

BÁO CÁO ĐÁNH GIÁ NHANH

13.01.2020

Công ty Cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HOSE)

Mã: PNJ | Ngành: Bán lẻ

Khuyến nghị đầu tư

Giá thị trường	89.000
Giá mục tiêu	Không khuyến nghị
Thời gian đầu tư	

Thông tin cổ phiếu

Vốn hóa thị trường	20,041 tỷ đồng
Số lượng CP lưu hành	225,188,176
Số lượng CP niêm yết	222,667,960
KLGDBQ 20 phiên	622.231 cổ phiếu

Biến động giá CP


Nguồn: Cafef

Biến động EPS 4 năm

Năm	2016	2017	2018	2019
EPS	4.126	6.370	5.461	5,285

Cổ đông lớn (%)

Cao Thị Ngọc Dung	9.03%
LGM Investments Ltd	4.35%
Route One Investments Limited	3.9%
VEIL	3.51%
Các cổ đông khác	79,21%

ĐIỂM NHẤN DOANH NGHIỆP VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

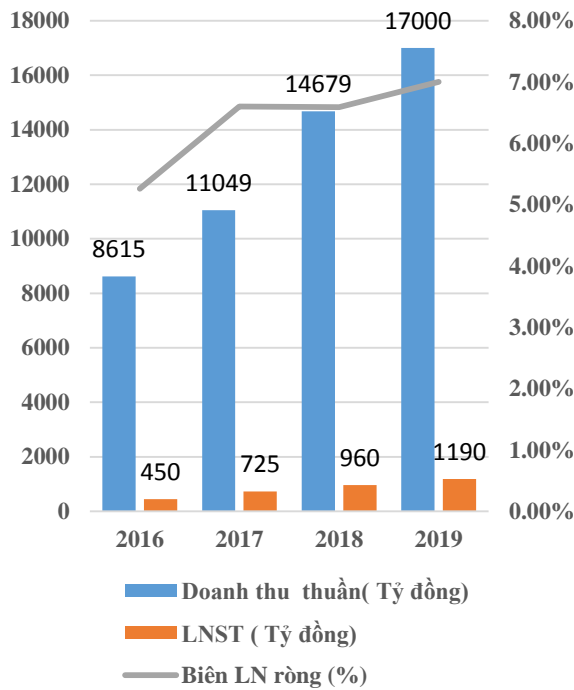
❖ **Hồ sơ Doanh Nghiệp:** Thành lập năm 1988, Công ty Cổ phần Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận là chuỗi bán lẻ Vàng, bạc, trang sức với thị phần số 1 Việt Nam. Hiện tại tính đến cuối T12/2019 PNJ đang vận hành tất cả 346 cửa hàng trên toàn quốc và vận hành một xí nghiệp nữ trang với quy mô 4 triệu sản phẩm/năm .

❖ Chiến lược Kinh doanh:

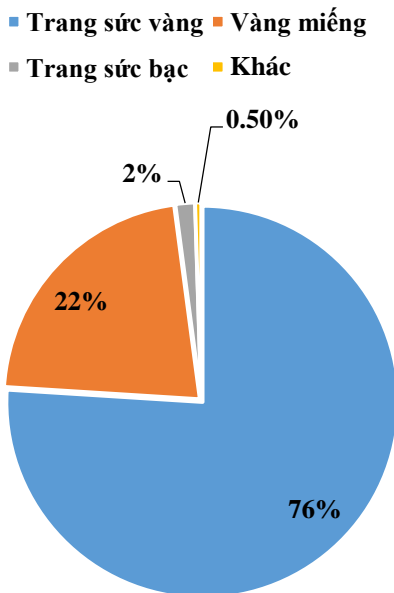
- Trở thành công ty chế tác và bán lẻ trang sức hàng đầu tại Châu Á, giữ vị trí số 1 trong các phân khúc thị trường trang sức trung và cao cấp tại Việt Nam.
- Tập trung vào lĩnh vực chủ chốt là sản xuất và kinh doanh trang sức tại Việt Nam
- Tăng cường mở rộng hệ thống phân phối bán lẻ tại các thị trường trọng điểm, đặc biệt tại thị trường miền Bắc.
- Đầu tư và ứng dụng các máy móc công nghệ hiện đại nhằm giảm tỷ lệ hao hụt, đa dạng hóa và nâng cao chất lượng sản phẩm

❖ Quan điểm đầu tư:

- Động lực từ việc hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm 2019, theo báo cáo mới nhất vào thời điểm cuối tháng 12. PNJ đã đạt 17.000 tỷ Doanh thu thuần và 1.190 tỷ LNST tương ứng lần lượt với 93% và 101% kế hoạch năm 2019. Đồng thời tính đến hết tháng 11 công ty đã mở mới 43/40 cửa hàng vượt kế hoạch được BLĐ đề ra. Chúng tôi cho rằng dù công ty không hoàn thành chỉ tiêu về doanh thu nhưng đã vượt chỉ tiêu về lợi

KQKD PNJ 2016-2019


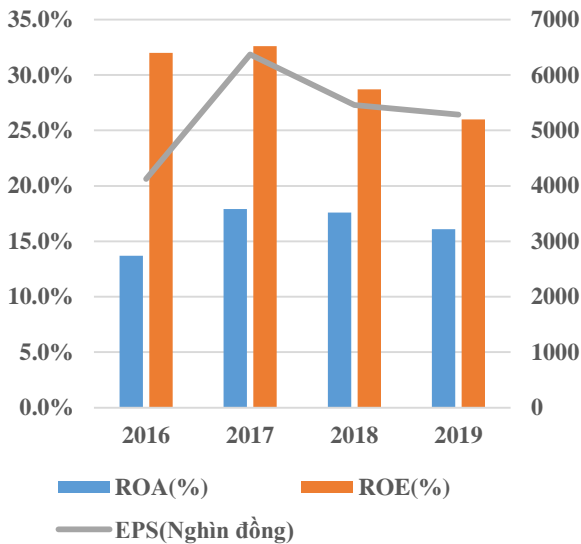
Nguồn: BCTC PNJ, IRS tổng hợp

Cơ cấu doanh thu PNJ 9T.2019


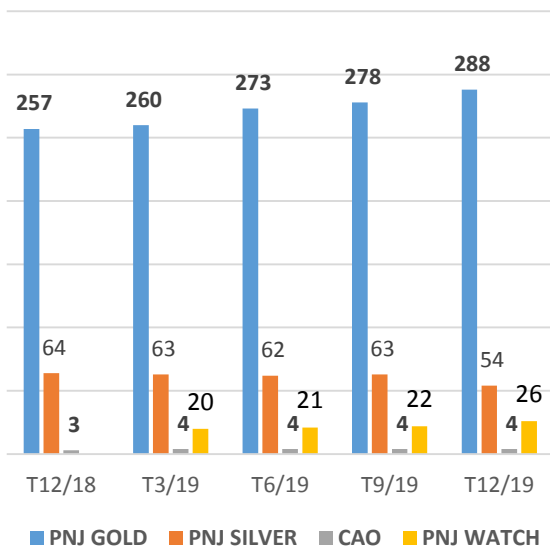
Nguồn: BC hàng quý PNJ, IRS tổng hợp

nhuận mà ĐHCĐ đề ra tương ứng với mức tăng trưởng LNST là 23% nhờ kỳ vọng hệ thống ERP vận hành ổn định giúp tiết kiệm chi phí bán hàng đồng thời nhu cầu tiêu thụ trong mùa cao điểm cuối năm và dịp tết nguyên đán thường cao hơn các quý khác. Đây là điều kiện và cũng là động lực hỗ trợ tham vọng tăng trưởng của PNJ trong tương lai.

- Theo BLĐ của PNJ trong cuộc gặp gỡ NĐT diễn ra vào T10.2019, sau sự cố thiếu Hàng tồn kho do lỗi hệ thống ERP thì hiện nay công ty đã ghi nhận những tín hiệu tích cực hơn trong đó có kế hoạch tăng trưởng doanh thu trong Q4.2019 và năm 2020 cụ thể sau khi ghi nhận SSSG (Tăng trưởng doanh thu cùng một cửa hàng) ở mức âm trong Q2.2019 thì hiện nay SSSG đã cải thiện 8-10%, BLĐ cũng đã cung cấp kế hoạch sơ bộ cho năm 2020 bao gồm kế hoạch tăng SSSG khoảng 10-15%. Cùng với đó theo BLĐ PNJ, công ty sẽ chỉ duy trì tốc độ mở mới cửa hàng giống như năm 2019 ở mức 40 cửa hàng/năm nhằm tập trung chiến lược tăng hiệu quả hoạt động tại mỗi cửa hàng. Chúng tôi cho rằng đây là bước đi thận trọng trong kế hoạch phát triển của PNJ nhất là sau sự cố ERP khiến KQKD của PNJ trong Q2.2019 sụt giảm đáng tiếc.
- Điểm nhấn từ việc hợp tác với các thương hiệu lớn, trong Q4.2019 PNJ đã chính thức hợp tác với thương hiệu giải trí toàn cầu Walt Disney đồng thời trước đó là với Swarovski (Công ty có lịch sử hơn 100 năm về pha lê, trang sức) để thúc đẩy R&D và cho ra những sản phẩm mới có tính hấp dẫn đối với thị trường trong dịp cao điểm Q4 và đầu năm mới. Việc bắt tay hợp tác chiến lược sẽ giúp PNJ gia tăng lợi thế cạnh tranh không chỉ tại Việt Nam mà còn mở ra cơ hội tại thị trường trang sức quốc tế.

**Các chỉ tiêu tài chính khác
PNJ**


Nguồn: BCTC MWG, IRS tổng hợp

Số lượng cửa hàng PNJ


Nguồn: BC hàng tháng PNJ, IRS tổng hợp

- Đối với mảng đồng hồ và kính mắt hiện nay, tốc độ tăng trưởng doanh số và tốc độ mở cửa hàng chậm đi do công ty thận trọng trì hoãn trong việc mở rộng vì vấn đề nhân sự và kết quả kinh doanh đợt đầu không đạt kỳ vọng của BLĐ. Dù vậy tốc độ tăng trưởng doanh số mặt hàng đồng hồ và kính mắt cũng đã tăng gấp 3 lần so với năm ngoái. Tuy nhiên đây không phải vấn đề lớn đến PNJ vì mảng bán lẻ đồng hồ, kính mắt hiện nay chỉ đóng góp thấp hơn 3% LNST của PNJ
- Về tình hình tài chính của PNJ, tính đến thời điểm cuối T12.2019, các chỉ số tài chính của công ty đều nằm trong ngưỡng an toàn. Chỉ số Nợ/ TTS đạt 0.46 cho thấy tình hình tài chính của công ty khá cân bằng. Chỉ số thanh toán hiện hành đạt 1.82 cho thấy công ty hoàn toàn có khả năng đáp ứng các nghĩa vụ tài chính trong ngắn hạn.
- Hiện tại Dư nợ tài chính của công ty là 2.610 tỷ hoàn toàn là nợ ngắn hạn tuy vậy Lãi suất trung bình chỉ khoảng 6-7% và điều đáng chú ý dù dư nợ tăng cao so với con số 1558 tỷ cùng kỳ và 2266 tỷ ở quý trước thì có thể thấy hầu hết các khoản vay của PNJ đều là những khoản vay có thời hạn ngắn và tài sản đảm bảo đều là HTK. Tỷ lệ vay của PNJ ở thời điểm hiện tại vẫn đang đạt ngưỡng an toàn, tuy nhiên có một điểm đáng lưu ý tại PNJ đó là họ sử dụng đòn bẩy cao trong quý 3,4 hầu hết để thu mua hàng hóa chuẩn bị cho mùa kinh doanh cao điểm trong Q4 và đầu xuân năm mới. Với đặc thù là ngành vàng và biến động của giá vàng trong thời điểm Q4 và đầu Q1.2020 thì bước đi của PNJ vừa qua đã thể hiện năng lực và tầm nhìn của BLĐ trước biến động của giá vàng trong và ngoài nước.

Về hàng tồn kho, với đặc thù hàng hóa có giá trị cao và “giữ giá” thì Hàng tồn kho của PNJ tính đến cuối T12.2019 ở mức 7.018 tỷ tăng 19.1% so với quý trước thì cũng không phải là quá đáng ngại khi công ty có kế hoạch chuẩn bị nguồn hàng cho dịp cao điểm và dịp tết nguyên đán đến sớm. Đồng thời với diễn biến giá vàng tăng mạnh trong thời gian vừa qua thì đây lại là điểm tốt cho PNJ.

- **Rủi ro đầu tư:** Đầu tiên là rủi ro ngành hàng PNJ có sự tương quan với giá vàng trong và ngoài nước, nhạy cảm với các yếu tố từ vĩ mô có thể khiến nhu cầu mua vàng giảm do giá tăng cao.
- **Rủi ro đặc thù:** Với đặc thù ngành bán lẻ những mặt hàng cao cấp, lo ngại về tốc độ tăng trưởng nhu cầu của người tiêu dùng với các ngành hàng không thiết yếu chững lại cũng điều cần được xem xét. Ngoài ra, đối với doanh nghiệp sở hữu chuỗi cửa hàng bán lẻ như PNJ vị trí các cửa hàng có chi phí hợp lý và thuận tiện đối với người tiêu dùng là một trong những yếu tố hàng đầu trong kế hoạch mở mới cửa hàng, tuy nhiên để tìm được mặt bằng ưng ý và phù hợp với nhu cầu của công ty là điều hết sức khó khăn và đã được BLĐ tính đến khi hiện nay cạnh tranh mặt bằng trong thị trường bán lẻ hết sức gay gắt.
- **Rủi ro về việc ESOP của công ty:** Trong khoảng 2 năm trở lại đây công ty đều phát hành ESOP cho CBCNV với giá ưu đãi, đây là rủi ro giảm giá khiến cho cổ phiếu của công ty bị pha loãng quá nhiều gây thiệt thòi trực cho cổ đông sở hữu cổ phiếu PNJ. Dù cổ phiếu được ESOP có thời gian hạn chế chuyển nhượng tuy nhiên cũng ít nhiều gây ảnh hưởng đến tâm lý cổ đông sở hữu và lo ngại trong thời gian tới BLĐ sẽ tiếp tục thực hiện ESOP.
- **Cuối cùng là rủi ro từ thị trường chung** khi thời điểm cuối năm 2019, đầu năm 2020 VN-Index chịu áp lực bán mạnh và bước vào nhịp điều chỉnh, dòng tiền có xu hướng rút khỏi thị trường và chờ đợi cơ hội thích hợp hơn.



Mô hình hệ thống ERP

❖ Những lưu ý cần biết khi xem BCTC và BC hàng tháng của PNJ:

- Số lượng cửa hàng mở mới vì đối với những doanh nghiệp có chuỗi bán lẻ như PNJ việc nhân rộng chuỗi cửa hàng nhanh và mạnh là một yếu tố sống còn để tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận.
- Theo dõi các chỉ số về KQHĐKD thực tế PNJ đã đạt được so với kế hoạch đề ra như thế nào.
- Đồng thời cần theo dõi thêm dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khi dòng tiền trong hai năm trở lại đây đặc biệt là các quý cuối năm luôn có hiện tượng âm và rõ ràng đây không phải tín hiệu lạc quan (dù biết rằng mô hình của PNJ là mô hình tái đầu tư liên tục vào các cửa hàng mới, gia tăng HTK, nhân viên .v.v.)

DIỄN GIẢI

Khuyến nghị	Diễn giải
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 15%
Nắm giữ	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -15% đến 15%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường dưới -15%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn thận và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Chứng khoán Quốc tế Hoàng gia (IRS) không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

IRS có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng IRS có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Chứng khoán Quốc tế Hoàng gia

Trụ sở: Tầng 12 tòa nhà CDC, 25 Lê Đại Hành, quận Hai Bà Trưng, Hà Nội

Điện thoại: (+84.4) 3 944 6666

Fax: (+84.4) 3 944 6969

Email: contact@irs.com.vn