

CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận

KHẢ QUAN

Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên

Cập nhật

Tiêu dùng bán lẻ

Giá mục tiêu	52.600
Giá hiện tại	48.000
Cổ tức bằng tiền mặt	1.500
TL tăng	9,6%
Lợi suất cổ tức	3,1%
Tổng lợi nhuận	12,7%

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa (USD)	175 triệu
GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua (USD)	0,04 triệu
Sở hữu của khối ngoại	49%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	75,6 triệu
Số CP pha loãng hoàn toàn	75,6 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	48.000
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	27.416

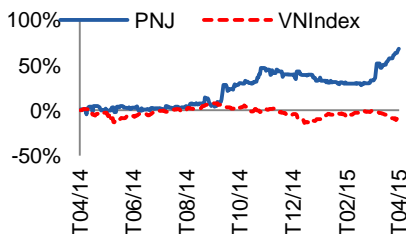
Cơ cấu cổ đông

Chủ tịch HĐQT	9,67%
Vietnam Azalea Fund Ltd	6,38%
Route One Investment Co	4,69%
Vietnam Enterprise Inv	4,07%
Others	75,19%

Mô tả công ty

Được thành lập năm 1988 và bắt đầu niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2009, PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam với thị phần khoảng 21% trong mảng bán lẻ trang sức. PNJ được xếp hạng 16 trong số 500 công ty trang sức lớn nhất thế giới theo Plimsoll (2012).

Diễn biến tương đối giá cổ phiếu PNJ



Bán lẻ vàng trang sức phát triển mạnh mẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng năm 2015

- Trong buổi họp ĐHCĐ, PNJ đặt kế hoạch cho một năm khả quan tiếp theo trong năm 2015 với EPS tăng trưởng 26% so với năm 2014 (+40% so với năm 2014 nếu loại trừ lợi nhuận bất thường).
- Với kế hoạch 2015 đầy tham vọng, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo EPS 2015 lên 9,7% đạt 4.122 đồng (tăng 28,5% so với năm 2014) từ mức 3.757 đồng, cũng như tăng giá mục tiêu lên 52.600 đồng từ 47.000 đồng.
- Cổ đông đã thông qua mức cổ tức tiền mặt 1.500 đồng/CP năm 2014 (lợi suất 3,1%) và 30% cổ phiếu thưởng.
- PNJ hiện đang giao dịch với PER 11,6 lần EPS 4.122 đồng năm 2015 của VCSC (tăng 28,5% so với năm 2014).

Năm 2014 khả quan được dẫn dắt bởi mảng bán lẻ vàng trang sức. Lợi nhuận ròng sau thuế (LNST) năm 2014 tăng 40% so với năm 2013 (nếu không tính đến thu nhập bất thường từ việc thoái vốn khỏi SFC) nhờ vào kết quả tốt từ mảng bán lẻ vàng trang sức với doanh thu tăng 42% so với năm 2014, nhờ doanh thu từ các cửa hàng hiện hữu tăng 35% và 18 cửa hàng bán vàng trang sức mới trong năm 2014.

Với kế hoạch kinh doanh tham vọng trong năm 2015, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo EPS năm 2015 lên 4.122 đồng (tăng 28,5% so với năm 2014) nhờ vào sự mở rộng mảng bán lẻ: 35 cửa hàng mới trong năm 2015 (169 cửa hàng vào cuối năm 2014). Trong quý 1 năm 2015, PNJ đã mở thêm 7 cửa hàng mới. Do đó trong năm 2015, chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng bán lẻ vàng nữ trang sẽ tăng 30% so với năm 2014, với 20 % trong số này sẽ đến từ tăng trưởng doanh số tại các cửa hàng hiện hữu; trong khi doanh số bán vàng miếng sẽ chỉ tăng 5% so với năm 2014, tương ứng với mức LNST là 312 tỷ đồng năm 2015 (tăng 28,5% so với năm 2014).

Thông qua cổ tức tiền mặt 1.500 đồng/CP và 30% cổ phiếu thưởng. Mức cổ tức tiền mặt năm 2015 được thông qua ở mức 2.000/CP, tương ứng với tỷ lệ trả cổ tức ở mức 64% dựa vào kế hoạch LNST của PNJ trong năm 2015.

Thông qua phát hành 5% cổ phiếu ESOP. Các cổ đông cũng đồng thời thông qua việc phát hành 5% cổ phiếu ESOP (khoảng 3,8 triệu cổ phiếu) nếu PNJ có thể đạt được LNST đề ra theo kế hoạch trong năm 2015 (không tính đến các khoản thu nhập bất thường).

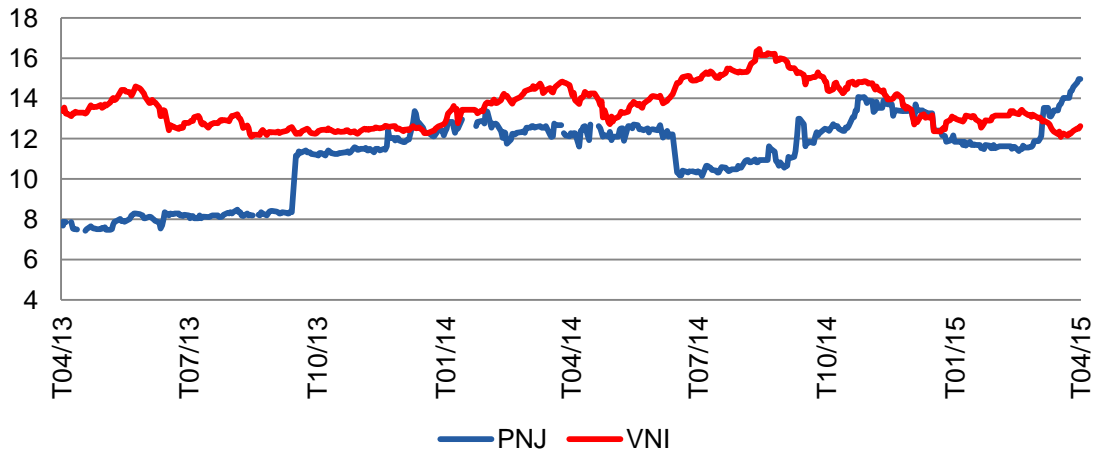
Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Doanh thu (tỷ đồng)	8.914	9.199	8.387	9.526	10.839
LNST (tỷ đồng)	163	242	312	383	471
Biên LN gộp (%)	7,5%	9,7%	11,6%	12,0%	12,3%
Biên LN từ HĐ (%)	3,3%	4,4%	5,6%	5,9%	6,2%
Biên LNST (%)	1,8%	2,6%	3,7%	4,0%	4,3%
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	2.158	3.208	4.122	5.061	6.237
Tăng trưởng EPS (%)	-35,9%	48,6%	28,5%	22,8%	23,2%
GT doanh nghiệp (EV) / EBITDA	8,7	9,2	6,8	5,8	4,9
Giá CP / Dòng tiền tự do, theo giá TT	NA	NA	18,4	20,3	16,9
Giá CP / LN, theo giá TT	22,2	15,0	11,6	9,5	7,7
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	2,7	2,8	2,5	2,1	1,8
ROA (%)	6,1%	8,8%	10,7%	12,1%	13,1%
ROE (%)	12,8%	18,9%	22,6%	24,3%	25,5%
Nợ/CSH (%)	92,0%	97,9%	88,5%	83,6%	74,5%

Ghi chú: LNST = LN ròng sau thuế và sau lợi ích cổ đông thiểu số

Diễn biến tỷ số PER của PNJ so với VNIndex

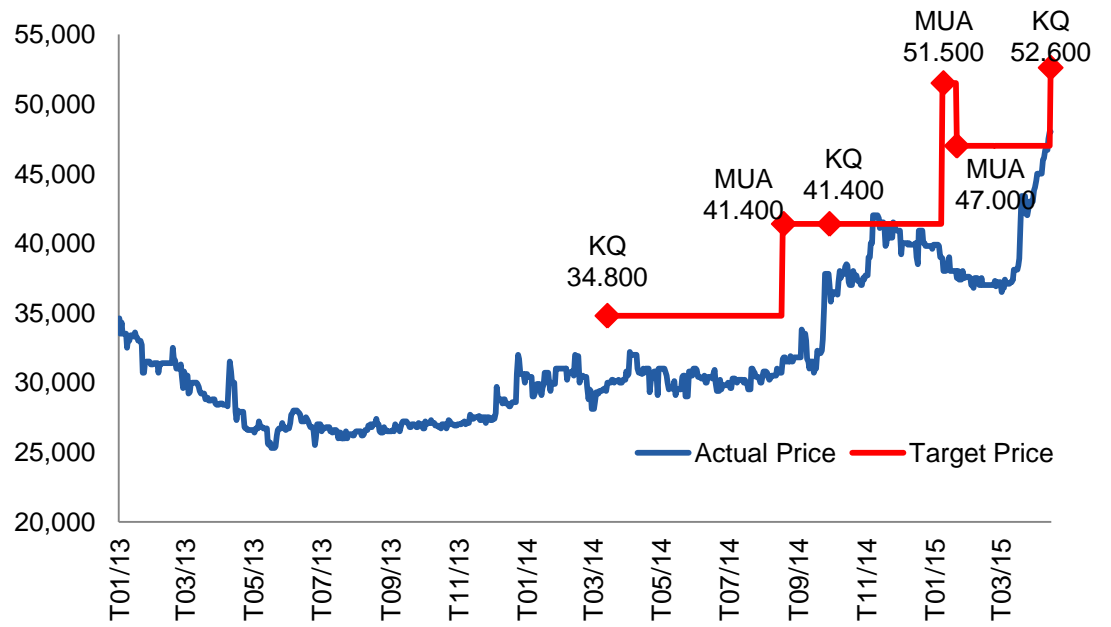
Mặc dù có kết quả kinh doanh đầy ấn tượng, cổ phiếu PNJ hiện đang giao dịch với mức PER trượt cao nhất, điều này cũng ảnh hưởng đến việc xác định mức giá mục tiêu của chúng tôi, do mức thanh khoản thấp của cổ phiếu này (khối lượng giao dịch trung bình 30 ngày chỉ khoảng 20.000 cổ phiếu).

Hình 1: Diễn biến PER của PNJ so với VNIndex



Nguồn: Bloomberg

Lịch sử khuyến nghị



Báo cáo tài chính

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
KQLN					
Doanh thu thuần	6.717	8.914	9.199	8.387	9.526
- Giá vốn hàng bán	-6.118	-8.244	-8.310	-7.414	-8.380
Lợi nhuận gộp	599	670	889	973	1.146
- Chi phí bán hàng	-268	-262	-355	-377	-438
- Chi phí quản lí DN	-90	-113	-130	-126	-143
LN thuần HDKD	241	294	405	470	565
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	1	9	-1	0	0
- Lợi nhuận khác	170	13	11	13	13
EBIT	412	317	415	483	578
- Chi phí lãi vay	-101	-84	-80	-83	-88
Lợi nhuận trước thuế	310	233	335	399	490
- Thuế TNDN	-56	-64	-79	-88	-108
LNST	254	169	256	312	383
- Lợi ích CĐ thiểu số	0	-6	-13	0	0
LN ròng	254	163	242	312	383
EBITDA	425	335	437	496	598
SL CP lưu hành (triệu)	66	74	76	76	76
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	76	76	76	76	76
EPS	3.855	2.211	3.208	4.122	5.061
EPS pha loãng hoàn toàn	3.365	2.158	3.208	4.122	5.061

	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
Tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	-62,6%	32,7%	3,2%	-8,8%	13,6%
Tăng trưởng LN HDKD	-31,3%	22,0%	37,7%	16,1%	20,3%
Tăng trưởng EBIT	-2,5%	-23,1%	31,0%	16,4%	19,8%
Tăng trưởng EPS %	-1,0%	-35,9%	48,6%	28,5%	22,8%
Khả năng sinh lợi					
Biên LN gộp %	8,9%	7,5%	9,7%	11,6%	12,0%
Biên LN từ HĐ %	3,6%	3,3%	4,4%	5,6%	5,9%
EBITIDA %	6,1%	3,6%	4,5%	5,8%	6,1%
EBT %	6,3%	3,8%	4,7%	5,9%	6,3%
Biên LN ròng %	3,8%	1,8%	2,6%	3,7%	4,0%
ROE %	21,2%	12,8%	18,9%	22,6%	24,3%
ROA %	9,3%	6,1%	8,8%	10,7%	12,1%
Chỉ số hiệu quả vận hành					
Số ngày tồn kho	52,5	41,6	55,4	75,0	75,0
Số ngày phải thu	1,3	1,1	1,6	1,6	1,6
Số ngày phải trả	5,2	3,6	5,5	6,0	6,0
TG luân chuyển tiền	48,5	39,0	51,5	70,6	70,6
Thanh khoản					
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4
CS thanh toán nhanh	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2
Nợ/Tài sản	46,3%	43,7%	44,9%	43,3%	41,9%
Nợ/Vốn sử dụng	48,7%	47,9%	49,5%	47,0%	45,5%
Nợ/Vốn CSH	94,9%	92,0%	97,9%	88,5%	83,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	4,1	3,8	5,2	5,8	6,6

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
Bảng CĐKT					
Tiền và tương đương	469	508	272	248	282
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0	0
Các khoản phải thu	8	44	35	37	42
Hàng tồn kho	791	1.087	1.437	1.523	1.722
TS ngắn hạn	75	79	86	78	89
Tổng TS ngắn hạn	1.343	1.718	1.831	1.887	2.134
TS dài hạn (gộp)	518	375	266	350	445
- Khấu hao lũy kế	-87	-116	-105	-119	-139
TS dài hạn (ròng)	431	259	161	231	307
Đầu tư TC dài hạn	502	403	450	477	538
TS dài hạn khác	266	471	386	386	386
Tổng TS dài hạn	1.200	1.239	998	1.094	1.231
Tổng Tài sản	2.543	2.957	2.829	2.981	3.365
Phải trả ngắn hạn	52	111	140	122	138
Vay và nợ ngắn hạn	1.008	1.164	1.132	1.166	1.302
Phải trả ngắn hạn khác	70	140	123	112	127
Nợ ngắn hạn	1.130	1.415	1.395	1.400	1.567
Vay và nợ dài hạn	170	130	137	123	110
Phải trả dài hạn khác	0	6	0	0	0
Nợ dài hạn	171	135	138	124	110
Tổng nợ	1.301	1.551	1.532	1.524	1.677
Vốn cổ phần ưu đãi	0	0	0	0	0
Vốn góp bổ sung	105	105	105	105	105
Vốn cổ phần	720	756	756	756	756
Lợi nhuận giữ lại	417	457	436	596	827
Lợi ích CĐTS	0	88	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.242	1.406	1.297	1.457	1.688
Tổng cộng nguồn vốn	2.543	2.957	2.829	2.981	3.365

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
Dòng tiền					
Tiền đầu năm	454	469	508	272	248
Lợi nhuận sau thuế	254	163	242	312	383
Khấu hao	15	24	31	14	20
Thay đổi vốn lưu động	58	-231	-343	-109	-183
Điều chỉnh khác	-79	32	-28	0	0
Tiền từ hoạt động KD	249	-12	-97	217	220
Chi mua sắm TSCĐ	-58	-49	-34	-84	-95
Đầu tư	132	154	9	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	73	105	-25	-110	-157
Cổ tức đã trả	-150	-94	-242	-151	-151
Tăng (giảm) vốn	0	36	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	-156	115	-25	21	122
Tiền từ hoạt động TC	-307	-55	-114	-130	-29
Tổng lưu chuyển tiền tệ	15	39	-236	-24	34
Tiền cuối năm	469	508	272	248	282

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thị Anh Đào, 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
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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 chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có 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.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

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

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng cao cấp, Ngô Hoàng Long

Trưởng phòng cao cấp, Anirban Lahiri

Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp

CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm

Chuyên viên, Nguyễn Thị Kim Chung

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ

Chuyên viên, Trần Minh Đức

Chuyên viên, Văn Đình Phong

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
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.