

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)

KHẢ QUAN

Đoãn Hải Phượng

Chuyên viên

Cập nhật công ty Hàng tiêu dùng

KHẢ QUAN

Tăng giá mục tiêu từ 31.400VND lên
34.800VND

Giá mục tiêu	34.800
Giá hiện tại	30.800
TL tăng	13,0%
Lợi suất cổ tức	6,5%
Tổng lợi nhuận	19,5%

Các chỉ số chính

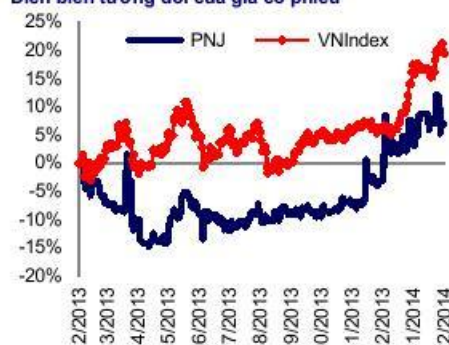
Giá trị vốn hóa USD	108 triệu
GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua USD	0,02 triệu
Sở hữu của khối ngoại	49%
Room tối đa cho khối ngoại	49%

SL cổ phiếu lưu hành	76 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VND	32.000
Mức thấp nhất 12 tháng VND	24.288

Cơ cấu cổ đông

Bà Cao Thị Ngọc Dung	9,67%
Quý Đầu tư Route One	4,83%
Quý Đầu tư DN Việt Nam	4,25%
Deutsche Bank AG	3,94%

Diễn biến tương đối của giá cổ phiếu



Hoạt động kinh doanh cốt lõi có diễn biến tốt

Chúng tôi nâng mức khuyến nghị cho PNJ lên **KHẢ QUAN** mặc dù giá cổ phiếu đã tăng 12% kể từ khi chúng tôi ra báo cáo cập nhật gần đây nhất. Chúng tôi nâng giá mục tiêu từ 31.400 đồng/cổ phiếu lên 34.800 đồng/cổ phiếu vì tin rằng việc kết hợp giữa phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) (50%) và PER (50%) là cách phù hợp để định giá PNJ thay vì chỉ dùng phương pháp DCF. Chúng tôi cho rằng PNJ sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ doanh thu của các cửa hàng hiện tại cải thiện so với cùng kỳ năm trước, hệ thống cửa hàng được mở rộng và biên lợi nhuận gộp tăng.

Lĩnh vực bán lẻ hoạt động tốt bù lại cho ảnh hưởng từ việc hợp nhất với SFC trong năm 2014

Chúng tôi dự báo doanh thu từ hoạt động kinh doanh cốt lõi (chưa bao gồm CTCP Nhiên liệu Sài Gòn – SFC) sẽ tăng 10%, nhờ việc mở rộng chuỗi cửa hàng và doanh thu của các cửa hàng hiện tại tăng trung bình 9% so với cùng kỳ năm 2013. Biên lợi nhuận gộp của hoạt động kinh doanh cốt lõi sẽ tăng nhẹ lên 8% vì người tiêu dùng chuyển sang các sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn như đá quý và kim cương. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh của SFC có biên lợi nhuận thấp và vì PNJ chỉ hợp nhất với kết quả lợi nhuận của SFC kể từ Quý 2/2013, nên năm 2014 sẽ là năm đầu tiên PNJ hợp nhất với kết quả lợi nhuận cả năm của SFC. Do đó, biên lợi nhuận tổng hợp sẽ giảm từ 7,5% xuống 6,9% trong năm 2014. Tuy vậy, chúng tôi vẫn kỳ vọng lợi nhuận gộp hợp nhất và lợi nhuận ròng sẽ tăng lần lượt 14,7% và 23,1%, nhờ doanh thu tăng mạnh và lợi nhuận tài chính tăng từ việc nhận cổ tức do Ngân hàng TMCP Đông Á chi trả.

Giá mục tiêu cho phép tỷ lệ tăng 13%, với lợi suất cổ tức là 6,5%

Chúng tôi nâng giá mục tiêu từ 31.400 đồng/cổ phiếu lên 34.800 đồng/cổ phiếu vì tin rằng việc kết hợp giữa phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) (50%) và PER (50%) là cách phù hợp để định giá PNJ thay vì chỉ dùng phương pháp DCF. Mặc dù PNJ đang giao dịch ở mức PER cao hơn các công ty khác cùng ngành nhưng tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) của PNJ nằm trong nhóm cao nhất so với những công ty cùng ngành. Vì vậy, chúng tôi cho rằng PNJ giao dịch ở mức PER 10 lần là hợp lý, cao hơn mức trung bình của các công ty khác là 9 lần. Kết hợp phương pháp định giá PER và DCF, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 34.800 đồng/cổ phiếu.

Lợi nhuận năm 2013 giảm mạnh do hợp nhất với SFC và lợi nhuận tài chính giảm

Cổ phần của PNJ tại SFC tăng từ 49,99% lên 50,02% sau khi PNJ nhận cổ tức bằng cổ phiếu, cụ thể PNJ nhận được nhiều hơn một chút so với các nhà đầu tư khác sau khi làm tròn số cổ phiếu mà công ty này nhận được. Do đó, PNJ buộc phải hợp nhất với SFC. Việc hợp nhất giúp doanh thu của PNJ tăng 25% so với năm 2012, nhưng khiến biên lợi nhuận gộp giảm từ 8,9% xuống 7,5%. SFC có biên lợi nhuận gộp 3% so với các ngành chủ chốt trong hoạt động kinh doanh của PNJ là 7,8%. Ngoài ra, lợi nhuận tài chính năm 2013 giảm mạnh do PNJ nhận được ít cổ tức từ các công ty liên kết hơn so với năm 2012. Nhìn chung, lợi nhuận ròng giảm 34% và EPS giảm 37%.

Các chỉ số chính	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu (tỷ đồng)	6.717	8.911	11.151	12.396	13.789
Lợi nhuận ròng (đồng)	254	168	207	232	267
Biên lợi nhuận gộp (%)	8,9	7,5	6,9	6,9	6,9
Biên lợi nhuận ròng (%)	3,8	2,0	1,9	1,9	1,9
EPS pha loãng (đồng)	3.534	2.228	2.742	3.072	3.534
Tăng trưởng EPS (%)	-1	-37	23	12	15
Cổ tức/cổ phiếu (đồng)	2.083	1.387	2.000	2.000	2.000
Lợi suất cổ tức (%) ở giá hiện tại	6,5	4,7	6,5	6,5	6,5
PER ở giá hiện tại (lần)	8,7	13,8	10,9	9,8	8,5
ROA (%)	9,3	6,3	6,7	7,1	7,8
ROE (%)	21,2	13,2	14,4	15,4	16,6
Nợ/CSH (%)	94,9	91,7	99,8	99,1	96,4

Báo cáo tài chính

tỷ đồng	Thực tế	Dự báo			
	2013	2014	2015	2016	
KQLN					
Doanh thu	8.911	11.151	12.396	13.789	
- Giá vốn hàng bán	(8.241)	(10.382)	(11.540)	(12.833)	
Lợi nhuận gộp	670	769	856	957	
- Chi phí bán hàng	(263)	(293)	(324)	(358)	
- Chi phí quản lý DN	(113)	(128)	(142)	(158)	
LN thuần HĐKD	294	348	390	440	
- (Lỗ) / lãi tỷ giá	0	0	0	0	
- Lợi nhuận khác	28	27	27	27	
EBIT	322	375	417	467	
- Chi phí lãi vay	(84)	(109)	(119)	(125)	
Lợi nhuận trước thuế	239	266	298	343	
- Thuế TNDN	(64)	(58)	(66)	(75)	
LNST	174	207	232	267	
- Lợi ích CĐTS	(6)	0	0	0	
LNST cổ đông CT Mệ	168	207	232	267	
EBITDA	342	394	440	490	
Số CP lưu hành (triệu)	76	76	76	76	
EPS	2.228	2.742	3.072	3.534	

Tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	33%	25%	11%	11%	
Tăng trưởng LN HĐKD	22%	18%	12%	13%	
Tăng trưởng EBIT	-22%	16%	11%	12%	
Tăng trưởng EPS	-37%	23%	12%	15%	

Chỉ số khả năng sinh lợi					
Biên LN gộp %	7,5%	6,9%	6,9%	6,9%	
Biên LN ròng %	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	
ROE %	13,2%	14,4%	15,4%	16,6%	
ROA %	6,3%	6,7%	7,1%	7,8%	

Chỉ số hiệu quả vận hành					
Số ngày tồn kho	41,6	37,6	34,7	33,8	
Số ngày phải thu	1,1	1,7	1,9	1,9	
Số ngày phải trả	3,6	3,8	3,5	3,5	
TG luân chuyển tiền	39,0	35,5	33,2	32,3	

Chỉ số TK/dồn bẫy TC					
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,1	1,2	1,2	
CS thanh toán nhanh	0,4	0,4	0,4	0,5	
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,4	0,4	0,4	
Nợ / Tài sản	0,4	0,5	0,5	0,5	
Nợ / Vốn sử dụng	0,5	0,5	0,5	0,5	
Nợ / Vốn CSH	0,9	1,0	1,0	1,0	
KN thanh toán lãi vay	3,9	3,4	3,5	3,7	

tỷ đồng	Thực tế	Dự báo			
	2013	2014	2015	2016	
Bảng cân đối kế toán					
Tiền và tương đương	508	608	688	810	
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0	
Các khoản phải thu	45	61	69	77	
Hàng tồn kho	1.087	1.052	1.145	1.232	
Tài sản ngắn hạn khác	79	79	79	79	
Tổng tài sản ngắn hạn	1.719	1.800	1.981	2.199	
Tài sản cố định gộp	366	518	518	518	
- Khấu hao lũy kế	(107)	(126)	(149)	(172)	
Tài sản cố định thuần	259	392	369	346	
Đầu tư tài chính dài hạn	509	509	509	509	
Tài sản dài hạn khác	389	389	389	389	
Tổng tài sản dài hạn	1.244	1.380	1.362	1.343	
Tổng Tài sản	2.962	3.180	3.343	3.542	
Phải trả ngắn hạn	112	104	115	128	
Vay và nợ ngắn hạn	1.164	1.364	1.464	1.564	
Phải trả ngắn hạn khác	140	140	140	140	
Nợ ngắn hạn	1.417	1.608	1.720	1.833	
Vay và nợ dài hạn	130	100	70	40	
Nợ dài hạn khác	6	6	6	6	
Tổng nợ dài hạn	135	105	75	45	
Tổng nợ	1.552	1.713	1.795	1.878	
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	
Vốn góp bổ sung	105	105	105	105	
Vốn cổ phần	756	756	756	756	
Lợi nhuận giữ lại	461	518	599	715	
Lợi ích của CĐTS	88	88	88	88	
Tổng vốn CSH	1.410	1.466	1.547	1.663	
Tổng cộng nguồn vốn	2.962	3.180	3.343	3.541	

Lưu chuyển tiền tệ					
Tiền đầu năm	469	508	608	688	
Lợi nhuận ròng	294	348	390	440	
Khấu hao	20	20	23	23	
Thay đổi vốn lưu động	(273)	11	(90)	(82)	
Điều chỉnh khác	90	22	22	22	
Tiền từ hoạt động KD	(17)	233	161	203	
Chi mua sắm TSCĐ	(41)	0	0	0	
Đầu tư khác	7	0	0	0	
Tiền từ hoạt động đầu tư	(32)	0	0	0	
Cổ tức đã trả	(105)	(151)	(151)	(151)	
Tăng (giảm) vốn	36	0	0	0	
Thay đổi nợ ngắn hạn và dài hạn	-152	170	70	70	
Tiền từ hoạt động TC	(65)	19	(81)	(81)	
Tổng lưu chuyển tiền tệ	39	252	80	122	
Tiền cuối năm	508	760	688	810	

Tổng kết kết quả hàng quý

Tỷ đồng

2013	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD
Doanh thu	1.769	2.050	2.552	2.541	8.911
Lợi nhuận gộp	176	137	153	204	670
Biên LN gộp (%)	10,0%	6,7%	6,0%	8,0%	7,5%
Lợi nhuận từ hoạt động	98	49	59	88	294
Biên LN hoạt động (%)	5,6%	2,4%	2,3%	3,5%	3,3%
LN ròng	66	24	33	46	168
Biên LN ròng (%)	3,7%	1,2%	1,3%	1,8%	2,0%

2012	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD
Doanh thu	2.036	1.626	1.519	1.536	6.717
Lợi nhuận gộp	206	124	155	114	599
Biên LN gộp (%)	10,1%	7,6%	10,2%	7,4%	8,9%
Lợi nhuận từ hoạt động	111	22	82	26	241
Biên LN hoạt động (%)	5,5%	1,3%	5,4%	1,7%	3,6%
LN ròng	93	40	87	33	254
Biên LN ròng (%)	4,6%	2,5%	5,8%	2,2%	3,8%

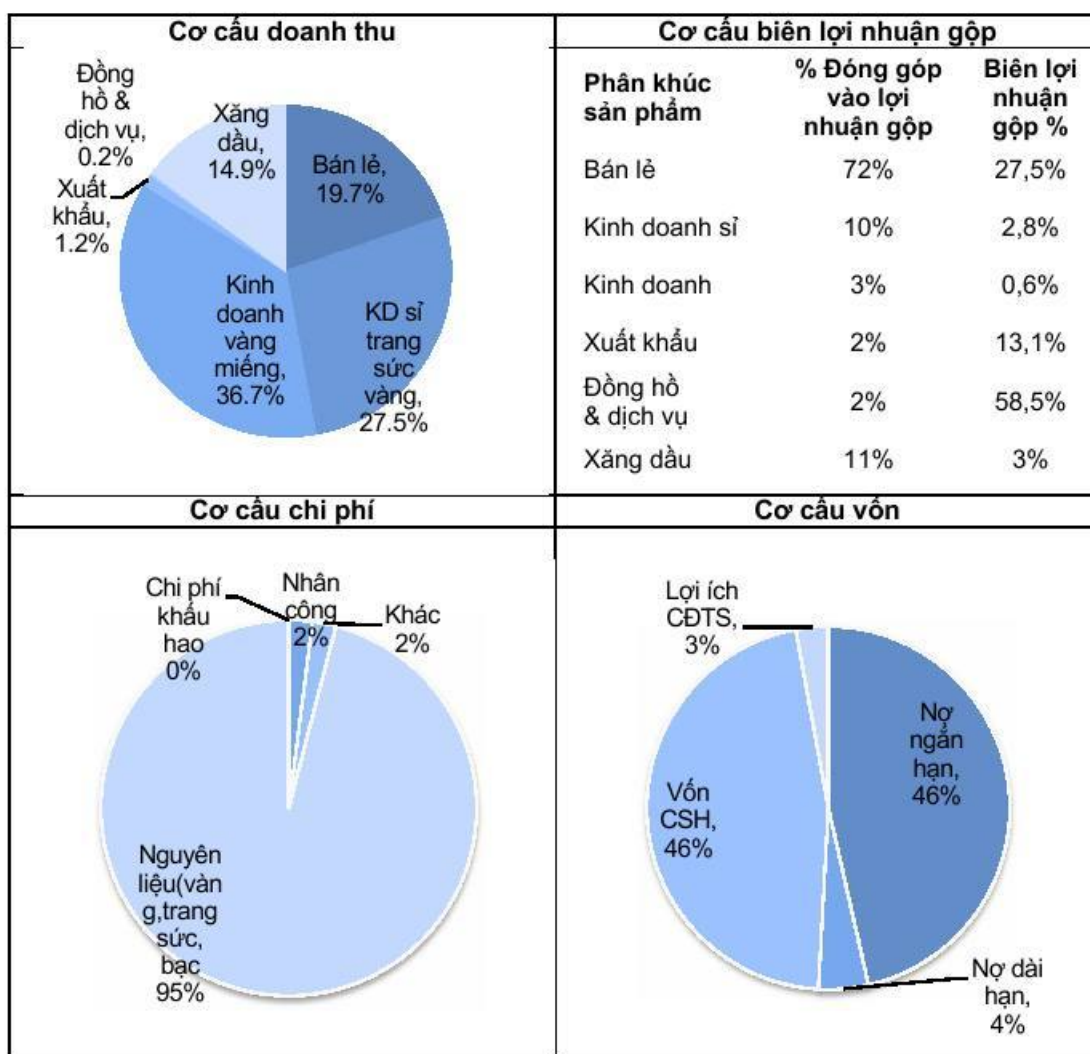
2011	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD
Doanh thu	3.737	4.542	6.498	3.189	17.967
Lợi nhuận gộp	225	141	197	184	746
Biên LN gộp (%)	6,0%	3,1%	3,0%	5,8%	4,2%
Lợi nhuận từ hoạt động	129	61	102	62	355
Biên LN hoạt động (%)	3,5%	1,4%	1,6%	1,9%	2,0%
LN ròng	94	54	50	49	247
Biên LN ròng (%)	2,5%	1,2%	0,8%	1,5%	1,4%

Lịch công bố kết quả lợi nhuận

	Loại hình	Ngày công bố dự kiến
Q1/2014	Hợp nhất	10/05/2014
Q2/2014	Hợp nhất	10/08/2014
Q3/2014	Hợp nhất	10/11/2014
Q4/2014	Hợp nhất	11/02/2015

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	422 triệu USD (2013)
Lợi nhuận ròng	8 triệu USD (2013)
Yếu tố doanh thu chính	Bán sỉ trang sức vàng
Yếu tố chi phí chính	Nguyên liệu
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, Q. Phú Nhuận, TP. HCM
Website	www.pnj.com.vn
Email	pnj@pnj.com.vn
Điện thoại	+84.8.3995.1703



Nguồn: PNJ và ước tính của VCSC tính đến 31/12/2013 (Sau 2 quý hợp nhất với SFC)

Nội dung cập nhật

- Tình hình năm 2013
- Triển vọng lợi nhuận năm 2014
- Định giá

Tình hình năm 2013

Kết quả lợi nhuận hợp nhất

Trong Quý 3/2013, SFC trở thành công ty con của PNJ sau khi SFC trả cổ tức cho cổ đông, qua đó khiến cổ phần của PNJ ở SFC tăng từ 49,99% lên 50,02% (đã làm tròn số). Do đó, PNJ buộc phải hợp nhất với SFC trong bản báo cáo tài chính, giúp cho doanh thu trong Quý 2/2013 tăng vọt 67% so với cùng kỳ năm 2012. Tuy nhiên, do SFC có biên lợi nhuận thấp khoảng 3% nhưng đóng góp 15% vào doanh thu hợp nhất của PNJ và 11% vào lợi nhuận gộp hợp nhất, nên khiến cho biên lợi nhuận gộp chung giảm từ 8,9% xuống 7,5%. Nếu kết quả lợi nhuận cả năm của SFC được hợp nhất với PNJ trong năm 2013 thì tổng doanh thu sẽ đạt 10.000 tỷ đồng và biên lợi nhuận gộp sẽ là 6,8%.

Hình 1: KQLN công ty mẹ vs. KQLN hợp nhất năm 2013

	Công ty mẹ	SFC	Hợp nhất	YoY%
Doanh thu	7,546	2,447	8,911	33%
Giá vốn hàng bán	6,946	2,363	8,241	35%
Lợi nhuận gộp	600	84	670	12%
Biên lợi nhuận gộp	8.0%	3.4%	7.5%	-16%
Chi phí bán hàng	233	37	263	-2%
Chi phí quản lý	92	25	113	26%
Lợi nhuận từ HĐKD	276	23	294	22%
Biên LN từ HĐKD	3.7%	0.9%	3.3%	-8%
Lợi nhuận khác	1	1	1	-96%
EBIT	164	20	155	-62%
Chi phí lãi vay	76	7	84	-18%
LN từ công ty liên kết			4.5	-56%
Lợi nhuận trước thuế	240	26	239	-23%
Lợi nhuận sau thuế	182	20	174	-31%
Biên lợi nhuận ròng	2.4%	0.8%	2.0%	-34%

Nguồn: Báo cáo tài chính của PNJ và ước tính của VCSC

Hoạt động kinh doanh cốt lõi

Hoạt động kinh doanh cốt lõi của PNJ (chưa bao gồm SFC) vẫn có diễn biến tốt trong năm 2013 với doanh thu tăng 18% mặc dù nền kinh tế chưa hồi phục. Tuy biên lợi nhuận gộp giảm từ 8,6% trong năm 2012 xuống 7,8% trong năm 2013, kết quả này phần lớn là do cơ cấu sản phẩm, với các phân khúc có biên lợi nhuận thấp như kinh doanh sỉ trang sức vàng và kinh doanh vàng miếng chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu. Chỉ có biên lợi nhuận gộp từ kinh doanh vàng miếng và trang sức bạc giảm xuống (PNJ không được phép tự sản xuất vàng miếng kể từ Quý 3/2012), còn thực tế thì các phân khúc khác có biên lợi nhuận gộp cải thiện.

Hình 2: Tình hình doanh thu hoạt động kinh doanh cốt lõi

Phân khúc sản phẩm	2012	2013	YoY %
Bán lẻ	1,696	1,759	4%
Trang sức vàng	1,555	1,648	6%
Trang sức bạc	134	109	-18%
Trang sức Jemma	7	2	-70%
KD sỉ trang sức vàng	2,006	2,451	22%
KD vàng miếng	2,609	3,268	25%
Xuất khẩu	101	106	5%
Trang sức vàng	86	86	0%
Trang sức bạc	15	20	36%
Đồng hồ & dịch vụ	16	19	19%
Tổng cộng	6,412	7,584	18%

Nguồn: Báo cáo tài chính của PNJ và ước tính của VCSC

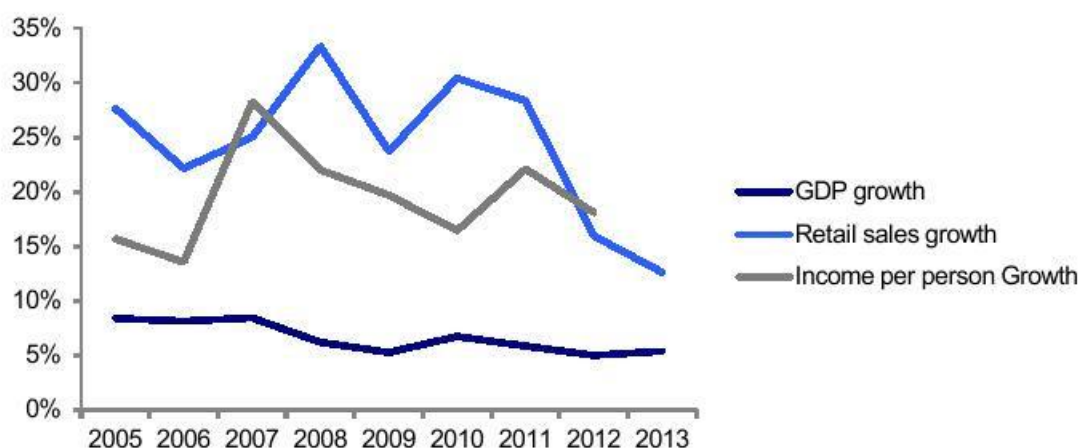
Triển vọng lợi nhuận năm 2014

Triển vọng ngành bán lẻ và thị trường trang sức vàng tại Việt Nam

Với hơn 90 triệu dân, Việt Nam là một thị trường bán lẻ lớn và nhiều tiềm năng. Kể từ năm 2001, kinh doanh bán lẻ luôn đóng góp trung bình 15% cho tổng giá trị GDP. Trong 10 năm qua, ngành bán lẻ của Việt Nam có tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) đạt 24% và được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng 14% hàng năm trong năm 2014 và 2015. Vì vậy, nhiều tập đoàn bán lẻ quốc tế lớn như Lotte Mart, Aeon và Big C đang lên kế hoạch thâm nhập thị trường.

Có một mối tương quan rất rõ giữa tăng trưởng GDP và tổng mức tăng trưởng bán lẻ. Với tốc độ tăng trưởng GDP dự báo đạt 5,8% trong năm 2014 so với 5,4% trong năm 2013, chúng tôi tin rằng ngành bán lẻ sẽ tăng trưởng tốt trong năm nay.

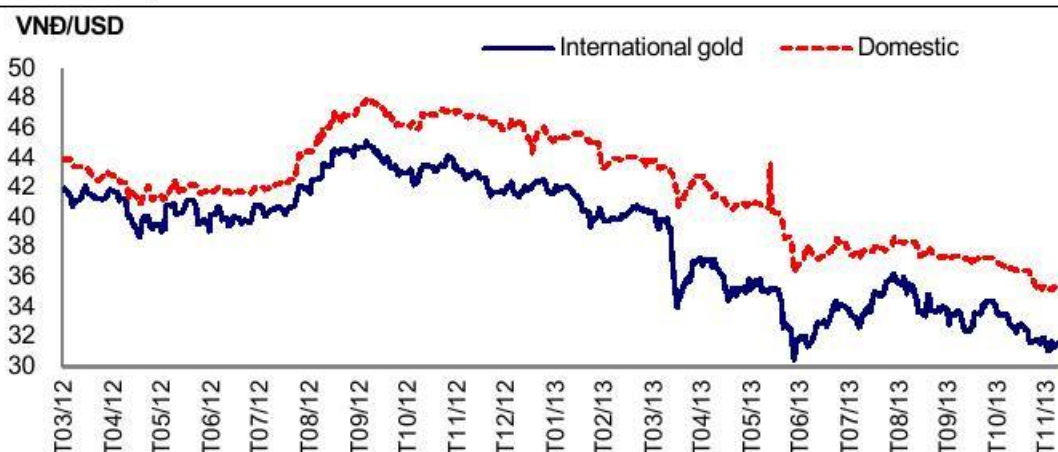
Hình 4: Tổng mức tăng trưởng bán lẻ vs. Tăng trưởng thu nhập cá nhân & Tăng trưởng GDP



Nguồn: TCTK và ước tính của VCSC

Theo Hội đồng Vàng Thế giới, nhu cầu vàng ở Việt Nam vẫn có xu hướng tăng, chủ yếu là vì giá vàng giảm 20%, do đó khiến cho người dân có nhu cầu mua và tích trữ trang sức vàng. Dự báo trong năm 2014, nhu cầu trang sức vàng sẽ tăng 14%.

Hình 5: Giá vàng



Nguồn: TCTK

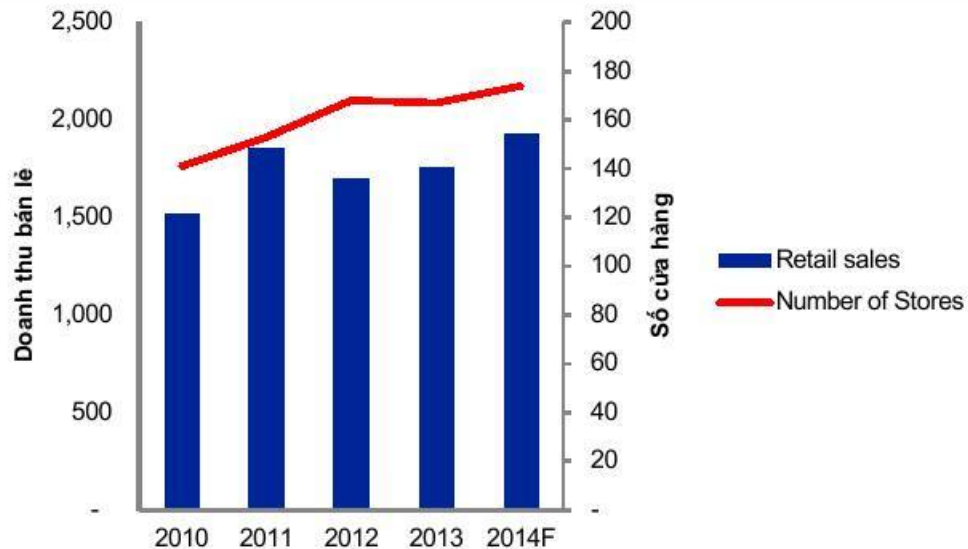
Doanh thu bán lẻ và khả năng sinh lời cải thiện nhằm thúc đẩy kết quả kinh doanh của PNJ

Chúng tôi tin rằng doanh thu hoạt động bán lẻ của PNJ sẽ tăng 10% trong năm 2014, nhờ vào các yếu tố sau:

- (1) Số cửa hàng bán lẻ tăng thêm 12 cửa hàng từ mức hiện tại là 169 cửa hàng và
- (2) Doanh thu của các cửa hàng hiện tại tăng trưởng bình quân 9%

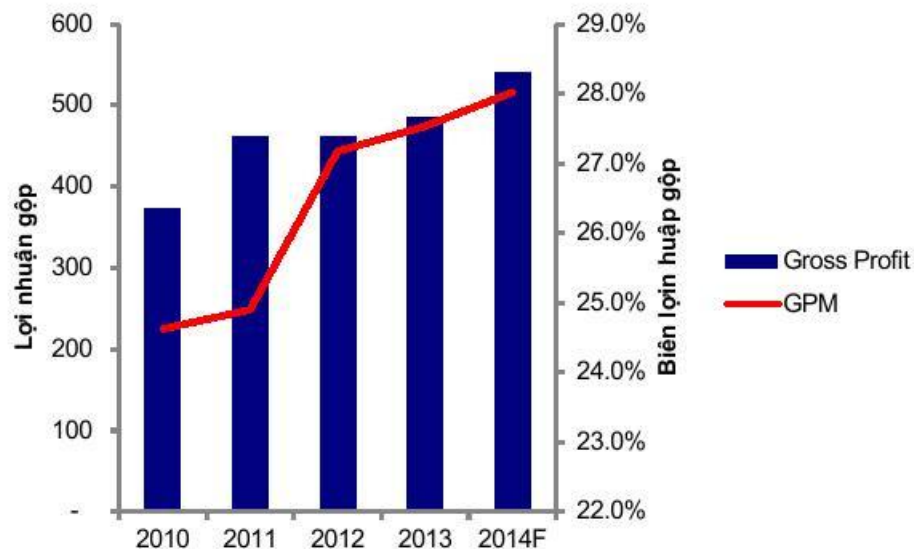
Ngoài ra, chúng tôi cũng dự báo biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ từ 27,5% trong năm 2013 lên 28% trong năm 2014 vì người tiêu dùng chuyển sang các sản phẩm trang sức cao cấp (như kim cương và đá quý), cũng như giá vàng giảm kéo theo giá vốn hàng bán giảm. Dù chúng tôi cho rằng đóng góp từ hoạt động bán lẻ đối với biên lợi nhuận gộp của PNJ sẽ giảm từ 72% trong năm 2013 xuống 70% trong năm 2014 (do doanh thu của các phân khúc sản phẩm khác sẽ tăng nhanh hơn doanh thu bán lẻ và năm 2014 là năm đầu tiên PNJ hợp nhất kết quả lợi nhuận với kết quả cả năm của SFC), chúng tôi vẫn tin rằng hoạt động bán lẻ sẽ tiếp tục là yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của PNJ.

Hình 6: Doanh thu bán lẻ của PNJ so với Số cửa hàng



Nguồn: PNJ và ước tính của VCSC

Hình 7: Lợi nhuận gộp bán lẻ so với Biên lợi nhuận gộp của PNJ



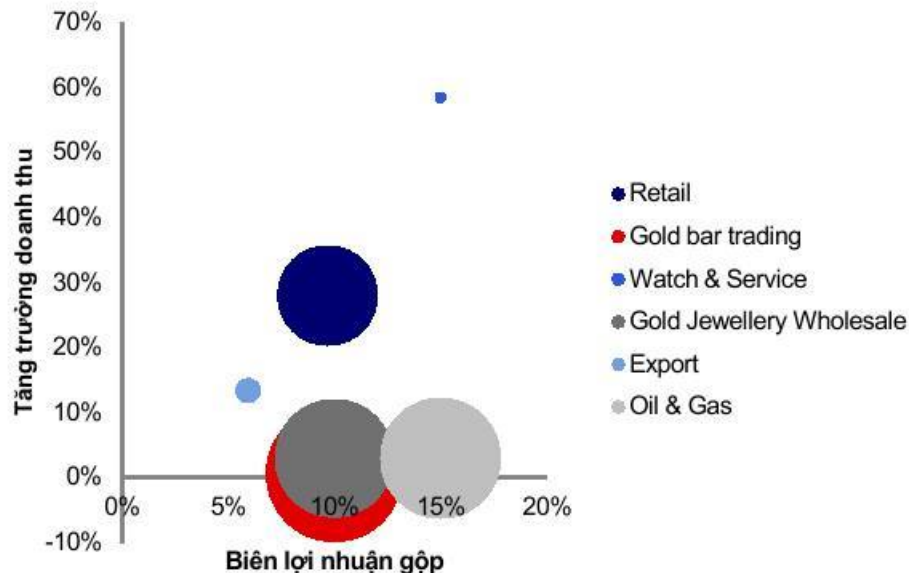
Nguồn: PNJ và ước tính của VCSC

Hoạt động kinh doanh ngoài bán lẻ dự báo sẽ vẫn tăng trưởng mạnh và có biên lợi nhuận gộp ổn định

Chúng tôi dự báo doanh thu từ kinh doanh sỉ trang sức vàng, kinh doanh vàng miếng, xuất khẩu, đồng hồ & các dịch vụ và xăng dầu sẽ tăng trưởng lần lượt 10%, 10%, 6%, 15% và 15% trong năm 2014.

Biên lợi nhuận gộp từ kinh doanh sỉ trang sức vàng có thể sẽ tăng nhẹ từ 2,8% lên 3% nhờ giá vàng giảm. Biên lợi nhuận gộp từ xuất khẩu sẽ tăng nhẹ từ 13,1% lên 13,4%, trong đó tỷ trọng của trang sức bạc, phân khúc có biên lợi nhuận cao, sẽ tăng lên vì chúng tôi tin rằng doanh thu xuất khẩu trang sức bạc sẽ tiếp tục tăng trưởng nhanh hơn doanh thu trang sức vàng xuất khẩu. Biên lợi nhuận gộp từ kinh doanh vàng miếng, đồng hồ & dịch vụ và xăng dầu dự báo sẽ giữ vững lần lượt ở mức 0,6%, 58,5% và 3%.

Hình 8: Tăng trưởng doanh thu theo phân khúc sản phẩm vs. Khả năng sinh lời trong 2014

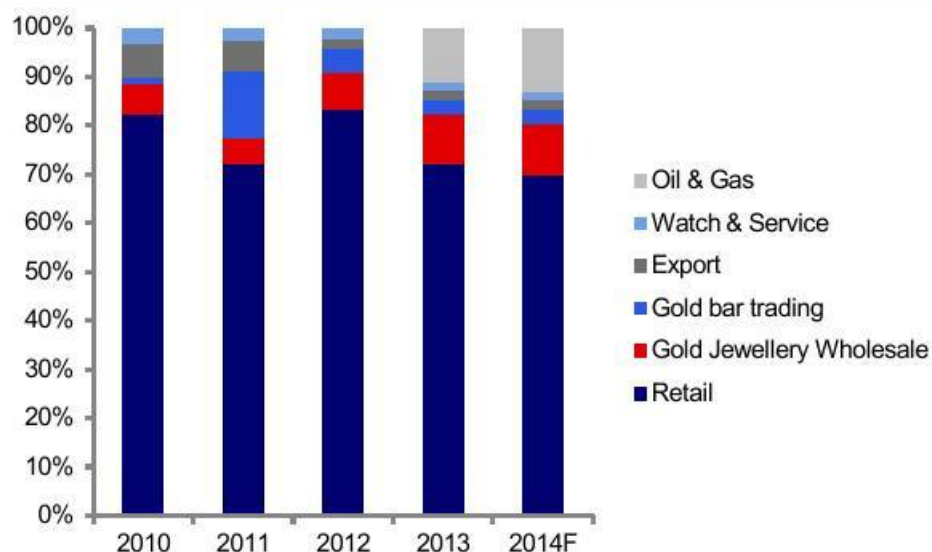


Lưu ý: Độ lớn của hình tròn thể hiện độ lớn của doanh thu từ phân khúc sản phẩm

Nguồn: PNJ và ước tính của VCSC

Vì năm 2014 là năm đầu tiên PNJ hợp nhất với kết quả kinh doanh cả năm của SFC và lĩnh vực xăng dầu là phân khúc có tăng trưởng doanh thu cao, chúng tôi tin rằng đóng góp của nhóm xăng dầu đối với lợi nhuận gộp của PNJ sẽ tăng từ 11% trong năm 2013 lên 13% trong năm 2014. Đóng góp của kinh doanh sỉ trang sức vàng cho lợi nhuận gộp dự báo tăng nhẹ 1% nhờ doanh thu tăng nhanh, trong khi kinh doanh vàng miếng, xuất khẩu và đồng hồ & dịch vụ được cho là sẽ giữ được tỷ trọng đóng góp hiện tại lần lượt là 3%, 2% và 2%.

Hình 9: Tỷ trọng lợi nhuận gộp của PNJ



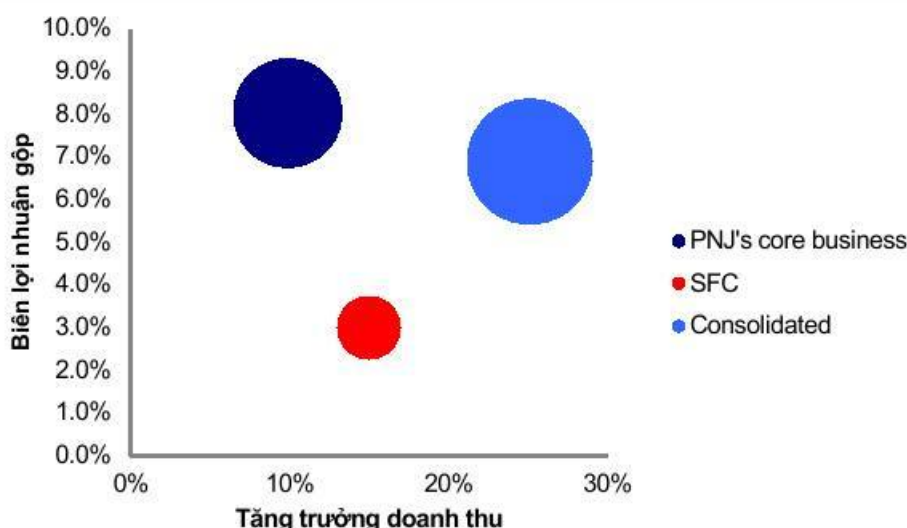
Nguồn: PNJ và ước tính của VCSC

Hoạt động kinh doanh cốt lõi vs. Hợp nhất

Doanh thu từ hoạt động kinh doanh cốt lõi sẽ tiếp tục tăng 10%. Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp sẽ tăng nhẹ từ 7,8% trong năm 2013 lên 8% trong năm 2014 nhờ vào biên lợi nhuận gộp của kinh doanh sỉ và lẻ trang sức vàng, và sản phẩm xuất khẩu.

Xét về mặt hợp nhất, chúng tôi cho rằng doanh thu sẽ tăng 25,1% trong năm 2014. Chúng tôi dự báo SFC sẽ đóng góp 25% vào doanh thu hợp nhất và 13% vào lợi nhuận gộp hợp nhất trong năm 2014. Do ảnh hưởng của việc hợp nhất với kết quả lợi nhuận cả năm của SFC và doanh thu của SFC tăng đáng kể nhanh hơn so với hoạt động kinh doanh cốt lõi của PNJ, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp tổng hợp sẽ tiếp tục giảm từ 7,5% xuống 6,9%. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng lợi nhuận gộp sẽ tăng 14,7% và lợi nhuận ròng sẽ tăng 23,1% chủ yếu là nhờ doanh thu tăng mạnh và lợi nhuận tài chính tăng vì PNJ nhận được doanh thu từ cổ tức năm 2013 của Ngân hàng TMCP Đông Á (ngân hàng này dời một phần chi trả sang năm 2014). Ngoài ra, PNJ đã có kế hoạch thoái vốn khỏi SFC, do đó hoạt động kinh doanh của SFC sẽ không ảnh hưởng đến PNJ trong thời gian dài.

Hình 10: HĐKD cốt lõi vs. HĐKD của SFC trong năm 2014



Lưu ý: Độ lớn của hình tròn thể hiện độ lớn của doanh thu từ phân khúc sản phẩm

Nguồn: PNJ và ước tính của VCSC

Định giá

Vì hoạt động kinh doanh vàng có thể tác động đáng kể lên dòng tiền tự do của toàn công ty, khiến phương pháp chiết khấu dòng tiền thiếu chính xác, chúng tôi quyết định phối hợp hai phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp PER.

Định giá dòng tiền chiết khấu

Hình 11: Định giá dòng tiền chiết khấu

Giá hợp lý	42.101
Hiện giá của dòng tiền tự do	1.169
Dòng tiền cuối kỳ dự phóng	2.931
Giá trị doanh nghiệp (EV)	4.100
Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	508
Nợ ngắn hạn và dài hạn	1.294
Lợi ích cổ đông thiểu số	132
Vốn CSH	3.183
Vốn CSH/EBITDA	10,4

WACC	10,0%
Thuế suất biên	22,0%
Chi phí CSH	13,4%
Lãi suất phi rủi ro	8,5%
ERP	7,0%
Hệ số beta	0,7
Chi phí nợ	8,5%
Tỷ lệ nợ	50,0%
Tăng trưởng cuối kỳ	3,0%

Chúng tôi tính được giá mục tiêu cho cổ phiếu PNJ là 42.101 đồng với dòng tiền chiết khấu 5 năm, trong đó WACC được điều chỉnh thành 10%, dựa trên hệ số beta là 0,7, lãi suất phi rủi ro còn 8,5%, phí bảo hiểm rủi ro là 7% và chi phí nợ là 8,5%.

Định giá PE

Chỉ có bảy doanh nghiệp trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương có mô hình tương tự như PNJ. So với các công ty này, PNJ đang giao dịch tại PER 12 tháng qua cao nhất là 13 lần, trong khi mức trung bình là 9 lần, nhưng PNJ lại có ROA trong nhóm cao nhất. Tuy nhiên, biên lợi nhuận của PNJ thấp hơn do tác động của giao dịch vàng miếng. Vì vậy, chúng tôi quyết định áp dụng PER mục tiêu 10 lần và tính được giá mục tiêu là 27.417 đồng.

Hình 12: Một số công ty trang sức khác

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa USD	PE 12 tháng qua (x)	ROA %	ROE %	Biên LN gộp %	Biên LN ròng %
Số trung bình		72	9	4	10	30	4
Số trung vị		67	7	4	8	30	5
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	Việt Nam	107,5	13,0	6,1	13,2	7,5	1,8
POH KONG HOLDINGS BHD	Malaysia	60,3	10,2	3,7	6,5	22,4	3,5
TARA JEWELS LTD	Ấn Độ	38,4	2,6	6,7	19,1	N/A	4,5
PRANDA JEWELRY PUB CO LTD	Thái Lan	84,2	16,6	4,7	8,1	33,9	4,5
TSE SUI LUEN JEWELLERY INTL	Hong Kong	77,8	6,7	3,9	9,0	46,8	2,0
KUWAYAMA CORP	Nhật Bản	58,5	7,0	2,8	6,1	25,2	2,1
AS-ME ESTELLE CO LTD	Nhật Bản	86,3	6,8	3,9	10,8	61,3	4,7
CONTINENTAL HOLDINGS	Hong Kong	66,5	6,8	2,8	4,4	12,7	9,0

Tính phạm vi dao động của giá mục tiêu

Dựa trên hai phương pháp áp dụng trên đây, chúng tôi tính được giá mục tiêu dao động trong phạm vi từ 27.417 đồng đến 42.101 đồng và chúng tôi quyết định chọn giá trị trung bình của hai mức giá trên là 34.759 đồng.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Doãn Hải Phượng, 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 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 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

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

Trưởng phòng cao cấp

Tôn Minh Phương

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa

CV cao cấp, Ngô Bích Vân

CV cao cấp, Phạm Đình Ân

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý

Chuyên viên, Nguyễn Quốc Hòa

Chuyên viên, Đặng Văn Pháp

Chuyên viên, Doãn Hải Phương

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Chuyên viên, Nguyễn Hồng Quang

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

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