

Hàng tiêu dùng cá nhân

Báo cáo cập nhật

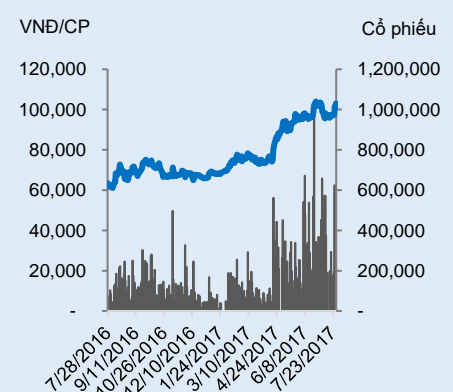
Tháng 7, 2017

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VND)	135.000
Giá thị trường (28/7/2017)	103.100
Lợi nhuận kỳ vọng	31%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	61.060-104.000
Vốn hóa	10.132 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	98.273.868
KLGD bình quân 10 ngày	242.844
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.800
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	1,8%
Beta	0,3

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PNJ	56,0%	1,3%	9,7%	43,3%
VN-Index	15,6%	0,1%	7,9%	10,7%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 8) 3914.6888 ext 252

Nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận

Mã giao dịch: PNJ

Reuters: PNJ.HM

Bloomberg: PNJ VN

Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh từ hệ thống bán lẻ

Doanh thu và lợi nhuận H1.2017 tăng trưởng 39% và 55% so với cùng kỳ. Lũy kế 6 tháng, PNJ công bố doanh thu thuần đạt 5.475 tỷ đồng, tăng 39% yoy. Trong đó, sự tăng trưởng doanh thu được đóng góp bởi: (1) Doanh số vàng miếng đạt 1.183 tỷ, tăng 59% khi nhu cầu vàng ngày Thần Tài năm 2017 có sự đột biến; (2) Kết quả thuận lợi từ kinh doanh vàng trang sức (tăng 34%) mà đặc biệt là từ mảng kinh doanh bán lẻ với mức tăng 46% so với cùng kỳ. Các mảng kinh doanh còn lại như kinh doanh sỉ, trang sức bạc... cũng ghi nhận kết tốt trong 6 tháng đầu năm. Với sự tăng trưởng tích cực trên, LNST đạt 378 tỷ, tăng 54% yoy. Tuy nhiên, nếu loại trừ hai yếu tố bất thường là trích lập dự phòng DAB và lợi nhuận từ chuyển nhượng căn nhà Phan Đình Phùng trong H1.2016, lợi nhuận trước và sau thuế 6 tháng đầu năm 2017 từ hoạt động kinh doanh chính tăng trưởng lần lượt là 36% và 35% yoy.

Doanh số các cửa hiện hữu tăng 28% so với mức 8% cùng kỳ 2016. Đây là một trong những yếu tố quan trọng, mang đến sự tăng trưởng doanh thu vàng trang sức trong 6 tháng đầu năm 2017. Theo thống kê từ PNJ, doanh thu các cửa hàng hiện hữu trong H1.2017 tăng trưởng 28% so với cùng kỳ. Kết quả này đến từ hai nguyên nhân chính là: (1) Công ty có sự cấu trúc lại cách thức phân bổ và tồn kho hàng hợp lý, phù hợp với nhu cầu từng cửa hàng. Hoạt động này được PNJ triển khai mạnh từ nửa sau năm 2016 và kết quả tích cực sớm phản ánh vào H1.2017; (2) Nhu cầu vàng trang sức đang và sẽ tiếp tục gia tăng khi mức sống người dân các thành phố lớn ngày càng cải thiện.

Kế hoạch 300 cửa hàng bán lẻ sẽ sớm hoàn thành trong H1.2018. Tính đến 30.6.2017, số lượng cửa hàng của PNJ đạt 237 cửa hàng, tăng 18 cửa hàng so với cuối năm 2016. Tuy nhiên, với hiệu quả mà hệ thống bán lẻ mang lại, công ty đang nỗ lực với mục tiêu đẩy nhanh hơn nữa việc mở mới các cửa hàng. Trước mắt, HDQT giao cho Ban điều hành với định hướng số lượng bán lẻ sẽ đạt 300 trong H1.2018. Theo đó, PNJ sẽ phải mở mới 63 cửa hàng từ đây đến 30.4.2018. PNJ cũng chia sẻ, hiện tại công ty đã tìm được vị trí cho 50 cửa hàng và phần còn lại trong giai đoạn tìm kiếm và đánh giá. Như vậy, chúng tôi cho rằng công ty nhiều khả năng hoàn thành mục tiêu mà HDQT đề ra. Đây sẽ là động lực cho sự tăng trưởng nhanh hơn đối với hoạt động kinh doanh trang sức của PNJ trong 2018 – 2019.

Kế hoạch phát hành 9,8 triệu cổ phần thành công với giá trung bình 101.000 VNĐ/cp. PNJ cho biết hiện 9,8 triệu số cổ phần phát hành thêm đã tìm được đối tác với giá trung bình 101.000 VNĐ/cp, cao hơn rất nhiều so với kỳ vọng. Tổng số tiền mà PNJ huy động được trong lần phát hành này là gần 990 tỷ, sẽ được dùng để phát triển hệ thống bán lẻ, giảm nợ vay ngắn hạn và tăng vốn lưu động. Đây là động lực rất tốt cho sự phát triển trong dài hạn của PNJ.

Lợi nhuận 2017 dự báo tăng trưởng ấn tượng 73%yoy. Chúng tôi điều chỉnh lại ước tính doanh thu và lợi nhuận cao hơn so với ước tính trước đây do: (1) Doanh thu từ kinh doanh vàng miếng ghi nhận tăng trưởng khá mạnh trong H1.2017; (2) Tăng trưởng từ hệ thống bán lẻ làm gia tăng tỷ trọng doanh thu bán lẻ từ 58% lên 64%. Theo đó, doanh thu PNJ 2017 dự kiến đạt 11.045 tỷ, tăng 29% yoy và hoàn thành 108% kế hoạch. Lợi nhuận sau thuế 780 tỷ, vượt 34% kế hoạch, và tương đương EPS theo số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân là 7.762 đồng/cp.

Khuyến nghị. Chiến lược phát triển nhanh hệ thống bán lẻ, bên cạnh những cải tiến trong chuỗi cung ứng hàng, đã mang lại cho PNJ những kết quả rất tích cực không chỉ trong H1.2017 mà tiếp tục trong dài hạn. Ngoài ra, Công ty vừa huy động thành công 990 tỷ vừa là áp lực và cũng là động lực giúp HDQT tham vọng hơn trong những chiến lược phát triển trong dài hạn. Mục tiêu đạt số lượng 300 cửa hàng bán lẻ vào H1.2018 minh chứng cho tham vọng lớn hơn về định hướng phát triển của PNJ từ HDQT. Với những kết quả tích cực trên và những thay đổi theo hướng sẽ gia tăng khả năng tăng trưởng cho PNJ, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu PNJ với mục tiêu nắm giữ trong thời gian 12 tháng là 135.000 VNĐ/cp, tương ứng mức lợi nhuận kỳ vọng là 31%.

Định hướng phát triển hệ thống bán lẻ mang lại kết quả rất tích cực cho PNJ

Doanh thu và lợi nhuận H1.2017 tăng trưởng 39% và 55% so với cùng kỳ

Lũy kế 6 tháng, PNJ công bố doanh thu thuần đạt 5.475 tỷ đồng, tăng 39% yoy. Trong đó, sự tăng trưởng doanh thu được đóng góp bởi: (1) Doanh số vàng miếng đạt 1.183 tỷ, tăng 59% khi nhu cầu vàng ngày Thần Tài năm 2017 có sự đột biến; (2) Kết quả thuận lợi từ kinh doanh vàng trang sức (tăng 34%) mà đặc biệt là từ mảng kinh doanh bán lẻ với mức tăng 46% so với cùng kỳ. Các mảng kinh doanh còn lại như kinh doanh sỉ, trang sức bạc... cũng ghi nhận kết tốt trong 6 tháng đầu năm.

Tổng doanh thu	1H.2017	1H.2016	% yoy
Vàng miếng	1.183	745	59%
Vàng trang sức	4.172	3.102	34%
- Bán sỉ	1.469	1.245	18%
- Bán lẻ	2.662	1.818	46%
- Xuất khẩu	41	39	6%
Bạc	106	78	36%
Phụ kiện, dịch vụ	16	16	0%
Tổng doanh thu	5.477	3.941	39%

Với sự tăng trưởng tích cực trên, LNST đạt 378 tỷ, tăng 54% yoy. Tuy nhiên, nếu loại trừ hai yếu tố bất thường là trích lập dự phòng DAB và lợi nhuận từ chuyển nhượng căn nhà Phan Đình Phùng trong H1.2016, lợi nhuận trước và sau thuế 6 tháng đầu năm 2017 từ hoạt động kinh doanh chính tăng trưởng lần lượt là 36% và 35% yoy.

Doanh số các cửa hàng hiện hữu tăng 28% so với mức 8% cùng kỳ 2016

Đây là một trong những yếu tố quan trọng, mang đến sự tăng trưởng doanh thu vàng trang sức trong 6 tháng đầu năm 2017. Theo thống kê từ PNJ, doanh thu các cửa hàng hiện hữu trong H1.2017 tăng trưởng 28% so với cùng kỳ. Kết quả này đến từ hai nguyên nhân chính là: (1) Công ty có sự cấu trúc lại cách thức phân bổ và tồn kho hàng hợp lý, phù hợp với nhu cầu từng cửa hàng. Hoạt động này được PNJ triển khai mạnh từ nửa sau năm 2016 và kết quả tích cực sớm phản ánh vào H1.2017; (2) Nhu cầu vàng trang sức đang và sẽ tiếp tục gia tăng khi mức sống người dân các thành phố lớn ngày càng cải thiện.

Kế hoạch 300 cửa hàng bán lẻ sẽ sớm hoàn thành trong H1.2018

Tính đến 30.6.2017, số lượng cửa hàng của PNJ đạt 237 cửa hàng, tăng 18 cửa hàng so với cuối năm 2016. Tuy nhiên, với hiệu quả mà hệ thống bán lẻ mang lại, công ty đang nỗ lực với mục tiêu để đẩy nhanh hơn nữa việc mở mới các cửa hàng. Trước mắt, HDQT giao cho Ban điều hành với định hướng số lượng bán lẻ sẽ đạt 300 trong H1.2018. Theo đó, PNJ sẽ phải mở mới 63 cửa hàng từ đây đến 30.6.2018. PNJ cũng chia sẻ, hiện tại công ty đã

tìm được vị trí cho 50 cửa hàng và phần còn lại trong giai đoạn tìm kiếm và đánh giá. Như vậy, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng công ty sớm hoàn thành mục tiêu mà HDQT đề ra. Đây sẽ là động lực cho sự tăng trưởng nhanh hơn đối với hoạt động kinh doanh trang sức của PNJ trong 2018 – 2019.

Lợi nhuận dự báo tăng trưởng ấn tượng 73% yoy.

Các giả định quan trọng trong dự phóng kết quả kinh doanh của Công ty từ 2017 - 2021

Doanh thu tăng trưởng nhanh do hệ thống bán lẻ mở rộng tốt hơn dự kiến

Chúng tôi có sự điều chỉnh trong dự phóng doanh thu 2017 – 2021 khi hoạt động triển khai mở rộng hệ thống bán lẻ thuận lợi hơn dự kiến. Về kế hoạch của Công ty, số cửa hàng dự kiến đạt 300 vào H1.2018 và đạt con số 360 cửa hàng vào năm 2020. Theo quan điểm của BVSC, chúng tôi kỳ vọng con số cửa hàng tới năm 2021 sẽ đạt 400 cửa hàng. Theo đó, số cửa hàng mở mới bình quân từ 2019 – 2021 là 30 cửa hàng/năm. Như vậy, chúng tôi cho rằng con số 400 cửa hàng đến 2021 là khả thi và vẫn có thể đảm bảo tính hiệu quả cho mỗi cửa hàng mới.

Biên lợi nhuận gộp tăng theo việc thay đổi cơ cấu doanh thu

Tỷ trọng doanh thu của mảng trang sức bán lẻ trong năm 2017 dự báo là 60% sẽ dần tăng lên mức 77% năm 2021. Bán lẻ trang sức là nhóm đem lại biên lợi nhuận tốt nhất, biên lợi nhuận gộp của trang sức vàng và bạc bán lẻ lần lượt là 28% và 70%. Chúng tôi kỳ vọng sự thay đổi này sẽ tăng biên lợi nhuận gộp cả Công ty tăng lên trong các năm tới. Trước mắt năm 2017, biên lợi nhuận gộp của PNJ dự báo cải thiện khi tăng từ 16,5% lên 17,8%.

Kế hoạch phát hành 9,8 triệu cổ phần thành công với giá trung bình 101.000 VNĐ/cp

PNJ cho biết hiện 9,8 triệu số cổ phần phát hành thêm đã tìm được đối tác với giá trung bình 101.000 VNĐ/cp cao hơn rất nhiều so với kỳ vọng. Tổng số tiền mà PNJ huy động được trong lần phát hành này là gần 990 tỷ, sẽ được dùng để phát triển hệ thống bán lẻ, giảm nợ vay ngắn hạn và tăng vốn lưu động. Đây là động lực rất tốt cho sự phát triển trong dài hạn của PNJ.

	2016A	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	8.564.590	11.045.960	13.382.293	15.874.738	18.030.194	20.388.040
Số lượng cửa hàng	219	260	310	340	370	400
Tăng trưởng nhóm CH hiện hữu	8,0%	9,9%	8,4%	7,9%	6,3%	6,2%
Tỷ trọng doanh thu bán lẻ	59,5%	64,0%	69,4%	73,2%	75,2%	77,0%
Biên lợi nhuận gộp	16,5%	17,8%	18,9%	20,1%	20,8%	21,4%
Lợi nhuận sau thuế	450.111	780.072	1.061.731	1.399.541	1.686.434	2.021.342
Số lượng CP	98.274.577	108.103.490	108.103.490	108.103.490	108.103.490	108.103.490
EPS	4.580	7.216	9.821	12.946	15.600	18.698

Định giá

Chúng tôi kết hợp hai phương pháp so sánh ngang và chiết khấu dòng tiền để xác định giá trị hợp lý của PNJ.

Phương pháp so sánh ngang: Giá trị của PNJ theo phương pháp này là:

PE bình quân của DN ngành trang sức khu vực				Giá trị hợp lý của PNJ theo phương pháp PE	
Công ty	Quốc gia	MC	PE	PE ngành	14,8x
Chow Sang Sang	HK	1.568	15,9	EPS 2017 *	7.762
Lao Feng Xiang	Trung Quốc	2.564	11,4	Giá hợp lý theo EPS 2017	114.728
Eastern Gold Jade	Trung Quốc	1.999	60,4	EPS 2018	9.849
PC Jewelry	Ấn Độ	1.016	16,9	Giá hợp lý theo EPS 2018	145.169
Bình quân		26,9		(*) cổ phiếu lưu hành bình quân 2017: 100,5 triệu	
Chiết khấu 45%		14,8			

Phương pháp chiết khấu dòng tiền: giá trị của PNJ theo phương pháp DCF là 139.882 VNĐ/cp (tỷ lệ chiết khấu 10.9%, tăng trưởng dài hạn 3%, số lượng cổ phiếu sau phát hành là 108,1 triệu cổ phiếu)

Tổng hợp hai phương pháp giá trị hợp lý của PNJ là 135.000 VNĐ/cp.

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị
DCF	50%	69.941
So sánh PE 2017	25%	28.682
So sánh PE 2018	25%	36.292
Bình quân (VNĐ/cp)		134.915

Khuyến nghị

Chiến lược phát triển nhanh hệ thống bán lẻ, bên cạnh những cải tiến trong chuỗi cung ứng hàng, đã mang lại cho PNJ những kết quả rất tích cực không chỉ trong H1.2017 mà tiếp tục trong dài hạn. Ngoài ra, Công ty vừa huy động thành công 990 tỷ vừa là áp lực và cũng là động lực giúp HĐQT tham vọng hơn trong những chiến lược phát triển trong dài hạn. Mục tiêu đạt số lượng 300 cửa hàng bán lẻ vào H1.2018 minh chứng cho tham vọng lớn hơn về định hướng phát triển của PNJ từ HĐQT. Với những kết quả tích cực trên và những thay đổi theo hướng sẽ gia tăng khả năng tăng trưởng cho PNJ, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu PNJ với mục tiêu nắm giữ trong thời gian 12 tháng là 135.000 VNĐ/cp, tương ứng mức lợi nhuận kỳ vọng là 31%.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu	9.199	7.708	8.565	11,046	13,382
Giá vốn	8.310	6.538	7.153	9,083	10,851
Lợi nhuận gộp	889	1.170	1.411	1,963	2,531
Doanh thu tài chính	19	1	5	7	14
Chi phí tài chính	90	431	182	100	120
Lợi nhuận sau thuế	256	152	450	780	1,062

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017F	2018F
Tiền & khoản tương đương tiền	38	38	155	1,046	1,498
Các khoản phải thu ngắn hạn	72	47	68	151	182
Hàng tồn kho	1.672	2.135	2.839	3,360	4,071
Tài sản cố định hữu hình	452	492	423	460	505
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	532	167	-	-	-
Tổng tài sản	2.829	2.975	3.593	5,153	6,406
Nợ ngắn hạn	1.395	1.502	2.027	2,054	2,481
Nợ dài hạn	138	79	66	66	66
Vốn chủ sở hữu	1.297	1.394	1.501	3,033	3,859
Tổng nguồn vốn	2.829	2.975	3.593	5,153	6,406

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017F	2018F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	3,2%	-16,2%	11,1%	29.0%	21.2%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	51,4%	-40,5%	195,5%	73.3%	36.1%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	9,7%	15,2%	16,5%	17.8%	18.9%
Lợi nhuận thuần biên (%)	2,8%	2,0%	5,3%	7.1%	7.9%
ROA (%)	8,8%	5,2%	13,7%	17.8%	18.4%
ROE (%)	19,6%	11,3%	31,1%	34.4%	30.8%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	54,2%	53,1%	58,2%	41.1%	39.8%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	118,2%	113,4%	139,5%	69.9%	66.0%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	3.208	1.550	4.580	7,216	9,821
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	17.150	14.188	15.269	28,057	35,696

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Chí Hồng Ngọc**, 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 Thu Hà
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang
Cao su tự nhiên, Mía đường
phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentientung@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản, Hàng tiêu dùng
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa
Vật liệu xây dựng
lethanhhua@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dệt may
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng, Nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình
Phó Giám đốc khối
nguyenxuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng
Kinh tế trường
bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh
Chiến lược thị trường
tranducanh@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:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888