

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận THÊM VÀO



Vũ Thị Trà Lý

Chuyên viên

ly.vu@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 147

Cập nhật

Hạ KN từ MUA xuống THÊM VÀO
Hạ giá mục tiêu xuống 31.400VND

Giá hiện tại	26.500VND
Giá mục tiêu	31.400VND
TL tăng	18%
Tỷ suất cổ tức	7,5%

Hàng tiêu dùng

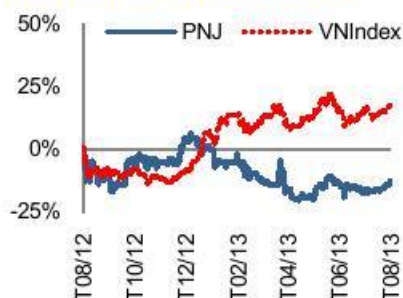
Giá trị vốn hóa	92 triệu USD
SL cổ phiếu lưu hành	72 triệu
Mức cao nhất 52 tuần	35.100VND
Mức thấp nhất 52 tuần	25.000VND

GTGD bình quân hàng ngày trong 30 ngày qua	0,1 triệu USD
Room còn lại cho khối ngoại	0 triệu USD
TL sở hữu của nước ngoài/room tối đa cho nước	49,0% / 49,0%

Cơ cấu cổ đông

Bà Cao Thị Ngọc Dung	16,6%
Vietnam Azalea Fund	6,9%
Dragon Capital	6,6%
Route One	6,0%
Deutsche Bank AG	4,9%
Quý ĐTKĐ Đông Á	2,8%
Khác	56,2%

So sánh diễn biến PNJ và chỉ số VNI



Biên lợi nhuận giảm, nhưng vẫn là cổ phiếu theo chu kỳ tốt

Chúng tôi hạ giá mục tiêu từ 46.300VND xuống 31.400VND vì tỷ trọng doanh thu của mảng giao dịch vàng miếng tăng (chiếm 44% doanh thu) khiến biên lợi nhuận chung thấp hơn so với dự báo (8% so với 9% trước đây) và chi phí nợ vay tăng (8,5% so với 7%) do PNJ hiện nay vay chủ yếu bằng tiền đồng thay vì vàng như trước đây. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng hiện nay là thời điểm phù hợp để tích lũy cổ phiếu PNJ vì: a) giá cổ phiếu đã giảm 22% so với đầu năm; b) giá cổ phiếu tuy ở mức hợp lý tại PER 8,5 lần với biên lợi nhuận hiện tại nhưng chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của công ty sẽ tăng khi nền kinh tế phục hồi nhờ nhu cầu trang sức sẽ quay trở lại; c) PNJ trả lợi suất cổ tức ở mức khá hấp dẫn 7,5%; và d) có thể có lợi nhuận bất thường từ việc thoái vốn khỏi CTCP Nhiên Liệu Sài Gòn (SFC).

Điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận 8% do biên lợi nhuận gộp giảm

Chúng tôi điều chỉnh giảm 8% dự báo lợi nhuận 2013 của PNJ (thấp hơn 7% so với mục tiêu của công ty) do các hoạt động có biên lợi nhuận thấp hơn như mua bán vàng miếng (biên lợi nhuận gộp 0,9%) và bán sỉ trang sức vàng (biên lợi nhuận gộp 2%) có tỷ trọng trong tổng doanh thu (75%) cao hơn chúng tôi dự báo. Cơ cấu doanh thu mới khiến biên lợi nhuận chung giảm. Nếu nền kinh tế phục hồi, biên lợi nhuận sẽ cải thiện, nhờ PNJ có thương hiệu mạnh sẽ giúp doanh thu từ trang sức tăng.

Khả năng thu được lợi nhuận bất thường từ việc thoái vốn SFC

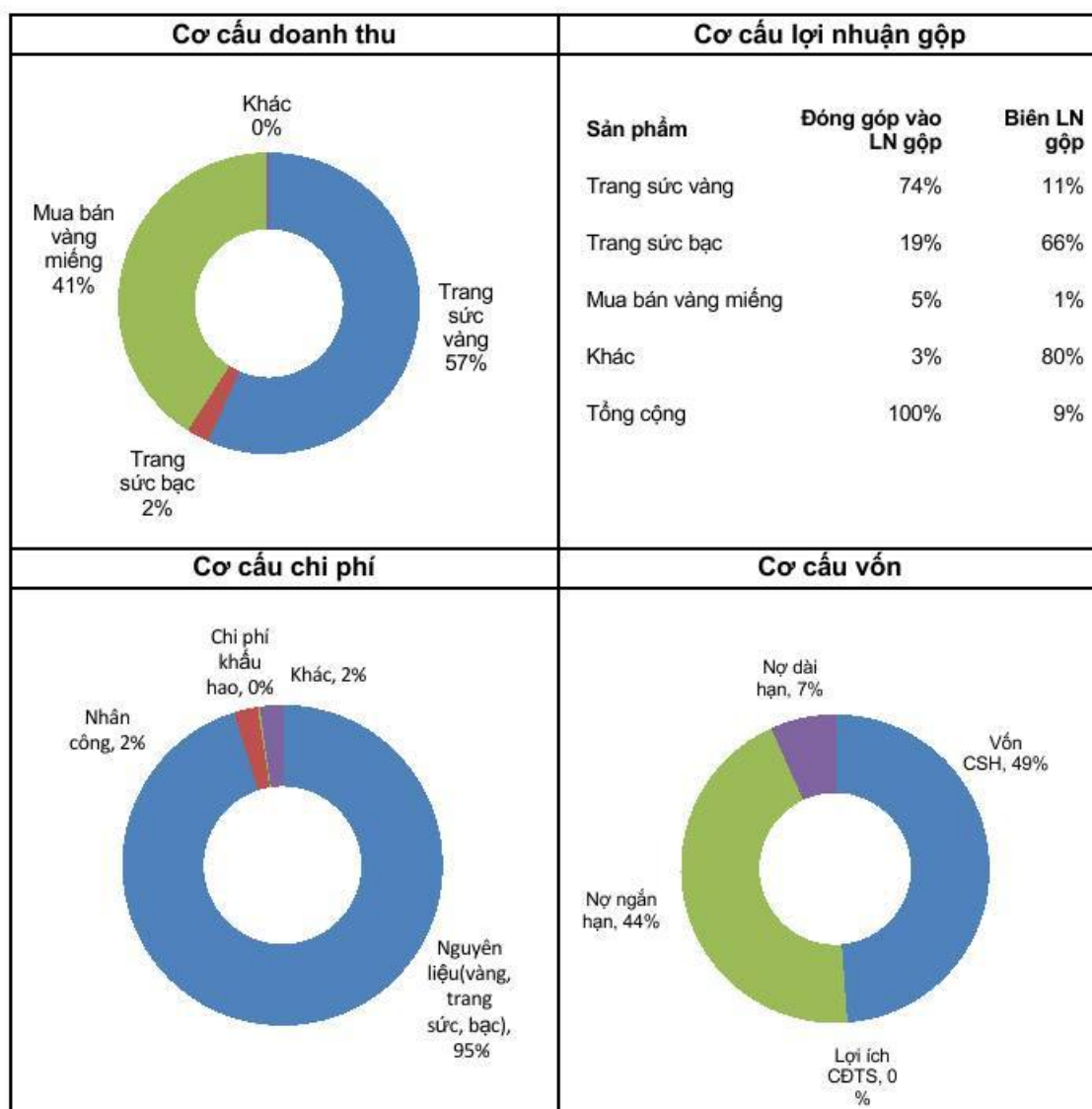
PNJ dự định bán cổ phần tại CTCP Nhiên Liệu Sài Gòn (SFC) và ước tính sẽ mang lại tỷ lệ lợi nhuận 50% (khoảng 65 tỷ VND). Công ty cũng đã nhận được một số lời chào mua từ một số đối tác tiềm năng. PNJ vẫn chưa xác nhận sẽ hoàn tất giao dịch trong năm nay hay không, nhưng chúng tôi cho rằng có thể công ty có động lực thực hiện để có thể đạt được mục tiêu lợi nhuận năm 2013.

Lợi suất cổ tức bằng tiền mặt 7,5% và phát hành 3,6 triệu cổ phiếu ESOP (tỷ lệ pha loãng 5%) – PNJ dự định sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt 2.000VND/cổ phiếu và phát hành 3,6 triệu cổ phiếu ESOP tại mức giá 10.000VND/cổ phiếu. Chúng tôi cũng cho rằng PNJ có thể sẽ đề xuất tạm ứng cổ tức bằng tiền mặt 2013 và quyết định ngày phát hành cổ phiếu ESOP (qua đó tăng room khối ngoại thêm 1,76 triệu cổ phiếu) tại buổi họp HĐQT vào tháng Chín này.

Các chỉ số chính	Thực tế		Ước tính		
	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu (tỷ đồng)	17.964	6.717	7.591	8.562	9.677
Biên LN gộp	4,1%	8,9%	8,1%	7,9%	7,7%
Biên LN hoạt động (%)	3,6%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%
Biên LN ròng	1,4%	3,8%	3,0%	3,0%	3,1%
LN ròng chia cổ đông (tỷ VND)	257	254	225	257	298
EPS điều chỉnh (VND)	3.571	3.528	3.124	3.568	4.141
Tăng trưởng EPS (%)	1,1%	-1,2%	-11,4%	14,2%	16,0%
Cổ tức/CP (đồng)	2.500	2.300	2.000	2.500	2.500
Lợi suất cổ tức (%)	6,2%	6,8%	7,5%	9,3%	9,3%
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	18.841	17.250	18.374	19.443	21.083
PER (lần)	9,4	8,7	8,5	7,4	6,4
PBR (lần)	2,1	1,8	1,4	1,4	1,3
ROA (%)	9,6%	9,3%	9,2%	10,6%	11,6%
ROE (%)	23,1%	21,2%	17,5%	18,9%	20,4%
Nợ/CSH (%)	115,4%	94,8%	67,3%	65,3%	62,2%

Sơ lược về công ty

Lĩnh vực kinh doanh	Sản xuất trang sức vàng và bạc, nhà bán lẻ trang sức hàng đầu Việt Nam.
Doanh thu	323 triệu USD (2012)
Lợi nhuận ròng	12 triệu USD (2012)
Yếu tố doanh thu chính	Bán sỉ trang sức vàng
Yếu tố chi phí chính	Nhân công
Yếu tố rủi ro chính	Phòng ngừa rủi ro từ biến động của giá vàng
Các đối thủ chính	Công ty Vàng bạc đá quý Sài Gòn - SJC, Doji
Các khách hàng chính	Các cửa hàng trang sức tư nhân
Lãnh đạo	Bà Cao Thị Ngọc Dung (Chủ tịch HĐQT kiêm TGĐ)
Địa chỉ	170E Phan Đăng Lưu TP. HCM
	Website www.pnj.com.vn Email pnj@pnj.com.vn Điện thoại +84.8.3995.1703



Nguồn: PNJ tính đến ngày 30/12/2012 và ước tính của VCSC

Nội dung cập nhật

- Tăng trưởng doanh thu lĩnh vực chính trong 6 tháng đầu năm ở mức cao nhưng biên lợi nhuận gộp giảm
- Có thể có lợi nhuận bất thường
- Điều chỉnh dự báo KQLN 2013
- Phân tích bảng cân đối kế toán
- Định giá
- Cổ tức

Tăng trưởng doanh thu lĩnh vực chính trong 6 tháng đầu năm ở mức cao nhưng biên lợi nhuận gộp giảm

Tổng kết KQLN hợp nhất 6 tháng đầu năm 2013

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế hợp nhất 6 tháng đầu năm 2013 đạt 3.819 tỷ VND (tăng 4% so với cùng kỳ) và 90 tỷ VND (giảm 33%), tương đương 37% mục tiêu lợi nhuận 2013. Doanh thu hợp nhất chỉ tăng 4% do PNJ không còn hợp nhất doanh thu của Vinagas trong 6 tháng đầu năm 2013 sau khi bán toàn bộ cổ phần (70%) tại Vinagas vào Quý 3/2012. Lợi nhuận giảm chủ yếu do biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ (8,2% trong 6 tháng đầu năm 2013 so với 9% trong 6 tháng đầu năm 2012) và thu nhập khác giảm 88% so với cùng kỳ. Thu nhập khác giảm 88% so với cùng kỳ là do PNJ không nhận được cổ tức bằng tiền mặt từ Ngân hàng Đông Á và CTCP Nhiên liệu Sài Gòn trong khi 6 tháng đầu năm ngoái công ty đã nhận được 33 tỷ đồng cổ tức. Hơn nữa, PNJ không có lợi nhuận bất thường trong 6 tháng đầu năm 2013 trong khi trong 6 tháng đầu năm 2012 có 9 tỷ VND lợi nhuận bất thường nhờ bán đất tại Vĩnh Lộc.

Hình 1: KQLN hợp nhất 6 tháng đầu năm 2013 của PNJ

Đơn vị: tỷ VND	Q2/2013	Q2/2012	+/- yoy	6T đầu 2013	6T đầu 2012	+/- yoy
Doanh thu	2.050	1.626	26,0%	3.819	3.662	4,3%
Giá vốn hàng bán	(1.913)	(1.502)	27,3%	(3.506)	(3.332)	5,2%
Lợi nhuận gộp	137	124	10,2%	313	330	-5,2%
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>6,7%</i>	<i>7,6%</i>		<i>8,2%</i>	<i>9,0%</i>	
Chi phí bán hàng	(65)	(79)	-18,4%	(122)	(153)	-20,7%
Chi phí quản lý	(23)	(23)	-0,9%	(44)	(44)	0,0%
Lợi nhuận từ HĐKD	49	22	126,3%	148	133	11,1%
<i>Biên lợi nhuận từ HĐKD</i>	<i>2,4%</i>	<i>1,3%</i>		<i>3,9%</i>	<i>3,6%</i>	
Thu nhập khác	1	48	-99,0%	10	82	-88,4%
EBIT	50	70	-28,9%	157	215	-26,9%
Chi phí lãi vay	(22)	(29)	-23,2%	(42)	(57)	-27,7%
CP từ công ty liên kết	3	2	21,7%	3	4	-21,6%
Lợi nhuận trước thuế	31	44	-29,9%	119	161	-26,4%
Lợi nhuận sau thuế	24	40	-41,0%	90	133	-32,8%
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>1,2%</i>	<i>2,5%</i>		<i>2,3%</i>	<i>3,6%</i>	

Nguồn: PNJ

Doanh thu từ lĩnh vực kinh doanh chính tăng trưởng mạnh trong 6 tháng đầu năm (đã loại trừ doanh thu của công ty con Vinagas)

Để có được cái nhìn rõ nét hơn về tình hình hoạt động lĩnh vực chính của PNJ, chúng tôi cho rằng cách tốt nhất là xem xét KQLN chưa hợp nhất của PNJ hay KQLN các lĩnh vực chính. Doanh thu từ lĩnh vực hoạt động chính 6 tháng đầu năm 2013 tăng 15% so với cùng kỳ, lợi nhuận gộp từ lĩnh vực kinh doanh chính tăng 2% và lợi nhuận trước thuế từ lĩnh vực kinh doanh chính tăng 3%.

Hình 2: Tình hình hoạt động lĩnh vực kinh doanh chính của PNJ trong 6 tháng đầu năm 2013

Đơn vị: tỷ đồng		Q1/ 2013	Q2/ 2013	6T đầu 2013	6T đầu 2012	+/-yoy	Dự báo 2013
DT lĩnh vực chính (*)	tỷ VND	1.777	2.051	3.827	3.343	14,5%	7.553
LN gộp lĩnh vực chính	tỷ VND	169	133	302	295	2,4%	
LNTT lĩnh vực chính (**)	tỷ VND	75	27	102	99	2,9%	
		Q1/ 2013	Q2/ 2013	6T đầu 2013	6T đầu 2012	+/-yoy	Dự báo 2013
Doanh thu từng lĩnh vực							
Trang sức vàng	tỷ VND	1.077	985	2.062	1.793	15,0%	4.262
Bán lẻ	tỷ VND			837	809	3,5%	
Bán sỉ	tỷ VND			1.184	944	25,4%	
Xuất khẩu	tỷ VND			41	40	1,2%	
Mua bán vàng miếng	tỷ VND	649	1.036	1.685	1.454	15,9%	3.131
Trang sức bạc	tỷ VND	45	24	69	85	-18,5%	142

Nguồn: PNJ,

(*) doanh thu từ hoạt động chính: không tính doanh thu từ Vinagas (PNJ không hợp nhất Vinagas từ Quý 3/2012 trở đi)

(**) Lợi nhuận trước thuế từ lĩnh vực cốt lõi = LN gộp từ lĩnh vực cốt lõi – chi phí quản lý và bán hàng – chi phí lãi vay

Doanh thu từ lĩnh vực kinh doanh chính tăng trưởng mạnh chủ yếu nhờ mảng bán sỉ trang sức vàng (tăng 25% so với cùng kỳ) và mua bán vàng miếng (tăng 16%). PNJ đã nhận được nhiều đơn đặt hàng từ các cửa hàng trang sức khác để sản xuất trang sức nhờ công suất gần đây được mở rộng và đặc biệt là nhu cầu từ các cửa hàng trang sức tăng ngày càng tăng. Theo Nghị định 24 và Thông tư 16 của NHNN, phần lớn các cửa hàng trang sức đều không được phép mua bán vàng miếng, vì vậy, các cửa hàng này phải chuyển sang mua bán trang sức vàng. Tuy nhiên, phần lớn các cửa hàng này đều không thể tự sản xuất, do đó PNJ trở thành đơn vị gia công lý tưởng với công suất lớn và đội ngũ thợ kim hoàn tốt nhất Việt Nam.

Doanh thu 6 tháng đầu năm 2013 từ hoạt động giao dịch vàng miếng tăng 16% so với cùng kỳ nhờ giá vàng trong nước biến động mạnh khiến nhà đầu tư trong nước tích cực giao dịch. Giá vàng trong nước giảm trên 20% trong 6 tháng đầu 2013 trong khi chỉ giảm 4% trong 6 tháng đầu năm 2012.

Hình 3: So sánh diễn biến giá vàng trong nước và thế giới



	YTD	6T đầu 2013	6T đầu 2012
Giá vàng trong nước	-18,1%	-20,3%	-4,0%
Giá vàng thế giới	-20,0%	-24,9%	-2,1%

Nguồn: SJC

Biên lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm giảm chủ yếu do doanh thu từ bán sỉ trang sức vàng, vốn có biên lợi nhuận thấp, chiếm tỷ trọng lớn hơn.

Dù biên lợi nhuận gộp của cả hai mảng bán lẻ và bán sỉ trong mảng trang sức vàng đều cải thiện trong 6 tháng đầu năm 2013, biên lợi nhuận chung 6 tháng đầu năm 2013 của trang sức vàng giảm nhẹ từ 11,9% xuống 11,6% chủ yếu do tỷ trọng của mảng bán sỉ trong tổng doanh thu tăng (31% doanh thu 6 tháng đầu năm 2013 so với 28% doanh thu 6 tháng đầu năm 2012). Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp từ hoạt động mua bán vàng miếng (0,7% trong 6 tháng đầu năm 2013 so với 0,9% trong 6 tháng đầu năm 2012) và lĩnh vực trang sức bạc (63,4% trong 6 tháng đầu năm 2013 so với 70,4% trong 6 tháng đầu năm 2012) giảm cũng khiến biên lợi nhuận gộp của PNJ giảm từ 8,8% xuống 7,9%.

Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ của trang sức vàng tăng mạnh lên 25,3% từ 23,9% vì dù giá vàng trong nước giảm 20% nhưng giá bán của PNJ không giảm mạnh như giá vàng trong nước (vui lòng xem phần giải thích ở dưới để biết thêm về thay đổi nguồn nguyên liệu sản xuất của PNJ).

Hình 4: Thành phần lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm 2013 từ lĩnh vực chính của PNJ

Đơn vị: tỷ VND	LN gộp từ lĩnh vực chính (tỷ VND)			Biên LN gộp	
	6T đầu 2013	6T đầu 2012	+/-yoy	6T đầu 2013	6T đầu 2012
Tổng cộng	302	295	2,4%	7,9%	8,8%
Lĩnh vực					
Trang sức vàng	240	214	12,1%	11,6%	11,9%
Bán lẻ	212	193	9,4%	25,3%	23,9%
Bán sỉ	26	18	41,4%	2,2%	2,0%
Xuất khẩu	2	2	1,2%	5,0%	5,0%
GD vàng miếng	12	13	-6,3%	0,7%	0,9%
Trang sức bạc	44	60	-26,6%	63,4%	70,4%

Nguồn: PNJ

Từ đầu năm đến nay, PNJ chỉ mở thêm một cửa hàng trang sức vàng

PNJ dự kiến trong năm nay sẽ mở thêm 14 cửa hàng, trong đó có 8 cửa hàng trang sức vàng và 6 cửa hàng trang sức bạc. Chúng tôi cho rằng PNJ khó có thể đạt được mục tiêu này do nhu cầu trang sức của người dân vẫn chưa tăng trở lại, vì vậy chi phí mở thêm cửa hàng có thể cao hơn so với lợi ích có thể mang lại.

Từ tháng 01/2013 đến nay, PNJ đã mở thêm một cửa hàng trang sức vàng. Tính đến nay, PNJ có 58 cửa hàng trang sức vàng và 88 cửa hàng trang sức bạc (không đổi). Chúng tôi cho rằng PNJ sẽ mở thêm một số cửa hàng trong Quý 4/2013 nhằm tăng cường doanh thu mùa cao điểm (Quý 4 và Quý 1).

Có thể có lợi nhuận bất thường

PNJ dự kiến sẽ thu về khoản lợi nhuận 50% (khoảng 65 tỷ VND) từ việc bán cổ phần tại CTCP Nhiên Liệu Sài Gòn (SFC). Tính đến ngày 30/06/2013, khoản đầu tư vào SFC đạt 130,4 tỷ VND (tương đương 49,99% cổ phần). PNJ đã nhận được lời chào mua từ một số đối tác. Chúng tôi không rõ PNJ sẽ hoàn tất việc bán cổ phần tại SFC trong năm nay hay không; nhưng chúng tôi cho rằng PNJ có động lực để hoàn tất giao dịch trong năm nay nhằm đạt mục tiêu lợi nhuận 2013 là 241 tỷ VND.

Dự báo lợi nhuận do VCSC đưa ra

Hình 5: Dự báo lợi nhuận do VCSC đưa ra

Đơn vị: tỷ VND	2012	2013	YoY %	Ghi chú	2014	YoY %
Doanh thu hợp nhất	6.717	7.591	13,0%		8.562	12,8%
Doanh thu chính(*)	6.428	7.553	17,5%		8.519	12,8%
Doanh thu vàng	3.647	4.262	16,9%		4.905	15,1%
Bán sỉ	2.006	2.508	25,0%	Công suất được mở rộng gần đây giúp PNJ thực hiện được nhiều đơn hàng bán sỉ hơn. Bán lẻ dự kiến sẽ tăng mạnh trong 6 tháng cuối năm với mùa cao điểm là Quý 4 và giá vàng trong nước ở mức thấp góp phần kích cầu.	3.009	20,0%
Bán lẻ	1.555	1.663	7,0%		1.797	8,0%
Mua bán vàng miếng	2.610	3.131	20,0%	Giá vàng trong nước biến động mạnh làm giao dịch sôi động hơn.	3.445	10,0%
Trang sức bạc	156	142	-9,1%	Nhu cầu cho trang sức bạc chưa phục hồi.	148	4,5%
Khác	16	18	13,9%		21	14,1%
Lợi nhuận gộp	599	614	2,6%	Các lĩnh vực có biên lợi nhuận thấp hơn (bán sỉ và mua bán vàng miếng) tăng trưởng mạnh hơn.	677	10,3%
Lợi nhuận từ HĐKD	241	280	16,3%	Chi phí quản lý và bán hàng không đổi nhờ quản lý chi phí hiệu quả.	326	16,5%
LN ngoài HĐKD	170	80	-53,0%	Không có lợi nhuận bất thường như năm 2012.	70	-12,4%
Chi phí lãi vay	(101)	(86)	-15,2%	Tổng nợ giảm 20% so với năm 2012.	(83)	-3,3%
LN trước thuế	310	275	-11,4%		314	14,2%
LN sau thuế	254	225	-11,4%	Thuế TNDN 25%	257	14,2%

Nguồn: Dự báo của VCSC, (*) doanh thu từ lĩnh vực chính: không tính doanh thu từ Vinagas (PNJ không hợp nhất KQLN của Vinagas từ Quý 3/2012 trở đi)

Dự báo KQLN 2013 của chúng tôi cho thấy doanh thu tăng trưởng nhưng lợi nhuận ròng giảm.

Chúng tôi dự báo doanh thu hợp nhất 2013 của PNJ sẽ tăng 13% nhờ lĩnh vực kinh doanh chính (không tính doanh thu của Vinagas) tăng 17,5% so với cùng kỳ, thấp hơn so với mục tiêu 21% của công ty. Do doanh thu 6 tháng đầu năm 2013 từ lĩnh vực kinh doanh chính tăng 14,5% so với cùng kỳ, chúng tôi dự báo doanh thu từ lĩnh vực kinh doanh chính cả năm sẽ tăng 16,9% so với năm ngoái, chủ yếu nhờ dự báo doanh thu từ hoạt động chính trong 6 tháng cuối năm sẽ tăng 20,7% so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng KQLN Quý 4 sẽ tích cực hơn do Quý 1 và Quý 4 thường là mùa cao điểm của thị trường trang sức vì trong giai đoạn này có nhiều ngày lễ như ngày Valentine, ngày Quốc tế Phụ nữ, Giáng sinh, Tết và mùa cưới tại Việt Nam.

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp năm 2013 của công ty sẽ giảm 0,8% xuống 8,1% (từ mức 8,9% trong năm 2012) vì chúng tôi cho rằng doanh thu từ các lĩnh vực có biên lợi nhuận thấp hơn (mảng bán sỉ trang sức vàng và gia dịch vàng miếng) sẽ tăng trưởng mạnh hơn và chiếm tỷ trọng lớn hơn trong tổng doanh thu so với các lĩnh vực có biên lợi nhuận cao như mảng bán lẻ trang sức vàng. Biên lợi nhuận gộp của hoạt động bán sỉ dự kiến sẽ cải thiện nhẹ từ 2,1% lên 2,2% và bán lẻ trang sức vàng dự kiến sẽ tăng từ 23,5% lên 25,5%.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của PNJ sẽ giảm 11,4% so với năm 2012, và thấp hơn 7% so với mục tiêu của công ty. Điều này phần lớn do thu nhập khác giảm mạnh, dự kiến thấp hơn 53% so với năm ngoái (vì năm ngoái PNJ có 40 tỷ đồng lợi nhuận bất thường từ việc bán lại cổ phần tại Vinagas). Chúng tôi cho rằng lợi nhuận từ ngoài hoạt động kinh doanh của PNJ năm 2013 sẽ vào khoảng 80 tỷ VND, trong đó 42 tỷ VND là cổ tức sẽ nhận trong 6 tháng cuối năm 2013 từ Ngân hàng Đông Á và SFC. Theo quyết định của ĐHCĐ, Ngân hàng Đông Á sẽ trả cổ tức 1.000VND/cổ phiếu, và SFC sẽ trả cổ tức 600VND/cổ phiếu cho năm 2013.

Có thể có lợi nhuận bất thường – Đáng chú ý, PNJ đang thương lượng với một số đối tác tiềm năng quan tâm đến việc mua lại cổ phần tại SFC. PNJ kỳ vọng sẽ thu về lợi nhuận 50% (khoảng 65 tỷ VND) từ việc bán cổ phần tại SFC. Nếu PNJ có thể hoàn tất thương vụ này trong năm nay thì công ty có thể ghi nhận khoảng 65 tỷ VND lợi nhuận bất thường trước thuế. Tuy nhiên, để thận trọng nên chúng tôi không đưa khoản lợi nhuận này vào mô hình định giá.

Điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng lợi nhuận 2014-2017 13%/năm

Chúng tôi cũng đã điều chỉnh giảm dự báo KQLN dành cho PNJ đến năm 2017 với tăng trưởng trung bình đạt 13%/năm từ mức 14%/năm như dự báo trước đây. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo tăng trưởng doanh thu từ hoạt động bán sỉ trang sức vàng năm 2014-2017 lên 20%/năm – cao hơn so với dự báo trước đây của chúng tôi (10%/năm) và tăng trưởng doanh thu từ hoạt động bán lẻ trang sức vàng phục hồi chậm hơn, tại mức 9%/năm. Cơ cấu doanh thu mới này sẽ làm giảm biên lợi nhuận chung năm 2017 xuống 7,3% từ mức 9,3%.

Biên lợi nhuận gộp từ trang sức vàng dự báo sẽ cải thiện đến năm 2017 – Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp từ lĩnh vực bán lẻ trang sức vàng sẽ tăng nhẹ lên 26,5% trong năm 2017 do người tiêu dùng đang có xu hướng chuyển sang trang sức có thiết kế tinh tế hơn, vốn là các sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn. PNJ không còn vay vàng từ các ngân hàng. Công ty mua vàng nguyên liệu từ thị trường mở. PNJ duy trì biên lợi nhuận an toàn 15%-18% giá vốn hàng bán cộng với mark-up để đưa ra giá bán cuối cùng thay vì chỉ tính tiền công sản xuất như trước đây. Hiện nay, công ty điều chỉnh mark-up theo xu hướng thị trường. Vì vậy, biên lợi nhuận gộp trang sức vàng không chịu tác động từ biến động của giá vàng nhưng có thể bị ảnh hưởng nếu nhu cầu nữ trang giảm.

Tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2014-2017 dự báo đạt 13%/năm – Với giả định PNJ sẽ duy trì chi phí quản lý và bán hàng vào khoảng 1,9%-2,1% tổng doanh thu và lợi nhuận ngoài hoạt động kinh doanh không đổi. Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận của công ty trong giai đoạn 2014-2017 sẽ đạt 13%/năm.

Phân tích bảng cân đối kế toán

Tiền và tương đương tiền được duy trì tại mức 237 tỷ VND (giảm 51% so với cuối năm 2012)

Tính đến ngày 30/06/2013, tiền mặt của PNJ đạt 237 tỷ đồng, giảm 51% so với tiền mặt hồi cuối năm 2012. Điều này chủ yếu do các khoản tương đương tiền (tức vàng miếng) giảm 58% nhằm thanh toán phần gốc của các khoản nợ.

Tổng nợ giảm 12% nhưng chi phí nợ tăng 1,5% lên 8,5%

Bảng 6: Tổng nợ của PNJ tính đến ngày 30/06/2013

Đơn vị: tỷ VND		31/12/2012	30/06/2013
Nợ ngắn hạn		1.008	963
	Nợ bằng VND	430	949
	Nợ bằng USD	10	14
	Nợ bằng vàng	568	0
Nợ dài hạn		170	78
	Nợ bằng vàng	170	0
	Nợ bằng USD	0	78
Tổng nợ		1.178	1.041
Nợ/CSH		0,95	0,86

Nguồn: PNJ

Bảng cân đối kế toán của PNJ đã cải thiện với tỷ lệ nợ/VCSH tính đến ngày 30/06/2013 giảm xuống 0,86 từ mức 0,95 hồi cuối năm 2012 sau khi tổng nợ của PNJ giảm 137 tỷ đồng xuống 1.041 tỷ VND (tổng nợ cuối năm 2012 là 1.178 tỷ VND). Công ty đã thanh toán tất cả các khoản nợ bằng vàng, trị giá tổng cộng 738 tỷ VND và tăng nợ bằng tiền đồng thêm 519 tỷ đồng và nợ bằng USD thêm 92 tỷ đồng.

Nợ bằng vàng có lãi suất dao động trong khoảng 4%-5,5%/năm trong khi lãi suất bằng VND vào khoảng 8,5%-9,5%/năm. Vì vậy, chúng tôi ước tính chi phí nợ trung bình có trọng số của PNJ lên tới 8,5% trong năm 2013 (tỷ lệ này năm 2012 là 7%).

Định giá

Tỷ đồng		Các giả định chính	
Phương pháp định giá	CKDT 5 năm	WACC	10,2%
Giá mục tiêu	31.372	Thuế suất	41,1%
Tổng dòng tiền tự do chiết khấu	1.326	Thuế suất biên	25%
Giá trị hiện tại	1.642	Chi phí CSH	12,5%
Tổng dòng tiền tự do chiết khấu và giá trị hiện tại	2.968	Lãi suất phi rủi ro	8,3%
+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	469	Phí bảo hiểm rủi ro CSH	8,0%
- Nợ ngắn và dài hạn	1.178	Hệ số beta	0,52
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	Chi phí nợ	8,5%
Giá trị vốn CSH	2.259	Tỷ lệ nợ	3%
Giá trị doanh nghiệp	4.615		
EV/EBITDA (lần)	8,1		

	2013	2014	2015	2016	2017
FFCF					
EBIT*(1-thuế)	360	396	442	485	528
Cộng: khấu hao	(65)	(72)	(80)	(88)	(95)
Trừ: đầu tư XDCB	21	23	26	26	26
Δ vốn lưu động	(39)	(10)	(11)	(11)	(13)
Dòng tiền tự do	66	-81	-118	-113	-132
DTTD chiết khấu	342	257	259	299	314

Theo tính toán của chúng tôi, giá mục tiêu của cổ phiếu PNJ là 31.400VND, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm với WACC là 10,2%, hệ số beta 0,52, lãi suất phi rủi ro 8,3%, phần bù rủi ro 8% và chi phí nợ 8,5%. Giá mục tiêu cho thấy PER 2013 là 10,1 lần và PER 2014 là 8,8 lần.

Cổ tức

Lịch trả cổ tức	Loại hình	Ngày GD không hưởng quyền	Ngày đăng ký cuối	Ngày thanh toán	Tình trạng
FY13 dividend	Cổ tức bằng tiền mặt tại mức VND2.000/cổ phiếu	Chưa quyết định	Chưa quyết định	Chưa quyết định	Chưa quyết định

Nguồn: DRC

Tại ĐHCHĐ 25/04/2013, cổ đông PNJ đã thông qua mức cổ tức bằng tiền mặt năm 2013 là 2.000VND/cổ phiếu (lợi suất cổ tức là 7,5%). PNJ sẽ họp HĐQT trong tháng 09/2013 và có thể sẽ xem xét việc tạm ứng một phần cổ tức năm 2013 và lịch phát hành 3,6 triệu cổ phiếu ESOP cho nhân viên (tương đương 5% cổ phiếu lưu hành hiện nay). Các cổ phiếu ESOP này sẽ bị khóa trong vòng 3 năm. PNJ sẽ không phát hành cổ phiếu ESOP cho đến cuối năm 2015. Khi PNJ phát hành 3,6 triệu cổ phiếu ESOP, room khối ngoại sẽ tăng thêm 1,76 triệu cổ phiếu.



Tổng kết kết quả hàng quý

tỷ đồng

2013	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	1.769	2.050	na	na	3.819
LN gộp	176	137	na	na	313
Biên LN gộp (%)	10,0%	6,7%	na	na	8,2%
LN từ hoạt động	98	49	na	na	147
Biên LN hoạt động (%)	5,6%	2,4%	na	na	3,9%
LN ròng	66	24	na	na	90
Biên LN ròng (%)	3,7%	1,2%	na	na	2,3%

2012	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	2.036	1.626	1.519	1.536	6.717
LN gộp	206	121	155	112	599
Biên LN gộp (%)	10,1%	7,4%	10,2%	7,3%	8,9%
LN từ hoạt động	111	18	82	26	241
Biên LN hoạt động (%)	5,5%	1,1%	5,4%	1,7%	3,6%
LN ròng	93	40	87	29	254
Biên LN ròng (%)	4,6%	2,4%	5,8%	1,9%	3,8%

2011	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	3.737	4.542	6.498	3.189	17.964
LN gộp	225	141	197	184	599
Biên LN gộp (%)	6,0%	3,1%	3,0%	5,8%	3,3%
LN từ hoạt động	129	61	102	62	241
Biên LN hoạt động (%)	3,5%	1,4%	1,6%	1,9%	1,3%
LN ròng	94	54	50	49	254
Biên LN ròng (%)	2,5%	1,2%	0,8%	1,5%	1,4%

Lịch công bố KQLN

	Loại hình	Ngày công bố dự kiến
Q1/2013	Hợp nhất	20/04
Q2/2013	Hợp nhất	20/07
Q3/2013	Hợp nhất	20/10
Q4/2013	Hợp nhất	20/01

Báo cáo tài chính

Tỷ đồng	Thực tế 2012	2013	Dự báo 2014	2015
KQLN				
Doanh thu thuần	6.717	7.591	8.562	9.677
- Giá vốn hàng bán	-6.118	-6.977	-7.884	-8.935
Lợi nhuận gộp	599	614	677	742
- Chi phí bán hàng	-268	-243	-257	-276
- Chi phí quản lý DN	-90	-91	-94	-97
LN thuần HĐKD	241	280	326	370
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	1	0	0	0
- Lợi nhuận khác	169	80	70	72
EBIT	411	360	396	442
- Chi phí lãi vay	-101	-86	-83	-78
Lợi nhuận trước thuế	310	275	314	364
- Thuế TNDN	-56	-50	-57	-66
LNST	254	225	257	298
- Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST cổ đông CT Mẹ	254	225	257	298
EBITDA	426	381	419	467
Số CP lưu hành (triệu)	72	72	72	72
EPS	3.528	3.124	3.568	4.141

Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-62,6%	13,0%	12,8%	13,0%
Tăng trưởng LN HĐKD	-31,3%	16,3%	16,5%	13,2%
Tăng trưởng EBIT	-2,6%	-12,4%	10,1%	11,4%
Tăng trưởng EPS	-1,2%	-11,4%	14,2%	16,0%

Chỉ số khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	8,9%	8,1%	7,9%	7,7%
Tỷ suất LNST	3,8%	3,0%	3,0%	3,1%
ROE %	21,2%	17,5%	18,9%	20,4%
ROA %	9,3%	9,2%	10,6%	11,6%

Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	52,5	40,7	37,7	37,6
Số ngày phải thu	1,5	0,6	0,5	0,5
Số ngày phải trả	5,2	3,4	3,8	3,3
TG luân chuyển tiền	48,8	38,0	34,4	34,9

Chỉ số TK/đòn bẩy TC				
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,1	1,3	1,4
CS thanh toán nhanh	0,5	0,4	0,4	0,5
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,3	0,3	0,4
Nợ / Tài sản	0,5	0,4	0,4	0,4
Nợ / Vốn sử dụng	0,5	0,4	0,4	0,4
Nợ / Vốn CSH	0,9	0,7	0,7	0,6
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	4,1	4,2	4,8	5,7

Tỷ đồng	Thực tế 2012	2013	Dự báo 2014	2015
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và tương đương	469	309	342	387
+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu	16	10	12	13
+ Hàng tồn kho	791	765	864	979
+ Tài sản ngắn hạn khác	67	67	67	67
Tổng tài sản ngắn hạn	1.343	1.151	1.285	1.447
+ Tài sản dài hạn	520	559	569	579
+ Khấu hao lũy kế	-88	-109	-131	-157
+ Tài sản dài hạn	432	450	437	422
+ Đầu tư tài chính dài hạn	761	761	761	761
+ Tài sản dài hạn khác	7	7	7	7
Tổng tài sản dài hạn	1.200	1.218	1.205	1.190
Tổng Tài sản	2.543	2.370	2.491	2.637
+ Phải trả ngắn hạn	52	76	86	73
+ Vay và nợ ngắn hạn	1.008	890	829	859
+ Phải trả ngắn hạn khác	70	79	89	101
Nợ ngắn hạn	1.130	1.046	1.005	1.033
+ Vay và nợ dài hạn	170	0	85	85
+ Phải trả dài hạn	1	1	1	1
Nợ dài hạn	171	1	86	86
Tổng nợ	1.301	1.047	1.091	1.119
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	105	105	105	105
+ Vốn điều lệ	720	720	720	720
+ LN chưa phân phối	417	498	575	693
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.242	1.323	1.400	1.518
Tổng cộng nguồn vốn	2.543	2.370	2.491	2.637

Lưu chuyển tiền tệ				
Tiền đầu năm	454	469	309	342
Lợi nhuận sau thuế	254	225	257	298
+ Khấu hao lũy kế	15	21	23	26
+ Thay đổi vốn lưu động	-74	66	-81	-118
+ Điều chỉnh khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	195	311	199	206
+ Chi mua sắm TSCĐ	-58	-39	-10	-11
+ Đầu tư khác	185	0	0	0
Tiền từ đầu tư	127	-39	-10	-11
+ Cổ tức đã trả	-150	-144	-180	-180
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
+ Tăng (giảm) nợ ngắn /dài hạn	-157	-288	24	30
Tiền từ hoạt động TC	-307	-432	-156	-150
Tổng lưu chuyển tiền tệ	15	-160	33	45
Tiền cuối năm	469	309	342	387

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Vũ Thị Trà Lý, 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%
NĂM 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 HOẢN	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 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

Trụ sở chính

Tháp Tài Chính Bitexco, Lầu 15
2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Trưởng phòng cao cấp
Tôn Minh Phương, ext 146
phuong.ton@vcsc.com.vn

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Ngô Bích Vân, ext 130

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

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

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

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

Chuyên viên, Đặng Văn Pháp, ext 143

Chuyên viên, Nguyễn Tri Định, ext 149

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

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

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.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
27/08/2013	THÊM VÀO	26.500	31.400
01/02/2013	MUA	31.600	46.300
16/11/2012	MUA	31.400	41.800