

Ngành Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 11, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **55,760**

Giá thị trường (24/11/2015) 36,400

Lợi nhuận kỳ vọng 53%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	27.900-41.600
Vốn hóa	3.577 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	98.273.868
KLGD bình quân 10 ngày	30.415
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,5%
Beta	0,3

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PNJ	19,0%	13,0%	13,8%	-7,6%
VN-Index	0,9%	-0,4%	5,6%	3,4%

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Thị Hải Yến

(84 8) 3914 6888 ext 279

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận

Mã giao dịch: PNJ

Reuters: PNJ.HM

Bloomberg: PNJ VN

Hệ thống bán lẻ tăng trưởng mạnh.

Điểm nhấn đầu tư.

☐ **Kết quả 9T/2015, dự phòng tài chính lấy đi phần lớn lợi nhuận từ tăng trưởng của hoạt động kinh doanh trang sức.**

(1) Doanh thu 9T2015 giảm 22%yoy. Sự sụt giảm mạnh trong doanh thu là việc giảm doanh thu hợp nhất từ SFC sau khi PNJ thoái vốn khỏi Công ty này vào tháng 10/2014 và sụt giảm về doanh thu vàng miếng. Tính riêng doanh thu từ hoạt động kinh doanh trang sức, PNJ đã ghi nhận được mức tăng trưởng 14% nhờ vào sự phục hồi của thị trường cũng như việc phát triển mạng lưới của hàng bán lẻ. Trong 9 tháng đầu 2015, Công ty đã mở 35 cửa hàng hoàn thành kế hoạch phát triển cửa hàng mới trong năm 2015.

(2) Lợi nhuận gộp tăng trưởng ấn tượng 24.5%yoy. Biên lợi nhuận gộp đã tăng từ mức 9% (9T2014) lên mức 14.5% trong 9T2015 là yếu tố chính giúp lợi nhuận gộp tăng trưởng. Sự tăng trưởng của biên lợi nhuận gộp là nhờ tăng tỷ trọng đóng góp lớn hơn từ nhóm có biên lợi nhuận tốt nhất của PNJ là nhóm trang sức vàng bán lẻ, nhóm có mức tăng trưởng doanh số cao nhất, 38% trong 9 tháng đầu năm.

(3) Trích thêm 180 tỷ đồng cho dự phòng đầu tư tài chính dài hạn trong 9T2015. Thông tin ngân hàng Đông Á vào diện kiểm soát đặc biệt tác động khá mạnh vào lợi nhuận 9 tháng 2015 do các khoản dự phòng tài chính. Tính đến cuối quý 3/2015, tổng trích lập cho khoản đầu tư này đến cuối quý 3 là 191 tỷ đồng tương đương 48% tổng giá trị đầu tư vào DongABank (395 tỷ đồng).

	SLCP sở hữu	Giá trị (triệu VND)	Trích lập đến Q3.15 (triệu VND)
DongABank	38.946.250	395.272	191.196
CTCP BĐS Sài Gòn M&C	2.615.215	65.380	

Nguồn: PNJ

Như vậy, kết quả 9 tháng 2015 với mức doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt được lần lượt là 5.650 tỷ đồng và 153 tỷ đồng. So với kế hoạch năm, PNJ đã hoàn thành 68,7% về doanh thu và 50% lợi nhuận sau thuế.

☐ **Ước tính lợi nhuận sau thuế 2015 đạt 161 tỷ đồng, giảm 37% yoy**

Trong quý 4/2015 (quý cao điểm của năm), mặc dù đã hoàn thành kế hoạch mở cửa hàng mới nhưng đánh giá các cơ hội tiếp cận được các vị trí tốt cho việc mở thêm cửa hàng bán lẻ, PNJ đã đầu tư thêm 10 cửa hàng. Công ty

cũng cho biết, đa số các cửa hàng mới mở đã có hiệu quả kinh doanh tốt ngay trong thời gian đầu, do vậy dự kiến doanh thu của quý 4/2015 sẽ có tăng trưởng mạnh so với các quý trước.

Trong tháng 11/2015, Công ty cũng đã phát hành riêng lẻ thành công 300 tỷ trái phiếu không chuyển đổi để bù đắp nhanh nhu cầu vốn lưu động cho hệ thống cửa hàng mới.

Công ty dự kiến trích lập thêm cho khoản đầu tư vào DongABank 118 tỷ, tương đương giá trích lập của cổ phiếu DongABank là 2.200 đồng/cp. Ngoài ra, PNJ cũng đã thoái vốn khỏi CTCP BĐS Sài Gòn M&C và ghi nhận lỗ tài chính là 39 tỷ đồng.

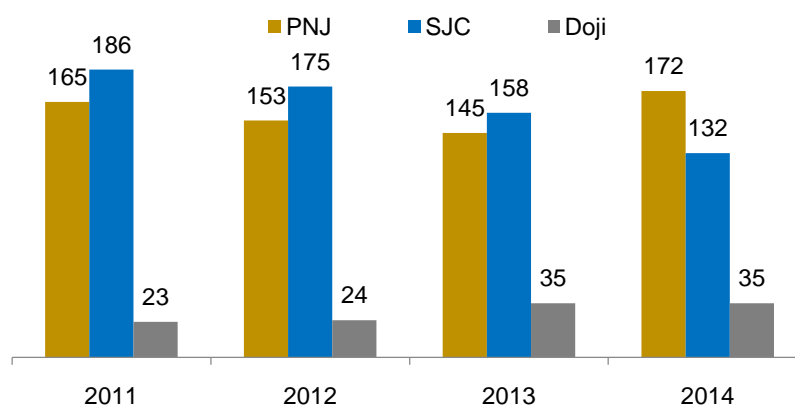
Ước tính doanh thu của cả năm 2015 doanh thu đạt 8.241 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 161 tỷ đồng. So với năm 2014, doanh thu giảm 10% và lợi nhuận giảm 37%.

☐ Triển vọng 2016 – 2017 khả quan:

(1) Nhu cầu đối với trang sức tăng theo sự hồi phục kinh tế. Việt Nam là một trong số ít những thị trường tăng trưởng mạnh trong 3 quý đầu năm 2015 đối với sản phẩm vàng trang sức, tăng 22% (theo thống kê của Hội đồng vàng thế giới) và dự kiến xu hướng này vẫn tiếp tục duy trì khi tăng trưởng kinh tế của Việt Nam vẫn khả quan.

(2) Khả năng lấy thêm thị phần của các đối thủ cạnh tranh. PNJ vẫn tiếp tục khẳng định vị trí số 1 của mình trong thị trường trang sức khi mạng lưới bán lẻ sẽ liên tục được mở rộng. So sánh với Công ty có thị phần thứ 2 về kinh doanh trang sức là SJC, số lượng cửa hàng của PNJ đến nay cũng bỏ khá xa. Mục tiêu đến năm 2017, PNJ sẽ có khoảng 300 cửa hàng bán lẻ, tăng khoảng 50% so với cuối năm 2015. Bên cạnh đó, sự cải thiện trong thiết kế sản phẩm, mẫu mã tinh xảo và đúng chất lượng niêm yết cũng như chính sách bán hàng phù hợp cũng giúp cho PNJ thu hút thêm khách hàng đến với hệ thống bán lẻ của mình. Trong thị trường trang sức vàng 80% thị phần trong tay các công ty nhỏ lẻ không thương hiệu thì PNJ với những lợi thế kể trên sẽ có thể lấy thêm thị phần của các đối thủ này.

Số lượng cửa hàng bán lẻ của PNJ, SJC, Doji



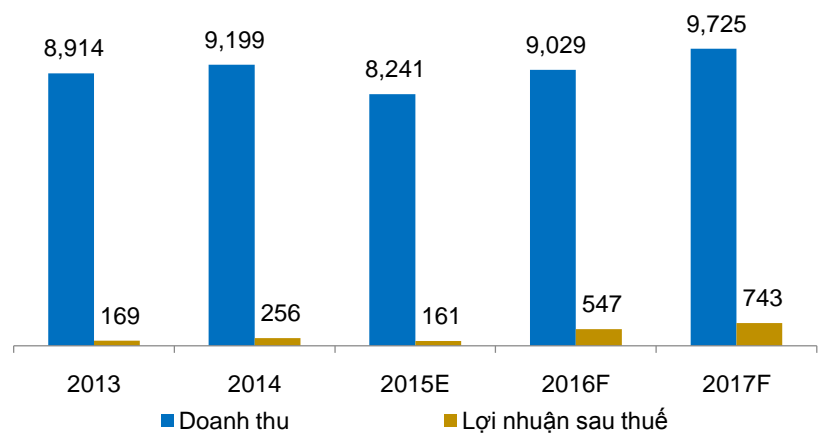
Nguồn: EIU

(3) **Biên lợi nhuận tiếp tục cải thiện.** Ngoài sự thay đổi cơ cấu doanh thu, tăng tỷ trọng của nhóm hàng trang sức vàng, dẫn đến tăng tỷ suất lợi nhuận gộp biên, tỷ suất của nhóm hàng trang sức cũng tăng khi Công ty đầu tư thêm vào máy móc thiết bị giảm chi phí nhân công và chú trọng hơn vào phân khúc hàng cao cấp. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận cho hai năm 2016 và 2017 sẽ lần lượt ở mức 16% và 17% do tác động của các yếu tố trên.

(4) **Trích lập tài chính không còn ảnh hưởng quá lớn đến kết quả kinh doanh trong năm 2016.** Với mức trích lập tương đương 80% tổng đầu tư vào DongABank, chúng tôi cho rằng đã khá an toàn và năm 2016 – 2017 PNJ sẽ không cần phải trích lập thêm cho khoản đầu tư này. Nếu trong trường hợp phải trích lập thêm thì mức độ ảnh hưởng đến lợi nhuận chung của PNJ sẽ không quá nhiều như năm 2015.

Nhu cầu thị trường vẫn tăng, khả năng lấy thêm thị phần và tăng trưởng từ thị trường xuất khẩu sẽ giúp cho PNJ đạt được mức tăng cao hơn thị trường chung trong hai năm tới, chúng tôi dự báo tốc độ tăng doanh thu lần lượt là 9.6% và 7.7% cho năm 2016 và 2017. Lợi nhuận cũng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ đặc biệt là năm 2016 do Công ty không phải trích lập lớn dự phòng tài chính. Lợi nhuận sau thuế sẽ tăng trưởng khoảng 239% vào năm 2016 và 2017 là 35%.

Doanh thu và Lợi nhuận của PNJ từ 2013 - 2017



Nguồn: BVSC

Khuyến nghị

Giá cổ phiếu của PNJ trong giai đoạn hiện nay vẫn đang bị chi phối bởi thông tin bất lợi từ khoản đầu tư vào DongABank, tuy nhiên hoạt động kinh doanh chính của PNJ vẫn cho thấy một sự tăng trưởng rất tốt. Hệ thống bán lẻ của Công ty phát triển nhanh và hầu hết các cửa hàng mới đều đem lại thành công nhờ vào công tác nghiên cứu trong việc lựa chọn địa điểm phù hợp và Công ty cũng có những công cụ hỗ trợ phân tích số liệu kinh doanh tốt để kịp đưa ra các chính sách bán hàng theo xu hướng của thị trường. Do đó, chúng tôi tin tưởng vào tăng trưởng của Công ty trong hai năm tới trên cơ sở phát triển hệ thống cửa hàng của PNJ.

PE forward của PNJ dựa trên EPS 2016 khoảng 6.5x. Đối với một doanh nghiệp có quy mô, thị phần lớn như PNJ và tiềm năng tăng trưởng vẫn khả quan, chúng tôi đánh giá mức PE hợp lý ở mức 10x, do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu PNJ.

Một số chỉ số tài chính của PNJ

Chỉ số tài chính		2014	2015E	2016F	2017F
Doanh thu	Tỷ VND	9.199	8.241	9.029	9.725
EBITDA	Tỷ VND	436	674	840	1.030
EBIT	Tỷ VND	405	642	806	993
LNST	Tỷ VND	256	161	548	745
EPS	VND	3.208	1.638	5.576	7.581
P/E	x	-	22,22	6,53	-
P/B	x	-	2,4	2,0	-
ROA	%	-	12%	33%	-
ROE	%	-	16%	56%	-

Báo cáo cập nhật PNJ
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu Nhà nước	0%
Sở hữu Nước ngoài	49%
Sở hữu khác	51%

CƠ ĐỒNG LỚN

Cao Thị Ngọc Dung	7,80%
Vietnam Azalea Fund Limited	5,05%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015E	2016F	2017F
Doanh thu	8.914	9.199	8.241	9.029	9.725
Giá vốn	8.244	8.310	7.066	7.587	8.052
Lợi nhuận gộp	670	889	1.175	1.442	1.673
Doanh thu tài chính	24	19	1	4	6
Chi phí tài chính	85	90	432	125	105
Lợi nhuận sau thuế	169	256	161	548	745

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015E	2016F	2017F
Tiền & khoản tương đương tiền	508	272	68	69	123
Các khoản phải thu ngắn hạn	76	71	111	121	130
Hàng tồn kho	1.087	1.437	2.346	2.815	3.238
Tài sản cố định hữu hình	498	452	464	469	438
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	590	532	141	141	141
Tổng tài sản	2.957	2.829	3.188	3.689	4.147
Nợ ngắn hạn	1.415	1.395	1.236	1.185	1.021
Nợ dài hạn	135	138	471	671	671
Vốn chủ sở hữu	1.318	1.297	1.481	1.832	2.455
Tổng nguồn vốn	2.957	2.829	3.188	3.689	4.147

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2013	2014	2015E	2016F	2017F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	32,71%	3,20%	-10,41%	9,56%	7,71%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-33,56%	51,37%	-37,08%	240,39%	35,96%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	7,51%	9,67%	14,26%	15,98%	17,21%
Lợi nhuận thuần biên (%)	1,90%	2,78%	1,95%	6,07%	7,66%
ROA (%)	13%	20%	12%	33%	35%
ROE (%)	22%	34%	16%	56%	76%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,52	0,54	0,54	0,50	0,41
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1,18	1,18	1,15	1,01	0,69
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	2.158	3.208	1.638	5.576	7.581
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	17.437	17.150	15.070	18.646	24.986

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính 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.

BVSC 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 BVSC 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 Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999