

CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (HSX:PNJ)

MUA

Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên

Cập nhật Tiêu dùng bán lẻ

Giá mục tiêu	47.000
Giá hiện tại	37.500
Cổ tức tiền mặt	2.000
TL tăng	25,3%
Lợi suất cổ tức	4,3%
Tổng lợi nhuận	29,6%

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa USD	134 triệu
GTGD trung bình 30 ngày	0,04 triệu
Số hữu của KN/Room tối đa	49%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	76 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	76 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VND	40.400
Mức thấp nhất 12 tháng VND	26.700

Cơ cấu cổ đông

CT HĐQT	9,67%
ROUTE ONE INVESTMENT	4,83%
VIETNAM ENTERPRISE INV	4,25%
DEUTSCHE BANK AG	3,94%
Khác	77,31%

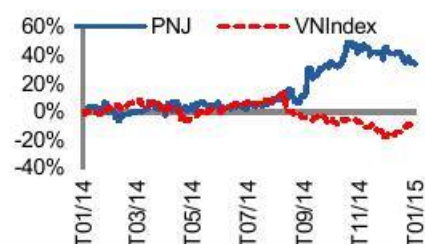
Thuộc danh mục (bao gồm quỹ ETF)

NA

Mô tả công ty

Được thành lập năm 1988 và bắt đầu niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2009, PNJ là một trong 2 nhà sản xuất trang sức lớn nhất Việt Nam với 26% thị phần trong lĩnh vực vàng 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 của giá cổ phiếu PNJ so với chỉ số VNI



Doanh số vàng miếng giảm, nhưng lĩnh vực bán lẻ trang sức vẫn tăng trưởng mạnh mẽ

- Chúng tôi hạ giá mục tiêu còn 47.000 đồng (TL tăng 25,3%) từ mức 51.500 đồng trong khi giữ nguyên mức khuyến nghị MUA, khi KQKD quý 4/2014 thấp hơn nhẹ so với dự báo.
- Chúng tôi hạ dự báo EPS cho năm 2015 từ 4.130 đồng còn 3.754 đồng, phần lớn vì mức EPS thực tế thấp hơn trong năm 2014.
- Mặc dù LNST quý 4/2014 giảm 24% so với quý 4/2013 do việc hoàn nhập dự phòng thoái vốn SFC trong năm 2013, lĩnh vực kinh doanh cốt lõi tiếp tục tăng trưởng tốt với doanh số bán lẻ vàng trang sức tăng 42% so với năm 2013.
- Tuy nhiên, doanh số và LNST chỉ đạt 94% mức dự báo của chúng tôi khi doanh số vàng miếng giảm 40% so với năm 2013 (chúng tôi giả định mức giảm 30%) và doanh số bán buôn vàng nữ trang chỉ tăng 12% so với năm 2013 (mức giả định tăng 20%). EPS đạt 3.394 đồng (tăng 40,6% so với năm 2013).
- Theo PNJ, lợi nhuận từ việc thoái vốn ra khỏi Liberty là 6 tỷ đồng, thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi là 15 tỷ đồng.

LNST quý 4/2014 giảm 24% so với quý 4/2013 nhưng LNST của cả năm 2014 tăng vọt 40,6% so với năm 2013. LNST của quý 4/2014 giảm là do hoàn nhập dự phòng thoái vốn SFC trong năm 2013, giúp giảm chi phí tài chính cho năm 2013. Tuy nhiên, LNST của năm 2014 đạt 256 tỷ đồng (tăng 40,6% so với năm 2013) nhờ vào doanh thu bán lẻ vàng trang sức, có biên LN cao, tăng 42% so với năm 2013. Doanh số bán vàng miếng cũng đã trượt mạnh 40% do giá vàng suy yếu. Như vậy, biên LN gộp của năm 2014 đã tăng đạt 11% từ mức 7,8% của năm 2013.

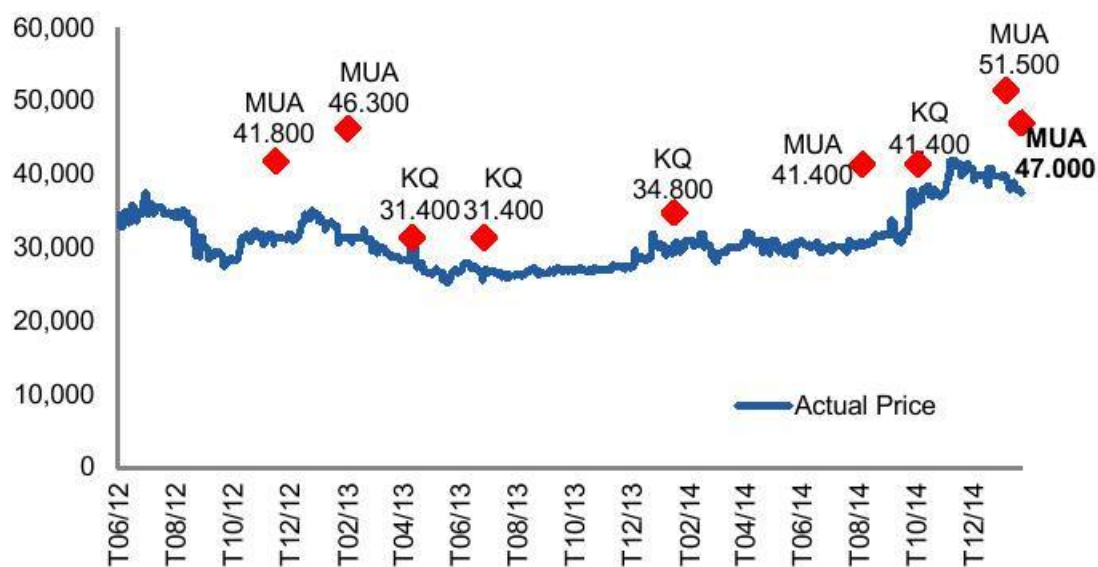
Dự báo năm 2015 của VCSC. Chúng tôi dự báo lĩnh vực kinh doanh chính là bán lẻ vàng trang sức sẽ tiếp tục đạt kết quả tốt với mức tăng trưởng 20% so với năm 2014. Ngoài ra, chúng tôi cũng cho rằng doanh số bán vàng miếng năm 2015 sẽ tăng 25% so với mức thấp của năm 2014, khi giá vàng đang cho thấy những dấu hiệu phục hồi vào đầu năm nay. Do đó, LN sau thuế năm 2015 được dự báo sẽ đạt 284 tỷ đồng, tương ứng với mức EPS 3.754 đồng (tăng 10,9% so với năm 2014, tăng 26,7% theo thước đo hàng năm).

Với mức giá đóng cửa 37.500 đồng, cổ phiếu PNJ đang giao dịch với tỷ số P/E 10 lần so với mức EPS 3.754 cho năm 2015 mà VCSC dự báo. Mức giá mục tiêu tương ứng với tỷ số P/E năm 2015 là 12,5 lần.

Các chỉ số chính	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu (tỷ đồng)	6.717	8.914	7.259	8.504	9.871
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	254	163	256	284	352
Biên LN gộp (%)	8,9%	7,5%	10,8%	10,5%	10,7%
Biên LN từ HĐ (%)	3,6%	3,3%	4,5%	4,5%	4,7%
Biên LN ròng sau thuế (%)	3,8%	1,8%	3,5%	3,3%	3,6%
EPS, pha loãng hoàn toàn (USD)	3.365	2.158	3.385	3.754	4.661
Tăng trưởng EPS (%)	-1,0%	-35,9%	56,8%	10,9%	24,2%
GT doanh nghiệp (EV) / EBITDA	6,4	9,0	5,8	5,2	4,2
Giá CP/dòng tiền tự do, theo giá TT	7,8	NA	410,7	10,8	12,3
Giá CP / Thu nhập, theo giá TT	11,2	17,4	11,1	10,0	8,0
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	2,0	2,2	2,0	1,8	1,6
ROA (%)	21,2	6,1%	9,0%	9,7%	10,8%
ROE (%)	9,3	12,8%	17,5%	18,0%	20,2%
Nợ/CSH (%)	0,9	0,9	0,7	0,7	0,7

Ghi chú: LN ròng sau thuế = LN ròng sau thuế và CD thiếu số

Giá mục tiêu và lịch sử khuyến nghị của VCSC



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 tác động 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, Ngô Hoàng Long
Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn
CV cao cấp, Đặng Văn Pháp
CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương
Chuyên viên, Ngô Đăng Quế
Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh
Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

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

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên, Văn Đình Vỹ
Chuyên viên, Trần Minh Đức
Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải
Chuyên viên, Văn Đình Phong
Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm
CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

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.