



Cập nhật PNJ – GIỮ

Ngày 26/01/2018



Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 327

chiltk@acbs.com.vn

Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị

GIỮ

HSX: PNJ

Hàng tiêu dùng không thiết yếu

Giá mục tiêu (VND) **138.358**

Giá hiện tại (VND) **143.500**

Tỷ lệ tăng giá -3,6%

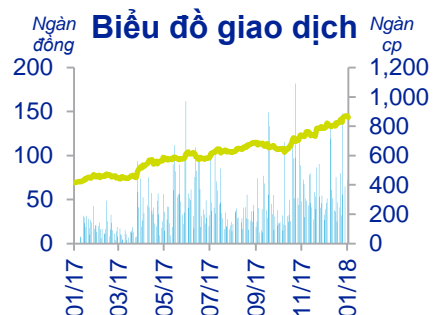
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 1,4%

Tổng tỷ suất lợi nhuận -2,2%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	4,7	10,8	36,3	115,6
Tương đối	-8,7	-4,8	2,6	52,8

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

B. Cao Thị Ngọc Dung	10,1%
LGM Investment	5,0%
VOF Investment	3,9%

Thông kê

	26/1/18
Mã Bloomberg	PNJ VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	68.500-146.900
SL lưu hành (triệu cp)	108
Vốn hóa (tỷ đồng)	15.513
Vốn hóa (triệu USD)	682
Room khối ngoại còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	64,5
KLGD TB 3 tháng (cp)	337.996
VND/USD	22.745
Index: VNIndex / HNX	1.114,3/126,8

CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ VN)

Mặc dù KQKD tốt hơn dự báo của 2017 thúc đẩy chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng và giá mục tiêu cho 2018 nhưng cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức P/E đã khá cao, ~20x dựa trên dự báo lợi nhuận 2018, tương đương với P/E của VNIndex. Khuyến nghị **GIỮ**.

PNJ báo cáo KQKD Q4/2017 với doanh thu thuần hợp nhất 3.222 tỷ đồng (+21,9% n/n), tương ứng 102% dự phóng của chúng tôi. Tuy nhiên, LNST tăng mạnh so với dự phóng chúng tôi khi đạt 222 tỷ đồng, tăng 35,4% n/n nhờ biên lợi nhuận gộp mở rộng đáng kể lên 17,5% so với 14,4% trong Q4/2016.

Nhìn chung, công ty đã có một năm 2017 thành công với doanh thu thuần hợp nhất (chưa kiểm toán) đạt 10.977 tỷ đồng, tăng 28,2% n/n, nhờ doanh thu vàng miếng tăng 20%, trang sức vàng tăng 31% và trang sức bạc tăng 28%. 79% doanh thu vẫn đến từ trang sức vàng.

Doanh thu bán lẻ vàng trang sức tăng mạnh 39% n/n trong khi doanh thu bán lẻ bạc cũng tăng 30% n/n. Trong năm 2017 đã có 54 cửa hàng được mở mới (đóng cửa 4 cửa hàng), đưa số cửa hàng lên 269, gồm 202 cửa hàng vàng, 63 bạc và 4 cửa hàng CAO. PNJ dự kiến sẽ mở mới ít nhất 40 cửa hàng trong năm 2018 với mục tiêu tăng cường sự hiện diện ở miền Bắc và đạt mốc 300 cửa hàng vào dịp sinh nhật công ty 30/4/2018. Phần lớn có thể vẫn là các cửa hàng vàng, chúng tôi cho rằng nhóm cửa hàng này vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng cùng cửa hàng ở mức hai chữ số dù có thể chậm lại trong 3 năm tới. Chúng tôi giả định tốc độ này ở 18% trong năm 2018, so với 21% trong 2017.

LNST 2017 tăng trưởng 61% n/n, đạt 726 tỷ đồng nhờ biên lợi nhuận gộp tăng lên 17,4% so với 16,5% trong 2016, bất kể tỷ lệ CPBH&QL/doanh thu thuần tiếp tục tăng. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp có thể mở rộng thêm trong những năm tiếp theo, chủ yếu là do biên lợi nhuận của mảng vàng trang sức cải thiện. Ngoài ra PNJ sẽ đầu tư cho nền tảng công nghệ hướng tới sử dụng tiếp thị số (digital marketing) và hệ thống ERP mới như là một bước chuẩn bị cho 5 năm tới. Chi phí liên quan không được tiết lộ, mặc dù công ty cho biết đã tính vào kế hoạch kinh doanh năm 2018.

Cho năm 2018, chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ đạt 13.889 tỷ đồng doanh thu thuần (+26,5% n/n) và 904 tỷ đồng LNST (+24,5% n/n). Tỷ lệ nợ ròng/EBITDA đã cải thiện đáng kể từ 2,2x năm 2016 xuống còn 0,8x vào năm 2017, nhờ phát hành riêng lẻ gần 10 triệu cổ phiếu trong năm. Theo đó, chi phí tài chính cũng giảm 70% so với năm trước do chi phí lãi vay giảm và không còn phải trích dự phòng khoản đầu tư vào NH Đông Á. Sử dụng phương pháp định giá DCF và P/E, giá mục tiêu của chúng tôi là 138k đồng/cp.

	2016	2017CKT	2018F	2019F	2020F
DT thuần (tỷ đồng)	8.565	10.977	13.889	16.592	19.200
Tăng trưởng (%)	11,1%	28,2%	26,5%	19,5%	15,7%
EBITDA (tỷ đồng)	651	988	1.185	1.402	1.613
Biên EBITDA (%)	7,6%	9,0%	8,5%	8,4%	8,4%
LN ròng (tỷ đồng)	450	726	904	1.074	1.249
Tăng trưởng LN (%)	496,5%	61,1%	24,5%	18,8%	16,4%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	3.988	6.119	7.274	8.640	10.056
Tăng trưởng (%)	592,0%	53,4%	18,9%	18,8%	16,4%
ROE (%)	32,0%	32,6%	27,4%	26,6%	25,5%
ROA (%)	13,7%	18,0%	18,7%	19,9%	21,8%
Nợ ròng/EBITDA (x)	2,2	0,8	0,6	0,3	(0,2)
EV/EBITDA (x)	24,9	16,4	13,7	11,6	10,1
P/E (x)	36,0	23,5	19,7	16,6	14,3
P/B (x)	9,4	5,0	4,3	3,5	2,9
Cổ tức (đồng)	1.800	1.800	2.000	2.500	3.000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1,3%	1,3%	1,4%	1,7%	2,1%

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ PNJ	Giá hiện tại (đồng):	143.500	Giá mục tiêu (đồng):	138.358	Vốn hóa (tỷ đồng):	15.513
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2015	2016	2017CKT	2018F	2019F	2020F
Doanh thu thuần	7.706	8.565	10.977	13.889	16.592	19.200
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>-16,2%</i>	<i>11,1%</i>	<i>28,2%</i>	<i>26,5%</i>	<i>19,5%</i>	<i>15,7%</i>
GVHB trừ khấu hao	6.508	7.119	9.025	11.407	13.591	15.698
Chi phí bán hàng	424	554	775	1.043	1.279	1.500
Chi phí quản lý doanh nghiệp	118	133	188	253	319	388
Doanh thu tài chính	1	1	0	-	-	-
Chi phí tài chính	350	108	2	1	1	1
EBITDA	308	651	988	1.185	1.402	1.613
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	<i>4,0%</i>	<i>7,6%</i>	<i>9,0%</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,4%</i>
Khấu hao	30	34	39	36	42	49
Lợi nhuận từ HĐKD	278	617	949	1.150	1.359	1.564
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	<i>3,6%</i>	<i>7,2%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,2%</i>	<i>8,1%</i>
Lợi nhuận/Lỗ khác	(11)	43	6	-	-	-
Lợi nhuận/Lỗ từ công ty LDLK	1	(1)	-	-	-	-
Chi phí lãi vay ròng	81	69	46	19	17	2
<i>Lãi suất trung bình</i>	<i>6,6%</i>	<i>5,2%</i>	<i>4,2%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,1%</i>
<i>Hệ số thanh toán lãi vay (x)</i>	<i>3,4</i>	<i>9,0</i>	<i>20,4</i>	<i>59,3</i>	<i>80,6</i>	<i>953,5</i>
Thuế	112	140	182	227	269	313
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>56,6%</i>	<i>25,6%</i>	<i>20,2%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>
Lợi ích CĐTS	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	76	450	726	904	1.074	1.249
Tiền mặt đạt được	106	485	765	940	1.116	1.298
Tổng số lượng cổ phiếu	98.274.600	98.274.600	108.102.060	108.102.060	108.102.060	108.102.060
EPS (VND)	576	3.988	6.119	7.274	8.640	10.056
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
EPS hiệu chỉnh (VND)	576	3.988	6.119	7.274	8.640	10.056
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>-76,6%</i>	<i>592,0%</i>	<i>53,4%</i>	<i>18,9%</i>	<i>18,8%</i>	<i>16,4%</i>

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2015	2016	2017CKT	2018F	2019F	2020F
Thay đổi vốn lưu động	310	538	516	424	220	-44
Capex	70	-78	107	99	88	88
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	1	-82	-	-	-	-
Các khoản mục dòng tiền khác	304	-74	-277	-175	-226	-200
Dòng tiền tự do	30	32	-134	241	582	1.054
Phát hành cp	(0)	(0)	975	(0)	(0)	(0)
Cổ tức đã trả	23	246	185	216	270	324
Thay đổi nợ rỗng	-7	213	-656	-25	-312	-730
Nợ rỗng cuối năm	1.224	1.437	781	756	444	-286
Vốn CSH	1.315	1.500	2.950	3.638	4.441	5.366
Giá trị sổ sách/cp (VND)	13.384	15.267	28.592	33.653	41.084	49.642
Nợ rỗng / VCSH (%)	93,0%	95,8%	26,5%	20,8%	10,0%	-5,3%
Nợ rỗng / EBITDA (x)	4,0	2,2	0,8	0,6	0,3	(0,2)
Tổng tài sản	2.976	3.588	4.493	5.155	5.646	5.842

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016	2017CKT	2018F	2019F	2020F
ROE (%)	5,8%	32,0%	32,6%	27,4%	26,6%	25,5%
ROA (%)	2,6%	13,7%	18,0%	18,7%	19,9%	21,8%
ROIC (%)	5,5%	18,5%	22,9%	22,6%	23,4%	25,1%
WACC (%)	10,2%	9,7%	12,6%	12,8%	13,8%	15,0%
EVA (%)	-4,8%	8,8%	10,3%	9,9%	9,6%	10,1%
PER (x)	249,0	36,0	23,5	19,7	16,6	14,3
EV/EBITDA (x)	52,7	24,9	16,4	13,7	11,6	10,1
EV/FCF (x)	519,1	481,7	-116,1	64,6	26,8	14,8
PBR (x)	10,7	9,4	5,0	4,3	3,5	2,9
PSR (x)	1,9	1,7	1,3	1,1	0,9	0,8
EV/sales (x)	2,0	1,8	1,4	1,1	0,9	0,8
PEG	1,3	0,2	0,8	1,1	1,1	1,2
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1,0%	1,3%	1,3%	1,4%	1,7%	2,1%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận – Phân tích Cơ bản

Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

giaonbt@acbs.com.vn

**CVPT – Hàng tiêu dùng,
Công nghệ**

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)

chiltk@acbs.com.vn

**CVPT – Thép, Logistics,
Nông nghiệp, Điện,**

Trần Thị Hải Yến

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)

yentran@acbs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3942 9395
Fax: (+84 4) 3942 9407

CVPT – Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)

trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Dầu khí

Phan Việt Hưng

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)

hungpv@acbs.com.vn

**NVPT – Hàng tiêu dùng,
Công nghệ**

Trần Nhật Trung

(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)

trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Điện

Nguyễn Trí Cường

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

cuongnt@acbs.com.vn

NVPT – Logistics, Nhựa

Trịnh Viết Hoàng Minh

(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)

minhtvh@acbs.com.vn

**NVPT – Kinh tế Vĩ mô, Thị
trường Trái phiếu**

Trần Vi Phúc

(+84 28) 3823 4159 (ext:
250)

phuctv@acbs.com.vn

KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung

(+84 28) 54 043 070

tyler@acbs.com.vn

Giám đốc PTKH

Đặng Mạnh Hùng

(+84 28) 3823 4798

hungdm@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp

PTKH

Phan Hồng Diệp

(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)

diepph@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận

GDKHĐC

Huỳnh Thị Mỹ Hạnh

(+84 28) 5404 6632

hanhhtm@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Xuân Hằng

(+84 28) 38234160

hangnx@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh

(+84 28) 54046626

thanhtt@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

GIỮ: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn 0-15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

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

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2018). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.