8%** tại mức giá đóng cửa ngày 20/11/2019.

Hình 3: PNJ vs. các công ty cùng ngành

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa hiện tại (triệu USD)	ROE (%)	2018 P/E	2019 P/E	2020 P/E	Tăng trưởng EPS 2020 (%)	2019 PEG
Chow Tai Fook	HONG KONG	9.035	13%	21,9	15,4	13,2	16%	0,94
Luk Fook Holdings	HONG KONG	1.555	14%	12,2	8,9	8,2	8%	1,08
Chow Sang Sang Holdings	HONG KONG	800	10%	7,8	6,3	5,9	6%	1,05
Chow Tai Seng	CHINA	1.903	22%	16,4	13,2	11,0	20%	0,67
Lao Feng Xiang	CHINA	2.977	20%	9,7	18,9	16,5	15%	1,27
Zhejiang Ming Jewelry	CHINA	389	3%	29,0	27,3	24,7	11%	2,60
Tiffany & Co	US	14.966	12%	25,8	25,4	23,8	6%	3,91
Rajesh Exports Ltd	INDIA	2.829	19%	17,3	13,0	11,8	10%	1,28
Median		2.366	14%	16,8	14,3	12,5	10%	1,18
Phu Nhuan Jewelry	VIETNAM	800	26%	20.9	17.4	13.7	27%	0,65
Phu Nhuan Jewelry at TP	VIETNAM	800	26%	24.3	20.2	15.9	27%	0,75

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	7.706	8.565	10.977	14.571
Giá vốn	6.538	7.153	9.065	11.792
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	725	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	58
Hàng tồn kho	2.135	2.839	3.402	4.968
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	6.438
Nợ ngắn hạn	1.581	2.022	1.489	2.677
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	6.438

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-16,2%	11,1%	28,2%	32,7%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-68,8%	496,3%	60,9%	32,4%
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%	17,6%
ROE (%)	5,8%	32,0%	32,6%	28,7%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,56	58,2%	34,3%	41,8%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1,26	139,1%	52,3%	71,9%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	769	4.584	6.705	5.748
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	13.383	15.267	27.285	22.425

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Ngô Trí Vinh**, 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 Bình Nguyễn

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Trần Thị Thu Nga

Bán lẻ, Thép

tranthithunga@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không

dolongkhanh@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, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhhua@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

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 Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ 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