

CTCP vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ) Cập nhật ĐHCĐ

17/04/2012



Ly Vu
Analyst
Ly.vu@vcsc.com.vn
+84 8 3 914 3588 ext. 147

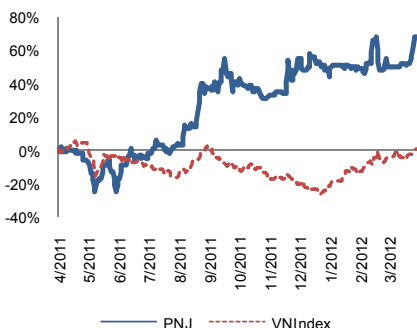
Trang sức

Các chỉ số chính

Giá ngày 17/04/2012	44.000
Mức thấp nhất 52 tuần	19.220
Mức cao nhất 52 tuần	43.200
Khối lượng giao dịch trung bình 30 ngày	131.953
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	60
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	2.586
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	123
TL sở hữu nước ngoài	44%

Định giá	2010	2011
EPS (cơ bản)	4.240	4.285
Tăng trưởng EPS	-27,4%	1,1%
P/E (thị giá)	10,2	10,1
P/B (thị giá)	2,1	2,3
EV / EBITDA	7,8	8,9
ROE	20,3%	23,1%
ROA	9,4%	9,6%
ROIC	11,1%	11,2%
Nợ/ Vốn CSH	95,8%	115,5%

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối %	11,9%	18,9%	67,2%
Tương đối %	6,2%	7,3%	66,7%



Cơ cấu cổ đông

Cao Thị Ngọc Dung CEO	16,6%
Vietnam Azalea Fund	6,9%
Deutsche Bank AG	6,0%
Khác	70,5%

2012 sẽ là một năm đầy thử thách đối với PNJ

Vào ngày 14/04/2012, chúng tôi đã tham dự ĐHCĐ của Công ty cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ). Dưới đây là một số thông tin chính từ đại hội:

Hoạt động kinh doanh năm 2011 đạt kết quả cao – Doanh thu và lợi nhuận của PNJ tăng mạnh, lần lượt 30,6% và 21,3%. Doanh thu tăng trưởng chủ yếu nhờ việc kinh doanh vàng miếng (tăng 102,7%), tương đương 47% của 17.964 tỷ đồng doanh thu hợp nhất. Trang sức vàng và bạc cũng tăng trưởng lần lượt 22% và 36%, đóng góp lần lượt 20% và 1% vào doanh thu bán hàng. Tỷ lệ lãi gộp tăng lên 4,1% so với 3,9% năm 2010 nhờ tỷ lệ lãi gộp từ việc kinh doanh vàng miếng và trang sức bạc tăng. Tỷ lệ lãi ròng giảm nhẹ từ 2,5% xuống 2,4% chủ yếu do tỷ lệ chi phí lãi vay cao hơn (0,6%). Lợi nhuận ròng tăng lên 257 tỷ đồng so với 212 tỷ đồng. EPS cơ bản là 4,285 đồng.

Lợi nhuận gộp Quý 1/2012 giảm – Doanh thu chưa hợp nhất của Quý 1/2012 là 1.852 tỷ đồng, giảm 48% so với cùng kỳ năm ngoái. Lợi nhuận ròng là 175 tỷ đồng, giảm 13,6% so với cùng kỳ năm ngoái. Doanh thu từ kinh doanh vàng miếng Quý 1/2012 giảm 68,2% do dự thảo về việc quản lý kinh doanh vàng miếng ban hành ngày 21/11/2011 và có hiệu lực từ 01/12/2011 đặt một số yêu cầu về việc sản xuất vàng miếng mà chỉ có SJC có thể đáp ứng. PNJ cũng giải thích thêm là nhu cầu dành cho trang sức nói riêng và thời trang nói chung vào Quý 1/2012 thấp hơn vào Quý 1/2011. PNJ đã hoạt động rất tốt vào Quý 1/2011 nhờ xuất khẩu vàng miếng trong khi giá vàng trong nước thấp hơn giá vàng thế giới. Ngoài ra vào Quý 1/2011, việc xuất khẩu vàng miếng vẫn được cho phép. Doanh thu từ trang sức vàng và bạc lần lượt giảm 11,7% và 1,6% so với cùng kỳ năm ngoái. Thành phần doanh thu bán hàng Quý 1/2012 của PNJ gồm: trang sức vàng (53%), kinh doanh vàng miếng (44%), và trang sức bạc (3%). Tỷ lệ lãi gộp của vàng và bạc lần lượt giảm 2% và 5%, trong khi tỷ lệ lãi gộp của kinh doanh vàng miếng tăng 0,7%.

Hình 1: Thành phần doanh thu bán hàng và lãi gộp Quý 1/2012

Tỷ đồng	Doanh thu bán hàng	Lãi gộp	Tỷ lệ lãi gộp
Trang sức vàng	985	118	12,0%
Trang sức bạc	56	39	70,8%
Vàng miếng	806	14	1,7%
Dịch vụ	2	2	100,0%
Đồng hồ đeo tay	3	1	43,3%
Xuất khẩu	-	-	-
Tổng cộng	1.852	175	9,4%

Nguồn: PNJ, VCSC

Đặt mục tiêu hợp lý cho năm 2012 – Ban lãnh đạo thừa nhận năm 2012 sẽ là một năm đầy thử thách đối với PNJ. Việc kinh doanh vàng thu hẹp đáng kể so với năm ngoái và các quy định mới về việc sản xuất và kinh doanh vàng miếng của Nghị định 24/NĐ-CP hiệu lực từ ngày 25/05 (thi hành chính thức dự thảo ban hành vào tháng 11) đã thắt chặt việc kinh doanh vàng của PNJ. PNJ là một trong số ít các công ty vẫn được phép kinh doanh vàng miếng SJC, các giao dịch chỉ có tỷ lệ lãi gộp khoảng 1% do đó sẽ không đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của PNJ. Công ty đã đặt mục tiêu lợi nhuận sau thuế chưa hợp nhất cho năm 2012 là 264 tỷ đồng (tăng 2,5%). Chúng tôi cho rằng mục tiêu năm 2012

CTCP vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

của PNJ chủ yếu dựa vào tăng trưởng số lượng hàng bán bằng cách mở thêm một số cửa hàng bán lẻ hơn là do tăng giá bán trung bình vì nếu giá trang sức tăng thời điểm hiện tại sẽ ảnh hưởng đến doanh thu trong bối cảnh lực cầu hiện yếu đi.

Hình 2: Chỉ tiêu năm 2012 của PNJ

Tỷ đồng	2011	2012 target	% YoY
Doanh số chưa hợp nhất ^(*)	12.368	10.304	-16,7%
Trang sức vàng	3.541	4.038	14,0%
Trang sức bạc	165	232	40,6%
Vàng miếng	8.640	6.000	-30,6%
Dịch vụ	17	25	50,0%
Đồng hồ đeo tay, phụ tùng	6	9	60,0%
LNST hợp nhất	258	264	2,5%

Nguồn: PNJ, VCSC; ^(*) không bao gồm vàng miếng xuất khẩu theo hạn ngạch do NHNN phê chuẩn hàng năm

Phát hành thêm 20 triệu cổ phiếu để tăng vốn điều lệ từ 600 tỷ đồng lên 800 tỷ đồng.

Công ty dự kiến phát hành 12 triệu cổ phiếu thưởng dành cho các cổ đông hiện tại và 3 triệu cổ phiếu ESOP. 5 triệu cổ phiếu còn lại dự kiến sẽ được phát hành cho một cổ đông chiến lược với giá cao hơn giá giao dịch trung bình 30 ngày của cổ phiếu tại thời điểm phát hành. Phần vốn mới huy động sẽ đạt ít nhất 200 tỷ đồng, giả sử giá cổ phiếu là 40.000 đồng (giá giao dịch trung bình 30 ngày gần đây nhất cho đến hôm nay). Ít nhất 70 tỷ đồng sẽ được đầu tư xây dựng một xưởng sản xuất trang sức dự kiến hoàn thành vào quý 2/2012 với công suất 4,5 triệu đơn vị /năm và sau đó sẽ thay thế 2 nhà máy hiện tại với công suất 3 triệu đơn vị. Phần còn lại của số vốn sẽ được đầu tư vào hệ thống bán lẻ của PNJ. PNJ cho biết vẫn đang tìm đối tác chiến lược.

Hình 3: Pháp hành thêm cổ phiếu năm 2012

	Cổ phiếu (triệu)	Tỷ đồng	Giá (VND)
Cổ phiếu thưởng	12	120	10,000
ESOP	3	60	20,000
Phát hành riêng lẻ cho đối tác chiến lược (*)	5	200	40,000

Nguồn: PNJ, VCSC

Mở thêm 30 cửa hàng trong năm 2012, mở rộng hệ thống bán lẻ trang sức lớn nhất

nước – Năm nay PNJ mở thêm 9 cửa hàng trang sức vàng và 21 cửa hàng trang sức bạc nhằm tăng thị phần trong khi các đối thủ vẫn còn chịu ảnh hưởng từ suy thoái kinh tế. Hiện tại, PNJ có tổng cộng 151 cửa hàng, trong đó 131 dưới thương hiệu PNJ, 13 dưới thương hiệu CAO (thương hiệu trang sức vàng cao cấp của PNJ), và 7 dưới thương hiệu JEMMA (thương hiệu trang sức bạc cao cấp của PNJ). Doanh thu nữ trang vàng theo thị trường cả nước: miền Nam chiếm 85%, miền Bắc 7% và miền Trung 8%. Doanh thu trang sức bạc theo thị trường cả nước là miền Nam 70%, miền Bắc 23% và miền Trung 7%.

Ký hợp đồng chiến lược tư vấn với Value Partners – Value Partners, một công ty tư vấn quản trị của Ý hoạt động trên nhiều lĩnh vực, trong đó có ngành thời trang, sẽ giúp PNJ lập kế hoạch tái cấu trúc nhằm cải thiện hiệu quả cũng như phát triển chiến lược cho công ty trở thành một trong những công ty trang sức hàng đầu châu Á. Các đối thủ cạnh tranh của

CTCP vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

PNJ phần lớn đến từ Thái Lan và Trung Quốc. Thái Lan chuyên về trang sức cao cấp trong khi Trung Quốc chuyên về trang sức giá rẻ do lợi thế về chi phí lao động. Chiến lược của PNJ là xuất khẩu các sản phẩm từ trung cấp đến cao cấp.

CTCP vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lý Vũ, 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 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	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 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. Đề 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.

CTCP vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

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

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

Trưởng Phòng Cao Cấp – Quyền Giám Đốc Vũ Thanh Tú, ext 105

tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

research@vcsc.com.vn

CV Kinh tế, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cap cấp, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Nguyễn Duy Phong, ext 120

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Lương Thị Kim Chi, ext 145

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.

+84 8 3914 3588, ext 102

michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng

+84 8 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ

+84 8 3914 3588, ext 122

hue.tran@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.