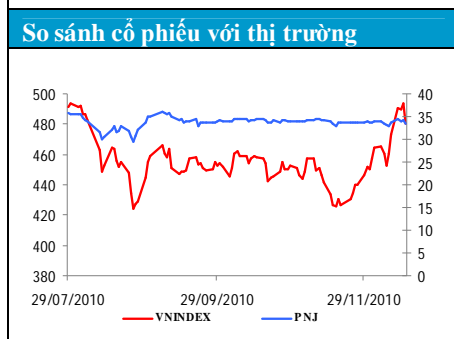
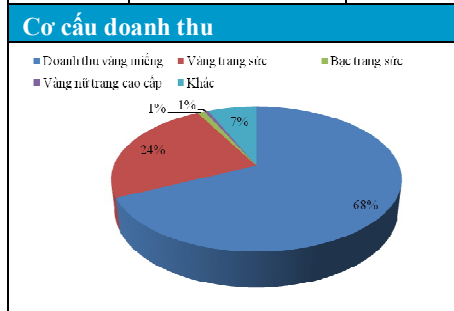


<b>Ngày 16/12/2010</b>	
Giá đóng cửa	33,500
P/E 2010	9.16x
Giá mục tiêu	40,000

<b>Thông tin cơ bản</b>	
Ngành	Nữ trang vàng, bạc
Vốn điều lệ (tỷ VND)	599
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2,009
Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	30%
Tỷ lệ HĐQT và BKS	7%

<b>Khuyến nghị gần nhất</b>		
Ngày xuất bản	Giá đóng cửa tại ngày ra khuyến nghị	Khuyến nghị
22/10/2010	33,600	Mua



<b>Tên công ty</b>	<b>CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN - PNJ</b>
<b>Khuyến nghị</b>	<b>MUA</b>

## Khuyến nghị đầu tư

PNJ là thương hiệu trang sức nổi tiếng hàng đầu Việt Nam, với các nhãn hiệu như: PNJ silver, PNJ gold, fine jewellery. Với trên 20 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực kim hoàn, PNJ đã thiết lập cho mình một thị phần ổn định và hiện chỉ đứng sau SJC. Nhìn chung, các chỉ số tài chính cơ bản của công ty khá ổn định. Mức tăng trưởng bình quân doanh thu, lợi nhuận qua các năm tương đối cao, giai đoạn 2006-2009, doanh thu hợp nhất trung bình hàng năm tăng trưởng 79%, lợi nhuận ròng bình quân tăng trưởng 94%.

Năm 2010, PNJ kinh doanh khá thành công, EPS ước tính trên 59.99 triệu cổ phiếu đạt 3,657 đồng. Giá vàng năm 2011 dự kiến sẽ biến động mạnh với xu hướng tăng, chúng tôi rất kỳ vọng vào kết quả kinh doanh của PNJ trong năm 2011. Giá mục tiêu của cổ phiếu PNJ là 40,000 đồng. Chúng tôi kiến nghị nhà đầu tư nên GIỮ hay chọn một mức giá hợp lý để MUA VÀO.

## Những điểm chú ý

- ❖ PNJ là thương hiệu trang sức hàng đầu Việt Nam, trang sức PNJ nổi tiếng với 3 thương hiệu PNJ silver, PNJ gold và fine jewellery, hiện tại PNJ chiếm khoảng 26% thị phần nữ trang vàng và 67% thị phần nữ trang bạc.
- ❖ Đầu tư tài chính là một kênh đầu tư sinh lời mà PNJ hướng đến. PNJ đầu tư vào các ngành chiến lược như: ngân hàng, địa ốc, thực phẩm...
- ❖ Theo HĐQT, kết quả năm 2010 của PNJ ước đạt rất khả quan, với doanh thu chưa hợp nhất của năm nay là 12,497 tỷ đồng, tăng 30% so với cùng kỳ năm 2009. Đáng chú ý, lợi nhuận trước thuế chưa hợp nhất năm 2010 của PNJ đạt trên 251 tỷ đồng, tăng 15% so với năm 2009.
- ❖ Các chuyên gia về thị trường nhận định lạc quan rằng giá vàng trung bình trong năm 2011 sẽ là 1,350 USD/ounce, so với mức tương ứng 1,205 USD/ounce của năm 2010. Năm 2011, giá vàng sẽ tiếp tục biến động mạnh, và là năm kinh doanh khả quan đối với các doanh nghiệp trong ngành vàng bạc.
- ❖ Dự phóng doanh thu năm 2011 của PNJ sẽ đạt 14,276 tỷ đồng và 248.9 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế tăng 11.7% và 9.9% so với doanh thu và lợi nhuận ước tính năm 2010.

Chỉ tiêu	Q4-2009	Q1-2010	Q2-2010	Q3-2010	Q4-2010F	2010E	2011F
Doanh thu thuần (triệu đồng)	2,060,976	1,942,402	4,259,176	4,769,439	1,809,745	12,780,762	14,276,111
Tăng trưởng	-56.14%	-58.67%	98.63%	266.56%	-12.19%	24.61%	11.70%
Tỷ lệ lợi nhuận gộp trên doanh thu	5.83%	7.73%	3.14%	2.59%	4.50%	3.82%	3.87%
Tỷ lệ lợi nhuận thuần trên doanh thu	3.03%	4.11%	1.62%	1.48%	2.38%	2.05%	2.08%
Lợi nhuận trước thuế (triệu đồng)	65,305	82,341	78,418	73,370	42,124	276,253	311,219
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	49,062	61,878	64,438	60,135	32,975	219,426	248,975
Tăng trưởng	17.49%	-15.69%	393.29%	50.43%	-32.79%	7.30%	9.99%
<b>EPS (Đồng)</b>	<b>1,227</b>	<b>1,031</b>	<b>1,074</b>	<b>1,002</b>	<b>550</b>	<b>3,657</b>	<b>4,023</b>

\*. EPS năm 2009 tính trên 39.99 triệu cổ phiếu, EPS năm 2010 tính trên 59.99 triệu cổ phiếu.

## GIỚI THIỆU CÔNG TY



PNJ là thương hiệu trang sức hàng đầu Việt Nam, với 20 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực kim hoàn.

Trang sức PNJ nổi tiếng với 3 thương hiệu PNJ silver, PNJ gold và fine jewellery.

PNJ có hệ thống phân phối rộng khắp cả nước với 130 cửa hàng và 15 chi nhánh.

Kinh doanh gas chiếm khoảng 5% trong tổng cơ cấu doanh thu của công ty năm 2009.

PNJ đầu tư vào các ngành chiến lược như: ngân hàng, địa ốc, nhiên liệu, thực phẩm...

### 1. Giới thiệu công ty:

**Tên công ty** : Công ty cổ phần vàng bạc đá quý Phú Nhuận

**Mã giao dịch** : PNJ

**Sàn GD:** HOSE

**Tên viết tắt** : PNJ

**Địa chỉ** : 170E Phan Đăng Lưu, P.3, Quận Phú Nhuận, Tp HCM

**Điện thoại** : +84 - 08 3.9951703 – 3.9951704

**Website** : Website: [www.pnj.com.vn](http://www.pnj.com.vn)

PNJ được thành lập vào ngày 28/04/1988, tiền thân là Cửa hàng Kinh doanh Vàng bạc Đá quý Quận Phú Nhuận. Tháng 01/2004, PNJ chính thức chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần với tên gọi là Công ty Cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận. Ngày 26/12/2008, 30 triệu cổ phiếu PNJ chính thức niêm yết trên sàn HOSE. Công ty hiện hoạt động với mức vốn điều lệ 599.99 tỷ đồng.

### 2. Hoạt động kinh doanh chính:

#### *Kinh doanh vàng bạc đá quý:*

PNJ là thương hiệu trang sức hàng đầu Việt Nam, sản phẩm chủ lực của công ty là nữ trang các loại làm từ vàng 58%, 68% và bạc. Trải qua 20 năm hình thành và phát triển, từ một cửa hàng kinh doanh vàng bạc đá quý cấp quận, đến nay PNJ đã là một thương hiệu lớn trong ngành kim hoàn và nằm trong Top 200 doanh nghiệp lớn của Việt Nam.

Trang sức PNJ nổi tiếng với 3 thương hiệu PNJ silver, PNJ gold và fine jewellery, hiện tại PNJ chiếm khoảng 26% thị phần nữ trang vàng và 67% thị phần nữ trang bạc.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu các nhãn hiệu rất ngoạn mục: PNJ silver (2005 tăng 81%, 2006 tăng 76%, 2007 tăng 9%, 2008 tăng 30%, và năm 2009 tăng 32%), PNJ gold (2005 tăng 19%, 2006 tăng 23%, 2007 tăng 25%, 2008 tăng 29% và năm 2009 tăng 22%), nhãn hiệu CAO fine jewellery tuy mới chỉ có 2 năm hoạt động, nhưng đã khẳng định được thương hiệu của mình và ngày càng đáp ứng được nhu cầu của phân khúc thị trường cao cấp.

Tháng 4/2008, PNJ kết hợp với ngân hàng Đông Á, nâng cấp sản xuất vàng miếng Phượng Hoàng PNJ thành Phượng Hoàng PNJ – Đông Á bank đưa vào tiêu thụ rộng rãi trên thị trường.

Hiện tại hệ thống phân phối của PNJ đã trải rộng khắp cả nước gồm 130 cửa hàng, 15 chi nhánh và 3 chi nhánh lớn hiện đang trong quá trình xây dựng tại Hà Nội, Đà Nẵng và Cần Thơ. Sản phẩm của công ty không chỉ được tiêu thụ trong nước mà còn được xuất khẩu sang các nước khác. Thị trường xuất khẩu khá ổn định như: Mỹ, Đan Mạch, Đức...

**Kinh doanh Gas:** được đóng góp từ doanh thu của công ty con CTCP năng lượng Đại Việt (Vinagas), chiếm khoảng 5% trong tổng cơ cấu doanh thu của công ty năm 2009.

**Đầu tư tài chính:** PNJ sử dụng nguồn vốn của mình cho hoạt động đầu tư tài chính thông qua các hình thức là cổ đông sang lập, liên doanh, đóng góp vào các lĩnh vực có tiềm năng nhằm tối đa hóa lợi nhuận cho công ty.

PNJ đầu tư vào các ngành chiến lược như: ngân hàng, địa ốc, nhiên liệu, thực phẩm...

## Đầu tư vào các công ty con:

PNJ sở hữu 3 công ty con hoạt động trong các lĩnh vực gas, xăng dầu, thủy sản và thời trang.

STT	Tên	VĐL (tỷ)	Tỷ lệ sở hữu	Hoạt động chính
1	CTCP Năng lượng Đại Việt	100	70.0%	Mua bán gas, sản xuất bồn chứa gas, kinh doanh xăng dầu...
2	CTCP Hải sản Sài Gòn	30	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	30	100.0%	Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm thời trang như vali, túi xách, ví...

Hiện những công ty con này vẫn chưa đóng góp doanh thu nhiều cho PNJ, tuy nhiên đây là những mặt hàng thiết yếu hứa hẹn sẽ tăng trưởng tốt trong thời gian tới.

## Đầu tư vào công ty liên doanh:

PNJ góp vốn liên doanh vào 2 công ty Địa ốc Đông Á và Nhiên liệu Sài Gòn (SFC).

+ PNJ hiện đang nắm giữ 49% cổ phần tại SFC. Đây 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).

+ Dong A Land, PNJ đang nắm giữ 23% tỷ lệ sở hữu. Dong A Land có hai dự án lớn là khu phức hợp Golden Square tại Đà Nẵng và khu dân cư 5 hecta tại phường Phú Thuận, quận 7 (Tp.HCM). Trong năm nay Dong A Land dự kiến sẽ hạch toán một phần lợi nhuận từ dự án Golden Square, từ năm 2010 trở đi PNJ sẽ nhận được nhiều lợi nhuận từ liên doanh này.

Ngoài ra PNJ còn đầu tư dài hạn vào Ngân hàng TMCP Đông Á, CTCP Sài Gòn M&C, CTCP Địa ốc Kinh Đô...

## 3. Năng lực sản xuất:

PNJ đang có 2 xí nghiệp, PNJ1 và PNJ2 với dây chuyền sản xuất hiện đại, có khả năng đáp ứng được các đơn hàng lớn (200,000 sản phẩm/ tháng).

PNJ đang có 2 xí nghiệp, PNJ1 và PNJ2 với dây chuyền sản xuất hiện đại, có khả năng đáp ứng được các đơn hàng lớn (200,000 sản phẩm/ tháng). PNJ dự kiến sẽ sáp nhập hai xưởng này lại với nhau để nâng cao năng lực sản xuất, thiết lập một phân xưởng mới có qui mô lớn và hiện đại, chuyên gia công trang sức vàng, bạc, đá quý.

Hiện công ty đang đầu tư thêm một xưởng chế tác nữ trang mới tại đường Dương Quan Hàm, quận Gò Vấp để mở rộng năng lực sản xuất. Vốn đầu tư cho xưởng chế tác này dự kiến 70 tỷ đồng.

## 4. Chiến lược phát triển của công ty:

- Tăng cường mở rộng qui mô, nâng cao số lượng và chất lượng lao động để đáp ứng nhu cầu mở rộng sản xuất kinh doanh.
- Ưu tiên phát triển về công nghệ, đẩy mạnh đầu tư về dây chuyền sản xuất cho hai xí nghiệp nữ trang PNJ1 và PNJ2.
- Đầu tư vào khâu thiết kế và phát triển sản phẩm mới.
- Đầu tư tài chính vẫn là một kênh đầu tư sinh lời mà PNJ hướng đến.

## PHÂN TÍCH NGÀNH

Các doanh nghiệp hàng đầu trên thị trường vàng miếng Việt Nam là SJC, PNJ, VJC... Trong đó thị phần của SJC khá cao, chiếm trên 80%.

Nhu cầu vàng miếng trong thời gian tới vẫn còn khá cao vì vàng là “nơi trú ẩn an toàn nhất” khi có bất ổn xảy ra.

Ngành công nghiệp trang sức, tiềm năng phát triển còn rất cao.

Năm 2009 tốc độ tăng trưởng của ngành tăng 30% so với năm 2008.

Định hướng phát triển của ngành kim hoàn Việt Nam là không chỉ phát triển trong nội địa mà còn vươn ra thị trường quốc tế.

Các chuyên gia về thị trường nhận định lạc quan rằng giá vàng trung bình trong năm 2011 sẽ là 1,350 USD/ounce, so với mức tương ứng 1,205 USD/ounce của năm 2010.

Ngành kim hoàn Việt Nam chia làm 2 phân khúc chính: kinh doanh vàng miếng và trang sức.

### ❖ Kinh doanh vàng miếng:

Các doanh nghiệp hàng đầu trên thị trường vàng miếng Việt Nam là SJC, PNJ, VJC... Trong đó thị phần của SJC khá cao, chiếm trên 80%. Các doanh nghiệp như PNJ, Bảo Tín Minh Châu dù đã hoạt động trong ngành hơn 20 năm nhưng chiếm thị phần rất nhỏ.

Trong thời gian gần đây, trên thị trường vàng miếng xuất hiện một số công ty kinh doanh vàng trực thuộc ngân hàng như: vàng miếng AAA của Agribank, vàng NJC của Southern Bank, SBJ của Sacombank...

Trước đây, vàng miếng chỉ phục vụ nhu cầu tích trữ của người dân là chính, tuy nhiên trong thời gian gần đây giá vàng tăng mạnh và lập đỉnh vào ngày 09/11/2010 là 38.2 triệu đồng/lượng, tăng 28.37% so với cuối năm 2009 vì vậy nhu cầu mua vàng tích trữ đầu cơ ngày càng tăng.

Hiện nay, mặc dù kinh tế thế giới đang dần phục hồi sau khủng hoảng tuy nhiên còn rất nhiều bất ổn như nợ công cao tại một số quốc gia, lạm phát, đồng USD mất giá... Vì vậy nhu cầu vàng miếng trong thời gian tới vẫn còn khá cao vì vàng là “nơi trú ẩn an toàn nhất” khi có bất ổn xảy ra.

### ❖ Trang sức:

Ngày nay, khi đời sống người dân càng nâng cao, với mức thu nhập được cải thiện, nhu cầu về làm đẹp cũng được chú trọng đáng kể. Đây là cơ hội để ngành trang sức vàng, bạc ngày càng phát triển.

Tuy ngành công nghiệp trang sức vẫn là một ngành mới ở Việt Nam nhưng tốc độ tăng trưởng đang có chiều hướng tăng mạnh trong vài năm qua. Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, năm 2009 tốc độ tăng trưởng của ngành tăng 30% so với năm 2008. Hệ thống các cửa hàng, tiệm bán lẻ truyền thống dần chuyển thành các cửa hàng kinh doanh hiện đại.

PNJ và Bảo Tín Minh Châu là 2 thương hiệu lớn trong ngành trang sức Việt Nam. Hiện tại PNJ chiếm khoảng 26% thị phần nữ trang vàng và 67% thị phần nữ trang bạc.

Thị trường của PNJ tập trung chủ yếu ở các tỉnh phía Nam, còn Bảo Tín Minh Châu tập trung chủ yếu ở phía Bắc. Ngoài ra còn khoảng 8,000 doanh nghiệp nhỏ khác cùng tham gia trong lĩnh vực này.

Với sự phát triển và hội nhập của nền kinh tế Việt Nam, ngành nữ trang sẽ có nhiều cơ hội phát triển cả thị trường nội địa lẫn quốc tế. Với những thế mạnh mà không phải quốc gia nào cũng có, đó là lợi thế về nguồn nhân công rẻ, các nghệ nhân kim hoàn lại có tay nghề cao. Hiện tại sản phẩm của Việt Nam đã có thể cạnh tranh với các nước trong khu vực như: Indonesia, Malaysia...

### Xu hướng giá vàng

Kể từ đầu năm 2010 đến nay, giá vàng thế giới đã tăng khoảng 23.89% từ 1,130 USD/ounce lên 1,400 USD/ounce do tác động của nhiều yếu tố. Trước hết, những lo ngại về triển vọng tăng trưởng chậm lại của nền kinh tế toàn cầu đã làm tăng tính hấp dẫn của vàng. Sự bất ổn trên các thị trường tài chính, cũng như các chính sách ứng phó khủng hoảng kinh tế cũng là yếu tố có lợi cho giá vàng. Nhưng lo ngại về sự an toàn của các tài sản khác là yếu





tổ đầu tiên hậu thuẫn cho sự gia tăng của giá vàng và xu hướng này dường như đang trở nên rõ nét giữa lúc có những quan ngại về suy thoái kép vào năm 2011.

Các chuyên gia về thị trường nhận định lạc quan rằng giá vàng trung bình trong năm 2011 sẽ là 1,350 USD/ounce, so với mức tương ứng 1,205 USD/ounce của năm 2010. Hiện giá vàng đang đứng ở mức 1,382 USD/ounce (16/12/2010), nhiều chuyên gia dự báo giá vàng sẽ lập đỉnh 1,500 USD/ounce vào cuối năm 2011. Như vậy năm 2011, dự báo là năm kinh doanh khả quan đối với các doanh nghiệp kinh doanh vàng bạc.

## PHÂN TÍCH CẠNH TRANH

Mức độ cạnh tranh trong lĩnh vực kim hoàn khá cao.

Trải qua 20 năm kinh nghiệm, PNJ trở thành doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực kinh doanh trang sức Việt Nam.

### PHÂN TÍCH SWOT

Mức độ cạnh tranh trong lĩnh vực kim hoàn khá cao, không những chịu sự cạnh tranh của các doanh nghiệp trong nước mà còn chịu sự cạnh tranh gay gắt từ các tập đoàn nước ngoài (nhãn hiệu nữ trang nổi tiếng Kabana đến từ Mỹ, Garavelli từ Ý...) đang thâm nhập vào thị trường Việt Nam với những dòng sản phẩm cao cấp, mẫu mã đẹp.

Là một doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh nữ trang chuyên nghiệp, trong thời gian qua, PNJ đã không ngừng đầu tư phát triển trên tất cả các lĩnh vực từ đội ngũ nhân sự, quy trình quản lý, máy móc thiết bị, công nghệ... đặc biệt là xây dựng hệ thống phân phối rộng khắp cả nước nhằm khẳng định vị trí hàng đầu của mình trong ngành kinh doanh trang sức.

#### Điểm mạnh

- 20 năm kinh nghiệm, PNJ được mọi người biết đến là một doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực kinh doanh trang sức và là thương hiệu mạnh của Việt Nam.
- Hệ thống phân phối rộng khắp với 119 cửa hàng và 15 chi nhánh.
- PNJ tập trung đẩy mạnh đầu tư vào khâu phát triển công nghệ và nghiên cứu sản phẩm mới, chính vì vậy mà sản phẩm của PNJ luôn đáp ứng được nhu cầu ngày càng cao của người tiêu dùng, và dành nhiều giải thưởng như: Doanh nghiệp dẫn đầu hàng Việt Nam chất lượng cao, ... và được tạp chí Retail Asia bình chọn top 500 doanh nghiệp bán lẻ hàng đầu Châu Á- Thái Bình Dương.

#### Điểm yếu

- Nguyên vật liệu đầu vào của ngành kim hoàn là vàng, bạc, đá quý. Trong thời gian qua, giá vàng biến động mạnh làm cho gia tăng chi phí sản xuất, giảm nhu cầu tiêu dùng các mặt hàng nữ trang cao cấp.
- Hoạt động đầu tư tài chính chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tổng tài sản của công ty, tuy nhiên lợi nhuận từ hoạt động này không cao.
- Hầu hết các nguyên vật liệu sản xuất của công ty đều nhập khẩu, vì vậy sự biến động của tỷ giá sẽ ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của công ty.

#### Cơ hội

- Đời sống ngày càng nâng cao, người ta càng quan tâm hơn đến những trang sức làm đẹp có chất lượng và thương hiệu.
- Vàng ngoài việc được xem là hàng hóa cất giữ giá trị còn được xem là một kênh đầu tư đem lại tỷ suất sinh lợi cao cho nhà đầu tư. Vì vậy mảng kinh doanh vàng miếng sẽ đem lại doanh thu đáng kể cho PNJ.

#### Thách thức

- Mức độ cạnh tranh trong ngành khá cao.
- Trước tình hình khó khăn của nền kinh tế, người dân thắt chặt chi tiêu, nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm trang sức của PNJ sẽ giảm đáng kể.

## PHÂN TÍCH TĂNG TRƯỞNG

Mức tăng trưởng giữa doanh thu và lợi nhuận hàng năm của tương đối cao.

Năm 2009, PNJ đạt 10,256 tỷ đồng doanh thu vượt 128% kế hoạch năm (4,500 tỷ) tăng 145.43% so với cùng kỳ năm 2008 và đạt 219.8 tỷ LNST, tăng 66.71% so với cùng kỳ năm ngoái.

Sang năm 2010, 9 tháng đầu năm doanh thu hợp nhất của công ty đạt 10,971 tỷ đồng tăng 34.7% so với cùng kỳ và lợi nhuận sau thuế nhất đạt 186.45 tỷ đồng tăng 24.39% so với 9 tháng đầu năm 2009.

Các chỉ số ROE, ROA thể hiện hiệu quả sử dụng vốn của công ty liên tục tăng trong 3 năm qua.

### 1. Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận:

Chỉ tiêu tăng trưởng	2007	2008	2009	9T2010
Doanh Thu	33.03%	75.61%	145.43%	34.70%
Lợi nhuận sau thuế	279.38%	9.78%	62.86%	24.39%

Doanh thu của công ty chủ yếu đến từ kinh doanh vàng bạc đá quý chiếm trên 90% cơ cấu tổng doanh thu. Nhìn chung hoạt động kinh doanh của PNJ tăng trưởng tốt qua các năm. Giai đoạn 2006 – 2009, PNJ có tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận khá cao, bình quân đạt lần lượt 79% và 94%.

Năm 2008, có thể nói là một năm đầy khó khăn đối với cả Việt Nam và quốc tế, chúng ta đang lâm vào cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Tuy nhiên PNJ lại có một năm kinh doanh thành công rực rỡ. Doanh thu năm 2008 đạt 4,179 tỷ đồng tăng 75.61% so với cùng kỳ năm ngoái, LNST đạt 125.56 tỷ đồng tăng 9.78% so với năm 2007. PNJ có kết quả kinh doanh tốt như vậy là do PNJ tái tung vàng miếng Phượng Hoàng vào tháng 04/2008 và nhu cầu mua vàng miếng tích trữ ngày càng tăng trước những biến động bất ổn của tình hình kinh tế.

Năm 2009, mặc dù tình hình kinh tế vẫn tiếp tục khó khăn, đặt ra nhiều thách thức cho doanh nghiệp, nhưng kết quả kinh doanh cả năm của công ty vẫn rất khả quan, PNJ đạt 10,256 tỷ đồng doanh thu vượt 128% kế hoạch năm (4,500 tỷ) tăng 145.43% so với năm 2008 và đạt 204.49 tỷ LNST, tăng 62.86% so với năm ngoái.

Doanh thu tăng mạnh là do hoạt động xuất khẩu vàng vào quý 1/2009 đã đem về cho PNJ một khoảng doanh thu lớn 3,450 tỷ đồng chiếm 33.6% doanh thu cả năm 2009. Doanh thu tăng trưởng cao, nhưng lợi nhuận sau thuế chỉ tăng trưởng 62.68% do mảng kinh doanh vàng miếng có lợi nhuận gộp khá thấp, tỷ suất lợi nhuận biên của vàng miếng xuất khẩu là 0.3%, tỷ suất lợi nhuận biên vàng miếng bán trong nước 0.4%. Trong khi đó, doanh thu của mảng kinh doanh vàng miếng lại chiếm khoảng 68% cơ cấu doanh thu năm 2009, vì vậy tỷ suất lợi nhuận biên cả năm 2009 là 4.88%, giảm so với mức 8.4% năm 2008.

Sang năm 2010, 9 tháng đầu năm doanh thu hợp nhất của công ty đạt 10,971 tỷ đồng tăng 34.7% so với cùng kỳ và lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 186.45 tỷ đồng tăng 24.39% so với 9 tháng đầu năm 2009. Trong đó doanh thu từ xuất khẩu vàng miếng chiếm trên 50% doanh thu của toàn công ty đạt 5,728 tỷ đồng với tỷ lệ lợi nhuận biên là 0.3% khá thấp, kinh doanh vàng miếng trong nước đóng góp 2,537 tỷ đồng, và dòng trang sức vàng chiếm khoảng 94% doanh thu từ kinh doanh nữ trang của công ty dự kiến sẽ đem về 2,056 tỷ đồng tăng 32% so với cùng kỳ.

### 2. Khả năng sinh lời:

	2006	2007	2008	2009	9T2010
LN gộp / DT	9.50%	8.49%	8.38%	4.88%	3.71%
LNST /DT	1.69%	4.83%	3.16%	2.14%	2.00%
ROE	25.28%	12.21%	13.74%	20.63%	1.70%
ROA	5.37%	8.08%	7.46%	10.10%	16.01%

Tỷ lệ lợi nhuận biên của có xu hướng giảm qua các năm.

Tỷ trọng giá vốn hàng bán trên doanh thu của PNJ thường xoay quanh mức 91% và có xu hướng tăng nhẹ, tuy nhiên năm 2009 tỷ trọng này tăng mạnh lên 95.12%.

Tỷ lệ nợ của PNJ có xu hướng tăng dần qua các năm từ 31.72% năm 2007 lên 48.75% năm 2009, chủ yếu các khoản vay của công ty là vay ngắn hạn.

PNJ vẫn đảm bảo được khả năng thanh toán cho công ty khi tới hạn các khoản nợ.

Tỷ lệ lợi nhuận biên của công ty có xu hướng giảm qua các năm. Do tỷ trọng mảng kinh doanh vàng miếng ngày càng chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu doanh thu của công ty, tuy nhiên mảng kinh doanh này đem lại tỷ lệ lợi nhuận biên khá thấp vì vậy tỷ lệ lợi nhuận biên của công ty có xu hướng giảm.

Các chỉ số ROE, ROA thể hiện hiệu quả sử dụng vốn của công ty liên tục tăng trong 3 năm qua. ROE tăng từ 12.21% năm 2007 lên 20.63% năm 2009, ROA tăng từ 8.08% năm 2007 lên 10.1% năm 2009. Thể hiện hoạt động kinh doanh của PNJ khá hiệu quả đem lại tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản và vốn chủ sở hữu cao mặc dù trong giai đoạn này công ty tăng vốn khá nhanh. Tổng tài sản tăng 43% từ 1,416 tỷ đồng năm 2007 lên 2,026 năm 2009. Vốn chủ sở hữu tăng từ 936 tỷ đồng năm 2007 lên 991 tỷ đồng năm 2009.

### 3. Hiệu quả hoạt động:

	2006	2007	2008	2009	9T2010
GVHB/ DTT	90.50%	91.51%	91.62%	95.12%	96.29%
Chi phí BH/DTT	4.11%	3.61%	3.35%	1.81%	1.41%
Chi phí QLDN/DTT	0.71%	0.95%	1.13%	0.60%	0.48%

Tỷ trọng giá vốn hàng bán trên doanh thu của PNJ thường xoay quanh mức 91% và có xu hướng tăng nhẹ, tuy nhiên năm 2009 và 9 tháng đầu năm 2010, tỷ trọng này tăng mạnh lên 95.12% và 96.29% do doanh thu từ mảng kinh doanh vàng miếng tăng mạnh trong năm 2009 và 9 tháng đầu năm 2010 nhưng đem lại tỷ lệ lợi nhuận biên thấp, bên cạnh đó nguyên vật liệu đầu vào của PNJ chủ yếu vàng tăng giá mạnh qua các năm vì vậy tỷ lệ GVHB/DTT có xu hướng tăng.

Các tỷ trọng như chi phí bán hàng/doanh thu và chi phí quản lý/doanh thu đều có xu hướng giảm qua các năm. Tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu giảm từ 4.11% năm 2006 xuống còn 1.81% năm 2009 và tỷ trọng chi phí quản lý/ doanh thu giảm từ 0.71% năm 2006 xuống còn 0.6% năm 2009. Thể hiện khả năng kiểm soát tốt chi phí của PNJ.

### 4. Cơ cấu nguồn vốn:

	2006	2007	2008	2009	9T/2010
Tỷ lệ nợ (%)	78.74%	31.72%	42.71%	48.75%	46.10%
Tỷ lệ Nợ/VCSH (%)	370.41%	47.93%	78.68%	99.59%	87.72%
Nợ NH/Tổng nợ (%)	98.86%	84.81%	89.33%	88.08%	89.42%

Tỷ lệ nợ của PNJ có xu hướng tăng dần qua các năm từ 31.72% năm 2007 lên 48.75% năm 2009, chủ yếu các khoản vay của công ty là vay ngắn hạn và vàng từ ngân hàng Đông Á để tài trợ cho hàng tồn kho, giúp công ty giảm thiểu rủi ro khi giá vàng biến động.

Tỷ lệ nợ vay của công ty khá cao vì vậy lãi suất tăng sẽ ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động kinh doanh của PNJ.

### 5. Khả năng thanh toán:

	2006	2007	2008	2009	9T2010
Thanh toán NH	0.83	2.37	1.22	1.13	1.11
Thanh toán nhanh	0.09	2.29	1.12	0.53	0.33

Hệ số thanh toán ngắn hạn của công ty có xu hướng giảm qua các năm tuy

niên hệ số thanh toán của công ty vẫn luôn duy trì trên 1, vì vậy vẫn đảm bảo khả năng thanh toán cho công ty khi tới hạn các khoản.

Hệ số thanh toán nhanh có sự sụt giảm mạnh trong hai năm 2008-2009 do sự gia tăng mạnh của hàng tồn kho, tuy nhiên hàng tồn kho của PNJ chủ yếu là vàng vì vậy tính thanh khoản rất cao.

### TRIỂN VỌNG KINH DOANH

Ước tính doanh thu quý 4 đạt 12,780 tỷ đồng giảm 12.19% và lợi nhuận sau thuế đạt 32.9 tỷ đồng giảm 32.79% so với cùng kỳ năm 2009.

Năm 2010, đại hội đồng cổ đông của PNJ đã thông qua kế hoạch kinh doanh 2010 với các chỉ tiêu doanh thu toàn công ty tăng 15% đạt 11,794.7 tỷ đồng, LNST hợp nhất 247 tỷ đồng tăng 12.37% so với năm 2009. Cổ tức dự kiến 25%. Với kết quả 9 tháng đầu năm doanh thu và lợi nhuận đã hoàn thành 93% kế hoạch doanh thu và 75% kế hoạch lợi nhuận.

Dự kiến trong quý 4/2010 doanh thu và lợi nhuận của PNJ sẽ sụt giảm so với các quý trước và cùng kỳ năm ngoái do trong quý này PNJ giảm mạnh xuất khẩu vàng vì vậy mảng doanh thu từ hoạt động này sụt giảm mạnh. Ước tính doanh thu quý 4 đạt 12,780 tỷ đồng giảm 12.19% và lợi nhuận sau thuế đạt 32.9 tỷ đồng giảm 32.79% so với cùng kỳ năm 2009.

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2010 của PNJ đạt 12,780 tỷ đồng tăng 24.64% và lợi nhuận sau thuế đạt 219.4 tỷ đồng tăng 7.3% so với cùng kỳ năm 2009 vượt 6% kế hoạch doanh thu, tuy nhiên chỉ hoàn thành 89% kế hoạch lợi nhuận.

Theo HDQT, kết quả năm 2010 của PNJ ước đạt rất khả quan, với doanh thu chưa hợp nhất của năm nay là 12,497 tỷ đồng, tăng 30% so với cùng kỳ năm 2009. Đáng chú ý, lợi nhuận trước thuế chưa hợp nhất năm 2010 của PNJ đạt trên 251 tỷ đồng, tăng 15% so với năm 2009.

Trong tháng 12 này PNJ sẽ tung ra dòng sản phẩm mới Yabbling dành cho giới trẻ như ví, dây thắt lưng, vòng tay, vòng cổ... được làm bằng các hợp kim an toàn, hợp thời trang và giá khá thấp dưới 100,000 đồng/món. Ước tính dòng sản phẩm này sẽ đóng góp khoảng 75 tỷ đồng vào doanh thu 2011.

Giá vàng trong năm 2011 sẽ biến động mạnh, với xu hướng tăng tạo cơ hội cho PNJ tiếp tục gia tăng mảng doanh thu từ kinh doanh vàng miếng trong năm 2011.

Tuy nhiên vàng lại là nguyên liệu đầu vào của mảng kinh doanh trang sức, giá vàng tăng sẽ làm nhu cầu tiêu dùng các mặt hàng nữ trang do giá quá cao. Vì vậy để khắc phục ảnh hưởng của giá vàng, PNJ đã tung ra thị trường các mẫu nữ trang được làm bằng vàng ít tuổi hơn (hiện nay được ưa chuộng nhất là vàng 18K), giá cả hợp lý nên vẫn đảm bảo tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ở mảng kinh doanh này.

Hiện tại các khoản đầu tư tài chính của PNJ chưa đem lại lợi nhuận nhiều cho công ty. Tuy nhiên, nhiều khoản đầu tư hứa hẹn sẽ mang đến lợi nhuận cho công ty vào năm 2011 và những năm tiếp theo do hiệu quả từ các dự án đầu tư của công ty liên doanh và công ty con như đã trình bày phía trên.

Dựa trên các giả định đó chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2011 của PNJ sẽ đạt 14,276 tỷ đồng và 248.9 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế tăng 11.7% và 9.9% so với doanh thu và lợi nhuận ước tính năm 2010.

Kết quả kinh doanh 2011 được dự báo vẫn rất khả quan.



## BÁO CÁO TÀI CHÍNH CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÍ PHÚ NHUẬN

Đơn vị: Triệu đồng

Kết quả kinh doanh	2006	2007	2008	2009	2010E	2011F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,788,790</b>	<b>2,379,635</b>	<b>4,178,849</b>	<b>10,256,300</b>	<b>12,780,762</b>	<b>14,276,111</b>
Giá vốn hàng bán	1,618,937	2,177,500	3,828,809	9,755,445	12,292,005	13,723,625
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>169,853</b>	<b>202,135</b>	<b>350,040</b>	<b>500,855</b>	<b>488,757</b>	<b>552,485</b>
Chi phí bán hàng	73,478	85,839	140,192	185,513	181,811	207,004
Chi phí quản lý	12,728	22,535	47,245	61,079	67,313	85,657
Lợi nhuận tài chính	-56,234	28,977	-6,338	9,395	22,838	37,118
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	<b>27,413</b>	<b>122,738</b>	<b>156,265</b>	<b>263,658</b>	<b>262,471</b>	<b>296,943</b>
Lợi nhuận khác	6,760	7,812	10,245	11,062	13,782	14,276
Lợi nhuận trước thuế	34,173	130,550	166,510	274,720	276,253	311,219
Thuế thu nhập	4,023	15,537	34,647	54,888	54,713	62,244
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>30,150</b>	<b>114,382</b>	<b>125,563</b>	<b>204,492</b>	<b>219,426</b>	<b>241,350</b>
<b>EPS</b>	<b>3,015</b>	<b>3,813</b>	<b>4,185</b>	<b>5,112</b>	<b>3,657</b>	<b>4,023</b>

Cân đối kế toán	2006	2007	2008	2009	2010E	2011F
<b>Tổng tài sản</b>	<b>560,972</b>	<b>1,415,842</b>	<b>1,683,132</b>	<b>2,025,655</b>	<b>2,513,955</b>	<b>2,780,962</b>
Tài sản ngắn hạn	364,424	902,287	786,287	982,018	1,219,884	1,328,255
Tiền	23,160	653,883	617,517	274,966	349,689	384,271
Khoản phải thu	11,720	187,371	55,319	138,191	156,745	157,336
Hàng tồn	323,063	30,865	68,297	520,650	652,138	714,435
Đầu tư dài hạn	74,375	329,655	426,682	520,428	628,679	708,679
Tài sản cố định	38,160	50,172	311,766	362,828	461,427	517,491
<b>Tổng nợ</b>	<b>441,720</b>	<b>449,035</b>	<b>718,813</b>	<b>987,416</b>	<b>1,254,897</b>	<b>1,381,174</b>
Nợ ngắn hạn	436,677	380,847	642,102	869,679	1,106,017	1,224,838
khoản phải trả	115,053	95,975	171,912	201,755	254,582	279,618
Nợ dài hạn	5,043	68,188	76,711	117,737	150,880	167,490
Nợ khác	0	0	0	0	7,586	8,324
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>119,252</b>	<b>936,844</b>	<b>913,559</b>	<b>991,438</b>	<b>1,260,864</b>	<b>1,399,788</b>
Vốn điều lệ	100,000	300,000	300,000	399,999	599,999	599,999
Lợi nhuận giữ lại	15,374	88,836	21,421	52,345	121,771	260,695
<b>Nguồn vốn</b>	<b>560,972</b>	<b>1,415,842</b>	<b>1,683,132</b>	<b>2,025,655</b>	<b>2,515,761</b>	<b>2,780,962</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2006	2007	2008	2009	2010E	2011F
<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>n/a</b>	<b>-67,988</b>	<b>324,148</b>	<b>45,534</b>	<b>58,614</b>	<b>186,946</b>
1. Lợi nhuận sau thuế	n/a	115,013	131,863	219,832	221,540	387,781
2. Khấu hao	n/a	9,973	36,066	41,018	47,736	61,423
3. Thay đổi về vốn kinh doanh	n/a	-177,660	113,388	-254,143	-259,045	-135,579
4. Tiền mặt kinh doanh khác	n/a	-15,314	42,831	38,827	48,384	56,213
<b>Tiền đầu tư</b>	<b>n/a</b>	<b>-302,342</b>	<b>-392,817</b>	<b>-102,483</b>	<b>-63,892</b>	<b>-69,929</b>
1. Chi vốn đầu tư	n/a	-62,726	-300,793	-102,469	-89,523	-90,560
2. FCF	n/a	-130,714	23,355	-56,935	-30,909	96,386
3. Đầu tư bằng nguồn tiền khác	n/a	-239,616	-92,024	-14	25,631	20,631
<b>Tiền hoạt động tài chính</b>	<b>n/a</b>	<b>688,920</b>	<b>28,748</b>	<b>121,606</b>	<b>80,000</b>	<b>-82,435</b>
1. Chi cổ tức	n/a	-16,755	-129,829	-101,004	-150,000	-154,104
2. Chi quản lý tài chính khác	n/a	705,675	158,577	222,610	230,000	71,669
<b>Phát sinh tiền mặt trong kỳ</b>	<b>n/a</b>	<b>318,590</b>	<b>-39,921</b>	<b>64,657</b>	<b>74,723</b>	<b>34,582</b>
<b>Tiền mặt đầu kỳ</b>	<b>n/a</b>	<b>23,160</b>	<b>653,883</b>	<b>617,517</b>	<b>274,966</b>	<b>349,689</b>
<b>Tiền mặt cuối kỳ</b>	<b>n/a</b>	<b>653,883</b>	<b>617,517</b>	<b>274,966</b>	<b>349,689</b>	<b>384,271</b>

Phân tích tỷ lệ	2006	2007	2008	2009	2010E	2011F
<b>Tăng trưởng(%)</b>						
Doanh thu	n/a	33.03%	75.61%	145.43%	24.61%	11.70%
Lợi nhuận gộp	n/a	19.01%	73.17%	43.09%	-2.42%	13.04%
Lợi nhuận kinh doanh	n/a	347.74%	27.32%	68.72%	-0.45%	13.13%
Lãi sau thuế	n/a	279.38%	9.78%	62.86%	7.30%	9.99%
<b>Phân tích khả năng lợi nhuận (%)</b>						
Tỷ lệ lợi nhuận biên	9.50%	8.49%	8.38%	4.88%	3.82%	3.87%
Tỷ lệ LN HĐKD/DTT	1.53%	5.16%	3.74%	2.57%	2.05%	2.08%
Tỷ lệ lãi sau thuế/DTT	1.69%	4.83%	3.16%	2.14%	1.73%	1.74%
ROA	5.37%	8.08%	7.46%	10.10%	8.73%	8.68%
ROE	25.28%	12.21%	13.74%	20.63%	17.40%	17.24%
<b>Khả năng thanh toán</b>						
Tỷ lệ nợ / VCSH	370.41%	47.93%	78.68%	99.59%	99.53%	98.67%
Tỷ lệ nợ / Tổng tài sản	78.74%	31.72%	42.71%	48.75%	49.92%	49.67%
Tỷ lệ nợ NH/ Tổng nợ	98.86%	84.81%	89.33%	88.08%	88.14%	88.68%
<b>Phân tích tỷ lệ khác</b>						
Số ngày tồn kho	72	29	5	11	17	18
Số ngày phải thu	2	15	10	3	4	3
Số ngày phải trả	26	17	13	7	7	6

### **KHUYẾN CÁO**

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán Miền Nam (MNSC) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng MNSC không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này.

Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Miền Nam (MNSC). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của MNSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

### **MNSC RESEARCH**

Cố vấn	: Jerry Chen	<a href="mailto:jerry.c@capital.com.tw">jerry.c@capital.com.tw</a>
Trưởng phòng	: Tô Bình Quyền	<a href="mailto:quyen.to@miennamstocks.com.vn">quyen.to@miennamstocks.com.vn</a>
Chuyên viên phân tích	: Dương Thị Thu Thảo	<a href="mailto:thao.duong@miennamstocks.com.vn">thao.duong@miennamstocks.com.vn</a>
	: Đặng Thị Khánh Duyên	<a href="mailto:duyen.dang@miennamstocks.com.vn">duyen.dang@miennamstocks.com.vn</a>
	: Huỳnh Thị Diệu Linh	<a href="mailto:linh.huynh@miennamstocks.com.vn">linh.huynh@miennamstocks.com.vn</a>
	: Lê Thị Thạch Thảo	<a href="mailto:thao.le@miennamstocks.com.vn">thao.le@miennamstocks.com.vn</a>
	: Lê Thị Tú Uyên	<a href="mailto:uyen.tu@miennamstocks.com.vn">uyen.tu@miennamstocks.com.vn</a>

### **LIÊN HỆ**

#### **PHÒNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MIỀN NAM**

Địa chỉ: 28 – 30 – 32 Nguyễn Thị Nghĩa, Q.1, Tp.HCM

Tel: (848) 2556518 – Fax (848) 2556519

Email: [ppt-mnsc@miennamstocks.com.vn](mailto:ppt-mnsc@miennamstocks.com.vn)

Website : [www.mnsc.vn](http://www.mnsc.vn)