

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

Bộ phận

Phân tích Nghiên cứu

Nguyễn Anh Thương

Email: thuong.na@mhbs.vn

**Công ty Cổ phần
Chứng khoán MHB**

Trụ sở chính:

**Tầng 2, 161 Đồng Khởi, Opera
View, Q.1, TpHCM**

Tel: 38.241.567

Fax: 38.241.572

Website: www.mhbs.vn

Chi nhánh Hà Nội:

**Tầng 6, Minexport, 28 Bà Triệu,
Hàn Kiếm, Hà Nội**

Tel: 626 82888

Fax: 627 02146

Công ty Cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)



Ngày phát hành: 05/05/2010

MỤC LỤC

TỔNG QUAN NGÀNH VÀ TIỀM NĂNG PHÁT TRIỂN NGÀNH.....	4
PHÂN TÍCH NGÀNH THEO MÔ HÌNH 05 FORCES CỦA MICHAEL PORTER.....	6
TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP	8
PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH ĐẦU TƯ.....	12
PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH.....	15
PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH	19
PHÂN TÍCH SWOT	21
SO SÁNH VỚI CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT	22
MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ.....	22
NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ.....	24

Công ty cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận

Mã CK: PNJ

Sàn niêm yết: HSX

Ngày: 05/05/2010

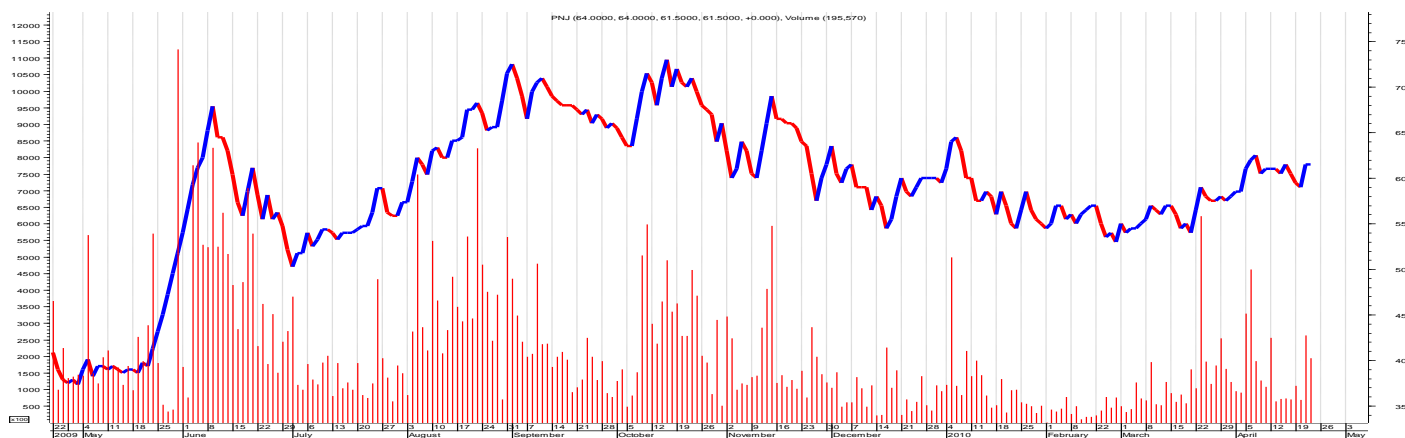
Khuyến nghị đầu tư MUA

Giá hiện tại 60.000

Giá mục tiêu 70.000

Ngành	Đồ trang sức	Vốn điều lệ	400 tỷ	EPS 2009	4.974 đồng
Lĩnh vực	Hàng tiêu dùng	GTVH thị trường	2.400 tỷ	BV	23.849 đồng
Giá hiện tại	60.000	Khối lượng niêm yết	39.999.921	P/E	12,1
Giá cao nhất trong 52 tuần	91.000	KLLHBQ năm 2009	39.999.043	P/B	2,5
Giá thấp nhất trong 52 tuần	49.800	KLGD BQ 30 ngày	161.330	Beta	

Biểu đồ giá trong 1 năm (đã điều chỉnh giá)



Hội Đồng Quản Trị		Ban điều hành		Ban kiểm soát	
Cao Thị Ngọc Dung	Chủ tịch	Cao Thị Ngọc Dung	TGD	Trương Nguyễn Thiên Kim	Trưởng Ban
Nguyễn Vũ Phan	Ủy viên	Nguyễn Vũ Phan	Phó TGD	Võ Như Tổ	Thành viên
Nguyễn Thị Cúc	Ủy viên	Nguyễn Thị Cúc	Phó TGD	Trần Văn Dân	Thành viên
Nguyễn Thị Ngọc	Ủy viên	Lê Hữu Hạnh	Phó TGD		
Đặng Phước Dừa	Ủy viên	Nguyễn Tuấn Quỳnh	Phó TGD		
		Đặng Thị Lài	KTT		

ĐVT: tỷ đồng

Chỉ tiêu	2008	2009
Tổng Tài sản	1.683	2.026
Nợ phải trả	719	987
Vốn chủ sở hữu	894	956
Doanh thu thuần	4.179	10.206
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	<i>76%</i>	<i>145%</i>
Lợi nhuận gộp	350	494
<i>Lợi nhuận gộp/Doanh thu thuần</i>	<i>8%</i>	<i>5%</i>
Lợi nhuận sau thuế	132	220
<i>Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế</i>	<i>10%</i>	<i>63%</i>
<i>Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu</i>	<i>3%</i>	<i>2%</i>
Lợi nhuận thuộc cổ đông công ty mẹ	126	206
ROA	8%	11%
ROE	14%	22%
EPS (đồng)	4.185	4.974

Quý 1/2010 PNJ ước đạt trên 80 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, đạt trên 30% kế hoạch lợi nhuận năm 2010.

Kế hoạch năm 2010, PNJ đạt 8.000 tỷ đồng doanh thu, 245 tỷ lợi nhuận trước thuế, trả cổ tức 25%.

TÓM TẮT

- PNJ là một thương hiệu lớn trong ngành trang sức bằng vàng bạc đá quý tại Việt Nam với hơn 20 năm kinh nghiệm. Ngành này có tốc độ tăng trưởng cao và phụ thuộc nhiều vào tình hình phát triển của nền kinh tế. Triển vọng phát triển của ngành trang sức tại Việt Nam còn rất lớn.
- PNJ được đánh giá cao với Ban lãnh đạo công ty có trình độ chuyên môn, kinh nghiệm làm việc lâu năm và có sự gắn bó chặt chẽ với công ty từ khi thành lập.
- Tình hình tài chính của PNJ lành mạnh và an toàn, hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh đạt tỷ lệ cao qua các năm. Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt khá cao 25-30%.
- Hoạt động đầu tư tài chính hứa hẹn mang lại nhiều lợi nhuận từ các công ty liên kết, liên doanh trong các năm tới.
- Các rủi ro có thể tác động đến hoạt động kinh doanh của PNJ bao gồm: rủi ro từ sự bất ổn của nền kinh tế, rủi ro biến động giá nguyên vật liệu (vàng, bạc), rủi ro lãi suất, tỷ giá.
- Quý 2/2010 PNJ dự kiến chia thưởng cổ phiếu với tỷ lệ 2:1, đồng thời phát hành 1.000.000 trái phiếu chuyển đổi.
- Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của PNJ là 70.000 đồng. Chúng tôi kiến nghị **XEM XÉT MUA** vào cổ phiếu PNJ với mức giá hiện tại cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

TỔNG QUAN NGÀNH VÀ TIỀM NĂNG PHÁT TRIỂN NGÀNH

Ngành kim hoàn Việt Nam ra đời khoảng 20 năm trước với các tên tuổi nổi bật trên thị trường hiện nay như Công ty vàng bạc đá quý Sài Gòn (SJC); Công ty cổ phần vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ); Công ty TNHH vàng bạc đá quý Bảo Tín Minh Châu...

So với thế giới, ngành kim hoàn Việt Nam còn khá non trẻ cả về tuổi nghề, kinh nghiệm chế tác cũng như công nghệ sản xuất. Trong những năm gần đây, ngành kim hoàn Việt Nam có những bước phát triển mạnh cùng với sự phát triển của kinh tế Việt Nam. Nhiều công ty trong ngành, kể cả các doanh nghiệp tư nhân đã tiến hành nhập khẩu máy móc, thiết bị hiện đại để tăng tính cạnh tranh trong công nghệ chế tác trang sức, hạ giá thành, sản xuất theo dạng công nghiệp, tạo nhiều mẫu mã mới... Ngành kim hoàn Việt Nam chia làm 2 phân khúc chính là phân khúc vàng miếng và phân khúc chế tác vàng, bạc, đá quý làm đồ trang sức.

Trên thị trường vàng miếng Việt Nam, SJC là thương hiệu đầu ngành chiếm hơn 80% thị phần vàng miếng cả nước. Các doanh nghiệp khác như PNJ, Bảo Tín Minh Châu với hơn 20 năm hoạt động nhưng chỉ chiếm thị phần rất nhỏ. Thời gian gần đây phân khúc thị trường vàng miếng có sự xuất hiện của một số công ty kinh doanh vàng trực thuộc các ngân hàng như vàng miếng AAA của ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam; vàng NJC của ngân hàng Phương Nam; vàng miếng Thần Tài - SBJ của ngân hàng Sài Gòn Thương Tín... Thời gian trước đây, vàng miếng chỉ phục vụ nhu cầu tích trữ, để dành của người dân là chính, ngoài ra một phần nhỏ dùng để giao dịch bất động sản. Tuy nhiên với sự gia tăng nhanh của giá vàng do khủng hoảng kinh tế, kéo theo nhu cầu mua vàng miếng tích trữ đầu cơ giá của nhiều nhà đầu tư trên thị trường. Hiện tại, mặc dù kinh tế thế giới bắt đầu quá trình hồi phục sau khủng hoảng nhưng vẫn còn nhiều bất ổn như nợ công cao tại nhiều quốc gia, bóng ma lạm phát luôn thường trực do hậu quả của các chính sách kích thích tăng trưởng kinh tế trong khủng hoảng, sự mất giá của USD... thì nhu cầu vàng vật chất trong thời gian tới vẫn còn cao khi vàng là "nơi trú ẩn an toàn" và là tài sản có tính đối phó tốt với tình trạng lạm phát cao.

Trên thị trường chế tác đồ trang sức từ vàng, bạc và các loại đá quý tại Việt Nam, PNJ và Bảo Tín Minh Châu là 2 thương hiệu nổi tiếng được nhiều người tiêu dùng biết đến. PNJ chiếm lĩnh phần lớn thị trường với gần 40% thị phần cả nước. Trải qua 20 năm hoạt động và phát triển, PNJ đã trở thành một trong những doanh nghiệp dẫn đầu của ngành sản xuất kinh doanh trang sức tại Việt Nam và một trong những doanh nghiệp lớn của khu vực

với các giải thưởng " Top 500 nhà bán lẻ hàng đầu Châu Á Thái Bình Dương", xác lập kỷ lục "Doanh nghiệp đầu tiên đầu tư công nghệ sản xuất nữ trang hiện đại và quy mô nhất Việt Nam"... Thị trường của PNJ phần lớn tập trung ở phía Nam, còn Bảo Tín Minh Châu chiếm lĩnh thị trường phía Bắc. Ngoài 2 doanh nghiệp lớn này còn khoảng 10.000 doanh nghiệp nhỏ tham gia sản xuất, kinh doanh trong lĩnh vực này.

Hoạt động kinh doanh xuất nhập khẩu đồ trang sức từ vàng, bạc, đá quý được xem như hoạt động hàng hóa thông thường, không có sự hạn chế hay xin giấy phép xuất nhập giống như hoạt động xuất nhập khẩu vàng vật chất. Do đó các doanh nghiệp kinh doanh hàng trang sức của Việt Nam phải cạnh tranh không những với các doanh nghiệp trong nước mà còn phải cạnh tranh với các mặt hàng ngoại nhập.

Tiềm năng phát triển của ngành trang sức tại Việt Nam còn rất lớn trong thời gian tới. Việt Nam là một trong những quốc gia có tốc độ phát triển cao của thế giới với dân số đông trên 80 triệu người, cơ cấu dân số trẻ đa số đang trong độ tuổi lao động. Thu nhập người dân Việt Nam ngày càng tăng kéo theo nhu cầu cung cấp hàng hóa, dịch vụ cao cấp tăng theo, trong đó có nhu cầu hàng trang sức. Ngành công nghiệp trang sức Việt Nam có tốc độ tăng trưởng nhanh trong những năm gần đây và được nhận định sẽ tiếp tục tăng mạnh trong những năm tới khi thu nhập của người dân ngày càng tăng, nhu cầu làm đẹp cũng tăng theo thời gian.

Tác động từ phía cung

Ngành kim hoàn tại Việt Nam là một ngành đặc thù, từ nguyên vật liệu đến máy móc thiết bị phục vụ sản xuất phần lớn đều phải nhập từ nước ngoài. Do đó, **áp lực từ phía nhà cung cấp là rất lớn**. Đối với mặt hàng vàng vật chất thì hoạt động xuất nhập khẩu chịu sự quản lý chặt chẽ của nhà nước, chỉ một số doanh nghiệp được phép kinh doanh xuất nhập khẩu vàng theo từng thời kỳ nhất định. Đối với các doanh nghiệp sản xuất trang sức từ vàng, ngoài nguồn cung vàng từ thế giới, các doanh nghiệp này còn tiến hành thu mua nguồn vàng từ trong dân để phục vụ sản xuất. Tuy nhiên nguồn cung vàng từ trong dân lại phụ thuộc vào biến động của giá vàng. Nguồn cung của ngành trang sức Việt Nam chịu tác động lớn và phụ thuộc vào các nguồn cung cấp từ nước ngoài.

Tác động từ phía nhu cầu

Mặt hàng trang sức không phải là hàng hóa thiết yếu phục vụ đời sống, do đó sẽ có sự biến động theo sự phát triển của nền kinh tế. Trong những năm tới, nhu cầu của ngành trang sức sẽ tăng cao trên phạm vi thế giới khi kinh tế tăng trưởng trở lại. Tại Việt Nam, nhu cầu làm đẹp ngày càng tăng do thu nhập người dân được cải thiện đáng kể. Với dân số đông, trẻ, xu hướng tiêu dùng tăng nhanh thì **nhu cầu cho ngành trang sức tại Việt Nam là rất lớn trong tương lai**.

Nhu cầu vàng miếng chịu tác động từ hoạt động tích trữ, để dành và hoạt động đầu cơ giá của giới đầu tư. Tuy nhiên nhu cầu đầu cơ giá chỉ xuất hiện trong bối cảnh kinh tế nhiều bất ổn, nhiều nhà đầu tư tìm kênh trú ẩn nơi vàng. Do đó trong xu hướng kinh tế dần phục hồi thì nhu cầu mua vàng miếng để đầu cơ sẽ giảm trong tương lai.

Sản phẩm thay thế

Do thói quen mang tính truyền thống của người Việt Nam, sản phẩm trang sức bằng vàng, bạc khó có sản phẩm thay thế trong các dịp lễ, tết, cưới hỏi... Vàng cũng là tài sản được ưu tiên hàng đầu cho mục đích tích trữ, làm của để dành.

Rào cản thị trường và các đối thủ tiềm năng

Lĩnh vực kinh doanh đồ trang sức từ vàng, bạc, đá quý sẽ có ít rào cản cho các doanh nghiệp mới tham gia. Các doanh nghiệp này chỉ tham gia hoạt động mua bán thông thường, xuất nhập khẩu hàng trang sức và chịu sự cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong ngành.

Lĩnh vực sản xuất hàng trang sức từ vàng, bạc, đá quý sẽ tạo ra nhiều rào cản hơn đối với các doanh nghiệp muốn tham gia ngành. Các rào cản đó gồm rào cản về công nghệ, về vốn, về thương hiệu và hệ thống phân phối.

Lĩnh vực sản xuất, kinh doanh vàng miếng chịu sự quản lý của nhà nước, do đó sẽ có rào cản lớn về pháp lý cho các doanh nghiệp muốn tham gia.

Sự cạnh tranh của các doanh nghiệp cùng ngành

Với sự tham gia của các ngân hàng trong hoạt động sản xuất kinh doanh vàng miếng, vàng trang sức sẽ tạo nên sự cạnh tranh cao cho ngành trong tương lai. Ngoài ra, Việt Nam hứa hẹn sẽ là điểm đến của nhiều nhà hàng thời trang lớn của thế giới, trong đó có các mặt hàng trang sức, các doanh nghiệp trong ngành sẽ phải cạnh tranh mạnh mẽ từ 2 phía trong và ngoài nước.

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Tóm tắt quá trình hình thành và phát triển:

- PNJ tiền thân là Cửa hàng Kinh doanh Vàng bạc Đá quý Quận Phú Nhuận, được thành lập năm 1988
- Năm 1990, Cửa hàng được nâng cấp thành Công ty Mỹ nghệ Kiều hồi Phú Nhuận với thương hiệu vàng miếng Phượng Hoàng
- Năm 1992, Công ty đổi tên thành Công ty Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận
- Năm 2004, PNJ chuyển thành Công ty Cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận
- Năm 2007, PNJ tiến hành cổ phần hóa trạm kinh doanh Vinagas để thành lập Công ty Cổ phần Năng lượng Đại Việt với vốn điều lệ là 100 tỷ đồng
- Tháng 03/2009 PNJ niêm yết 30.000.000 cổ phiếu trên HSX
- Tháng 08/2009 PNJ phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 3:1 nâng vốn điều lệ lên 400 tỷ đồng.

Hoạt động kinh doanh chính

- Dịch vụ kiểm định kim cương và đá quý
- Sản xuất, kinh doanh trang sức bằng vàng, bạc, đá quý, vàng miếng
- Kinh doanh bất động sản

Chiến lược phát triển công ty đến 2015

Trải qua hơn 20 năm hình thành và phát triển PNJ đã là một thương hiệu lớn trong ngành kim hoàn và nằm trong Top 200 doanh nghiệp lớn của Việt Nam. Chiến lược phát triển của PNJ không chỉ dừng lại ở định hướng vị trí dẫn đầu về sáng tạo, sự tinh tế, đáng tin cậy trong ngành kim hoàn và thời trang mà còn định hướng trở thành một doanh nghiệp có tầm ảnh hưởng trong khu vực và hướng đến một Tập đoàn công ty đa ngành trong đó cốt lõi là hoạt động kinh doanh vàng bạc đá quý và đầu tư tài chính.

Hội đồng quản trị, Ban điều hành

Các thành viên trong ban lãnh đạo của PNJ là những người có nhiều kinh nghiệm trong ngành, đồng thời có thời gian làm việc nhiều năm tại công ty. Do đó Ban lãnh đạo có sự am hiểu sâu rộng về ngành nghề kinh doanh, có sự gắn bó chặt chẽ với công ty.

Hội Đồng Quản Trị			
Họ tên	Chức vụ	Trình độ chuyên môn	Kinh nghiệm làm việc
Cao Thị Ngọc Dung	Chủ tịch	Cử nhân kinh tế	20 năm làm việc tại công ty
Nguyễn Vũ Phan	Phó chủ tịch	Thạc sỹ QTKD - Kỹ sư chế tạo máy	10 năm làm việc tại công ty
Nguyễn Thị Cúc	Thành viên	Thạc sỹ QTKD	20 năm làm việc tại công ty
Nguyễn Thị Ngo	Thành viên	Cử nhân Tài chính Ngân hàng	
Đặng Phước Dừa	Thành viên	Cử nhân ĐH Quốc Gia Hà Nội	
Ban điều hành			
Họ tên	Chức vụ	Trình độ chuyên môn	Kinh nghiệm làm việc
Cao Thị Ngọc Dung	Tổng giám đốc	Cử nhân kinh tế	20 năm làm việc tại công ty
Nguyễn Vũ Phan	Phó TGD	Thạc sỹ QTKD - Kỹ sư chế tạo máy	10 năm làm việc tại công ty
Nguyễn Thị Cúc	Phó TGD	Thạc sỹ QTKD	20 năm làm việc tại công ty
Lê Hữu Hạnh	Phó TGD	Kỹ sư Hóa	20 năm làm việc tại công ty
Nguyễn Tuấn Quỳnh	Phó TGD	Tiến sỹ QTKD	10 năm làm việc tại phòng kinh doanh Gas - Saigon Petro; 3 năm làm việc tại công ty
Đặng Thị Lại	Kế toán trưởng	Cử nhân QTKD	Hơn 10 năm làm kế toán trưởng tại công ty
Ban kiểm soát			
Họ tên	Chức vụ	Trình độ chuyên môn	Kinh nghiệm làm việc
Trương Nguyễn Thiên Kim	Trưởng Ban	Thạc sỹ Tài chính - ĐH Kinh Tế Tp.HCM	10 năm làm việc trong lĩnh vực tài chính, ngân hàng
Võ Như Tố	Thành viên	Cử nhân Kinh tế - Tài chính	15 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực kinh doanh Gas- Vinagas
Trần Văn Dân	Thành viên	Cử nhân Kế toán - Tài chính	10 năm làm việc tại công ty

Các loại thuế

PNJ và các công ty con chịu mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp 25%/năm.

Riêng công ty con, công ty cổ phần Hải sản S.G được giảm 50% chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp từ năm 2008 đến năm 2014, đồng thời giảm thêm 20% chi phí thuế thu nhập trên phần lợi nhuận từ xuất khẩu. Tuy nhiên chi phí thuế thu nhập được giảm của PNJ hàng năm là không lớn do lợi nhuận từ công ty Hải sản S.G chiếm tỷ trọng rất thấp trong tổng lợi nhuận của PNJ.

Chính sách cổ tức, tỷ lệ trích lập các quỹ

Căn cứ điều lệ của công ty, chính sách cổ tức và trích lập các quỹ như sau:

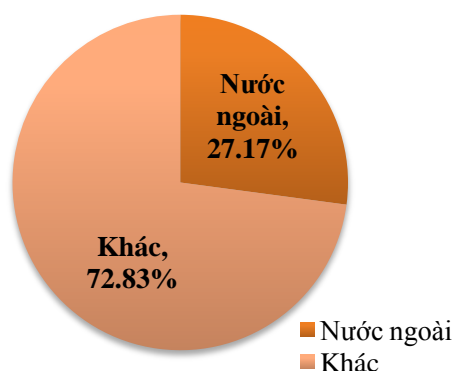
- Kết thúc niên độ tài chính, Hội đồng quản trị có trách nhiệm xây dựng phương án phân phối lợi nhuận và trích lập các quỹ để trình Đại hội đồng cổ đông. Tỷ lệ trích lập các quỹ được quy định như sau :

STT	Quỹ trích lập	Tỷ lệ trích/ LNST
1	Dự trữ bắt buộc	5%
3	Khen thưởng phúc lợi	15%
4	Hoạt động của Ban giám đốc	1.5% -2%

- **PNJ có tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền khá cao.** Hội đồng quản trị có thể thanh toán cổ tức giữa kỳ nếu xét thấy việc chi trả này phù hợp với khả năng sinh lời của công ty. Với tỷ lệ cổ tức bằng tiền 25-30% hàng năm PNJ sẽ nhận được sự quan tâm của các nhà đầu tư lâu dài quan tâm nhiều đến triển vọng công ty và có tỷ lệ trả cổ tức cao.
- Tình hình thực hiện chi trả cổ tức của công ty trong năm 2008, 2009 và dự kiến năm 2010

Hình thức trả cổ tức	2008	2009	E2010
Bằng tiền (% / mệnh giá)	30%	30%	25%

Cơ cấu cổ đông của công ty tại ngày 29/04/2010



STT	Cổ đông	Số cổ phần	Tỷ lệ (%)
1	Ban lãnh đạo, người có liên quan	10.304.000	25,76%
2	Nước ngoài	10.868.000	27,17%
3	Khác	18.828.000	47,07%
Tổng cộng		40.000.000	100,00%

Nguồn: hsx, BCB

PNJ không có sở hữu nhà nước trong cơ cấu cổ đông. Đây là ưu điểm của công ty khi các quyết định, kế hoạch kinh doanh được thực hiện nhanh chóng, kịp thời, không phải chờ sự phê duyệt từ nhà nước như các công ty cổ phần khác mà vốn nhà nước chiếm tỷ lệ chi phối. Tuy nhiên điều này cũng có phần hạn chế do công ty sẽ không nhận được các hỗ trợ từ phía cổ đông nhà nước.

Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài chiếm gần 30%. Ngành trang sức Việt Nam có nhiều tiềm năng phát triển, PNJ là doanh nghiệp dẫn đầu ngành do đó nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ tỷ lệ sở hữu lớn cổ phiếu PNJ là điều dễ hiểu. Trong hơn 1 năm trở lại đây nhà đầu tư nước ngoài đã gia tăng tỷ lệ sở hữu PNJ từ 18.5% vào tháng 6/2009 lên 27.17% như hiện nay.

Giao dịch cổ đông lớn và cổ đông nội bộ trong 12 tháng gần nhất

Người Tổ chức thực hiện	Mối quan hệ với công ty	Giao dịch		Số CP nắm giữ		Thời gian thực hiện	Mục đích
		Loại	Khối lượng	Trước giao dịch	Sau giao dịch		
Đặng Phước Cường	Con - Thành viên HĐQT	Bán	25,600	25,600	-	12/6/2009	Nhu cầu tiêu dùng cá nhân
Nguyễn Thị Phương Lan	Em - Phó TGĐ	Bán	66,666	95,440	28,774	14/12/2009	Nhu cầu tiêu dùng cá nhân
Trương Thị Đơn	Vợ - Thành viên HĐQT	Bán	179,280	179,280	-	28/12/2009	Nhu cầu tiêu dùng cá nhân
Đặng Phước Dừa	Thành viên HĐQT	Bán	50,216	80,346	30,130	28/12/2009	Nhu cầu tiêu dùng cá nhân
Cao Thị Thúy	Em - Chủ tịch HĐQT	Bán	81,066	81,066	-	04/12/2009 - 28/01/2010	Nhu cầu tiêu dùng cá nhân
Cao Thị Ngọc Hồng	Em - Chủ tịch HĐQT	Bán	100,000	277,866	177,866	04/12/2009 - 28/01/2010	Nhu cầu tiêu dùng cá nhân
Công ty CP Đầu tư & Thương mại Việt Tín	Công ty có liên quan Thành viên HĐQT	Mua	539,582	-	539,582	25/01/2010	Đầu tư
Lê Ngọc Hội	Em - Phó TGĐ	Bán	10,000	13,840	3,840	5/4/2010	

Sau hơn một năm niêm yết, PNJ không có sự thay đổi lớn trong sở hữu của cổ đông lớn và cổ đông nội bộ. Đáng chú ý là giao dịch Mua vào 540.000 cổ phiếu của công ty cổ phần Đầu tư và Thương mại Việt Tín nhằm mục đích đầu tư. Các giao dịch Bán chủ yếu thuộc các cá nhân có liên quan đến Ban lãnh đạo công ty nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu dùng cá nhân.

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH ĐẦU TƯ

Đầu tư vào công ty con

PNJ sở hữu 3 công ty con hoạt động trong các lĩnh vực kinh doanh gas, xăng dầu, các mặt hàng thủy sản và sản phẩm thời trang cao cấp. Mặt hàng gas, xăng dầu, thủy sản là mặt hàng thiết yếu của đời sống, hứa hẹn duy trì sự tăng trưởng tốt trong thời gian tới.

Tháng 12/2009 PNJ thành lập Công ty TNHH Một thành viên Thời trang CAO sở hữu hai nhãn hàng lớn là CAO Fine Jewellery và Jemma. CAO Fine Jewellery tiền thân là nhãn hàng cao cấp của PNJ được sản xuất với dây chuyền móc máy hiện đại, kỹ thuật tinh xảo, thiết kế độc đáo và đối tượng là những khách hàng thành đạt, có thu nhập cao. Jemma là nhãn hàng mới sẽ được đưa ra thị trường vào cuối tháng 12 năm 2010, tập trung các dòng sản phẩm nữ trang, túi xách, phụ kiện thời trang... đối tượng phục vụ là những khách hàng văn phòng trẻ, năng động, yêu thích các sản phẩm thời trang độc đáo. Theo kế hoạch, trong năm 2010 PNJ sẽ tiến hành cổ phần hóa công ty TNHH CAO Fashion để nâng cao hiệu quả hoạt động của công ty con này.

STT	Tên công ty con	Vốn điều lệ (Tỷ)	Nơi thành lập và hoạt động	Tỷ lệ phần sở hữu và quyền biểu quyết (%)	Hoạt động chính
1	Công ty CP Năng lượng Đại Việt (Vinagas)	100	TP.HCM	70	Mua bán gas, chiết nạp gas, sản xuất bồn chứa gas, vỏ bình gas, kinh doanh xăng dầu...
2	Công ty Cổ phần Hải sản S.G (S.G Fisco)	30	TP.HCM	57,6	Kinh doanh xuất nhập khẩu, gia công các mặt hàng thủy sản đông lạnh có giá trị gia tăng cao
3	Công ty TNHH CAO Fashion	30	TP.HCM	100	Sản xuất kinh doanh các sản phẩm thời trang như vali, túi xách, ví, giày...

Đầu tư vào công ty liên doanh

PNJ thực hiện liên doanh góp vốn vào 2 công ty Địa ốc Đông Á và Nhiên liệu Sài Gòn (SFC). Trong thời gian tới, đây là 2 khoảng đầu tư chiến lược của PNJ.

Công ty cổ phần địa ốc Đông Á hiện đang sở hữu hai dự án lớn và tiềm năng là dự án khu phức hợp Golden Square tại Đà Nẵng và Khu dân cư 5 ha tại phường Phú Thuận, Quận 7, TPHCM. Dự kiến năm 2010, dự án Golden Square sẽ đi vào giai đoạn khai thác và kết chuyển một phần lợi nhuận. **Từ năm 2010 trở đi, PNJ sẽ nhận được nhiều lợi nhuận từ liên doanh này.** Chính vì nhận thấy tiềm năng lợi nhuận cao nên tháng 4/2010 PNJ quyết định sẽ mua thêm 2,3 triệu cổ phiếu nâng tỷ lệ nắm giữ lên 31% vốn điều lệ của Địa ốc Đông Á.

Thời điểm cuối năm 2009 PNJ sở hữu 23% vốn cổ phần của SFC. **Tiềm năng tăng trưởng của SFC rất tốt trong các năm tới, đặc biệt là từ các dự án bất động sản.** SFC là công ty phân phối bán lẻ xăng dầu, kinh doanh ngành hàng gỗ và bất động sản. Năm 2010, SFC sẽ triển khai nhiều dự án bất động sản tại các vị trí thuận lợi trong khu vực quận 1, quận Phú Nhuận, quận Thủ Đức (Tp.HCM)... PNJ đã quyết định chào mua công khai 2,1 triệu cổ phiếu SFC giá 48.000 đồng nâng tỷ lệ sở hữu lên 49% (ngày 10/05/2010 hoàn thành).

STT	Tên công ty liên kết	Tỷ lệ phần sở hữu và quyền biểu quyết (%)	Nơi thành lập và hoạt động	Hoạt động chính	Giá trị góp vốn tại ngày 31/12/2009 (tỷ)
1	Công ty CP Địa ốc Đông Á (DongA Land)	23,36	TP.HCM	Cung cấp dịch vụ thiết kế, quản lý dự án, xây dựng nhà cửa, tư vấn BĐS...	70,1
2	Công ty CP Nhiên liệu Sài Gòn	22,72	TP.HCM	Kinh doanh sản phẩm dầu, gas, sản phẩm nông nghiệp, sản phẩm gỗ	40,8

Ngoài ra tại thời điểm 31/12/2009 PNJ còn đầu tư dài hạn vào các công ty sau:

STT	Tên doanh nghiệp	Số lượng cổ phiếu	Giá trị đầu tư 31/12/2009	Giá trung bình đầu tư/CP
1	Công ty Cổ phần Quê Hương Liberty	833.332	40.833.320.000	49.000
2	Công ty Cổ phần Địa ốc Sài Gòn M&C	2.615.215	65.380.375.000	25.000
3	Ngân hàng TMCP Đông Á	26.177.450	272.083.613.400	10.394
4	Công ty Cổ phần Địa ốc Kinh Đô	200.000	23.000.000.000	115.000

Trong các khoảng mục đầu tư dài hạn thì đầu tư vào ngân hàng Đông Á chiếm tỷ trọng cao nhất với 272 tỷ đồng. giá đầu tư bình quân 10.394 đồng/cổ phiếu. PNJ là cổ đông sáng lập đồng thời là cổ đông lớn chiếm 8% vốn điều lệ của ngân hàng Đông Á. Đây là lợi thế lớn cho PNJ trong công tác huy động vốn để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Ngân hàng Đông Á có kế hoạch niêm yết trong năm 2010, với giá vốn thấp PNJ sẽ thu được khoảng lợi nhuận đáng kể trong trường hợp thoái vốn toàn bộ hay một phần tại ngân hàng này. Trong năm 2010, PNJ tiếp tục đầu tư 110 tỷ đồng vào ngân hàng Đông Á thông qua hình thức mua cổ phần phát hành để tăng vốn điều lệ.

Các khoảng đầu tư dài hạn vào công ty Quê Hương Liberty, địa ốc Kinh Đô, địa ốc Sài Gòn M&C với giá trị đầu tư tuy không lớn nhưng hứa hẹn mang lại lợi nhuận tốt cho PNJ từ năm 2010 khi kinh tế hồi phục, ngành kinh doanh khách sạn và ngành bất động sản phát triển mạnh mẽ trở lại.

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Chỉ tiêu	ĐVT	Năm 2009	Tăng/Giảm so với năm 2008	Kế hoạch 2010
Tổng Doanh thu	Tỷ đồng	10.256	145%	8.000
Tổng nguồn vốn hoạt động	Tỷ đồng	2.026	9%	
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	275	65%	245
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	220	67%	
Cổ tức	%	30%		25%

Kết quả kinh doanh năm 2009 của PNJ rất tốt trong điều kiện kinh tế nhiều khó khăn.

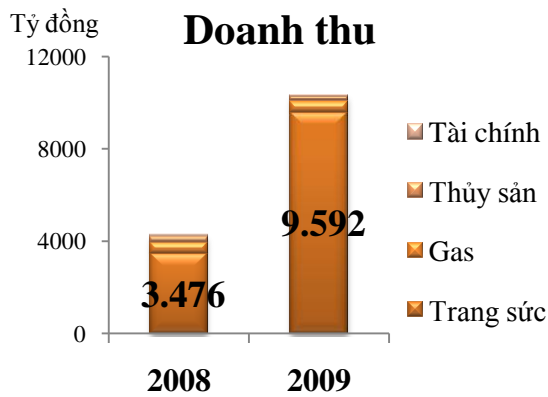
Năm 2009 nền kinh tế Việt Nam phải đối mặt với những thách thức to lớn từ cuộc khủng hoảng kinh tế tài chính toàn cầu. Do đó hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp đã bị tác động theo chiều hướng không tốt. Tuy nhiên kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của PNJ năm 2009 rất tốt. Các chỉ tiêu doanh thu, lợi nhuận của công ty đạt mức cao, tăng mạnh so với năm 2008. Phần lớn nguyên nhân PNJ được hưởng lợi từ biến động tăng cao của giá vàng trong năm 2009.

Năm 2010 kinh tế thế giới bắt đầu quá trình hồi phục và Việt Nam được nhận định là một trong những quốc gia có sự tăng trưởng kinh tế cao của khu vực và thế giới. **Ngành trang sức tại Việt Nam, trong đó có PNJ hứa hẹn sẽ có sự phát triển mạnh mẽ hơn trong năm 2010.**

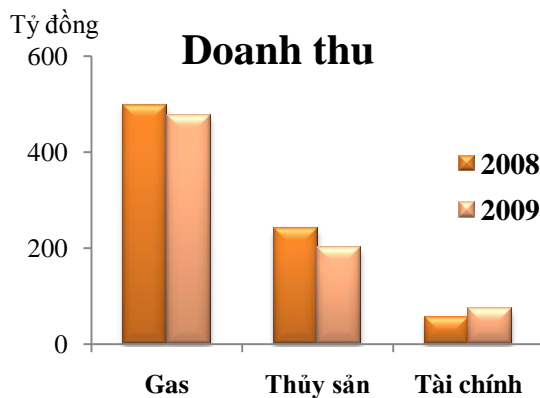
Phân tích cơ cấu doanh thu, chi phí và lợi nhuận

Doanh thu, lợi nhuận của PNJ đến từ 4 nguồn chính: kinh doanh hàng trang sức, gas, thủy sản và đầu tư tài chính.

Hoạt động kinh doanh hàng trang sức là ngành nghề chính đóng góp phần lớn doanh thu, lợi nhuận cho công ty trong các năm qua. Đây là ngành nghề PNJ có nhiều thế mạnh, có sự phát triển mạnh trong các năm qua và có nhiều tiềm năng phát triển trong những năm tới.

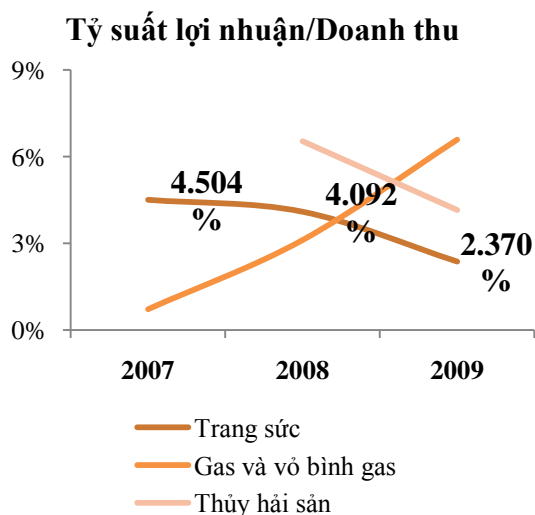
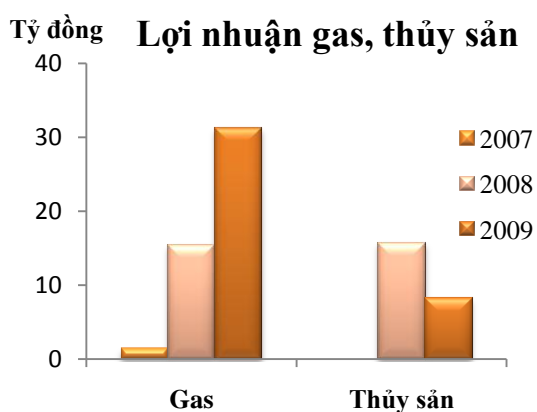
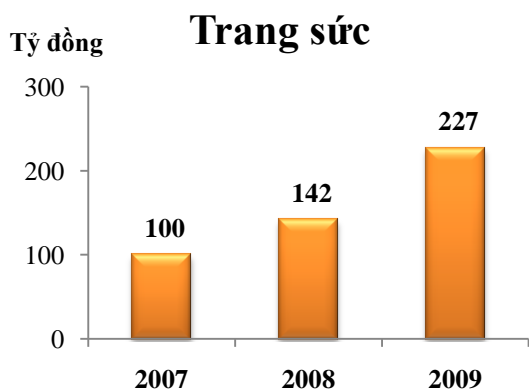


Năm 2009 tổng doanh thu của công ty tăng 142% so với năm 2008. Trong đó doanh thu từ kinh doanh mặt hàng trang sức tăng mạnh 276%. Nguyên nhân do giá vàng tăng trong năm 2009 kéo doanh thu tăng đồng thời trong năm 2009 PNJ được phép tái xuất khẩu vàng, riêng lĩnh vực xuất khẩu chiếm hơn 3.500 tỷ đồng trong tổng doanh thu. Doanh thu từ trang sức chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu, chiếm 81% năm 2008 và 93% năm 2009. **Lĩnh vực này trong thời gian tới tiếp tục là lĩnh vực chính tạo doanh thu cho PNJ.**



Doanh thu từ kinh doanh gas, thủy sản chiếm tỷ lệ nhỏ trong tổng doanh thu. Hai lĩnh vực này doanh thu năm 2009 sụt giảm so với năm 2008. **Năm 2010 khi kinh tế hồi phục, giá gas tăng trở lại, nhu cầu thủy hải sản phục hồi thì sự đóng góp doanh thu của hai lĩnh vực kinh doanh này sẽ gia tăng.**

Doanh thu tài chính của PNJ tăng từ 57 tỷ đồng năm 2008 lên 74 tỷ đồng năm 2009. Sự gia tăng này là do đóng góp của hoạt động kinh doanh chứng khoán có lãi (gồm 10 tỷ đồng do PNJ ủy thác và 26 tỷ đồng do các công ty con trực tiếp kinh doanh chứng khoán). **Doanh thu tài chính của PNJ trong các năm tới sẽ gia tăng đáng kể khi các công ty liên doanh, liên kết với PNJ hoạch toán lợi nhuận cho các dự án bất động sản đã và đang hoàn thành.**



Lợi nhuận từ kinh doanh trang sức duy trì mức tăng trưởng cao trong 3 năm. Năm 2008 tăng 42% so với năm 2007, năm 2009 tăng trưởng 60% so với năm 2008. Đây là hoạt động kinh doanh chính của PNJ nên lợi nhuận luôn chiếm tỷ trọng cao trong tổng lợi nhuận (trên 80%). Hoạt động sản xuất kinh doanh trang sức có đặc thù là mang lại nguồn doanh thu rất lớn nhưng tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu lại khá thấp so với các ngành khác. Tỷ suất này của PNJ duy trì ở mức 4%, riêng năm 2009 do hoạt động đột biến xuất khẩu vàng, doanh thu tăng mạnh làm cho tỷ suất này giảm còn 2,4%.

Lợi nhuận từ kinh doanh gas, vỏ bình gas tuy đóng góp không nhiều vào tổng lợi nhuận nhưng đã có mức tăng ấn tượng trong năm 2009, tăng từ 15 tỷ đồng năm 2008 lên 31 tỷ đồng năm 2009 trong khi doanh thu của hoạt động kinh doanh này có sự sụt giảm. Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu của hoạt động kinh doanh gas có chuyển biến tích cực khi duy trì tỷ lệ tăng hàng năm từ 3,1% năm 2008 lên 6,6% năm 2009.

Hoạt động kinh doanh thủy hải sản được PNJ triển khai từ năm 2007 và bắt đầu mang lại lợi nhuận từ năm 2008. Tuy nhiên do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế, hoạt động kinh doanh này năm 2009 có sự sụt giảm đáng kể cả về doanh thu và lợi nhuận. **Đây là hoạt động kinh doanh mới, PNJ không có nhiều kinh nghiệm nên hiệu quả kinh doanh không cao.**

Phân tích các rủi ro đặc thù của PNJ

Sự phát triển của nền kinh tế ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh chính của PNJ là sản xuất kinh doanh đồ trang sức vàng bạc đá quý. Sự ảnh hưởng này thể hiện qua nhu cầu tiêu thụ sản phẩm trang sức sẽ gia tăng khi kinh tế phát triển, đời sống người dân ngày càng tăng cao. Ngược lại, khi kinh tế suy giảm nhu cầu tiêu thụ sản phẩm sẽ giảm do đây không phải là mặt hàng thiết yếu của đời sống. Đây được xem là rủi ro lớn đối với PNJ.

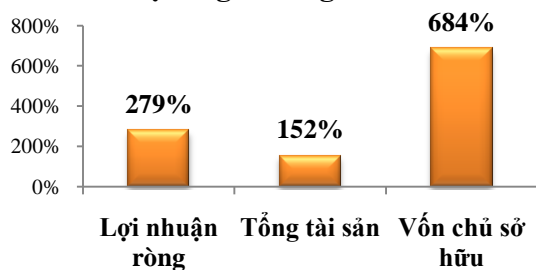
Rủi ro từ sự biến động bất thường của giá cả nguyên vật liệu đầu vào đối với hoạt động sản xuất đồ trang sức. Giá cả nguyên vật liệu vàng bạc đá quý thay đổi khó dự đoán sẽ làm giảm hiệu quả kinh doanh, gia tăng các loại chi phí, gây khó khăn trong công tác lên kế hoạch kinh doanh của PNJ. Đặc biệt là sự thay đổi của giá vàng sẽ có ảnh hưởng nhất định đến hoạt động của PNJ.

PNJ sử dụng phần lớn nợ vay ngắn hạn để tài trợ cho hàng tồn kho (chủ yếu là vay vàng trong ngắn hạn). Điều này khắc phục phần nào rủi ro từ biến động của giá vàng nhưng sẽ làm tăng rủi ro từ lãi suất vay ngân hàng.

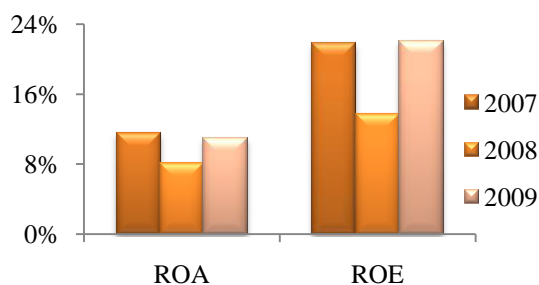
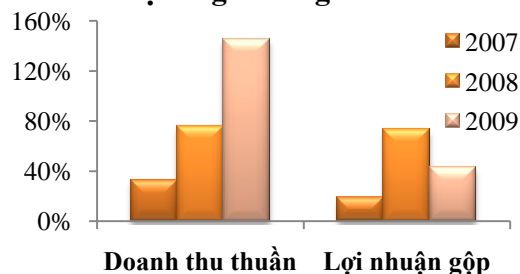
Rủi ro tỷ giá có tác động đáng kể đối với hoạt động kinh doanh của PNJ do phần lớn nguyên vật liệu sản xuất của PNJ được nhập khẩu từ nước ngoài và PNJ cũng có hoạt động kinh doanh xuất khẩu đồ trang sức qua một số thị trường.

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

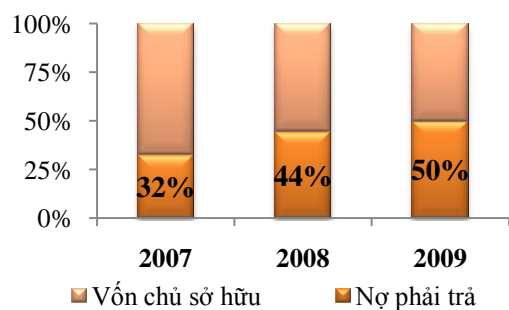
Tốc độ tăng trưởng năm 2007



Tốc độ tăng trưởng 2007-2009



Cấu trúc vốn



Trong 3 năm từ năm 2007 đến năm 2009, PNJ đã có tốc độ tăng trưởng mạnh. Quy mô tổng tài sản và vốn chủ sở hữu tăng mạnh.

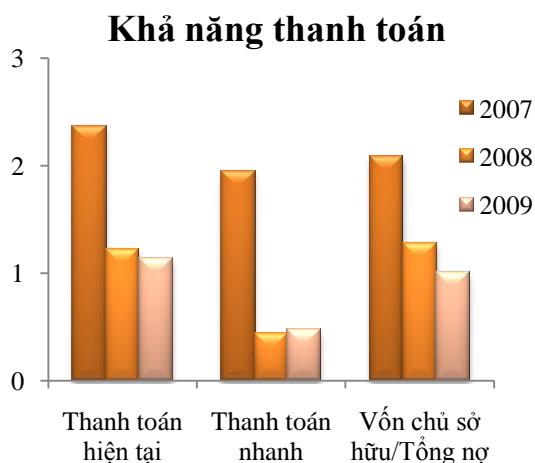
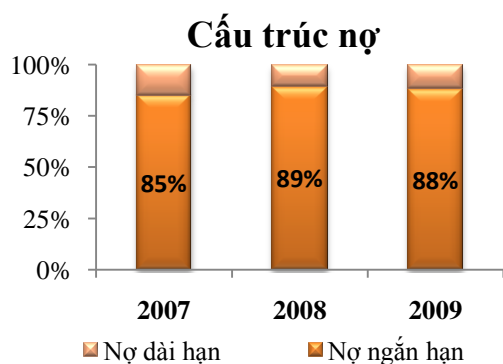
Tổng tài sản tăng 43% từ 1.416 tỷ đồng năm 2007 lên 2.026 tỷ đồng năm 2009. Vốn chủ sở hữu tăng mạnh từ 119 tỷ đồng đầu năm 2007 lên 991 tỷ đồng cuối năm 2009.

Năm 2007 là năm công ty mở rộng quy mô nên tổng tài sản, vốn chủ sở hữu, lợi nhuận ròng tăng mạnh so với năm 2006. Tổng tài sản tăng 152%, vốn chủ sở hữu tăng 684%, lợi nhuận ròng tăng 279%.

Doanh thu thuần của PNJ có sự gia tăng mạnh mẽ qua các năm. Năm 2007 tăng trưởng 33%, năm 2008 tăng trưởng 76%, năm 2009 tăng trưởng 145%. Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận gộp năm 2009 tuy có giảm nhưng vẫn ở mức cao 43%, sau khi đạt 73% năm 2008.

Hiệu quả kinh doanh của PNJ trong giai đoạn 2007-2009 luôn duy trì ở mức khá cao. Tỷ lệ ROA duy trì mức 8% - 11%/năm; ROE duy trì mức 14% - 22%/năm mặc dù tổng tài sản, vốn chủ sở hữu tăng mạnh trong giai đoạn này.

Xét cấu trúc vốn, PNJ không sử dụng nhiều nợ phải trả để tài trợ cho nguồn vốn hoạt động sản xuất kinh doanh. Tỷ lệ tài trợ của nợ phải trả chiếm dưới 50% nguồn vốn và có xu hướng tăng qua các năm. Tỷ lệ nợ chiếm 32% năm 2007 và tăng lên 50% năm 2009. Đây là tỷ lệ nợ có độ an toàn cao, đồng thời giúp PNJ giảm bớt gánh nặng chi phí lãi vay tăng cao trong 2 năm 2008-2009 vừa qua.



Trong cấu trúc nợ của công ty, PNJ sử dụng chủ yếu nợ vay ngắn hạn để tài trợ cho hàng tồn kho. Tỷ lệ nợ ngắn hạn chiếm từ 85% - 89% trong tổng nợ của công ty. Việc sử dụng nợ vay ngắn hạn tài trợ hàng tồn kho giúp công ty giảm thiểu rủi ro từ sự biến động bất thường của giá vàng.

Về khả năng thanh toán của công ty tương đối tốt tuy có sự suy giảm qua các năm nhưng vẫn duy trì được một tỷ lệ khá cao. Khả năng thanh toán hiện hành luôn duy trì trên 1. Thanh toán nhanh có sự sụt giảm đáng kể trong 2 năm 2008, 2009 do sự gia tăng mạnh của hàng tồn kho. Khả năng hoàn trả nợ vay bằng nguồn vốn chủ sở hữu của công ty rất tốt khi tỷ lệ này luôn duy trì trên 1.

Với cấu trúc vốn và khả năng thanh toán hiện tại, chúng tôi đánh giá tình hình tài chính của công ty lành mạnh và an toàn.

PHÂN TÍCH SWOT

Thế mạnh (S)	Cơ hội (O)
<ul style="list-style-type: none"> - Hơn 20 năm kinh nghiệm trong ngành kim hoàn, PNJ đã xây dựng được thương hiệu mạnh được nhiều người tiêu dùng tin tưởng. - PNJ có hệ thống cửa hàng, đại lý rộng lớn phục vụ tốt cho công tác phân phối, giới thiệu sản phẩm. - PNJ là cổ đông sáng lập ngân hàng Đông Á nên nhận được nhiều ưu đãi từ ngân hàng này trong hoạt động tài trợ vốn. 	<ul style="list-style-type: none"> - Tiềm năng tăng trưởng của ngành kim hoàn tại Việt Nam còn rất lớn. - Với lợi thế hiện tại, khả năng mở rộng, chiếm lĩnh thị trường của PNJ trong tương lai là rất lớn. - Thị trường bất động sản hồi phục, các công ty liên doanh với PNJ sẽ có nhiều dự án triển khai, khả năng đóng góp nhiều lợi nhuận cho PNJ trong tương lai.
Điểm yếu (W)	Thách thức (T)
<ul style="list-style-type: none"> - Ngành nghề chính của PNJ, sản xuất kinh doanh hàng trang sức chịu nhiều rủi ro mà công ty khó có thể dự báo và khắc phục được. - Tỷ suất lợi nhuận từ kinh doanh gas và thủy hải sản không cao. - Hoạt động đầu tư tài chính hiện tại chưa mang lại lợi nhuận đáng kể cho công ty mặc dù vốn đầu tư tài chính chiếm tỷ trọng cao trong nguồn tài sản. 	<ul style="list-style-type: none"> - Sự cạnh tranh ngày càng gay gắt giữa các doanh nghiệp trong ngành kim hoàn cả trong và ngoài nước. - Với nguồn vốn đầu tư tài chính tài hạn khá lớn, PNJ sẽ đối mặt với những thách thức không nhỏ nếu việc đầu tư này không hiệu quả.

SO SÁNH VỚI CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT

Hiện tại trên thị trường niêm yết, PNJ là doanh nghiệp duy nhất có hoạt động kinh doanh chính là sản xuất kinh doanh đồ trang sức bằng vàng bạc đá quý. Đây là ngành nghề kinh doanh đặc thù, khó có thể so sánh với các doanh nghiệp sản xuất hay thương mại khác. Chúng tôi nhận thấy PNJ có quy mô vốn hóa thị trường ở mức trung bình so với toàn thị trường. Do đó, **chúng tôi thực hiện so sánh PNJ với giá trị bình quân của hơn 50 doanh nghiệp** có vốn hóa thị trường ở mức trung bình đang được niêm yết tại Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM (vốn hóa từ trên 1.000 tỷ đồng đến dưới 4.000 tỷ đồng).

So sánh	Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	EPS 2009 (đồng)	EPS điều chỉnh (đồng)	P/E
PNJ	2.420	4.974	4.974	12,2
Bình quân các doanh nghiệp có vốn hóa trung bình	2.032	6.253	5.855	14,4

Nguồn: hsx - 29/04/2010

Dựa vào bảng thống kê trên có thể thấy PNJ có EPS thấp hơn so với mức bình quân nhóm và hiện tại đang giao dịch tại mức P/E 12,2 lần thấp hơn P/E nhóm là 14,4 lần. Chúng tôi cho rằng mức giá đang giao dịch của PNJ là phù hợp với kết quả hoạt động kinh doanh trong năm 2009 của công ty và phù hợp với thực trạng thị trường tại thời điểm này.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đã có buổi trao đổi trực tiếp với người đại diện của công ty để tìm hiểu tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh. **Theo người đại diện công ty, trong quý 2/2010 công ty dự kiến phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 2:1** để nâng vốn điều lệ lên 600 tỷ đồng và chào bán 600.000 trái phiếu chuyển đổi, kỳ hạn 1 năm, lãi suất 0% cho cổ đông hiện hữu với giá chào bán dự kiến 200.000 đồng/trái phiếu (mệnh giá 100.000 đồng). Đồng thời, PNJ cũng chào bán cho nhà đầu tư bên ngoài 400.000 trái phiếu chuyển đổi, kỳ hạn 1 năm, lãi suất 0%, giá chào bán chưa xác định.

Mô hình dự báo doanh thu, lợi nhuận

Chúng tôi sử dụng các giả định để đưa vào mô hình dự báo doanh thu, lợi nhuận như sau:

- Kế hoạch chào bán trái phiếu năm 2010 thành công, giá bán cho nhà đầu tư bên ngoài cao gấp đôi so với giá bán cho cổ đông hiện hữu.
- Doanh thu từ sản xuất kinh doanh đồ trang sức tăng 25% năm 2010 so với năm 2009 (đã loại trừ doanh thu đột biến từ xuất khẩu vàng năm 2009), năm 2011-2012 tăng 20%, năm 2013-2015 tăng 15%.
- Doanh thu từ kinh doanh gas, thủy hải sản tăng 10% từ năm 2010 đến năm 2012, tăng 5% từ năm 2013 đến năm 2015.
- Vốn điều lệ của PNJ vào năm 2011 sau chuyển đổi trái phiếu là 700 tỷ đồng. Công ty không tăng vốn từ năm 2011 đến năm 2015.

Kết quả kinh doanh của PNJ theo ước lượng của chúng tôi như sau:

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu thuần (tỷ)	9.058	10.795	12.872	14.713	16.826	19.251
Lợi nhuận sau thuế (tỷ)	288	341	390	431	467	533
EPS (đồng)	4.802	4.867	5.570	6.153	6.674	7.613

Các mô hình định giá

Các giả định:

- Lãi suất chiết khấu WACC = 12,83% được tính trên mức bình quân vốn chủ sở hữu và bình quân nợ trong giai đoạn 2010-2015, chi phí vốn Re = 16%, tỷ lệ tăng trưởng ổn định 5% từ năm 2016.
- P/E bình quân 14 lần.

Mô hình FCFF

Kết quả định giá theo FCFF: **71.205 đồng/CP**. Với mô hình định giá này chúng tôi lấy tỷ lệ 40% trong việc kết hợp các mô hình.

Mô hình FCFE

Kết quả định giá theo FCFE: **67.871 đồng/CP**. Với mô hình định giá này chúng tôi lấy tỷ lệ 40% trong việc kết hợp các mô hình.

Mô hình định giá theo P/E

Kết quả định giá theo P/E: **71.572 đồng/CP**. Với mô hình định giá này chúng tôi lấy tỷ lệ 20% trong việc kết hợp các mô hình.

Tổng hợp các mô hình định giá

Theo các mô hình định giá chúng tôi sử dụng, giá trị hợp lý của PNJ nằm trong khoảng **68.000-72.000 đồng/CP**. Với việc cho các tỷ lệ như trên trong phần kết hợp các mô hình thì giá hợp lý bình quân của PNJ vào khoảng **70.000 đồng/CP**.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	71,205	40%	28,482
FCFE	67,871	40%	27,148
P/E	71,572	20%	14,314
Giá hợp lý		100%	69,945

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Giá trị PNJ theo các phương pháp định giá chúng tôi sử dụng ước tính vào khoảng **70.000đồng/CP** cao hơn **17%** so với giá đóng cửa ngày 05/05/2010. Qua phân tích PNJ, chúng tôi nhận thấy tình hình tài chính lành mạnh, hiệu quả hoạt động kinh doanh tốt, tiềm năng tăng trưởng cao. Do đó chúng tôi kiến nghị **XEM XÉT MUA cổ phiếu PNJ** với mức giá hiện tại cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

Phụ lục Bảng cân đối kế toán, báo cáo hoạt động kinh doanh

ĐVT: tỷ đồng

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2010	2011	2012	2013	2014	2015
A - TÀI SẢN NGẮN HẠN	1.058	1.434	1.713	2.024	2.160	2.260
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	254	392	447	490	458	455
II. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-	-	-
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	220	291	377	382	386	482
IV. Hàng tồn kho	542	704	841	1.094	1.251	1.246
V. Tài sản ngắn hạn khác	42	46	48	58	65	76
B - TÀI SẢN DÀI HẠN	1.169	1.206	1.247	1.292	1.340	1.402
I. Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
II. Tài sản cố định	370	381	390	408	424	451
1. Tài sản cố định hữu hình	114	134	158	180	206	236
2. Tài sản cố định thuê tài chính	-	-	-	-	-	-
3. Tài sản cố định vô hình	210	210	209	209	209	209
4. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	46	38	23	19	9	6
III. Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
IV. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	661	661	661	661	661	661
V. Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-
VI. Tài sản dài hạn khác	138	164	196	223	255	290
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	2.227	2.640	2.960	3.316	3.500	3.662
A - NỢ PHẢI TRẢ	1.097	1.094	1.269	1.513	1.587	1.614
I. Nợ ngắn hạn	977	955	1.108	1.339	1.391	1.393
II. Nợ dài hạn	120	139	162	174	196	221
B - VỐN CHỦ SỞ HỮU	1.083	1.499	1.644	1.756	1.867	2.002
I. Vốn chủ sở hữu	1.025	1.413	1.526	1.604	1.676	1.769
II. Nguồn kinh phí và quỹ khác	58	87	118	152	190	233
C - LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ	47	47	47	47	47	47
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	2.227	2.640	2.960	3.316	3.500	3.662
KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	9.058	10.795	12.872	14.713	16.826	19.251
Giá vốn hàng bán	8.480	10.063	12.007	13.678	15.635	17.806
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	578	732	865	1.035	1.191	1.444
Doanh thu hoạt động tài chính	124	124	157	157	190	190
Chi phí tài chính	79	88	90	100	107	104
Chi phí bán hàng	180	236	310	390	490	617
Chi phí quản lý doanh nghiệp	59	78	102	128	161	203
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	384	454	520	574	623	711
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	384	454	520	574	623	711
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	288	341	390	431	467	533

Danh mục các chữ viết tắt

HSX	: Sở giao dịch chứng khoán Tp.HCM
CK	: Chứng khoán
CTCP	: Công ty cổ phần
VĐL	: Vốn điều lệ
BCB	: Bản cáo bạch
LNST	: Lợi nhuận sau thuế
LNG	: Lợi nhuận gộp
GTVH TT	: Giá trị vốn hóa thị trường
KLLH BQ	: Khối lượng lưu hành bình quân
KLGD BQ	: Khối lượng giao dịch bình quân
ROA	: Tỷ suất sinh lời trên tài sản
ROE	: Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu
EPS	: Lợi nhuận trên mỗi cổ phần thường
BV	: Giá trị sổ sách cổ phần thường
P/E	: Tỷ số giá trên EPS
P/B	: Tỷ số giá trên BV

CAM KẾT CỦA PHÒNG PHÂN TÍCH

Tất cả các quan điểm chúng tôi trình bày trong bản báo cáo này phản ánh hoàn toàn quan điểm riêng của chúng tôi đối với thị trường chứng khoán. Chúng tôi không đưa ra các khuyến cáo ảnh hưởng trực tiếp hay gián tiếp đến hoạt động kinh doanh chứng khoán của các nhà đầu tư.

KHUYẾN CÁO

Báo cáo được viết dựa trên những nguồn thông tin đáng tin cậy và đã được xem xét cẩn trọng. Những quan điểm, nhận định, dự báo trong báo cáo này thuộc cá nhân chuyên viên phân tích, không đại diện cho công ty nên MHBS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này.

BẢN QUYỀN

© 2010 Công ty Cổ phần Chứng khoán MHB

Bản quyền thuộc về Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán MHB. Hành vi sao chép, tái xuất bản, tái phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích gì nếu không có sự cho phép của Công ty Cổ phần Chứng khoán MHB. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong bản báo cáo này.