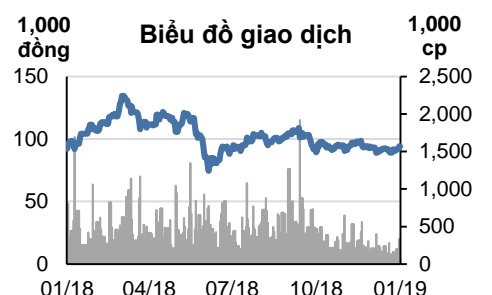


## PNJ (HOSE) Kế hoạch đầy tham vọng năm 2019

### Đánh giá **TRUNG LẬP**

#### Trang sức vàng/bạc

Giá thị trường (VND)	94,000
Giá mục tiêu (VND)	103,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	9.6%
Suất sinh lợi cổ tức	2.1%
Suất sinh lợi bình quân năm	11.7%



### Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	1%	1%	4%	-1%
Tương đối	-2%	-2%	0%	15%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

### Thông kê **30/01/2019**

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	74.5k-134.5k
SL lưu hành (triệu cp)	167
Vốn hóa (tỷ đồng)	15,715
Vốn hóa (triệu USD)	677
% khối ngoại sở hữu	49%
SL cp tự do (triệu cp)	116
KLGD TB 3 tháng (cp)	252,726
VND/USD	23,201
Index: VNIndex/HNX	1,110/127

Nguồn: Bloomberg

### Cơ cấu sở hữu **30/01/2019**

Chủ tịch HĐQT & người liên quan	15.5%
Dragon Capital	9.1%
Vinacapital	8.9%
Management & Union	8.3%

Nguồn: Stoxplus

### Trần Thị Ngọc Mai

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1461

Mai.tt@kisvn.vn

www.kisvn.vn

### Kết quả kinh doanh 2018 ấn tượng và kế hoạch 2019 đầy tham vọng

Năm 2018, doanh thu thuần tiếp tục đạt mức tăng trưởng ấn tượng 32.8% n/n lên 14,573 tỷ đồng. Biên lãi gộp lập kỷ lục mới 19.1% và lợi nhuận sau thuế (LNST) đạt 960 tỷ đồng (+32.4% n/n) trong năm 2018. Nhờ đó, PNJ đã hoàn thành 106% mục tiêu doanh thu và 109% mục tiêu LNST năm 2018.

Phân khúc trang sức vàng chiếm 80% tổng doanh thu (*Hình 01*) và 92.2% tổng lợi nhuận gộp (*Hình 02*). Đây cũng là phân khúc đóng góp nhiều nhất vào tăng trưởng doanh thu. Trong đó, mảng bán lẻ trang sức vàng tăng trưởng 40.9% YoY nhờ mức tăng trưởng doanh thu trên mỗi cửa hàng trang sức hiện hữu (SSSG) đạt mức 20% trong năm 2018. Như vậy, doanh số/cửa hàng/tháng của phân khúc trang sức vàng đạt trung bình 4.14 tỷ đồng, tăng 0.08 tỷ đồng (+2% n/n) so với 4.06 tỷ đồng năm 2017.

Năm 2019, PNJ có kế hoạch ghi nhận doanh thu và LNST tương ứng là 18,100 tỷ đồng (+24% n/n) và 1,184 tỷ đồng (+23% n/n). Doanh thu kế hoạch năm 2019 đề ra không bao gồm doanh thu từ phân khúc đồng hồ đeo tay. Chúng tôi cho rằng phân khúc này cần thêm thời gian để thử nghiệm và vận hành hiệu quả.

PNJ ước tính tăng trưởng SSSG là 18% vào năm 2019 và 16-17% vào năm 2020, một tỷ lệ tương đối cao nhưng thấp hơn mức 20% của năm 2018. Nhìn chung, chúng tôi tin rằng năm 2019 PNJ sẽ tăng trưởng tốt nhưng khó có thể vượt qua đỉnh năm 2018.

### Tiếp tục mở rộng mạng lưới

Năm 2018, PNJ vận hành 324 cửa hàng bao gồm 257 cửa hàng trang sức vàng, 64 cửa hàng trang sức bạc và 3 cửa hàng CAO (*Hình 04*), tăng 55 cửa hàng so với năm trước. Cụ thể hơn, 61 cửa hàng được mở mới và 6 cửa hàng đã bị đóng cửa.

PNJ dự kiến sẽ mở 40 cửa hàng mới trong năm 2019, tăng mạng lưới lên 364 cửa hàng. Ban lãnh đạo PNJ chia sẻ tham vọng thâm nhập vào các thị trường thành phố cấp 2 và cấp 3, nơi vẫn còn dư địa phát triển. Do đó, chiến lược mở rộng chuỗi cửa hàng sẽ tiếp tục được thúc đẩy, đặc biệt là tại các khu vực kể trên.

### Các ngày lễ tiếp tục là động lực tăng trưởng mạnh trong 1Q2019

Hàng tồn kho tăng mạnh vào cuối năm 2018, đạt 4,816 tỷ đồng (+42% n/n) để đáp ứng nhu cầu Tết Nguyên Đán, cũng như các ngày lễ đặc biệt trong 1Q2019 - Ngày Valentine và Ngày Quốc tế Phụ nữ. Do đó, chúng tôi tin rằng kết quả kinh doanh 1Q2019 sẽ tiếp tục nở rộ.

### Duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP**

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu PNJ. Sử dụng mức trung bình P/E lịch sử 3 năm điều chỉnh (*Hình 06*) của PNJ và EPS forward 2019, chúng tôi định giá PNJ là **103,000 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019.

## Dự phóng

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Doanh thu</b>	<b>2,279</b>	<b>3,222</b>	<b>4,139</b>	<b>3,217</b>	<b>3,151</b>	<b>4,066</b>	<b>10,977</b>	<b>14,573</b>	<b>18,154</b>	<b>21,085</b>
Trang sức vàng	1,846	2,545	3,129	2,594	2,578	3,358	8,553	11,658	14,839	17,314
Trang sức bạc	50	64	83	50	57	88	219	277	299	322
Vàng miếng	376	603	919	560	511	619	2,161	2,609	2,986	3,419
Khác	7	10	8	14	5	2	44	29	30	30
<b>Tăng trưởng DT năm (%)</b>	<b>15.0%</b>	<b>21.9%</b>	<b>32.2%</b>	<b>37.1%</b>	<b>38.3%</b>	<b>26.2%</b>	<b>28.2%</b>	<b>32.8%</b>	<b>24.6%</b>	<b>16.1%</b>
Trang sức vàng					39.6%	31.9%	30.2%	36.3%	27.3%	16.7%
Trang sức bạc					13.1%	36.2%	28.6%	26.7%	8.1%	7.5%
Vàng miếng					36.0%	2.7%	20.0%	20.7%	14.5%	14.5%
Khác					-20.2%	-83.2%	90.8%	-33.6%	2.9%	0.0%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>396</b>	<b>567</b>	<b>770</b>	<b>583</b>	<b>600</b>	<b>826</b>	<b>1,912</b>	<b>2,779</b>	<b>3,324</b>	<b>3,861</b>
Trang sức vàng	357	505	695	537	551	779	1,688	2,562	3,087	3,602
Trang sức bạc	33	45	55	35	42	34	155	167	180	194
Vàng miếng	2	11.34	13	7	3	12	47	35	39	47
Khác	4	5	6	3	4	1	22	15	18	18
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>	<b>17.4%</b>	<b>17.6%</b>	<b>18.6%</b>	<b>18.1%</b>	<b>19.0%</b>	<b>20.3%</b>	<b>17.4%</b>	<b>19.1%</b>	<b>18.3%</b>	<b>18.3%</b>
Trang sức vàng	19.3%	19.8%	22.2%	20.7%	21.4%	23.2%	19.7%	22.0%	20.8%	20.8%
Trang sức bạc	66.3%	70.4%	67.0%	70.9%	74.3%	38.7%	70.7%	60.2%	60.2%	60.2%
Vàng miếng	0.5%	1.9%	1.4%	1.3%	0.6%	1.9%	2.2%	1.4%	1.3%	1.4%
Khác	57.9%	52.8%	74.4%	24.0%	77.0%	61.7%	50.9%	50.0%	60.0%	60.0%
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>158</b>	<b>276</b>	<b>420</b>	<b>227</b>	<b>222</b>	<b>336</b>	<b>901</b>	<b>1,205</b>	<b>1,554</b>	<b>1,790</b>
Tăng trưởng (%)	13.7%	91.7%	35.0%	45.5%	40.5%	21.7%	64.4%	33.7%	29.0%	15.2%
Biên LN (%)	6.9%	8.6%	10.1%	7.1%	7.0%	8.3%	8.2%	8.3%	8.6%	8.5%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>126</b>	<b>221</b>	<b>336</b>	<b>181</b>	<b>178</b>	<b>265</b>	<b>725</b>	<b>960</b>	<b>1,185</b>	<b>1,382</b>
Tăng trưởng (%)	13.5%	132.6%	34.9%	40.3%	41.3%	19.9%	60.8%	32.4%	23.4%	16.6%
Biên LN (%)	5.5%	6.9%	8.1%	5.6%	5.6%	6.5%	6.6%	6.6%	6.5%	6.6%

Nguồn: KIS ước tính

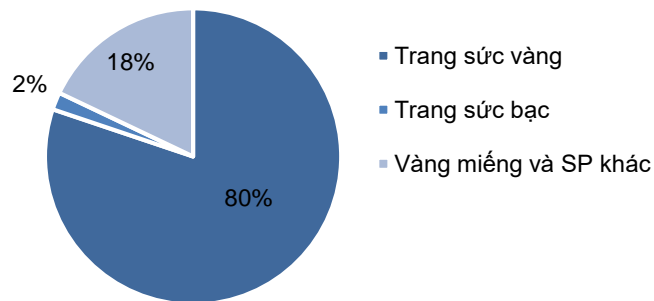
**Định giá**

Tỷ đồng	2019F	2020F	Ghi chú
P/E	17	17	Mức TB lịch sử 3 năm 2015-2018
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>6,018</b>		
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>103,000</b>		<b>2019</b>
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm</i>	9.6%		
<i>Suất sinh lợi cổ tức</i>	2.1%		
<b>Tổng suất sinh lợi kỳ vọng</b>	<b>11.7%</b>		<b>2019</b>

**Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu**

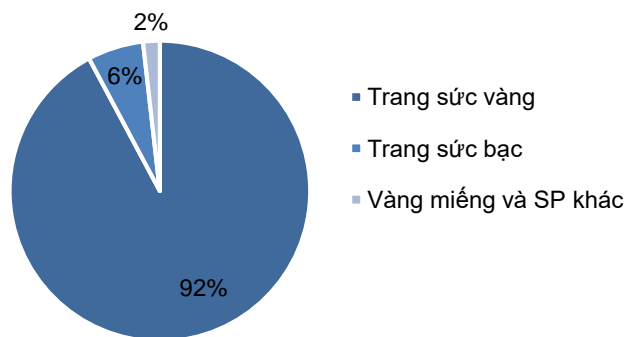
Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)
PNJ	03/10/2018	TRUNG LẬP	97,000
	30/01/2019	TRUNG LẬP	103,000

Hình 01. Cơ cấu doanh thu 2018



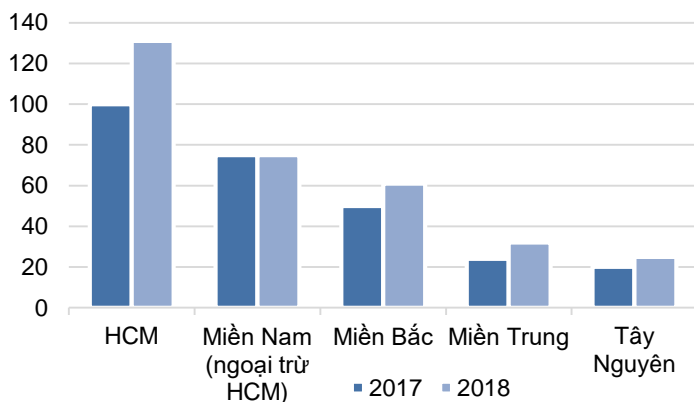
Nguồn: PNJ, KIS

Hình 02. Cơ cấu lãi gộp 2018



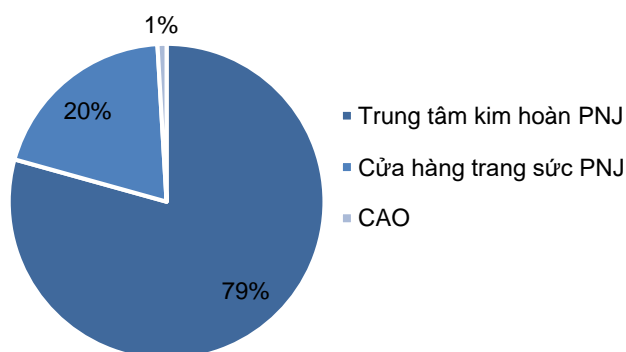
Nguồn: PNJ, KIS

Hình 03. Phân bố cửa hàng theo thành phố và khu vực



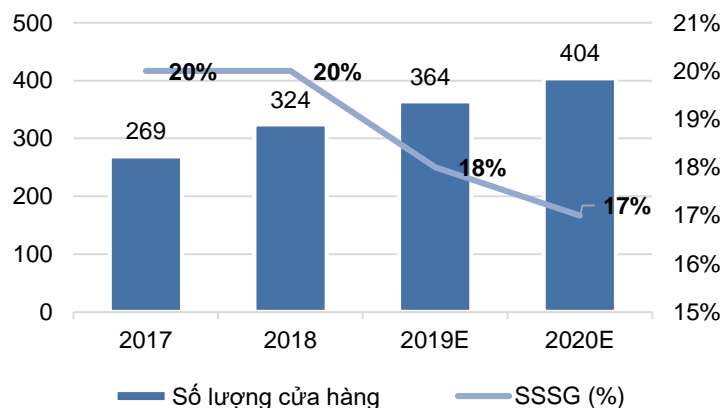
Nguồn: PNJ, KIS

Hình 04. Cơ cấu cửa hàng 2018



Nguồn: PNJ, KIS

Hình 05. Số lượng cửa hàng và SSSG



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 06. P/E bình quân lịch sử 3 năm (điều chỉnh dự phòng cho DAB)



Nguồn: Bloomberg, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 15,715 tỷ đồng				
	Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>8,565</b>	<b>10,977</b>	<b>14,573</b>	<b>18,154</b>	<b>21,085</b>
Tăng trưởng (%)	11.1%	28.2%	32.8%	24.6%	16.1%
Trang sức vàng	6,571	8,672	11,658	14,839	17,314
Trang sức bạc	170	220	277	299	322
Vàng miếng và SP khác	1,824	2,086	2,638	3,016	3,449
<b>GVHB</b>	<b>7,153</b>	<b>9,065</b>	<b>11,794</b>	<b>14,711</b>	<b>17,097</b>
Biên LN gộp (%)	16.5%	17.4%	19.1%	19.0%	18.9%
Chi phí BH & QLDN	687	963	1,517	1,889	2,199
<b>EBITDA</b>	<b>759</b>	<b>988</b>	<b>1,305</b>	<b>1,625</b>	<b>1,865</b>
Biên lợi nhuận (%)	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%	8.8%
Khấu hao	34	39	42	71	76
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>724</b>	<b>949</b>	<b>1,263</b>	<b>1,554</b>	<b>1,790</b>
Biên LN HĐKD (%)	8.5%	8.6%	8.7%	8.6%	8.5%
Chi phí lãi vay ròng	68	46	54	75	65
% so với nợ ròng	5.3%	4.8%	7.6%	11.4%	75.5%
Khả năng trả lãi vay (x)	11	21	23	21	28
Lãi/lỗ khác	-66	5	5	5	5
Thuế	140	183	244	298	348
Thuế suất hiệu dụng (%)	23.7%	20.1%	20.1%	20.1%	20.1%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>451</b>	<b>725</b>	<b>969</b>	<b>1,185</b>	<b>1,382</b>
Biên lợi nhuận (%)	5.3%	6.6%	6.6%	6.5%	6.6%
Lợi ích CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
<b>LN cho công ty mẹ</b>	<b>451</b>	<b>725</b>	<b>969</b>	<b>1,185</b>	<b>1,382</b>
Số lượng CP (triệu)	98	108	167	172	177
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>2,288</b>	<b>3,682</b>	<b>4,921</b>	<b>6,018</b>	<b>7,019</b>
Tăng EPS (%)	496.3%	60.9%	33.7%	22.3%	16.6%
Cổ tức (VND)	2,500	1,700	2,000	2,000	2,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	60.6%	28.2%	38.3%	32.3%	28.5%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	550	580	650	400	300
Capex	87	115	336	96	72
Dòng tiền khác	-269	63	0	0	0
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>117</b>	<b>5</b>	<b>25</b>	<b>759</b>	<b>1,085</b>
Phát hành cổ phiếu	0	975	0	0	0
Cổ tức	246	185	334	344	354
Thay đổi nợ ròng	129	-795	309	-415	-731
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>1,353</b>	<b>557</b>	<b>866</b>	<b>451</b>	<b>-280</b>
Giá trị doanh nghiệp	14,346	15,141	14,832	15,247	15,978
<b>Tổng VCSH</b>	<b>1,500</b>	<b>2,950</b>	<b>3,487</b>	<b>4,210</b>	<b>5,099</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
<b>VCSH</b>	<b>1,500</b>	<b>2,950</b>	<b>3,487</b>	<b>4,210</b>	<b>5,099</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	15,267	27,285	20,883	24,473	28,779
Nợ ròng / VCSH (%)	0.9	0.2	0.2	0.1	(0.1)
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.8	0.6	0.7	0.3	(0.2)
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3,588</b>	<b>4,492</b>	<b>5,308</b>	<b>5,733</b>	<b>6,029</b>

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>ROE (%)</b> (không gồm lợi ích CĐ thiếu số)	32%	33%	30%	31%	30%
<b>ROA (%)</b>	13%	16%	18%	21%	23%
<b>ROIC (%)</b>	19%	24%	26%	28%	30%
<b>WACC (%)</b>	10%	13%	13%	14%	15%
<b>PER (x)</b>	41.1	25.5	19.1	15.6	13.4
<b>PBR (x)</b>	5.8	3.2	4.2	3.6	3.1
<b>PSR (x)</b>	1.8	1.4	1.1	0.9	0.7
<b>EV/EBITDA (x)</b>	18.9	15.3	11.4	9.4	8.6
<b>EV/Sales (x)</b>	1.7	1.4	1.0	0.8	0.8
<b>Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)</b>	2.7%	1.8%	2.1%	2.1%	2.1%

## Liên hệ

### Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

### Phòng Khách hàng Định chế

#### Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@KIS.vn

## Nguyên tắc khuyến nghị

**TĂNG TỶ TRỌNG:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

## Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

**KIS** có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.