



Company Visit Note

PNJ – CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HSX)

BSC RESEARCH

Trưởng phòng

Trần Thăng Long

longtt@bsc.com.vn

Thực hiện

Lương Thu Hương

huonglt@bsc.com.vn

Ước tính LNTT cả năm 2016 đạt khoảng 612 tỷ đồng, LNST 2016 ước đạt 489.6 tỷ đồng. Nếu loại bỏ tác động của khoản trích lập dự phòng và khoản lãi do bán mảnh đất Thủ Khoa Huân, LNST core 2016 ước đạt 523 tỷ đồng (+21.79%yoy, so sánh với LNST 2015 đã loại trừ tác động của trích lập và thanh lý các khoản đầu tư), EPS 2016 = 4,356 đồng/cp (giả định tỷ lệ trích quỹ khen thưởng phúc lợi là 18.16% LNST – mức trích của 6T2016). Ngày 10/10/2016, cổ phiếu PNJ được giao dịch với giá 73,200 đồng, PE FW2016 = 16.80x.

Ước tính DT 2017 tăng 25%yoy, LN tăng khoảng 20%yoy, EPS 2017 = 5,227 đồng (giả định mức trích quỹ khen thưởng phúc lợi như năm 2016), PE FW2017 = 14.00x.

Quan điểm kỹ thuật: Có thể thực hiện MUA PNJ khi cổ phiếu có dấu hiệu điều chỉnh về gần vùng giá 70-71.

Giá mục tiêu 80, Cutloss 65

Cập nhật KQKD 9T2016. DT 9T2016 đạt 6,034 tỷ đồng (+6.79%yoy), biên LNG 9T2016 đạt 16.8% (tăng so với mức 14.49% của 9T2015). LNTT 9T2016 đạt 443 tỷ đồng (+16.87%yoy), LNTT Q3 đạt khoảng 137 tỷ đồng, tăng khoảng 27.29%yoy (LNTT Q3 2015 = 107.33 tỷ đồng, sau khi đã cộng lại 50 tỷ đồng trích lập dự phòng tài chính trong kỳ).

Dự kiến trong Q4, PNJ sẽ thoái vốn tại Địa ốc Đông Á, không phải trích lập dự phòng thêm, ước tính khoản lãi thoái vốn khoảng 3 – 4 tỷ đồng.

Biên lợi nhuận tăng mạnh do tăng doanh thu vàng trang sức, giảm tỷ trọng vàng miếng. Hiện tại doanh thu vàng miếng chiếm khoảng 21%, vàng trang sức chiếm 76%, xuất khẩu chiếm 1.5%, còn lại là doanh thu khác. Do vàng trang sức là mặt hàng có biên lợi nhuận gộp cao nên việc tăng tỷ trọng doanh thu vàng trang sức, đồng thời giảm doanh thu vàng miếng dẫn tới biên LNG chung của PNJ được cải thiện đáng kể (biên LNG 6T tăng từ mức 14.4% lên 18.1%). Vàng trang sức bán lẻ có biên lợi nhuận gộp 25 – 28%, bán sỉ biên LNG khoảng 18% (bán sỉ là PNJ bán vàng trang sức cho các cửa hàng nhỏ lẻ). 9T2016 doanh thu từ bán sỉ giảm 16%yoy, bán lẻ tăng 27%yoy, hiện tỷ trọng doanh thu của vàng trang sức là 53% bán lẻ và 47% bán sỉ. Ngoài ra, bạc trang sức là mặt hàng có biên lợi nhuận gộp cao nhất, biên LNG khoảng 65 – 70% (năm 2015, trang sức bạc chiếm 2.1% DT và 10% LNG).

Hệ thống phân phối – Sở hữu chuỗi cửa hàng lớn nhất cả nước. Tính đến hiện tại số lượng cửa hàng của PNJ là 214, mục tiêu đạt 220 cửa hàng vào cuối năm 2016. PNJ có chuỗi cửa hàng phủ rộng 46 tỉnh thành phố, dự kiến đến năm 2020 sẽ phủ rộng 64 tỉnh thành với 300 cửa hàng. PNJ ước tính đang chiếm 25% thị phần vàng trang sức trong nước (ước tính bằng cách lấy Doanh thu vàng trang sức của PNJ chia Tổng doanh thu vàng trang sức của Việt Nam do WGC cung cấp).

Chi phí để mở mới 1 cửa hàng từ 1 – 1.8 tỷ đồng tùy mức độ cần phải nâng cấp sửa chữa. Chi phí thuê địa điểm cũng giao động tùy địa điểm, trung bình từ 40 – 50 triệu đồng/tháng hoặc tới 100 triệu đồng/tháng. Doanh thu 1 cửa hàng trung bình trên 3 tỷ đồng/tháng. Các cửa hàng mới mở khoảng 1 năm sẽ đạt điểm hòa vốn, doanh thu CH mới khoảng 12 – 18 tháng sẽ bằng doanh thu 1 cửa hàng cũ. Trong năm 2016, PNJ mở thêm 20 cửa hàng, hiện đang chiếm khoảng 6% tổng doanh thu. Dự kiến 2017 sẽ mở thêm 35 cửa hàng.

Trong 9T2016, same store sales growth chỉ đạt khoảng 5%yoy (cùng kỳ 2015 đạt 17%yoy), theo PNJ thống kê danh sách khách hàng, là do khách từ cửa

hàng cũ chuyển sang mua hàng tại cửa hàng mới.

Đầu vào sản xuất – Sử dụng nguồn vàng trong nước. Nguyên liệu vàng, kim cương, đá quý chiếm tới 90% tổng chi phí nguyên vật liệu (trong đó vàng chiếm từ 35 – 49% tổng chi phí NVL), còn lại 10% là các vật liệu phụ. Trong 1 năm, lượng vàng cần dùng cho sản xuất vào khoảng 6 – 8 tấn, hiện PNJ sử dụng vàng trong nước do nguồn cung lớn dồi dào và giá mua rẻ hơn giá nhập khẩu, giá vàng nguyên liệu trung bình thấp hơn giá vàng miếng khoảng 10%. Bên cạnh đó, lượng vàng mua lại từ khách hàng cũng được dùng vào làm nguyên liệu sản xuất, trung bình trong năm vàng bán ra được mua lại chiếm 15% doanh thu bán vàng, chúng tôi ước tính lượng vàng mua lại chiếm khoảng 36% lượng vàng cần dùng cho sản xuất trong năm. PNJ sẽ điều chỉnh giá bán khi giá vàng biến động trong khoảng $\pm 5\%$. Với kim cương và đá quý, PNJ nhập khẩu từ Hongkong (Forte Jewellery và Sherenuj Fareast).

Ngoài ra, PNJ đang hợp tác với Swarovski để sản xuất. Swarovski chỉ đóng vai trò cung cấp đá để PNJ sản xuất, không tham gia vào khâu thiết kế sản phẩm.

Sản xuất – Chưa khai thác hết công suất. Tổng công suất đạt tới 4 – 4.5 triệu sản phẩm/năm, trong đó tiêu thụ khoảng 3 triệu sản phẩm, tương đương khoảng 75% công suất. Do máy móc khấu hao trên sản lượng sản xuất nên PNJ đẩy mạnh sản lượng sản xuất bằng cách tăng bán sỉ và xuất khẩu, độ tinh xảo của sản phẩm bán sỉ không bằng các sản phẩm bán lẻ trong chuỗi của PNJ. PNJ hiện có 1,000 thợ thủ công, trong đó có 20 nghệ nhân cấp quốc gia và chiếm 1/3 số nghệ nhân tại khu vực Tp. HCM. Với những sản phẩm cao cấp (thương hiệu CAO), các sản phẩm thường được làm thủ công và có thiết kế riêng tùy nhu cầu khách hàng; Các sản phẩm vàng cấp trung có tỷ lệ thủ công từ 50 – 60%; Sản phẩm bạc có tỷ lệ thủ công khoảng 20% còn lại 80% sử dụng máy chế tác.

QUAN ĐIỂM KỸ THUẬT

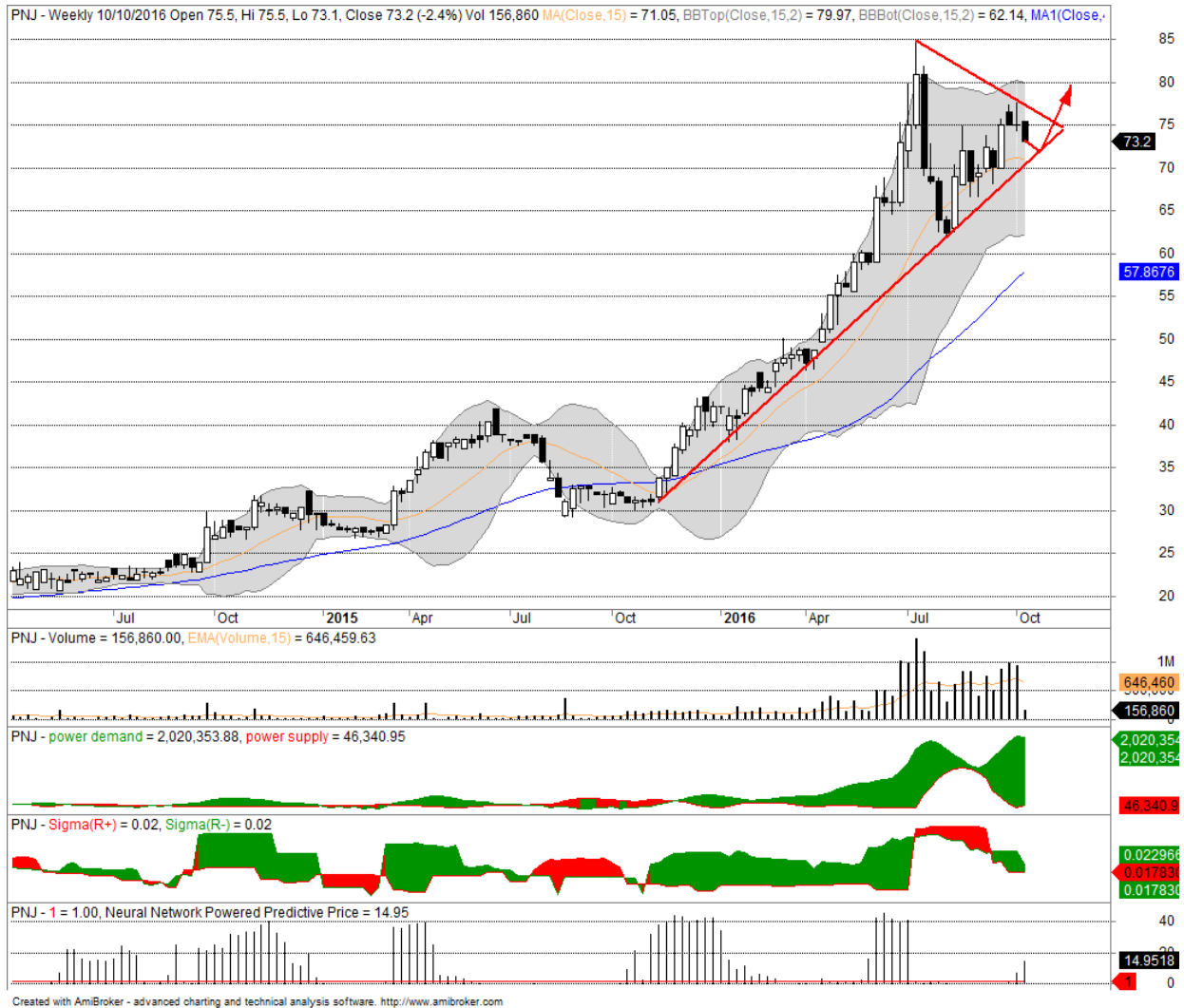
Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Giảm ngắn hạn (hỗ trợ 71), tăng trung và dài hạn (hỗ trợ 70)
- Chỉ báo xu hướng MACD điều chỉnh trong ngắn hạn và cắt xuống dưới chỉ báo chậm, RSI: Tiêu cực, suy yếu nhanh hướng về vùng 30
- Thanh khoản: Chưa thực sự tích cực, thanh khoản trung bình dưới 200.000 CP/phiên

Nhận định: Giá cổ phiếu PNJ đang trong quá trình điều chỉnh ngắn hạn và chưa thể chinh phục thành không ngưỡng kháng cự 80 trong những phiên gần đây, thanh khoản cổ phiếu không ổn định. Xu hướng điều chỉnh có thể tiếp tục duy trì trong tuần.

Khuyến nghị: Có thể thực hiện **MUA** PNJ khi cổ phiếu có dấu hiệu điều chỉnh về gần vùng giá 70-71, vùng hỗ trợ tương đối tin cậy ủng hộ xu hướng tăng trở lại trong trung và dài hạn. Cổ phiếu PNJ có thể quay lại xu hướng tăng chủ đạo được hình thành từ đầu năm đến nay trong những tuần kế tiếp.

Giá mục tiêu 80, Cutloss 65



Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10& 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

Website: <http://www.bsc.com.vn>
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities
Bloomberg: BSCV <GO>

