

11/07/2012



**Vũ Thị Trà Lý**  
Chuyên viên  
[Ly.vu@vcsc.com.vn](mailto:Ly.vu@vcsc.com.vn)  
+84 8 3 914 3588 ext. 147

## Thăm doanh nghiệp

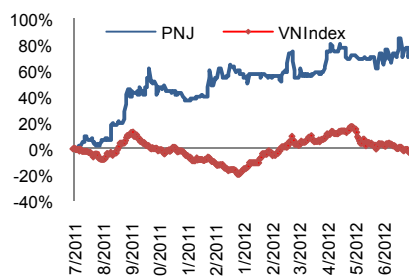
## Trang sức

### Các chỉ số chính

|                              |        |
|------------------------------|--------|
| Giá ngày 11/07/2012          | 42.000 |
| Mức thấp nhất 52 tuần        | 24.173 |
| Mức cao nhất 52 tuần         | 45.000 |
| GTGD bình quân 30 ngày       | 25.999 |
| SL cổ phiếu lưu hành (triệu) | 60     |
| Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)     | 2.520  |
| Giá trị vốn hóa (Triệu USD)  | 120    |
| TL sở hữu nước ngoài         | 47%    |

| Định giá        | 2009  | 2010   | 2011   |
|-----------------|-------|--------|--------|
| EPS (cơ bản)    | 5.843 | 4.240  | 4.285  |
| Tăng trưởng EPS | 34,7% | -27,4% | 1,1%   |
| P/E (thị giá)   | 7,0   | 9,9    | 9,8    |
| P/B (thị giá)   | 1,5   | 2,0    | 2,2    |
| EV / EBITDA     | 8,4   | 7,8    | 8,5    |
| ROE             | 22,4% | 20,3%  | 23,1%  |
| ROA             | 11,9% | 9,4%   | 9,6%   |
| ROIC            | 13,9% | 11,1%  | 11,2%  |
| Nợ/Vốn CSH      | 71,4% | 95,8%  | 115,4% |
| Lợi suất cổ tức | 7,3%  | 5,1%   | 6,3%   |

| Diễn biến giá     | 3M   | 6M    | 12M   |
|-------------------|------|-------|-------|
| Giá trị tuyệt đối | 0,0% | 10,1% | 73,1% |
| Giá trị tương đối | 6,0% | -9,3% | 75,5% |



### Cơ cấu cổ đông

|                       |       |
|-----------------------|-------|
| TGD Cao Thị Ngọc Dung | 16,6% |
| Vietnam Azalea Fund   | 6,9%  |
| Deutsche Bank AG      | 6,0%  |
| Khác                  | 70,5% |

## 6 tháng đầu năm ước đạt 59% kế hoạch lợi nhuận

Chúng tôi vừa có cuộc gặp gỡ với bà Nguyễn Thị Cúc, Phó TGD kiêm Giám đốc Tài chính công ty PNJ. Bà khá cởi mở và tự tin về tình hình hoạt động của công ty tính đến thời điểm này. 6 tháng đầu năm nay khá khó khăn với công ty tổng doanh thu giảm nhưng mảng kinh doanh chính là kinh doanh trang sức chỉ giảm 5,5% dù bối cảnh kinh tế khó khăn. Nhìn chung, ban lãnh đạo cho rằng tình hình kinh doanh vẫn còn khó khăn trong những tháng còn lại của năm 2012 do sức tiêu thụ kém.

Do đó, chúng tôi tin là PNJ với chiến lược bán hàng và các biện pháp kiểm soát chi phí hiệu quả, có thể đạt được mục tiêu lợi nhuận của năm 2012 là 4.400 đồng/cổ phiếu, theo đó PE tương ứng là 9,3 lần. Thêm vào đó, còn có lợi nhuận khoảng 866 đồng/cổ phiếu từ việc bán lại Vinagas vào Quý 3. Sau đây là những thông tin chính từ cuộc gặp này. Chúng tôi sẽ đưa ra báo cáo lần đầu trong thời gian tới.

**Doanh thu giảm nhưng đạt 59% mục tiêu lợi nhuận.** Dưới sự lãnh đạo của BGD, lợi nhuận ròng 6 tháng đầu năm 2012 PNJ ước tính đạt trên 155 tỷ đồng (tăng 5% so với cùng kỳ năm ngoái), hoàn thành 59% kế hoạch đặt ra. Doanh thu của công ty ước đạt 3.343 tỷ đồng, giảm 41%. Doanh thu giảm đáng kể là do mảng kinh doanh vàng miếng nội địa giảm (hệ quả của Nghị định 24). Hơn nữa, PNJ không xuất khẩu vàng 24k do thuế xuất khẩu lên tới 10%. Doanh thu từ hoạt động kinh doanh trang sức vàng đạt 1.796 tỷ đồng, trong đó 52,8% là từ kênh bán sỉ (giảm 3,4% so với cùng kỳ năm ngoái) và 45% từ kênh bán lẻ (tăng 0,5% so với cùng kỳ năm ngoái). Doanh thu từ hoạt động kinh doanh trang sức bạc đạt 85,5 tỷ đồng (tăng 4%), trong đó 91,4% là từ bán lẻ.

**6 tháng đầu năm mở thêm 11 cửa hàng trên 30 cửa hàng mới của kế hoạch năm 2012.** Công ty đã mở thêm 8 cửa hàng nữ trang bạc PNJ, 2 cửa hàng nữ trang vàng PNJ và 1 cửa hàng Yabing (chuỗi cửa hàng bán phụ kiện đang trong giai đoạn thử nghiệm). Tổng số các cửa hàng của công ty lên tới khoảng 162. Ban lãnh đạo cho biết doanh thu trung bình của từng cửa hàng giảm nhẹ nhưng không có số liệu cụ thể.

**Biên lợi nhuận gộp của mảng trang sức giảm do các chương trình khuyến mãi.** Công ty cho biết đã tổ chức nhiều chương trình khuyến mãi nhằm đẩy mạnh doanh thu, do đó tỷ suất lợi nhuận 6 tháng đầu năm 2012 của mảng trang sức vàng giảm 0,5% xuống 10,9% và của trang sức bạc giảm 3,9% xuống 71,2%.

**...nhưng lợi nhuận biên chung cải thiện do có mảng kinh doanh vàng miếng giảm hơn trước.** Lợi nhuận biên chung của PNJ tăng từ 4,95% lên 9,92%. Kinh doanh vàng miếng và xuất khẩu vàng 24k có biên lợi nhuận ròng thấp, khoảng 1% đóng góp ít hơn vào tổng doanh thu. Kinh doanh vàng miếng chiếm 66% doanh thu của cả năm 2011 nhưng 6 tháng đầu năm 2012 chỉ chiếm 43,5%. Năm nay PNJ không tham gia xuất khẩu vàng 24k.

## CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Bảng 1: Phân tích doanh thu và lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm 2012

| Tỷ đồng          | Doanh thu 1H12 | % tăng trưởng | LN gộp | % tăng trưởng | Tỷ suất LN gộp 1H12 | Tỷ suất LN gộp 1H11 |
|------------------|----------------|---------------|--------|---------------|---------------------|---------------------|
| Trang sức vàng   | 1.796          | -1,4%         | 195    | -5,4%         | 10,9%               | 11,3%               |
| Trang sức bạc    | 85             | -0,5%         | 61     | -5,6%         | 71,2%               | 75,1%               |
| Vàng miếng       | 1.454          | -61,3%        | 18     | -34,5%        | 1,2%                | 0,7%                |
| Dịch vụ định giá | 5              | -40,9%        | 5      | -40,9%        | 100,0%              | 100%                |
| Đồng hồ          | 4              | 35,2%         | 2      | 64,1%         | 39,9%               | 32,8%               |
| Tổng cộng        | 3.343          | -41,1%        | 280    | -8,7%         | 9,9%                | 5,0%                |

Nguồn: PNJ ước tính

**Có khả năng không đạt mục tiêu doanh thu năm 2012.** PNJ có khả năng không đạt mục tiêu doanh thu 10.300 tỷ đồng do mảng kinh doanh vàng miếng nội địa và xuất khẩu đóng góp không nhiều vào doanh thu 6 tháng đầu năm 2012. Giao dịch của hai phân khúc này trong 6 tháng cuối năm 2012 được dự báo cũng sẽ tiếp tục trầm lắng như 6 tháng đầu năm.

**...nhưng sẽ đạt được mục tiêu lợi nhuận, khả năng xảy ra cao hơn nhờ lợi nhuận từ việc bán lại cổ phần tại Vingas.** PNJ vẫn có thể đạt được mục tiêu lợi nhuận ròng cả năm 2012 là 264 tỷ đồng. 6 tháng đầu năm công ty ước tính đã đạt 59% mục tiêu lợi nhuận nhưng PNJ vẫn có thể tăng lợi nhuận thêm 52 tỷ đồng từ việc bán toàn bộ 70% cổ phần tại Vinagas cho công ty Totalgaz (Việt Nam), một công ty con của Công ty Total (Pháp).

**Hoàn thành nhà máy mới.** Nhà máy mới sẽ đi vào hoạt động vào cuối tháng bảy này với công suất 5 triệu đơn vị/năm và sẽ thay thế nhà máy hiện tại.

**Kế hoạch phát hành 5 triệu cổ phiếu riêng lẻ đang đợi chỉ đạo.** Kế hoạch phát hành cổ phiếu riêng lẻ cho cổ đông chiến lược của công ty vẫn cần thêm chỉ đạo của HĐQT. Một cuộc họp về vấn đề này sẽ được tổ chức vào cuối tháng bảy. Vốn thu được từ đợt phát hành này sẽ được sử dụng để mở rộng mạng lưới phân phối.

# CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Vũ Thị Trà Ly, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

| Các khuyến nghị             | Định nghĩa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-----------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>MUA</b>                  | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>THÊM VÀO</b>             | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>NẮM GIỮ</b>              | Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>GIẢM</b>                 | Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>BÁN</b>                  | Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>    | Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó. |
| <b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b> | Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.                                                                                                |

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)

### Liên hệ

#### Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam  
+84 8 3914 3588

#### Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

#### Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

#### Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Trưởng phòng**, Tôn Minh Phương, ext 146

**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp**, Hoàng Hương Giang, ext 142

**CV cao cấp**, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

**Chuyên viên**, Vũ Hoàng Việt, ext 143

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên**, Phạm Thùy Dương, ext 130

**Chuyên viên**, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

**CV vĩ mô**, Nguyễn Duy Phong, ext 120

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.  
+84 8 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng môi giới khách hàng trong nước

#### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

### Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.