

PNJ (HSX)

CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN

HÀNG TIÊU DÙNG

MUA

DÀI HẠN

ĐỊNH GIÁ

33.000

Chuyên viên: Võ Thu Thủy

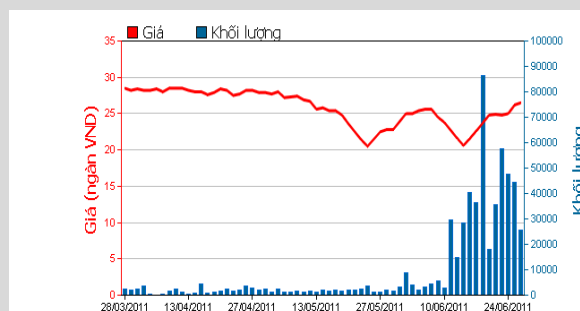
Email: thuy.vt@vpsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 313

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (28/06/2011)	26.600
Giá cao nhất (52 tuần)	59.000
Giá thấp nhất (52 tuần)	20.500
Số CP đang lưu hành	59.998.433
KLGDBQ/phiên (1 tháng gần nhất)	228.551
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.590
Trailing P/E (x)	7,5
Forward P/E 2010 (x)	6,5
P/BV (31/03/2010)	1,4

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đơn vị: tỷ đồng	2009	2010	2011P	2011E
DT	10.256	13.752		8.850
LNTT	275	264		305
LNST	205	213	245	245
VĐL	300	600	600	600
TTS	2.026	2.464		2.270
VCSH	956	1.047		1.142
ROA	10,1%	8,7%		10,8
ROE	20,7%	21,1%		21,5
EPS (VND)	3.408	3.533		4.089
GTSS (VND)	31.866	17.450		19.033
Tỷ lệ cổ tức	25%	25%	25%	25%

Nguồn: BCTC PNJ, Rong Viet Securities ước tính

Trên cơ sở những phân tích và dự phóng thận, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu PNJ khoảng 33.000 đồng/cp (tương đương mức vốn hóa là 1.980 tỷ đồng), cao hơn xấp xỉ 24% so với giá tham chiếu ngày 28/06/2011. Chúng tôi nhận định mức giá thị trường hiện tại của PNJ là tương đối hấp dẫn đối với các nhà đầu tư giá trị có mục tiêu nắm giữ cổ phiếu trong dài hạn.

PNJ là doanh nghiệp đi đầu trong ngành sản xuất nữ trang nội địa với kết quả sản xuất kinh doanh tăng trưởng ổn định từ năm 2007 đến nay. Cụ thể, doanh thu, lợi nhuận sau thuế và tổng tài sản của PNJ tăng đều đặn trong 4 năm gần đây, ngay cả trong bối cảnh kinh tế vĩ mô gặp nhiều khó khăn. Song song với đó, các chỉ số sinh lời ROE và ROA cũng được cải thiện theo xu hướng chủ yếu năm sau cao hơn năm trước.

Lợi nhuận năm 2011 của PNJ được dự báo tiếp tục tăng so với năm 2010. Năm nay, lợi nhuận sau thuế của PNJ (không tính đến hoạt động xuất khẩu vàng 24K) được ước tính khoảng 245 tỷ đồng, tăng 15% so với năm ngoái.

Cổ phiếu PNJ có tỉ lệ chia cổ tức bằng tiền mặt khá hấp dẫn. Cụ thể từ năm 2007-2010 mức chia cổ tức tiền mặt của PNJ ở mức từ 21% đến 30% mệnh giá và dự kiến năm 2011 là 25%.

Đội ngũ lãnh đạo và uy tín thương hiệu là hai thế mạnh lớn của PNJ. Đây là công ty có đội ngũ lãnh đạo gắn bó lâu dài và nắm giữ lượng lớn cổ phiếu. Bên cạnh đó, thương hiệu PNJ cũng đã có vị trí đứng vững chắc trên thị trường trang sức Việt Nam (đặc biệt là miền Nam và miền Trung) với thị phần nữ trang vàng khoảng 25% và nữ trang bạc khoảng 80%.

Năng lực sản xuất của PNJ còn rất dồi dào và khả năng phân phối tốt. PNJ đang sở hữu một nhà máy chế tác nữ trang với công suất khoảng 3 triệu sản phẩm mỗi năm và hiện doanh nghiệp chỉ đang khai thác 80% công suất. Cuối năm nay dự kiến nhà máy mới với công suất khoảng 5 triệu sản phẩm sẽ hoàn thành và đưa vào hoạt động thay thế cho nhà máy hiện tại. Đồng thời, với hệ thống 145 điểm bán lẻ và hơn 3.000 bạn hàng sỉ trên cả nước khả năng cung ứng sản phẩm đến tay người tiêu dùng của PNJ xem như được đảm bảo.

Dự báo nhu cầu về các sản phẩm của PNJ, đặc biệt là nữ trang vàng và bạc sẽ còn tăng theo thời gian. Với tốc độ phát triển kinh tế cũng như dân số cao (GDP năm 2011 dự kiến tăng 6,5%) cộng với cơ cấu dân số trẻ thì nhu cầu về trang sức làm đẹp của người dân được nhận định sẽ ngày càng tăng. Thêm vào đó, việc PNJ phát triển nhiều nhóm sản phẩm ở tất cả các phân khúc thị trường sẽ giúp cho công ty đáp ứng các nhu cầu đa dạng của người tiêu dùng.

Kết quả kinh doanh 5 tháng đầu năm của PNJ khá khả quan. Cụ thể, doanh thu chưa hợp nhất của công ty là 5.204 tỷ đồng, đạt 65% so với kế hoạch năm và tăng 24% so với cùng kỳ. Lợi nhuận trước thuế chưa hợp nhất đạt 150,1 tỷ đồng, hoàn thành 50,84% so với kế hoạch năm và tăng 36% so với cùng kỳ.

Rủi ro: Rủi ro kinh doanh đặc thù của PNJ là sự biến động của giá vàng, nguyên liệu chính của ngành nữ trang. Giá vàng tăng cao dẫn đến sự thiếu hụt đầu vào và sự thu hẹp lực cầu đầu ra trên thị trường. Mặt khác, cạnh tranh trong thời gian tới dự kiến sẽ càng tăng khi các doanh nghiệp trong ngành bắt đầu mở rộng hơn mảng kinh doanh nữ trang khi kinh doanh vàng miếng định hướng bị thu hẹp.

CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN

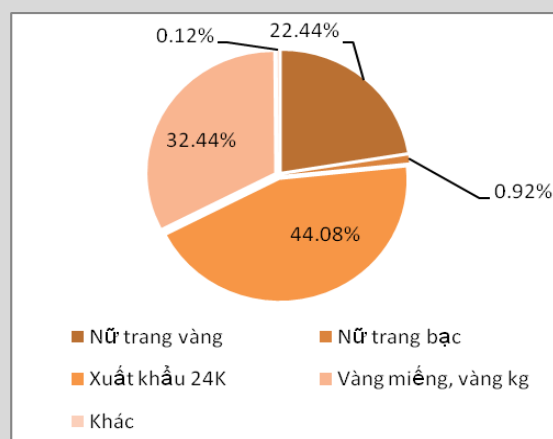
170E Phan Đăng Lưu, Phú Nhuận, Tp. HCM

ĐT: 08. 39951703

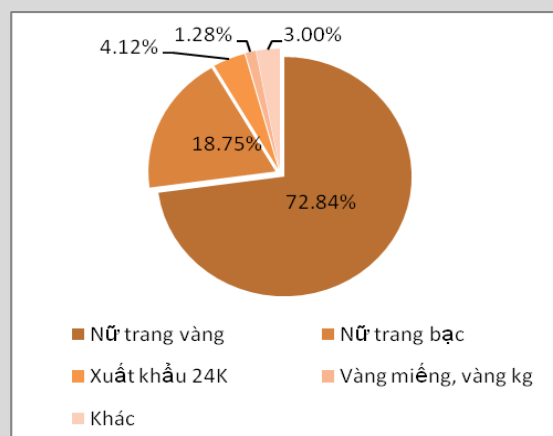
Fax: 08. 39951702

Website: www.pnj.vn**Thành lập** Năm 1988**Cổ phần hóa** Năm 2009**Quản trị - Điều hành**

- Cao Thị Ngọc Dung, CT. HĐQT - TGĐ
- Nguyễn Vũ Phan, PCT. HĐQT - PTGD
- Nguyễn Thị Cúc, TV. HĐQT - PTGD
- Nguyễn Thị Ngọc, TV. HĐQT
- Bùi Việt, TV. HĐQT
- Lê Hữu Hạnh, PTGD
- Nguyễn Tuấn Quỳnh, PTGD

Cơ cấu doanh thu 2010

Nguồn: BCKQSXKD 2010 PNJ

Cơ cấu lãi gộp 2010

Nguồn: BCKQSXKD 2010 PNJ

Công ty cổ phần vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ) được thành lập vào năm 1988, cổ phần hóa năm 2004 và niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp.Hồ Chí Minh năm 2009.

Đội ngũ lãnh đạo của công ty đã có quá trình gắn bó lâu dài trên 20 năm và nắm giữ lượng lớn cổ phiếu của PNJ. Cụ thể, đội ngũ quản trị của PNJ đang nắm khoảng 12,51% vốn điều lệ. Ngoài ra, đây cũng là những người có kinh nghiệm và có tâm huyết với sự phát triển của PNJ nói riêng và của ngành nữ trang Việt Nam nói chung.

Hoạt động kinh doanh**Sản phẩm chính – năng lực sản xuất**

PNJ được biết đến là doanh nghiệp đi đầu với hơn 20 năm kinh nghiệm trong ngành kim hoàn ở Việt Nam với sản phẩm chính là các loại nữ trang vàng, bạc. Bên cạnh đó, Công ty cũng bước đầu lấn sân sang các lĩnh vực khác như nguyên liệu (gas và vỏ bình gas), thủy hải sản nhưng chưa đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh thời gian qua, các khoản đầu tư này đã và đang được PNJ thanh lý để tập trung vào hoạt động kinh doanh chính.

Hoạt động kinh doanh vàng bạc đá quý của PNJ bao gồm việc sản xuất và kinh doanh nữ trang vàng, nữ trang bạc, vàng miếng, vàng 24k, đồng hồ, xuất khẩu (vàng hoặc trang sức) và các dịch vụ khác chẳng hạn như gia công cho các thương hiệu nước ngoài, dịch vụ kiểm định. Trong đó, nữ trang vàng là nhóm hàng đóng góp hàng đầu vào lợi nhuận của PNJ, tiếp đến là nữ trang bạc, và nhóm vàng miếng, vàng 24k. Trong 2 năm trở lại đây, do có sự chênh lệch giữa giá vàng trong nước và giá vàng thế giới nên hoạt động xuất khẩu vàng đã có đóng góp đáng kể vào doanh thu và lãi gộp của PNJ. Tuy nhiên, đây là nguồn thu không ổn định, khó dự báo.

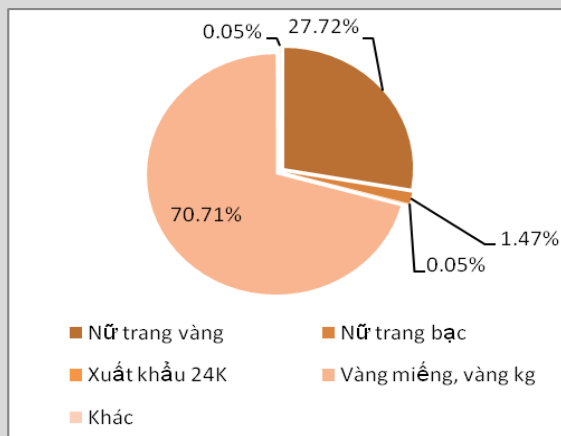
Hoạt động kinh doanh nữ trang

Khác với một số doanh nghiệp lớn khác trong ngành, PNJ chọn hướng đi kinh doanh nữ trang với mục tiêu nguồn gốc lợi nhuận đến từ giá trị gia tăng trên các sản phẩm trang sức. Cách thức vay vàng để kinh doanh giúp Công ty triệt tiêu những biến động của giá vàng, thời gian qua, đồng thời hầu như cũng không được hưởng lợi khi giá vàng tăng mạnh.

PNJ đang sở hữu các nhãn hiệu trang sức có uy tín và đăng cấp tại VN, gồm có trang sức vàng PNJ và trang sức bạc PNJ Silver (mới ra đời từ năm 2001). Có thể thấy tham vọng bao phủ khắp các phân khúc thị trường từ bình dân đến cao cấp của PNJ thông qua danh mục sản phẩm: trang sức cao cấp CAO Fine Jewellery, PNJ, JEMMA, YABLING...Tuy nhiên, ngoài thương hiệu PNJ, chiến lược phát triển các nhãn hiệu khác chưa mang đến kết quả cụ thể.

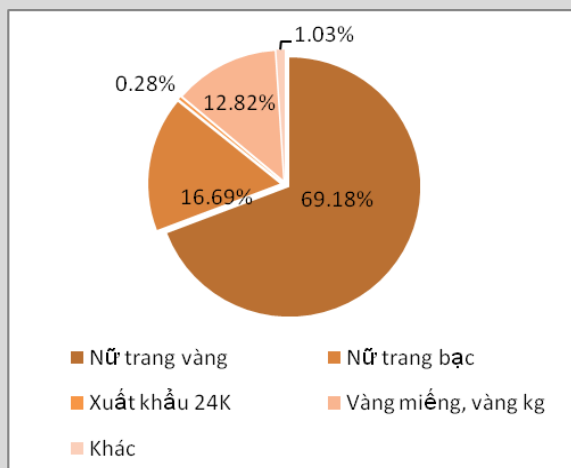
Sản phẩm nữ trang của PNJ chủ yếu được phân phối trong nước qua hai kênh sỉ và lẻ và một phần xuất khẩu. Kênh sỉ là các cửa hàng vàng bạc đá quý ở các tỉnh thành trong cả nước, chủ yếu tập trung ở 4 thành phố lớn là Hồ Chí Minh, Hà Nội, Đà Nẵng và Cần Thơ. Kênh lẻ là các cửa hàng của PNJ. Hiện tại, PNJ đang sở hữu 145 cửa hàng bán lẻ và hơn 3000 bạn hàng sỉ.

Cơ cấu doanh thu quý 1/2011



Nguồn: PNJ

Cơ cấu lãi gộp quý 1/2011



Nguồn: PNJ

Trong 2 năm qua, nhóm sản phẩm trang sức vàng đóng góp cho PNJ khoảng 23% doanh thu và hơn 73% lợi nhuận gộp. Tỷ suất sinh lời bình quân của nhóm này là 12%. Trong đó, kênh sỉ và lẻ chiếm tỷ lệ doanh thu tương đối gần bằng nhau, khoảng 48%, còn kênh xuất khẩu chiếm tỷ lệ không đáng kể, khoảng 2,8%. Xét về khả năng sinh lời thì kênh lẻ chiếm ưu thế áp đảo, với tỷ suất lợi nhuận trên 21% trong khi tỷ lệ này ở kênh phân phối sỉ chỉ ở mức 2%.

Nhóm trang sức bạc mang đến cho PNJ chỉ xấp xỉ 1% doanh thu, nhưng lại có tỷ suất sinh lời khá cao, trên 70%, và đóng góp khoảng 19% lợi nhuận gộp của công ty trong 2 năm qua. Sản phẩm trang sức bạc của PNJ chủ yếu tiêu thụ trong nước.

Sản lượng nữ trang năm 2010 của PNJ là khoảng 2,3 triệu sản phẩm, tăng 15,6% so với năm 2009. Đồng thời, doanh thu từ hai nhóm sản phẩm này của PNJ tăng trưởng khoảng 35%.

Về năng lực sản xuất, hiện nay PNJ đang sở hữu một nhà máy chế tác nữ trang với tổng công suất là khoảng 3 triệu sản phẩm mỗi năm ở số 170E Phan Đăng Lưu, Phú Nhuận. Công ty cũng đang mở rộng năng lực hoạt động bằng cách xây dựng thêm một xưởng chế tác nữ trang mới tại đường Dương Quảng Hàm, quận Gò Vấp. Dự án có công suất khoảng 5 triệu sản phẩm mỗi năm với vốn đầu tư khoảng 100 tỉ, đã được khởi công cuối tháng 4 năm 2011 và dự kiến hoàn thành vào cuối năm nay.

PNJ được đánh giá là doanh nghiệp nữ trang có năng lực cung cấp hàng đầu Việt Nam với công nghệ sản xuất nữ trang tiên tiến nhất trên thế giới trong tất cả các lĩnh vực như dây chuyền máy, hàng đúc, hàng dập và chế tác. Công nghệ này được hỗ trợ bởi hệ thống máy móc hiện đại nhất hiện nay như máy tạo mẫu Laze & UV, máy CNC, máy xi mạ và các loại máy khác.

Hoạt động kinh doanh vàng miếng và xuất khẩu vàng 24k

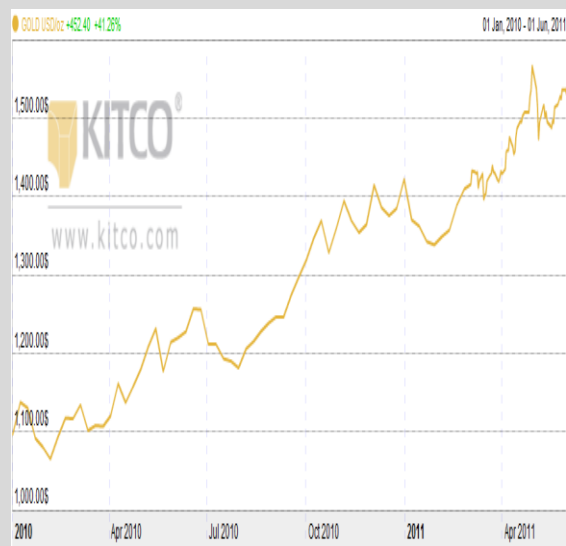
Mảng kinh doanh này được xem là nhằm tận dụng nguồn lực và đa dạng sản phẩm cung cấp ra thị trường. Nhân hiệu vàng miếng Phụng Hoàng ra đời từ 1991 và được tái tung thành thương hiệu vàng miếng Phụng Hoàng PNJ – ĐôngA Bank vào năm 2008. Riêng hoạt động xuất khẩu vàng phụ thuộc vào hai nhân tố quan trọng là diễn biến giá cả vàng trong nước và thế giới, và chính sách quản lý xuất khẩu vàng của nhà nước.

Doanh thu hai hoạt động này thường chiếm tỷ trọng lớn nhưng tỷ suất lợi nhuận lại thấp, khoảng 0,14% đối với vàng miếng và 1% đối với vàng 24K xuất khẩu. Cụ thể, năm 2010 hoạt động kinh doanh vàng miếng, vàng 24K mang về cho PNJ 4,243 tỷ đồng doanh thu và 5,8 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Trong khi hoạt động xuất khẩu vàng mang về 5,765 tỷ đồng doanh thu và 18,6 tỷ đồng lợi nhuận gộp.

Nguyên liệu

Nguyên liệu thô chính của PNJ là vàng, chiếm khoảng 90% giá vốn hàng bán. Trong năm vừa qua, giá vàng biến động tăng bất thường dẫn đến chi phí đầu vào của PNJ cũng tăng mạnh. So với năm 2009, giá vàng tại thời điểm cuối năm 2010 đã tăng 36%.

Trong thời gian tới, việc ra đời của thông tư 22 quy định về huy động và sử

Đồ thị giá vàng thế giới 2010-05/2011

Nguồn: www.kitco.com.vn

dụng vốn bằng vàng của các ngân hàng thương mại sẽ có ảnh hưởng khó khăn đến các doanh nghiệp nữ trang. Tuy nhiên, trước mắt điều này chưa tác động đến PNJ do doanh nghiệp đã ký các hợp đồng tín dụng vay vàng với các ngân hàng tới năm 2013. Bên cạnh đó, công ty đã xây dựng chiến lược phát triển linh hoạt, thích ứng với nhiều thay đổi trên thị trường. Chẳng hạn, khi các hợp đồng tín dụng vay vàng được tất toán dẫn đến nguồn cung vàng nguyên liệu bị hạn chế thì PNJ sẽ chuyển sang áp dụng chính sách bán hàng món, sản xuất những dòng hàng thấp tuổi.

Vị thế công ty

Trong lĩnh vực vàng bạc đá quý, thế mạnh của PNJ nằm ở mảng kinh doanh trang sức. PNJ hiện đang chiếm lĩnh thị trường khu vực phía Nam và miền Trung với thị phần nữ trang vàng khoảng 20-25% và nữ trang bạc là khoảng 80%. Ở thị trường miền Bắc (Hà Nội) thì Bảo Tín Minh Châu chiếm thị phần chi phối. Ở mảng kinh doanh vàng miếng, thị phần của PNJ không đáng kể so với đơn vị dẫn đầu ngành là CTCP vàng bạc đá quý Sài Gòn (SJC) chiếm hơn 90% thị phần cả nước.

Hiện tại, PNJ đang theo đuổi chiến lược phát triển các dòng sản phẩm ở tất cả các phân khúc của thị trường nữ trang, từ nhãn hàng CAO Fine Jewellery và JEMMA được định hướng cạnh tranh với các nhãn hàng quốc tế đến Yabbling tại phân khúc thấp. Tính đến thời điểm hiện nay thì điểm mạnh nhất của PNJ là ở phân khúc thị trường trung cấp với hai thương hiệu là PNJ Gold và PNJ Silver.

Trong thời gian tới, do ảnh hưởng của Nghị định 11 của chính phủ về quản lý mua bán vàng miếng trên thị trường tự do, các doanh nghiệp trong ngành có khả năng sẽ chuyển nguồn lực từ vàng miếng sang trang sức nên dự báo hoạt động kinh doanh của PNJ sẽ chịu sự cạnh tranh gay gắt hơn.

Tiềm năng tăng trưởng

Như đã đề cập ở trên, hiện nay PNJ đang sở hữu một nhà máy chế tác nữ trang với công suất khoảng 3 triệu sản phẩm mỗi năm và doanh nghiệp đang khai thác khoảng 80% công suất (2,3 triệu sản phẩm). Tiềm năng tăng trưởng dài hạn của PNJ có thể thấy ở năng lực sản xuất dồi dào khi dự án nhà máy mới với công suất 5 triệu sản phẩm mỗi năm được đưa vào hoạt động thay thế cho nhà máy cũ vào đầu năm 2012.

Bên cạnh đó, trong dài hạn chiến lược phát triển các dòng sản phẩm ở tất cả các phân khúc thị trường sẽ giúp cho PNJ đáp ứng nhu cầu đa dạng của người tiêu dùng. Với tốc độ phát triển của nền kinh tế Việt Nam như hiện nay thì thu nhập của người dân đang ngày càng được nâng cao và do đó nhu cầu về các sản phẩm trang sức sẽ luôn tăng theo thời gian.

Rủi ro kinh doanh

Rủi ro kinh doanh đặc thù của PNJ là sự biến động của giá vàng, nguyên liệu chính cho hoạt động sản xuất và kinh doanh nữ trang của PNJ. Giá vàng tăng cao dẫn đến sự thiếu hụt đầu vào và sự thu hẹp lực cầu đầu ra trên thị trường. Mặt khác, doanh nghiệp cũng chịu ảnh hưởng của tỉ giá cho hoạt động nhập khẩu nguyên liệu và hoạt động xuất khẩu vàng và trang sức.

Hoạt động đầu tư tài chính (31/12/2010)

	Giá trị đầu tư (tỷ)	Giá mua (đồng/cổ)	% sở hữu (%)
Công ty con	80.000		
Vinagas	70.000	10.000	70
Thời trang CAO	10.000		100
Công ty liên kết	230.475		
SFC	138.609	26.920	49,99
Địa ốc Đông Á	91.866	10.000	30,62
Đầu tư cổ phiếu	485.988		
Quê hương Liberty	40.833	49.000	2,6
Ngân hàng Đông Á	356.775	10.298	7,7
Saigon M&C	65.380	25.000	5
Địa ốc Kinh Đô	23.000	115.000	3,33
Trái phiếu, khác	11.756		
Tổng	808.219	17.386	

Nguồn: BCKQSXKD 2010 PNJ

Chỉ tiêu tăng trưởng

	2008	2009	2010
Doanh thu	76%	145%	34%
LNTT	28%	65%	-4%
LNST	10%	63%	4%
Tổng tài sản	19%	20%	22%
Vốn chủ sở hữu	-2%	9%	7%

Nguồn: BCTC PNJ

Khả năng sinh lợi

	2008	2009	2010
LN Gộp/DT	8,4%	4,9%	3,9%
LN HKKD/DT	3,9%	2,5%	1,6%
LNST/DT	3%	2%	1,6%
ROA	7,5%	10,1%	8,7%
ROE	13,7%	20,7%	20,1%

Nguồn: BCTC PNJ

Đầu tư tài chính

Đầu tư tài chính có giá trị lớn trong cơ cấu tài sản của PNJ với giá trị đầu tư hiện tại khoảng 800 tỉ đồng, chiếm 32% tổng tài sản.

Trong năm 2010, PNJ thu về khoản lợi nhuận khoảng 21 tỷ đồng từ các công ty liên kết và một khoản cổ tức khoảng 40 tỉ đồng. Trong năm, công ty đã chuyển nhượng toàn bộ phần vốn của mình trong công ty Hải sản SG với khoản lãi từ thanh lý là 3,2 tỷ đồng.

PNJ đang có kế hoạch thu hẹp mảng hoạt động đầu tư tài chính, cụ thể là công ty đang lên kế hoạch bán cổ phần tại CTCP năng lượng Đại Việt, CTCP địa ốc Kinh Đô, CTCP địa ốc Sài Gòn M&C. Theo dự tính, khoản thu từ thanh lý các khoản đầu tư này được kỳ vọng là 160 tỉ. Theo thông tin từ PNJ, đến thời điểm này công ty đã tìm được đối tác mua lại cổ phần tại Đại Việt, với ước tính khoản lãi là 30% từ hoạt động thanh lý này.

Trong cơ cấu đầu tư tài chính của PNJ thì khoản đầu tư vào ngân hàng Đông Á chiếm tỉ lệ lớn nhất, xấp xỉ 360 tỉ đồng. Việc sở hữu gần 8% vốn điều lệ của ngân hàng Đông Á sẽ tạo thuận lợi cho PNJ trong việc huy động vốn phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh chính. Ngoài ra, theo nhận định của chúng tôi thì tiềm năng tăng giá trị của khoản đầu tư này trong tương lai là rất đáng kể; đặc biệt khi ngân hàng Đông Á tiến hành niêm yết trên sàn chứng khoán.

Tình hình tài chính**Chỉ tiêu tăng trưởng**

Doanh thu, lợi nhuận sau thuế và tổng tài sản của PNJ đều tăng qua các năm về mặt trị số tuyệt đối, nhưng tốc độ tăng trưởng không ổn định và có phần chững lại trong năm 2010.

Nguyên nhân của sự thất thường này là do ảnh hưởng từ doanh thu của hoạt động xuất khẩu vàng 24K. Trong 2 năm 2009 và 2010, hoạt động này đóng góp 36% và 45% vào doanh thu của PNJ dẫn đến sự tăng trưởng đột biến của doanh thu.

Tổng tài sản trong năm tăng trưởng 21,6% trong khi đó vốn chủ sở hữu chỉ tăng 7% cho thấy một sự gia tăng đáng kể của lượng vốn vay và các khoản phải trả trong năm.

Khả năng sinh lời

Các chỉ số về hiệu quả sinh lời của PNJ từ năm 2007 đều theo xu hướng giảm dần. Chẳng hạn như tỉ suất lợi nhuận gộp/doanh thu năm 2007 là 8,5% đã giảm xuống còn 3,9% năm 2010. Tỉ suất lợi nhuận sau thuế/doanh thu giảm từ 4,8% xuống 1,6% trong giai đoạn 2007-2010. Điều này chủ yếu do thay đổi trong cơ cấu doanh thu. Hoạt động xuất khẩu vàng 24K mang lại doanh thu cao nhưng tỉ suất sinh lời thấp, dưới 1%, nên đã dẫn đến sự biến đổi lớn của các tỷ suất sinh lời chung.

Nếu xét riêng các hoạt động kinh doanh nữ trang vàng, bạc và vàng miếng thì khả năng sinh lời vẫn ổn định. Cụ thể, như đã đề cập ở trên tỷ lệ lãi gộp trên doanh thu của nhóm nữ trang vàng dao động ở mức 12%, nữ trang bạc là 70%

Khả năng thanh toán

	2008	2009	2010
Khả năng thanh toán hiện hành	1,22	1,13	0,96
Khả năng thanh toán nhanh	1,12	0,53	0,35
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,00	0,35	0,28
Khả năng chi trả lãi vay	6,50	7,60	5,50

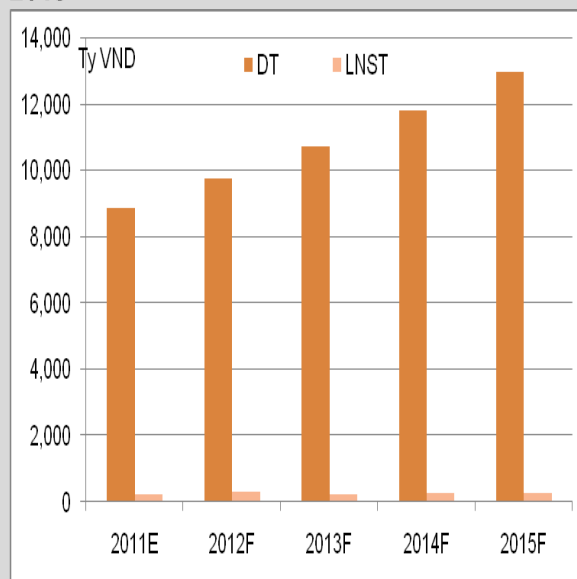
Nguồn: BCTC PNJ

Cấu trúc tài chính

	2008	2009	2010
Tổng nợ/TTS	42,7%	48,7%	55,8%
Vay ngắn hạn/TTS	27,9%	33,0%	38,6%
Vay dài hạn/TTS	1,0%	2,4%	3,3%
Vay ngắn hạn/VCSH	51,5%	67,4%	89,6%

Nguồn: BCTC PNJ

Dự phóng Doanh thu – Lợi nhuận 2011-2015



Nguồn: Rong Viet securities

và vàng miếng, vàng 24K là khoảng 0,14%. Các chỉ tiêu về ROE và ROA của PNJ đang trên đà tăng trưởng tốt, dù tốc độ có giảm nhẹ trong năm vừa qua.

Khả năng thanh toán

Đây là một điểm hạn chế trong năng lực tài chính của PNJ. Các chỉ tiêu của khả năng thanh toán ngắn hạn cũng như khả năng chi trả lãi vay của PNJ đều có xu hướng giảm từ năm 2007 đến nay.

Cấu trúc tài chính

Những năm gần đây, cấu trúc tài chính của công ty đang thay đổi theo xu hướng gia tăng tỉ trọng của các khoản nợ trong tổng nguồn vốn. Tỉ trọng nợ trong cơ cấu nguồn vốn của PNJ được nâng từ 31,72% năm 2007 lên 55,8% năm 2010; trong đó, vay ngắn hạn chiếm 38,6% còn vay dài hạn chỉ chiếm 3,3%. Nguyên nhân là do PNJ sử dụng vốn vay ngắn hạn để tài trợ cho hàng tồn kho (chủ yếu là vay vàng trong ngắn hạn). Hành động này khắc phục rủi ro từ biến động giá vàng nhưng sẽ làm tăng rủi ro từ lãi suất vay ngân hàng của doanh nghiệp. Tuy nhiên, theo thông tin chúng tôi có được PNJ thì hiện các hợp đồng vay vàng trị giá khoảng 700 tỉ của PNJ đã được ký với các ngân hàng với thời hạn tới năm 2013 và mức lãi suất cố định là khoảng từ 2 đến 2,5%. Vì vậy, Công ty không chịu rủi ro lãi suất leo thang trước mắt.

Ngoài ra, với cấu trúc tài chính như hiện đang tạm thời có sự mất cân đối vì có một phần tài sản dài hạn (khoảng 48 tỉ đồng) của PNJ đang được tài trợ bằng nguồn vốn ngắn hạn. Trong thời gian tới, việc thanh lý các khoản đầu tư tài chính dài hạn hiện có (khoản lợi nhuận dự kiến 180 tỉ) sẽ giúp doanh nghiệp giải quyết tình trạng này.

DỰ PHÓNG – ĐỊNH GIÁ

Dự phóng

Doanh thu – lãi gộp: Như đã đề cập ở trên, nữ trang vàng và nữ trang bạc là 2 nhóm sản phẩm chủ chốt đóng góp vào lãi gộp của PNJ. Năm 2011, PNJ đặt ra kế hoạch tăng trưởng chung toàn công ty là 15%; trong đó, nữ trang vàng là 15%, nữ trang bạc là 30%. Theo nhận định của người phân tích, so với mức tăng trên 35% của hai nhóm hàng này trong năm qua, cộng với kết quả kinh doanh của quý 1 khá khả quan thì mức tăng trưởng kế hoạch 2011 PNJ đưa ra là thận trọng và khả thi. Thêm vào đó, người phân tích cho rằng năm 2011 khoản thu từ hoạt động xuất khẩu vàng 24K của PNJ sẽ không đáng kể do 2 tác động: (1) thông tư 184 của Bộ Tài Chính quy định việc tăng thuế xuất khẩu vàng nguyên liệu dưới dạng nữ trang từ 0% lên 10% từ 01/01/2011 và (2) chênh lệch giá vàng trong nước và vàng thế giới đã có xu hướng bị thu hẹp, thậm chí hiện giá vàng thế giới còn thấp hơn giá vàng trong nước gần 350 ngàn đồng/lượng. Dựa trên những lập luận này, chúng tôi ước tính doanh thu năm 2011 của PNJ là 8.850 tỷ đồng, lãi gộp là 582 tỷ đồng. Bên cạnh đó, tuy nhà máy mới đi vào hoạt động sẽ làm tăng khả năng cung ứng sản phẩm của PNJ, nhưng do hiện nay công ty vẫn chưa sử dụng hết công suất của nhà máy cũ nên người phân tích nhận định mức tăng trưởng lãi gộp từ 2012-2015 sẽ khoảng 10%, tương đương với tỉ lệ này năm 2010.

Chi phí: Trên cơ sở loại trừ khoản doanh thu rất lớn từ hoạt động xuất khẩu

P/E forward một số công ty tiêu biểu trong ngành hàng tiêu dùng

Tên cổ phiếu	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	P/E forward
SBT	1.497	4,0
VCF	1.781	12,8
HVG	1.120	3,3
VHC	1.379	5,5
Trung bình		6,4

Nguồn: Stox, ngày 27/06/2011

vàng 24K, người phân tích ước tính tỉ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên doanh thu của PNJ năm 2011 sẽ là 3% và 0,9%. Bên cạnh đó, theo xu hướng, chúng tôi ước tính tỉ lệ 2 khoản chi phí này trên doanh thu từ 2012 sẽ giảm nhẹ 0,05% qua mỗi năm.

Lợi nhuận: Trong năm 2011 và 2012 lợi nhuận PNJ có khả năng sẽ có sự đóng góp từ khoản thanh lý cổ phần tại một số công ty con, công ty liên kết. Cụ thể, năm 2011 PNJ dự định bán công ty Vinagas, khoản tiền dự kiến thu về là 90 tỷ đồng (tỉ suất lợi nhuận khoảng 30%). Công ty cũng đang xúc tiến việc bán cổ phần của Sai gon M&C và Kinh Do land, với khoản thu ước tính khoảng 90 tỷ đồng. Dựa trên những dự phóng thận trọng, chúng tôi cho rằng năm 2011 PNJ sẽ đạt được mức lợi nhuận sau thuế là 245 tỷ đồng, tương đương với mức kế hoạch đã được công ty đưa ra.

Bảng cân đối kế toán: Dự án nhà máy mới có vốn đầu tư khoảng 100 tỷ đồng sẽ được tài trợ bằng nguồn vốn tự có của PNJ. Nhà máy hoàn thành vào cuối năm nay nên dự kiến tài sản cố định của doanh nghiệp trong năm cũng sẽ tăng một mức tương ứng.

Hàng tồn kho, các khoản phải thu và phải trả được dự báo sẽ tăng trưởng tương xứng với tốc độ tăng trưởng của doanh thu.

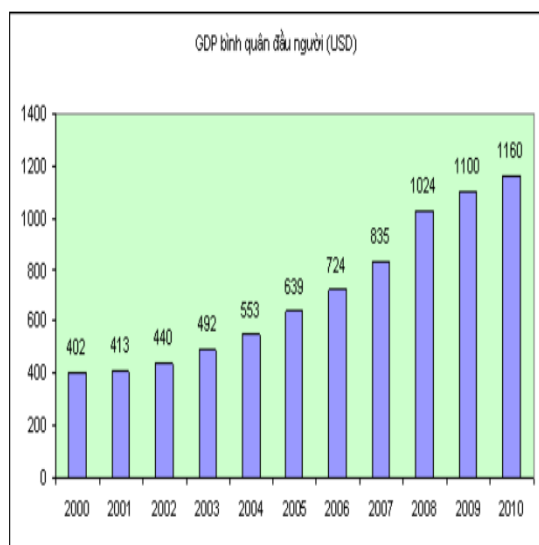
Định giá

Phương pháp FCFE, FCFF: chúng tôi sử dụng mức tăng trưởng 8,1% dài hạn cho mô hình định giá FCFF và 5% cho mô hình FCFE. Chi phí sử dụng vốn tương ứng với $Re = 21,5\%$ và $WACC = 18,6\%$.

Phương Pháp P/E: chúng tôi sử dụng phương pháp bình quân P/E forward của 4 doanh nghiệp (SBT, VCF, HVG, VHC) có mức vốn hóa tương đương với PNJ trong lĩnh vực hàng tiêu dùng. Mức P/E được áp dụng là 6,4.

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	32.656	40%	13.062
FCFE	34.212	40%	13.685
P/E	32.300	20%	6.460
Giá bình quân		100%	33.207

GDP bình quân đầu người của Việt Nam giai đoạn 2000-2010


Nguồn: NHNN VN

SƠ LƯỢC NGÀNH KIM HOÀN

Ngành công nghiệp kim hoàn, hay còn được gọi nôm na là ngành sản xuất nữ trang là một ngành có truyền thống lâu đời trên thế giới. Nền kinh tế ngày càng phát triển, thu nhập đầu người càng cao thì mức độ tiêu thụ nữ trang càng lớn.

Tuy chưa phải mới ra đời, nhưng so với thế giới ngành kim hoàn Việt Nam còn rất nhiều hạn chế về kinh nghiệm chế tác cũng như công nghệ sản xuất. Nguyên nhân quan trọng nhất khiến cho ngành chế tác nữ trang của Việt Nam kém phát triển là do còn thiếu những cơ sở đào tạo nghề kim hoàn chuyên nghiệp. Phương thức đào tạo nghề theo kiểu thủ công truyền thống thông qua các cơ sở kinh doanh vàng hoặc các làng nghề bậc lộ rất nhiều hạn chế. Những thợ được truyền nghề theo kiểu cầm tay chỉ việc chỉ phù hợp với các cơ sở sản xuất gia đình, quy mô nhỏ lẻ, số lượng ít. Một phần nguyên nhân nữa là do trong nhiều năm Nhà nước không khuyến khích tiêu dùng và sản xuất ngành mỹ nghệ kim hoàn vì đây được xem là ngành xa xỉ phẩm.

Ngành kim hoàn có ý nghĩa đặc biệt trong nền kinh tế do đặc tính và mang tính chất tiền tệ vừa mang tính chất hàng hóa của. Trong lĩnh vực kim hoàn Việt Nam, có hai mảng chính là mảng kinh doanh vàng miếng và mảng chế tác đồ trang sức. Ngoài mục đích phục vụ cho nhu cầu tích trữ, để dành, để giao dịch bất động sản thì trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế, vàng miếng còn là nơi trú ẩn an toàn, là tài sản có tính đối phó tốt với tình trạng lạm phát cao và phục vụ cho nhu cầu tích trữ đầu cơ tăng giá. Điều này cũng tương tự với vàng nữ trang khi nó không còn là một hàng xa xỉ đơn thuần nữa mà còn là khoản dự trữ ngân sách khá chắc chắn cho người lao động. Bên cạnh đó, “việc tăng lượng tiêu thụ hàng mỹ nghệ kim hoàn sẽ có tác dụng kích thích sản xuất và tiêu thụ một số loại hàng hóa ngành khác như máy móc cơ khí luyện kim, dụng cụ cầm tay, hóa chất cơ bản, chế tác đá (hiện tượng kéo) cũng như công nghiệp dệt, may, mỹ phẩm (hiện tượng đẩy)”¹.

Tiềm năng tăng trưởng của ngành kim hoàn Việt Nam trong thời gian tới là rất lớn. Những năm gần đây ngành kim hoàn Việt Nam đã có những bước phát triển mạnh mẽ khi mức sống chung đã được nâng lên, nhu cầu tiêu dùng nữ trang đã trở thành một nhu cầu thiết yếu. 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. Với tốc độ phát triển kinh tế cũng như dân số cao (GDP tăng đều đặn qua các năm từ 2000-2010 và dự kiến sẽ tăng 6,5% trong năm 2011), cộng với cơ cấu dân số trẻ như hiện nay thì nhu cầu về trang sức làm đẹp của người dân được nhận định sẽ ngày càng tăng theo thời gian.

¹ **Cao Thị Ngọc Dung**, Những giải pháp
vĩ mô phát triển ngành mỹ nghệ kim hoàn Việt Nam.

PHỤ LỤC

	2008	2009	2010	2011E
Báo cáo kết quả kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)				
Doanh thu	4.179	10.256	13.752	8.850
Lợi nhuận HĐKD	163	254	219	237
Lợi nhuận trước thuế	166	275	264	305
Lợi nhuận sau thuế	126	205	213	245
EBIT	199	316	323	352
EBITDA	236	357	367	296
Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)				
Tiền mặt	618	275	338	426
Tài sản ngắn hạn	786	982	1.177	989
Tài sản cố định	86	102	97	201
Tổng tài sản	1.683	2.026	2.464	2.270
Tổng nợ vay	487	716	1.030	832
Tổng nợ	719	987	1.375	1.127
Vốn chủ sở hữu	894	956	1.047	1.142
Tốc độ tăng trưởng (%)				
Doanh thu	75,6	145,4	34,1	-35,6
Lợi nhuận trước thuế	27,5	65,0	-3,9	15,5
Lợi nhuận sau thuế	9,8	63,4	3,9	15
Tổng tài sản	18,9	20,4	21,6	-7,9
Vốn chủ sở hữu	-2,5	8,5	7,0	7,7
Khả năng sinh lợi (%)				
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	8,4	4,9	3,9	6,6
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	4,0	2,7	1,9	3,3
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	3,0	2,0	1,6	2,8
ROA	7,5	10,1	8,7	10,8
ROE	13,7	20,7	20,1	21,5
Hiệu quả hoạt động (lần)				
Vòng quay Tổng tài sản	2,5	5,1	5,6	3,9
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	4,6	10,3	13,0	7,7
Vòng quay các khoản phải thu	75,5	74,2	238,9	142,9
Vòng quay hàng tồn kho	56,1	18,7	17,6	17,6
Vòng quay các khoản phải trả	22,3	48,4	48,1	36,7
Khả năng thanh toán (lần)				
Khả năng thanh toán hiện hành	1,22	1,13	0,96	1,01
Khả năng thanh toán nhanh	1,12	0,53	0,35	0,53
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,00	0,35	0,28	0,44
Cấu trúc vốn (%)				
Tổng nợ / Vốn chủ sở hữu	78,7	99,6	129,7	98,7
Nợ vay / Tổng tài sản	28,9	35,3	41,8	36,6
Tổng nợ / Tổng tài sản	42,7	48,7	55,8	50,7

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành

Loại báo cáo

Khuyến nghị

Giá tại ngày phát hành

Giá định giá

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.

- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.

- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.

- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. Rong Viet Securities đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, Rong Viet Securities có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, Rong Viet Securities là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Sài Gòn

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

Chi nhánh Đà Nẵng

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Chi nhánh Hà Nội

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2011.**