

CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN

Hàng tiêu dùng

MUA
Giá mục tiêu **48,800**
Giá hiện hành 41,500

Vo Bach Ngoc Anh Thu
Thu.vbna@sbsc.com.vn
Ext: 8851
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

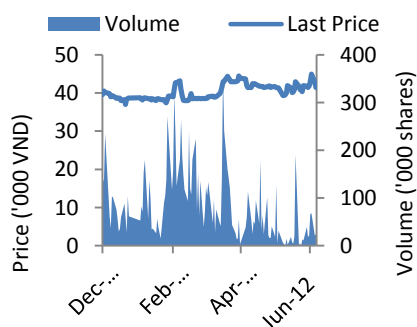
Mã chứng khoán	PNJ
SLCP đang lưu hành (triệu)	59.9
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	2,489
Giá thấp cao 52 tuần	24.8 46.4
KLGD trung bình 3 tháng	55,551
Hệ số Beta	0.7
Sở hữu nước ngoài (%)	46.9

CỔ ĐÔNG LỚN

Cao Thị Ngọc Dung	10.15%
Vietnam Azalea Fund Ltd*	6.90%
Deutsche Bank AG	6.28%
Dong A Bank Securities	1.92%
Dong A Capital Co.	1.41%

BIẾN ĐỘNG CỔ PHIẾU

	3M	6M	12M
Tương đối (%)	5.8	4.0	56.6
Tuyệt đối	2,300	1,600	15,000


NỮ HOÀNG NGÀNH TRANG SỨC

Chúng tôi thực hiện báo cáo lần đầu cho CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ), doanh nghiệp hàng đầu của ngành trang sức Việt Nam, với khuyến nghị **MUA**. Chúng tôi nhận thấy PNJ nắm giữ thị phần lớn trên thị trường (20%), giữ vững đẳng cấp hàng đầu của thương hiệu trang sức, xây dựng được hệ thống kênh phân phối rộng rãi tập trung chủ yếu vào thị trường trung và cao cấp.

Một thị trường tiềm năng: Từ năm 2005 đến 2011, giá trị ngành trang sức vàng tại Việt Nam đã có tốc độ tăng trưởng kép rất ngoạn mục (tăng 8% trong 6 năm), từ 399 triệu USD tăng lên 634 triệu USD. Mặc dù, mức tiêu thụ trang sức vàng tại Việt Nam khá thấp so với các nước khác như Ấn Độ và Trung Quốc, tuy nhiên mức tăng trưởng thị trường nội địa có xu hướng khả quan hơn, được thúc đẩy bởi nhu cầu tiêu dùng trong nước tăng mạnh cùng với mức gia tăng của thu nhập.

Vị thế hàng đầu của PNJ trên thị trường trong nước: là một thương hiệu mạnh có danh tiếng và uy tín, PNJ được xem là một trong những doanh nghiệp có đóng góp khá lớn cho sự tăng trưởng của ngành trang sức Việt Nam. Đến nay, PNJ đã là một thương hiệu lớn trong ngành kim hoàn với những dòng sản phẩm trang sức được thiết kế tinh xảo nhất cho thị trường trung và cao cấp. Bên cạnh đó, với chất lượng sản phẩm tốt, tay nghề thợ kim hoàn cao, hệ thống phân phối trải rộng khắp cả nước và mối quan hệ khách hàng bán lẻ luôn đem về lợi thế cho PNJ so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Kế hoạch kinh doanh đầy tham vọng: Ban lãnh đạo công ty đã đưa ra kế hoạch 5 năm để nâng cao vị thế hàng đầu của mình trên thị trường bán lẻ trang sức của Việt Nam. Công ty cũng đã hướng đến mục tiêu doanh thu xuất khẩu tăng gấp 4 lần so với hiện tại, mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận hàng năm tương ứng đạt 20% và 15%. Bên cạnh đó, PNJ có kế hoạch mở rộng mạng lưới bán lẻ lên đến 300 cửa hàng đến cuối năm 2017.

Mức tăng trưởng ấn tượng: Tốc độ tăng trưởng kép hàng năm của PNJ trong giai đoạn 2009-2011 đối với doanh thu và lợi nhuận gộp của phân khúc trang sức vàng tương ứng đạt 29% và 20%, trong khi tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đối với doanh thu và lợi nhuận gộp của phân khúc trang sức bạc lần lượt được đạt 36% và 44%.

MUA. Chúng tôi dự phóng công ty sẽ ghi nhận EPS đạt 3,375 đồng (dựa trên vốn điều lệ tăng thêm là 799 tỷ đồng) và dự phóng PE năm 2012 là 9.2 lần. Mức giá mục tiêu của chúng tôi là **48,800 đồng/cổ phiếu**, cao hơn 17% so với mức giá hiện hành.

Kết thúc năm tài chính	FY09	FY10	FY11	FY12F	FY13F
31/12					
Revenue (VNDbn)	10,256	13,752	17,964	7,255	7,453
Net profit (VNDbn)	204	212	257	270	324
% change yoy	63%	4%	21%	5%	20%
EPS (VND)	5,112	3,534	4,285	4,500	5,396
Diluted EPS (VND)	2,556	2,650	3,214	3,375*	4,047*
BV (VND)	23,894	17,448	18,841	19,331	21,378
DPS (VND)	2,500	2,500	2,500	2,300	2,000
Div yield	4%	7%	6%	6%	5%
ROA	12%	10%	10%	10%	11%
ROE	21%	21%	24%	21%	23%
P/E (x)	2.3	5.6	9.4	9.2	7.7
P/BV (x)	2.5	2.0	2.1	2.1	1.9

Nguồn: PNJ, SBS dự phóng

* giả định PNJ tăng vốn điều lệ thêm 33% từ 599 tỷ đồng tăng lên 799 tỷ đồng

Thị trường trang sức đang trên đà phát triển

Ngành trang sức của Việt Nam là một trong những ngành đang phát triển của nền kinh tế. Hiện nay đang trong giai đoạn đầu phát triển, được đóng góp bởi nhiều doanh nghiệp nhỏ và thị trường phát triển trên tất cả các phân khúc từ vàng, bạch kim, bạc và đá quý. Những doanh nghiệp lớn hơn luôn có những cơ hội để chiếm giữ phần lớn thị phần nhờ lợi thế quy mô của họ.

Cũng giống như thị trường Châu Á khác, người tiêu dùng Việt Nam thường ưu chuộng trang sức vàng hơn những trang sức khác. Thị trường trang sức Việt Nam năm 2011 đã đạt giá trị 634 triệu USD, và tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 8% trong giai đoạn 2005-2011. Trang sức vàng trong nước được sản xuất chủ yếu phục vụ cho nhu cầu nội địa, xuất khẩu chỉ chiếm một tỷ lệ khá nhỏ. Mức tiêu thụ trang sức vàng vẫn khá thấp (0,15gr/người /năm) so với các nước khác như Ấn Độ (0,39gr/người/năm) và Trung Quốc (0,27gr/người/năm). Trong tương lai, tốc độ tăng trưởng của phân khúc này được dự báo là khá tích cực, thúc đẩy bởi nhu cầu tiêu dùng trong nước tăng mạnh song song với sự gia tăng của mức thu nhập. Ngoài ra, người tiêu dùng Việt Nam cũng sử dụng vàng như là một khoản tiết kiệm quan trọng, đồng thời là một phương tiện đầu tư. Do vậy triển vọng dài hạn cho những doanh nghiệp kinh doanh hàng trang sức rất hấp dẫn, do dân số ngày càng tăng (87 triệu người năm 2011, tốc độ tăng trưởng kép là 1,4% trong giai đoạn 1990-2011) và khách du lịch hàng năm gia tăng (3.6 triệu người năm 2011, có tốc độ tăng trưởng kép là 11% trong giai đoạn 2000-2011)

PNJ sẽ đẩy mạnh hệ thống bán lẻ

Là một thương hiệu mạnh có danh tiếng và uy tín, PNJ là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi từ sự tăng trưởng của ngành trang sức Việt Nam. PNJ đã là một thương hiệu lớn trong ngành kim hoàn trong thị trường trung và cao cấp với một hệ thống phân phối trải rộng khắp cả nước (151 cửa hàng tính đến 31/12/2011) và luôn có lợi thế về mối quan hệ lâu dài với khách hàng. Được biết đến với thiết kế tinh xảo, chất lượng tốt và tay nghề thủ công cao, PNJ đã phát triển một hệ thống khách hàng bậc trung và có thu nhập cao cho các dòng sản phẩm.

Công ty đã có kế hoạch sẽ đẩy mạnh hệ thống bán lẻ tại Việt Nam bằng cách mở rộng thêm 30 cửa hàng mới trong năm 2012 (hiện đang có 151 cửa hàng). Đến cuối tháng 6/2012, PNJ đã hoàn thành 36% kế hoạch mở rộng với 11 cửa hàng khai trương (gồm 2 cửa hàng trang sức vàng, 8 cửa hàng trang sức bạc và 1 cửa hàng trang sức phụ kiện Yabbling).

Mở rộng danh mục sản phẩm - động lực thúc đẩy tăng trưởng

PNJ có kế hoạch nâng cao lượng khách hàng của mình bằng cách mở rộng danh mục sản phẩm, đồng thời giới thiệu sản phẩm mới vào thị trường nội địa với trọng lượng nhẹ, trang sức mang phong cách Ý; và hiện đang mở rộng kinh doanh dòng sản phẩm phụ kiện thời trang giá rẻ (Yabbling), dòng sản phẩm bậc trung (bạc, vàng) và dòng sản phẩm nữ trang cao cấp mang nhãn hiệu CAO Fine Jewellery. Nhà máy sản xuất mới của công ty, bắt đầu hoạt động từ năm 2012, sẽ nâng cao năng lực sản xuất từ 3 triệu đến 5 triệu sản phẩm, tạo ra nhiều dòng sản phẩm đồng thời tiết giảm được chi phí, qua đó nâng cao lợi nhuận. Cho đến 2011, PNJ đã đáp ứng đơn hàng nhanh chóng với việc công nghiệp hóa ở quy trình sản xuất (trang sức bạc đạt 95% và trang sức vàng đạt 90%). Thời gian gần đây, Công ty cũng đã thực hiện công nghiệp hóa triệt để đối với sản phẩm trang sức phụ kiện đạt 95%, đáp ứng nhanh chóng đơn hàng. Hiện nay, đội ngũ thiết kế của PNJ có 59 thành viên là người Việt Nam, công ty cũng đang làm việc với các nhà thiết kế trong nước và quốc tế nhằm tạo ra đồ trang sức đạt tiêu chuẩn quốc tế cho thị trường.



Đội ngũ quản lý nhiệt huyết

PNJ được quản lý bởi đội ngũ những nhà lãnh đạo giàu kinh nghiệm, nhiệt tình và năng động, với quá trình đồng hành cùng công ty trong suốt 24 năm. Công ty đã trải qua một chặng đường dài từ buổi đầu thành lập, công ty chỉ là một cửa hàng kinh doanh vàng bạc đá quý nhỏ vào năm 1988. Đến nay công ty đã sở hữu hệ thống cửa hàng rộng khắp, đáp ứng nhu cầu cho tất cả đối tượng khách hàng từ cao, trung bình và thấp, mở rộng mạng lưới bán lẻ (từ 87 cửa hàng trong năm 2007 lên 151 vào năm 2011), và một danh mục đầu tư đa dạng sản phẩm. Công ty cũng đã tích cực đẩy mạnh hoạt động tiếp thị, khuyến mại và tham gia các sự kiện nhằm xây dựng thương hiệu.

Trước mức tăng trưởng kỷ lục – PNJ đã thiết lập kế hoạch 5 năm đầy tham vọng

PNJ ghi nhận mức tăng trưởng mạnh trong ba năm qua, giai đoạn 2009-2011 tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đối với doanh thu bán hàng và lợi nhuận gộp của vàng trang sức tương ứng là 29% và 20%. Trong khi đó, doanh thu bán hàng và lợi nhuận gộp của trang sức bạc có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm lần lượt là 36% và 44%.

Ban lãnh đạo công ty đã xây dựng kế hoạch 5 năm đầy tham vọng, nhằm duy trì đà tăng trưởng của mình, dẫn đầu thị phần trong thị trường nội địa, doanh thu xuất khẩu tăng gấp bốn lần và lợi nhuận hàng năm tăng tương ứng 20% và 15%, đưa PNJ trở thành nhà bán lẻ trang sức hàng đầu châu Á.

Chúng tôi nghĩ rằng kế hoạch này là khả thi, bởi Ban lãnh đạo PNJ đã có một chiến lược rõ ràng. Minh chứng là hợp đồng đã ký với Value Partner - một công ty tư vấn giá nhằm cơ cấu lại và đề ra kế hoạch phát triển để trở thành doanh nghiệp kim hoàn hàng đầu tại Việt Nam và châu Á.

ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị **MUA** dựa trên phương pháp DCF cơ bản - với mức giá mục tiêu **48,800** đồng/CP

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để định giá cổ phiếu PNJ, dựa trên dòng tiền mặt ổn định từ hoạt động kinh doanh trang sức, với mục giá mục tiêu là 48,800 đồng/CP. Tính toán của chúng tôi được dựa trên các giả định sau đây: lãi suất phi rủi ro (R_f) là 11,5%, hệ số Beta là 0.72x (Bloomberg), phần bù rủi ro thị trường 10%, và chi phí sử dụng nợ bình quân (R_d) là 12%. Chúng tôi ước tính chi phí sử dụng vốn chủ cổ phần (R_e) ở mức 18,7%, và do vậy chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) của PNJ là 14,9%. Tỷ lệ tăng trưởng mãi mãi khoảng 4,5%/năm sau năm 2016.

BẢNG 1: ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP DCF

(triệu đồng)	2012	2013	2014	2015	2016
FCFF	(62,449)	340,787	308,070	559,885	651,394
WACC	15.07%				
Giá trị hiện tại của dòng tiền	(54,272)	257,383	202,206	319,367	322,911
Tổng GT hiện tại của D.Tiền (2012-16)	1,047,595				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0.05				
Hiện giá dòng tiền cuối kỳ	3,193,254				
Giá trị công ty	4,240,849				
- Nợ ròng	1,312,306				
Giá trị dòng tiền ròng của cổ đông	2,928,543				
Số lượng cổ phiếu (cuối năm)	59,999,142				
Giá mục tiêu (đồng)	48,800				

Nguồn: SBS

Bằng cách sử dụng phương pháp trên, chúng tôi thiết lập giá mục tiêu là **48,800 đồng/CP** cho PNJ. Tại mức giá hiện hành 41,500 đồng/CP, giá mục tiêu 12 năm của chúng tôi cao hơn 17% và do vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PNJ.

Rủi ro

- Giá nguyên liệu đầu vào là rủi ro lớn nhất đối với hoạt động kinh doanh này. Giá vàng thường chiếm tỷ trọng cao trên giá vốn hàng bán (70%-80%). Công ty không thể đơn giản đẩy toàn bộ chi phí giá vàng tăng cho người tiêu dùng để duy trì mức biên lợi nhuận, do vậy thị trường vàng tăng giá đã trở thành rào cản đối với PNJ.
- Tỷ suất lợi nhuận công ty thấp, với tổng biên lợi nhuận ròng năm là 1.5% (2010) và 1.4% (2011). Nguyên nhân đến từ tỷ suất lợi nhuận của hoạt động kinh doanh vàng miếng (0.17%-0.34%) và hoạt động kinh doanh xuất khẩu vàng thường khá thấp. Nhìn chung, cơ cấu tỷ suất lợi nhuận trang sức của PNJ đạt được khá hợp lý: khoảng 11% cho nhẫn hàng trang sức vàng, 30% cho nhẫn hàng CAO fine và 62% đối với trang sức bạc. Trong thời gian tới, PNJ sẽ tập trung vào hoạt động kinh doanh chính nhằm cải thiện tỷ suất lợi nhuận.
- Cổ phiếu PNJ có tính thanh khoản khá thấp, sẽ không tạo được sự thu hút đối với các nhà đầu tư và tổ chức lớn. Ngày 15/3/2012, số lượng cổ phiếu giao dịch tự do ước đạt 59 triệu cổ phiếu, trong đó 42% được sở hữu bởi các tổ chức nước ngoài và 10% các tổ chức với ý định đầu tư dài hạn. Hiện chỉ có 2.03% vốn cổ phần còn lại để nhà đầu tư nước ngoài được mua theo quy định của nhà nước.

HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ VÀNG VÀ TRANG SỨC VÀNG TẠI VIỆT NAM

Vàng miếng và trang sức vàng đã luôn là một ngành quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam. Từ năm 2005 đến năm 2011, giá trị ngành vàng tại Việt Nam có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm trong 6 năm là 34%, từ khoảng 882 triệu USD tăng lên 5,195 triệu USD, chủ yếu đến từ khoản đóng góp của hoạt động đầu tư vàng. Năm 2011, lĩnh vực kinh doanh vàng tại Việt Nam tăng 59% so với cùng kỳ năm trước với sản lượng tiêu thụ là 100 tấn đạt 5,195 triệu USD.

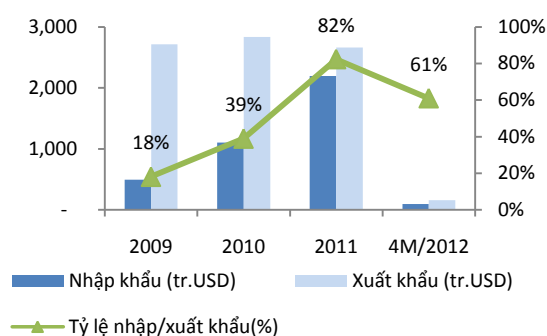
BẢNG 2: NHU CẦU VÀNG TẠI VIỆT NAM

	2009	2010	2011	YoY (%)	Portion (%)
Khối lượng (tấn)					
Trang sức	16	14	13	-10%	13%
Đầu tư	58	68	87	28%	87%
Tổng cộng	74	82	100	21%	100%
Giá trị (USD'triệu)					
Trang sức	502	558	634	14%	12%
Đầu tư	1,814	2,713	4,561	68%	88%
Tổng cộng	2,316	3,271	5,195	59%	100%

Nguồn: Hội đồng vàng thế giới (WGC)

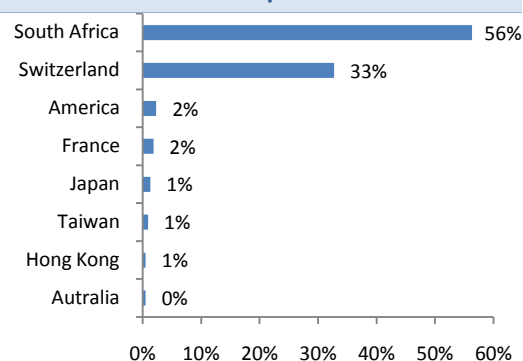
Thị trường vàng và trang sức tại Việt Nam khá nhỏ so với thị trường thế giới. Ngành này cũng là nguồn thu nhập ngoại tệ nhỏ cho nền kinh tế. Theo Tổng cục thống kê (GSO), năm 2011 kim ngạch xuất khẩu đá quý, kim loại và trang sức có giá trị ước đạt 2.7 tỷ USD (giảm 6.1% so với năm ngoái). Giá trị xuất khẩu sang Nam Phi và Thụy Sĩ chiếm khoảng 89% trên tổng kim ngạch xuất khẩu đá quý, kim loại quý và trang sức từ Việt Nam.

BẢNG 3: GIÁ TRỊ XUẤT NHẬP KHẨU KIM LOẠI, ĐÁ QUÝ VÀ TRANG SỨC GIAI ĐOẠN 2009-2011



Nguồn: GSO, SBS

BẢNG 4: THỊ TRƯỜNG XUẤT KHẨU CHÍNH KIM LOẠI, ĐÁ QUÝ, TRANG SỨC TỪ VIỆT NAM

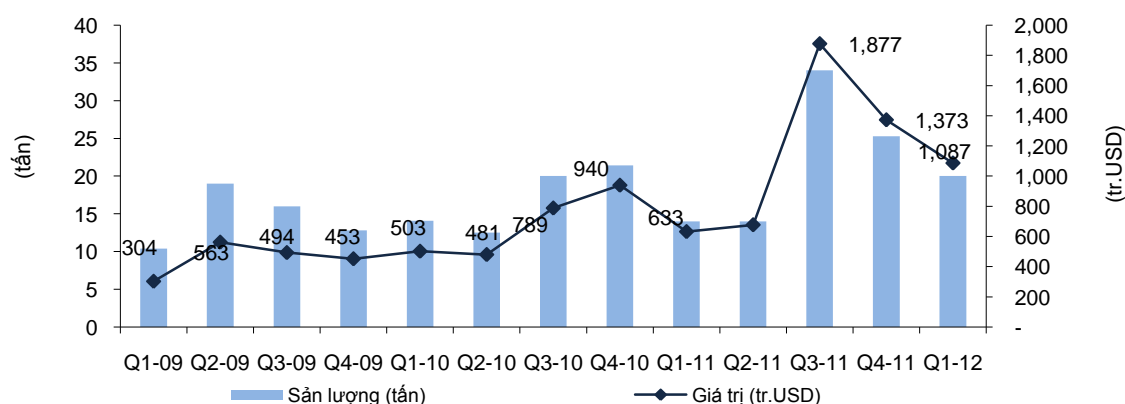


Nguồn: GSO, SBS

Hoạt động đầu tư vàng

Nhu cầu vàng miếng đã tăng mạnh trong những năm gần đây, trong năm 2011 tăng 28% y-o-y đạt 87 tấn, do sự suy giảm lòng tin người dân vào đồng nội tệ khi tình hình lạm phát cao và sự mất giá của VND so với USD. Các nhà đầu tư đã cố gắng thận trọng trong các hoạt động đầu tư vàng nhằm chống lại sự mất giá của tiền giấy. Thị trường đầu tư vàng tại Việt Nam chỉ riêng trong năm 2011 đạt \$4.5 tỷ (tăng 68% y-o-y, và tăng trưởng 25% mỗi năm 2008-2011). Nhu cầu tiêu thụ mạnh, do thói quen của người dân Việt Nam đặt niềm tin lớn vào vàng - và sử dụng vàng như một công cụ đầu tư tiền tệ - hơn là tiền giấy và hệ thống ngân hàng trong nước.

BẢNG 5: QUY MÔ THỊ TRƯỜNG ĐẦU TƯ VÀNG TẠI VIỆT NAM, THEO TỪNG QUÝ (GIAI ĐOẠN 2009-2012)



Nguồn: WGC, SBS

Vàng miếng vẫn được giao dịch bình thường tại các hiệu vàng quy mô nhỏ mặc dù chính phủ đã ban hành quy định kiểm soát kinh doanh từ năm 2012. Theo Nghị định 24/2012/NĐ-CP ban hành ngày 03/04, chính phủ hiện đang kiểm soát chặt chẽ các doanh nghiệp kinh doanh vàng miếng và vàng trang sức. Nhà nước độc quyền sản xuất vàng miếng, xuất khẩu vàng nguyên liệu và nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất vàng miếng. Doanh nghiệp được Ngân hàng Nhà nước xem xét cấp Giấy phép kinh doanh mua, bán vàng miếng khi đáp ứng đủ các điều kiện sau: có vốn điều lệ từ 100 tỷ đồng trở lên, có số thuế đã nộp của hoạt động kinh doanh vàng từ 500 triệu đồng/năm trở lên trong 2 năm liên tiếp gần nhất và có mạng lưới chi nhánh, địa điểm bán hàng tại Việt Nam từ 3 tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương trở lên. Đến cuối năm 2012, tất cả các doanh nghiệp kim hoàn nhỏ, ngân hàng và các công ty trang sức phải có giấy phép hợp pháp kinh doanh vàng miếng.

Trong Quý 1/2012, nhu cầu đầu tư vàng đạt 20 tấn (tăng 43% y-o-y, giảm 21% q-o-q), nhu cầu trong quý 1/2012 có khả năng vẫn giữ một vị trí quan trọng với giá trị đạt 1,087 triệu USD (giảm 21% q-o-q và tăng 71% y-o-y).

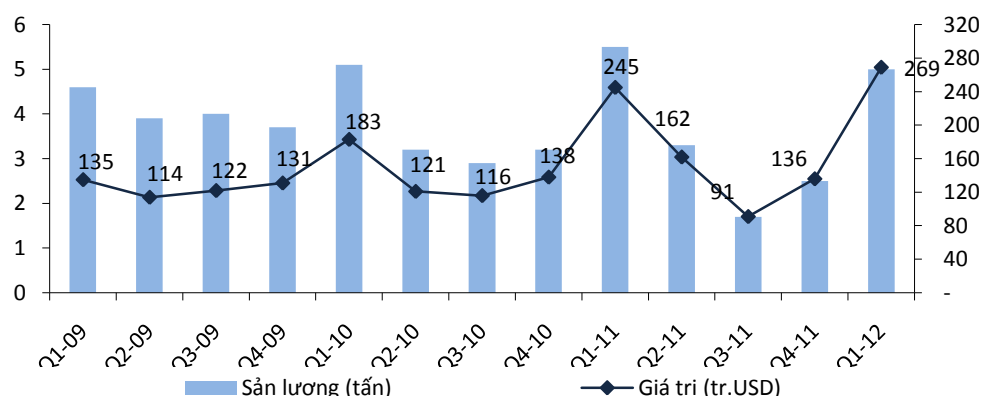
Thị trường trang sức vàng tại Việt Nam

Ngành trang sức tại Việt Nam phần lớn chưa có hệ thống tổ chức. Hiện có hơn 12,000 doanh nghiệp kinh doanh trong ngành, phần lớn là tiệm kim hoàn nhỏ và còn lại là một số doanh nghiệp bán lẻ có tổ chức. Thị trường trang sức trong nước phát triển trên tất cả các phân khúc bao gồm vàng, bạch kim, bạc và đá quý, trong đó vàng là sự lựa chọn ưa chuộng của đa số khách hàng. Từ năm 2005 đến 2011, giá trị của trang sức vàng tại Việt Nam có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm trong 6 năm đạt 8%, từ 399 triệu USD tăng lên 634 triệu USD. Năm 2011, nhu cầu trang sức vàng tại Việt Nam tăng 14% y-o-y đạt 634 triệu USD, chiếm 13% tổng nhu cầu vàng. Thị trường trang sức giảm sản lượng 10% ở mức 13 tấn trong năm 2011. Giá vàng tăng đã giúp giá trị tăng 14% y-o-y, ngay cả khi sản lượng đã giảm 10% trong cùng thời kỳ.

Ngành trang sức vàng của Việt Nam phát triển với giá trị đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 8% (giảm 11% về sản lượng) kể từ năm 2005, thấp hơn tốc độ tăng trưởng GDP. Chúng tôi nhận thấy sự gia tăng này đã đẩy chi phí đầu vào và giá sản phẩm tăng cao do đó kìm hãm sự phát triển.

Trong Quý 1/2012, sản lượng vàng trang sức tiêu thụ giảm 9% đạt 5 tấn, giá vàng trong nước tăng so với năm ngoái kéo nhu cầu tiêu thụ giảm liên tục do khách hàng phải đối mặt với mức lạm phát cao. Nhu cầu trang sức vàng tại Việt Nam trong Quý 1/2012 đã có những chuyển biến tích cực, với giá trị đạt 269 triệu USD (tăng 9,8% y-o-y) và khối lượng tiêu thụ đạt 5 tấn (giảm 9% y-o-y).

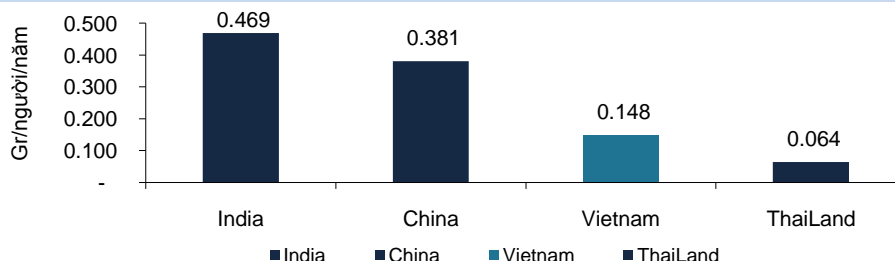
BẢNG 6: THỊ TRƯỜNG TRANG SỨC TẠI VIỆT NAM, THEO QUÝ (GIAI ĐOẠN 2009-2012)



Nguồn: WGC, SBS

Điều này cho thấy rõ rằng nhu cầu trang sức vàng không nhiều ở Đông Nam Á như ở Trung Quốc hay Ấn Độ, chiếm 55% nhu cầu toàn cầu. Tiêu thụ tại Việt Nam là 0,15gr/người/năm, so với Ấn Độ (0,47 gr/người/năm) và Trung Quốc (0,38 gr/người/năm). Trong tương lai, tốc độ tăng trưởng trong thị trường đồ trang sức của Việt Nam được dự báo là tích cực, thúc đẩy bởi sự gia tăng nhu cầu tiêu dùng trong nước và sự gia tăng của mức thu nhập.

BẢNG 7: TỶ LỆ TIÊU THỤ TRANG SỨC MỖI NĂM, DỮ LIỆU 2011



Nguồn: WGC, SBS

VỊ THẾ VÀ QUY MÔ

Vị thế của PNJ trên thị trường

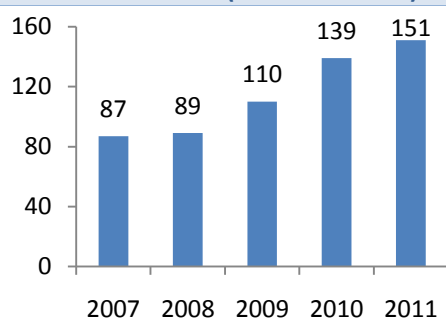
Được thành lập vào tháng 12/1988 là một cửa hàng Vàng bạc Phú Nhuận, cổ phần hóa vào tháng 1/2004 và được niêm yết vào tháng 3/2009, PNJ bắt đầu trở thành nhà sản xuất trang sức lớn trên thị trường Việt Nam.

Là một trong những doanh nghiệp lớn của ngành trang sức, PNJ chủ yếu tập trung vào thị trường trong nước, đóng góp hơn 97% tổng doanh thu bán hàng trang sức trong khi xuất khẩu chỉ chiếm 3%. Trên thị trường Việt Nam, hiện tại PNJ chiếm 20% thị phần trang sức vàng và 70% thị phần trang sức bạc. PNJ được tổ chức Plimsoll (Anh) đánh giá và xếp hạng thứ 16 trong 500 công ty trang sức lớn nhất trong khu vực Châu Á.

Hệ thống phân phối bán lẻ lớn nhất

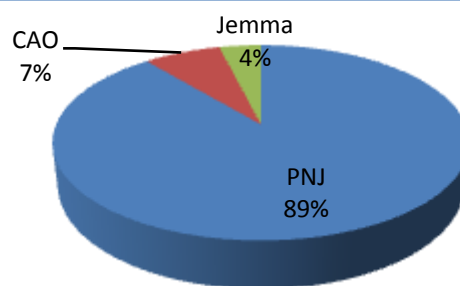
PNJ hiện sở hữu 151 cửa hàng cùng với gần 3.000 khách hàng sỉ trải rộng trên 56 tỉnh thành của cả nước. Từ năm 2007 đến 2011, số lượng cửa hàng tăng đạt tốc độ tăng trưởng kép trong 5 năm là 20% và tính đến tháng 12/2011 công ty sở hữu 151 cửa hàng, bao gồm là 131 cửa hàng PNJ, 15 cửa hàng CAO và 7 cửa hàng Jemma. PNJ có kế hoạch mở thêm 9 cửa hàng trang sức vàng và 21 cửa hàng trang sức bạc trong năm nay. PNJ có kế hoạch mở thêm 30-40 cửa hàng bán lẻ mới mỗi năm nhằm hướng đến mục tiêu sở hữu 300 cửa hàng bán lẻ vào cuối năm 2017.

BẢNG 8: SỐ LƯỢNG CỬA HÀNG BÁN LẺ (2007-2011)



Nguồn: PNJ, SBS

BẢNG 9: CƠ CẤU CỬA HÀNG PHÂN PHỐI THEO SẢN PHẨM, 2011



Lợi thế kinh doanh

- Nguồn nhân lực đông về số lượng và mạnh chất lượng. PNJ hiện quản lý 1,000 nghệ nhân, thợ kim hoàn, kỹ sư cùng các đội nhóm hoạt động trong lĩnh vực thiết kế, tiếp thị, bán hàng, và quản lý.
- Không ngừng đầu tư về cơ sở sản xuất và công nghệ hiện đại. PNJ hiện đang sở hữu hệ thống sản xuất công nghệ cao tiêu chuẩn toàn cầu từ Đức và Ý.
- Sở hữu các nhãn hiệu trang sức có uy tín và đẳng cấp tại Việt Nam. Ba thương hiệu nổi tiếng của PNJ là PNJ Gold, PNJ Silver và đồ trang sức CAO Fine đã trở nên quen thuộc với khách hàng trong và ngoài nước

Năng lực sản xuất

Hiện nay, PNJ sản xuất khoảng 3 triệu sản phẩm mỗi năm. Năm nay, công ty sẽ mở ra một cơ sở mới và nâng năng lực sản xuất lên 5 triệu sản phẩm.

Hoạt động kinh doanh chính

Nhãn hàng sản phẩm của PNJ bao gồm trang sức vàng và bạc, đá quý và đá quý nhân tạo. Danh mục sản phẩm bao gồm nhẫn, bông tai, sản phẩm bộ, mặt dây chuyền, vòng tay và dây chuyền. Hầu hết các khách hàng đều quen thuộc với nhãn hàng PNJ vàng và PNJ bạc truyền thống. Bên cạnh đó, PNJ cũng sở hữu nhãn hàng cao cấp sang trọng CAO Fine và nhãn hàng phụ kiện Yabbling. Trang sức CAO và Jemma là hai nhãn hàng thuộc Công ty TNHH thời trang CAO, chuyên về đồ trang sức sang trọng và phụ kiện. Thương hiệu Yabbling đã được đưa ra trên thị trường, các mặt hàng bán lẻ với khối lượng nhỏ hơn.

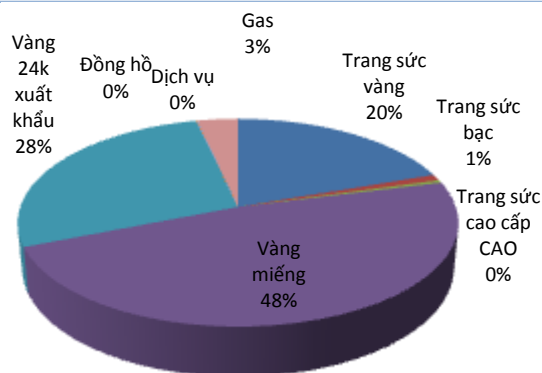
BẢNG 10: NHÃN HÀNG TRANG SỨC CỦA PNJ



Nguồn: PNJ, SBS

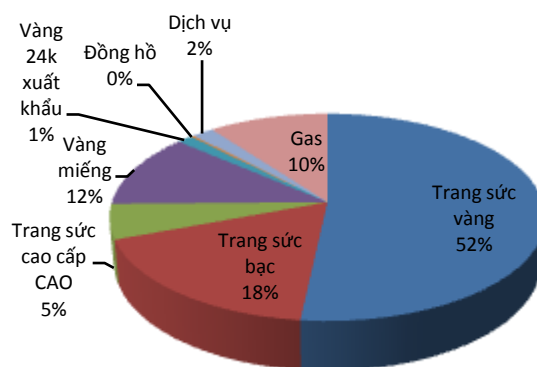
Trong số năm nhãn hàng trên, PNJ Gold và PNJ Silver đóng góp chính vào doanh thu và lợi nhuận gộp. Tỷ trọng trang sức vàng chiếm 20% tổng doanh thu và 52% lợi nhuận gộp trong năm 2011. Đồ trang sức bạc tương ứng chiếm 1% và 18%. Ngoài ra có doanh thu bán hàng trang sức cao cấp dưới thương hiệu CAO cũng đã đóng góp 0,4% doanh thu bán hàng và 5% lợi nhuận gộp.

BẢNG 11: CƠ CẤU DOANH THU NĂM 2011



Nguồn: PNJ, SBS

BẢNG 12: CƠ CẤU LỢI NHUẬN GỘP NĂM 2011

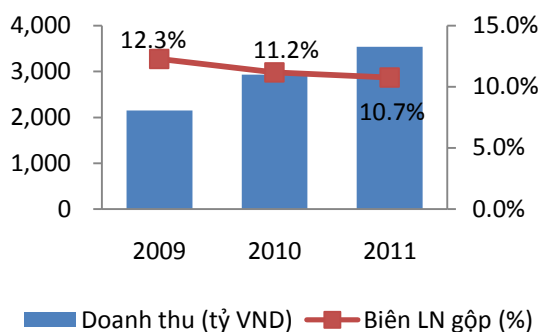


Nhãn hàng trang sức vàng PNJ (PNJGold)

Được thành lập vào năm 1988, PNJ Gold đã hướng đến đối tượng khách hàng là phụ nữ tuổi từ 25-45 có thu nhập trung bình và cao, nhằm cung cấp các sản phẩm trang sức vàng 24k, 18k, 14k và 10k có đính kèm đá quý và đá bán quý. Năm 2011, PNJ Gold đóng góp vào tổng doanh thu sụt giảm so với cùng kỳ đạt 19,6% và đóng góp tổng lợi nhuận gộp giảm nhẹ từ 52,7% (2009) xuống 51,5% (2011). Trong năm 2011, doanh thu trang sức vàng đạt 3,541 tỷ đồng (tăng 0,6% y-o-y) đóng góp tới 20% tổng doanh thu, trong đó, doanh thu từ hoạt động xuất khẩu chiếm 2,7% và doanh thu bán hàng nội địa chiếm 97,2% trên doanh thu trang sức vàng. Từ 2009-2011, PNJ trang sức vàng đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 28,4%.

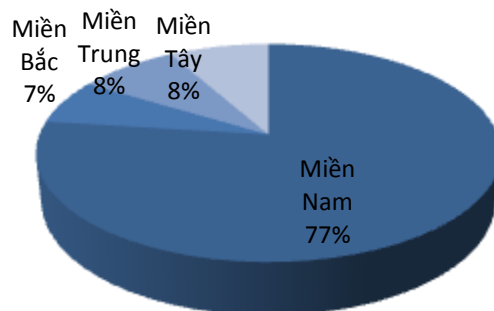
Xét theo địa lý, khu vực miền Nam và Đông Nam Bộ của Việt Nam là thị trường chính, chiếm 76,99% doanh thu trang sức vàng trong năm 2011, với một tốc độ tăng trưởng so với cùng kỳ năm trước 19,36%. Khu vực miền Bắc có thị trường cạnh tranh khốc liệt và chỉ chiếm 6,67% doanh thu bán hàng trang sức vàng, các khu vực miền Trung và miền Tây cũng chiếm tỷ trọng khá khiêm tốn là 8,7% mỗi miền. Hoạt động kinh doanh của PNJ trong khu vực miền Tây đã cho thấy sự tăng trưởng lớn nhất, với mức tăng 19,98% doanh thu bán hàng. Trong những năm gần đây, giá vàng đã biến động theo xu hướng tăng ảnh hưởng đến lợi nhuận gộp, trong năm 2011, lợi nhuận gộp trong phân khúc này là 10,7%, giảm 4,4% so với năm trước.

BẢNG 13: DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN TRANG SỨC VÀNG



Nguồn: PNJ, SBS

BẢNG 14: CƠ CẤU DOANH THU TRANG SỨC VÀNG TRÊN THỊ TRƯỜNG 2011



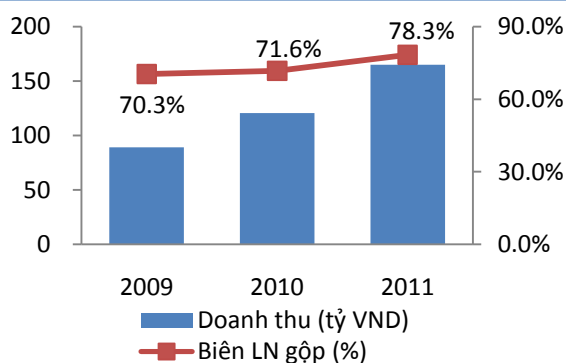
Nhãn hàng trang sức bạc PNJ (PNJSilver)

Thương hiệu PNJ Silver được xây dựng từ tháng 6/2001, nhằm hướng đến đối tượng khách hàng là phụ nữ trong độ tuổi vị thành niên từ 15-25 tuổi, cung cấp nhãn hàng trang sức thời trang làm từ bạc tinh khiết. Đồ trang sức bạc PNJ chỉ đóng góp 0,9% trên doanh thu nhưng đóng góp đến 17,5% lợi nhuận gộp.

Trong giai đoạn 2009-2011, trang sức bạc PNJ có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm ấn tượng đạt 36,1%. Năm 2011, doanh thu trang sức bạc cho thấy sự tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ năm trước 36,82% đạt 164 tỷ đồng, với doanh thu từ miền Nam tăng 37% y-o-y, miền Bắc 47%, miền Trung 67% và miền Tây 54%.

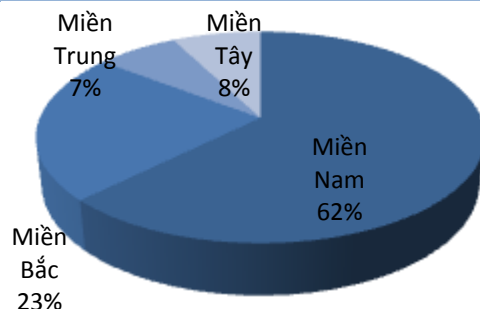
Khu vực miền Nam (bao gồm Thành phố Hồ Chí Minh và miền Đông Nam Bộ) chiếm 62,59% tổng doanh thu nhãn hàng PNJSilver trên toàn công ty, tiếp theo là miền Bắc (22,8%), miền Tây (7,6%) và các khu vực miền Trung (6,9%). PNJ bạc dường như là một thương hiệu độc quyền ít có sự cạnh tranh ở miền Bắc với tốc độ tăng trưởng khá cao so với cùng kỳ, lợi nhuận gộp đạt 78% trong năm 2011 (tăng 9,3% y-o-y).

BẢNG 15: DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN GỘP TRANG SỨC BẠC



Nguồn: PNJ, SBS

BẢNG 16: CƠ CẤU DOANH THU TRANG SỨC BẠC NĂM 2011

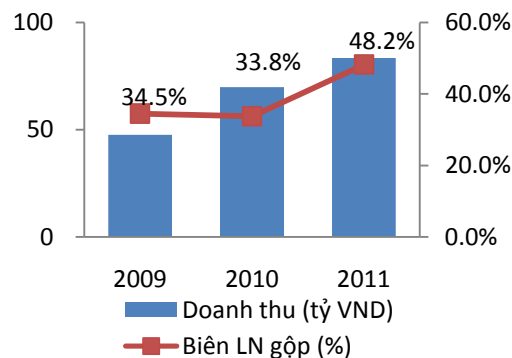


Nhãn hàng CAO & JEMMA

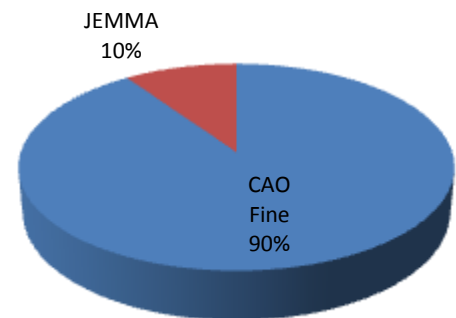
Công ty TNHH thời trang CAO hiện đang sở hữu hai nhãn hàng là CAO Fine Jewellery và Jemma, hướng đến đối tượng là các doanh nhân thành công ở độ tuổi từ 30-45 tuổi, cung cấp nhãn hàng cao cấp sang trọng với thiết kế độc đáo và tinh vi. Nhãn hàng trang sức Jemma tập trung vào đối tượng khách hàng nữ độ tuổi trung bình từ 25-35 tuổi có thu nhập cao. Ngoài ra, những nhãn hàng trang sức và phụ kiện thời trang được thiết kế phong phú, với màu sắc mới và được thực hiện với các chất liệu khác nhau. Hai thương hiệu này chỉ đóng góp 0,5% trên doanh thu bán hàng và 5% trên tổng lợi nhuận năm 2011.

Năm 2011, doanh thu bán hàng của Công ty TNHH Thời trang CAO đã được cơ cấu giữa trang sức thời trang CAO (90,4%) và Jemma (9,6%)

BẢNG 17: DOANH THU VÀ LỢI NHUẬN GỘP CỦA CÔNG TY CAO



BẢNG 18: DOANH THU BÁN HÀNG TRANG SỨC CAO, NĂM 2011



Nguồn: PNJ, SBS

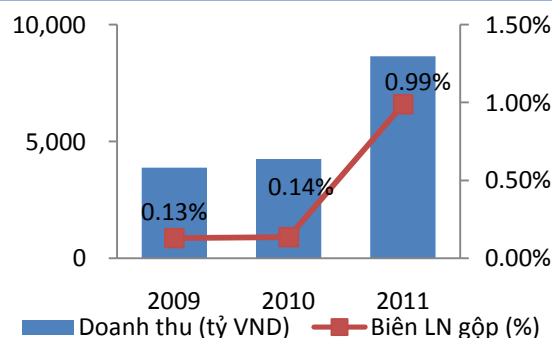
Hoạt động kinh doanh vàng miếng và xuất khẩu vàng 24K

Bên cạnh trang sức, PNJ cũng kinh doanh vàng miếng và xuất khẩu vàng. Các hoạt động kinh doanh vàng miếng có biên lợi nhuận rất nhỏ, do giá vàng biến động và có một sự chênh lệch lớn giữa giá vàng thế giới và giá vàng trong nước.

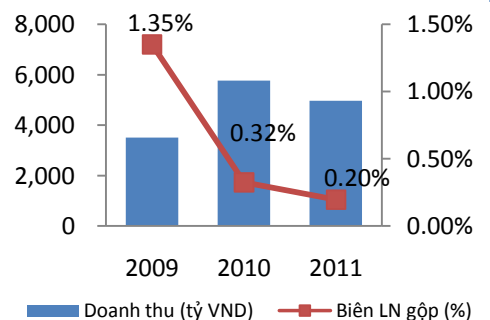
Kinh doanh vàng miếng đóng góp lớn nhất cho PNJ, chiếm 47,9% tỷ trọng trên tổng doanh thu (2011), mặc dù phân khúc này chỉ chiếm 11,6% tỷ trọng trên tổng lợi nhuận gộp năm 2011. Từ giữa năm 2009 đến 2011, hoạt động kinh doanh vàng miếng đã có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 149%. Năm 2011, doanh thu vàng miếng tăng 103,5% y-o-y đạt 8,640 tỷ đồng, với tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện tại 0,99%, tăng 7 lần so với năm trước.

Trong cùng kỳ, xuất khẩu vàng 24k đạt 4,966 tỷ đồng (giảm 14% y-o-y), chiếm 27,5% tỷ trọng trên tổng doanh thu và 1,3% trên tổng lợi nhuận gộp. Từ giữ năm 2009 đến 2011, hoạt động xuất khẩu vàng của PNJ có tốc độ tăng trưởng CAGR đạt 119%

BẢNG 19: DOANH THU VÀ LN GỘP CỦA HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀNG MIẾNG



BẢNG 20: DOANH THU VÀ LN GỘP CỦA HOẠT ĐỘNG XUẤT KHẨU VÀNG 24K



Nguồn: PNJ, SBS

Hoạt động kinh doanh khác

PNJ sở hữu 70% cổ phần trong CTCP năng lượng Đại Việt (Vinagas), PNJ đã chuyển nhượng toàn bộ cho Cty TNHH Total Gaz Việt Nam trong tháng 12/2011 với giá 122.5 tỷ đồng đồng. PNJ nhận được một khoản kí quỹ 52.5 tỷ đồng vào ngày 31/12/2011. Trong năm 2011, doanh thu từ mảng kinh doanh gas đóng góp 3,4% tổng doanh thu (tăng 14,5% y-o-y). PNJ đã công bố việc hoàn tất chuyển nhượng cổ phiếu tại Vinagas vào ngày 29/6/2012.

Hoạt động đầu tư tài chính

PNJ cũng có khoản đầu tư tài chính dài hạn trong lĩnh vực ngân hàng, bất động sản và nhiên liệu với tổng giá trị đầu tư đạt 733 tỷ đồng, chiếm 25%/tổng tài sản và 65%/vốn chủ sở hữu trong năm 2011, tạo ra 64 tỷ đồng doanh thu năm 2011. Tổng vốn đầu tư dài hạn tính đến cuối năm 2011 đạt 712 tỷ đồng, sau khi thanh lý cổ phiếu của Công ty địa ốc Kinh Đô.

BẢNG 21: HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH DÀI HẠN

	2009	2010	2011
Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	520.4	749.5	712.4
Đầu tư vào công ty liên doanh liên kết	129.7	261.5	258.3
CTCP Nhiên liệu Sài Gòn	49.9	138.6	138.6
CTCP Địa ốc Đông Á	72.0	91.9	91.9
Công ty TNHH Hong Vina	7.8	10.7	-
Tổng giá trị đầu tư vào công ty liên doanh	-	20.3	27.8
Đầu tư chứng khoán	401.3	486.0	464.7
Ngân hàng TMCP Đông Á	272.1	356.8	356.8
CTCP Sài Gòn M&C (bất động sản)	65.4	65.4	65.4
Quê Hương Liberty	40.8	40.8	42.5
CTCP Địa ốc Kinh Đô	23.0	23.0	-
Đầu tư trái phiếu	0.2	12.8	10.6
CTCP Năng lượng Đại Việt	-	1.1	0.5
Dự án Hoàng Minh Giám	-	10.1	10.1
Trái phiếu chuyển đổi	-	1.7	-
Trái phiếu Chính phủ	0.2	-	-
Dự phòng đầu tư dài hạn	(10.8)	(10.8)	(21.1)

Nguồn: PNJ, SBS

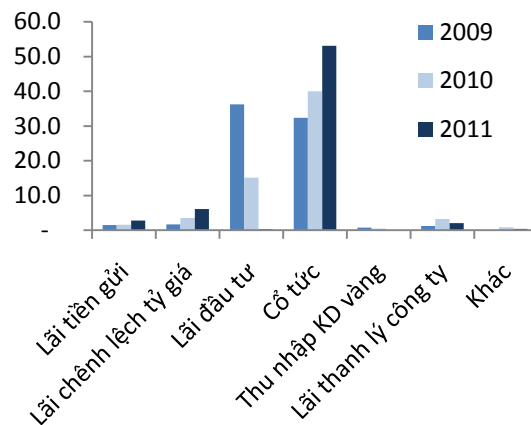
Ngân hàng TMCP Đông Á (EAB) là khoản đầu tư lớn nhất của công ty, chiếm 48%/tổng đầu tư. PNJ là cổ đông sáng lập của Ngân hàng Đông Á, với quyền sở hữu 7,7% tính đến cuối năm 2011. Lợi nhuận trước thuế của EAB 2011 đạt 1,255 tỷ đồng (tăng 46% y-o-y), với tỷ suất cổ tức là 16%.

CTCP Địa ốc Đông Á. PNJ hiện đang sở hữu 30.6% vốn cổ phần tại Dong A Land. Do ảnh hưởng khó khăn từ thị trường bất động sản, hai dự án trọng điểm là Khu phức hợp Golden Square tại Thành phố Đà Nẵng và Khu dân cư Phú Thuận tại Quận 7 cũng bị ảnh hưởng. Kết quả năm 2011 phần lớn đến từ dịch vụ xây dựng và tư vấn. Tổng doanh thu đạt 55 tỷ đồng trong khi công ty lỗ 15 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí lãi vay.

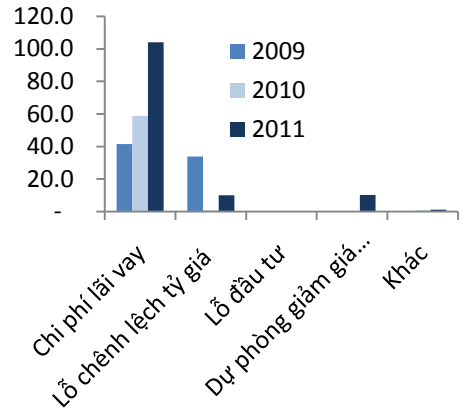
CTCP Nhiên liệu Sài Gòn (SFC). PNJ nắm giữ 49.99% tại CTCP Nhiên liệu Sài Gòn, tính đến cuối năm 2011. SFC có mức doanh thu đạt 1,794 tỷ đồng (tăng 28% y-o-y) và lợi nhuận trước thuế đạt 39.1 tỷ đồng (giảm 46.8% y-o-y) trong năm 2011, do giá vốn hàng bán cao trên phân khúc bất động sản và nhiên liệu.

CTCP Sài Gòn M&C và Quê Hương Liberty. PNJ sở hữu 5% và 2.6% tương ứng mỗi công ty, và PNJ cũng đã có kế hoạch thoái vốn tại hai công ty này thông qua các thỏa thuận trong năm nay.

BẢNG 22: THU NHẬP TÀI CHÍNH (TỶ ĐỒNG)



BẢNG 23: CHI PHÍ TÀI CHÍNH (TỶ ĐỒNG)



Nguồn: PNJ, SBS

Năm 2011, công ty ghi nhận mức cổ tức từ hoạt động đầu tư đạt 53 tỷ đồng, chiếm 82%/tổng thu nhập tài chính.

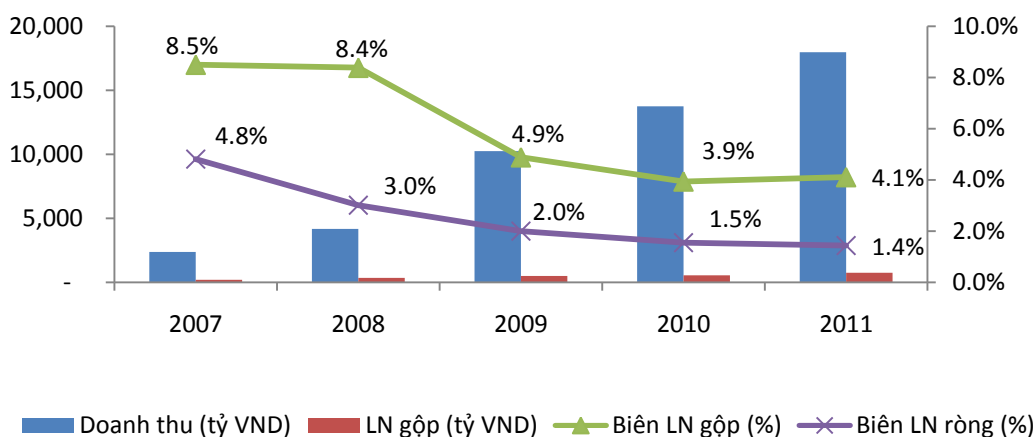
Chi phí lãi vay là gánh nặng lớn cho PNJ. Từ 2009-2011, chi phí lãi vay của công ty có tốc độ tăng trưởng CAGR là 58,5%. Chi phí lãi vay phát sinh trong năm 2011 đạt 104 tỷ đồng (+77% y-o-y). Thu nhập cổ tức cao luôn luôn bù đắp chi phí lãi vay rất lớn của PNJ từ các khoản vay vàng dùng để sản xuất trang sức vàng.



Tỷ suất lợi nhuận hoạt động kinh doanh thấp

Từ năm 2009, doanh thu kinh doanh vàng miếng và xuất khẩu vàng có xu hướng tăng. Trong giai đoạn 2009-2011, doanh thu đã đạt tốc độ tăng trưởng CAGR là 32%, lợi nhuận gộp đạt tốc độ tăng trưởng CAGR là 21,4% và lợi nhuận ròng đạt tốc độ tăng trưởng CAGR là 12%. Ban lãnh đạo PNJ đã cố gắng để duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp dao động khoảng 4% so với sự biến động của giá vàng. Biên lợi nhuận ròng đã giảm từ 2% (năm 2009) xuống còn 1,4% (2011) do phải bù đắp cho chi phí lãi suất cao.

BẢNG 24: TỶ SUẤT LỢI NHUẬN GIAI ĐOẠN 2007-2011 (%)

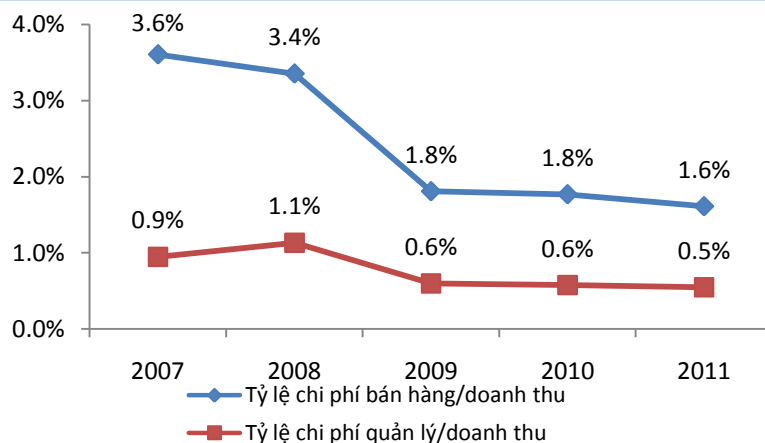


Nguồn: PNJ, SBS

Kiểm soát chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp

PNJ hiện đang sở hữu 151 cửa hàng với chiến lược mở rộng hệ thống bán lẻ từ 15-20 cửa hàng mỗi năm. Doanh thu bán hàng tăng lên song song với hoạt động mở rộng mạng lưới đã đẩy chi phí bán hàng gia tăng với tốc độ tăng trưởng CAGR là 36%, trong khi chi phí quản lý doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng CAGR là 44% trong giai đoạn 2007-2011. Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp đang có dấu hiệu giảm nhẹ trong năm 2011, PNJ cố gắng duy trì các khoản chi phí này tại mức 1,8% và 0,6% trên doanh thu bán hàng.

BẢNG 25: CHI PHÍ BÁN HÀNG VÀ CHI PHÍ QUẢN LÝ DOANH NGHIỆP TRÊN DOANH THU (2007-2011) (%)



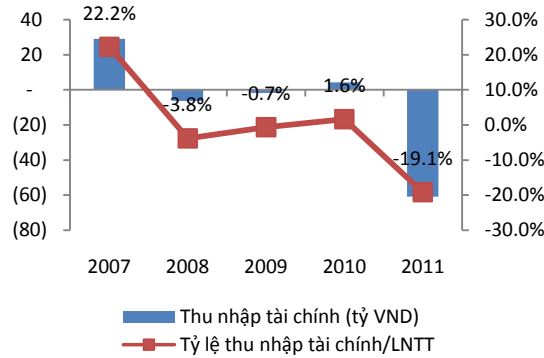
Nguồn: PNJ, SBS

Thu nhập tài chính

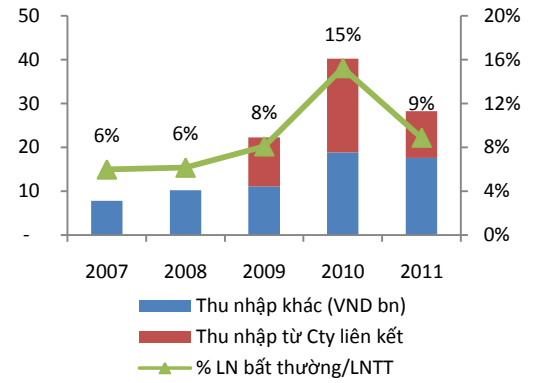
Năm 2011, PNJ đã phát sinh một khoản lỗ 61 tỷ đồng, chủ yếu là do chi phí lãi vay tăng (từ 58 tỷ đồng tăng lên 103 tỷ đồng, 76,9% y-o-y). Các khoản nợ ngắn hạn và dài hạn tăng mạnh từ quý 2/2011 đạt 1,339 tỷ đồng (57% y-o-y), cho thấy một gánh nặng rất lớn về chi phí lãi vay.

Thu nhập bất thường thấp hơn so với năm trước (-30% y-o-y), vì PNJ đã ghi nhận mức thu nhập từ hoạt động đầu tư vào công ty liên kết khá thấp (đạt khoảng 11 tỷ đồng) vào năm 2011 so với mức 21 tỷ đồng trong năm 2010

BẢNG 26: THU NHẬP TÀI CHÍNH (TỶ ĐỒNG)



BẢNG 27: THU NHẬP BẤT THƯỜNG (TỶ ĐỒNG)

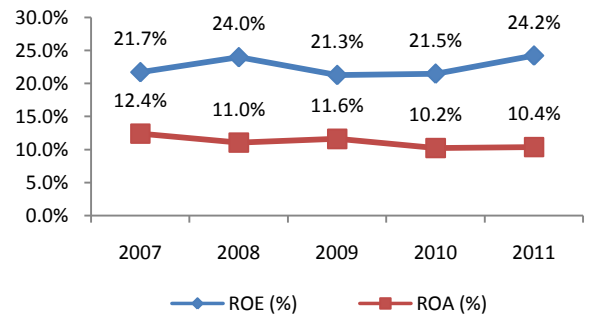


Nguồn: PNJ, SBS

Hiệu suất hoạt động

Tỷ suất thu nhập trên vốn chủ sở hữu (ROE) cao 24,2% (tăng 12,5% y-o-y) trong năm 2011, chủ yếu do vòng quay tài sản tăng 9,9% y-o-y và gia tăng tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn (11,6% y-o-y). Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) là 10,4% (+1,96% y-o-y), và tỷ lệ nợ ở mức 60,5%/tổng tài sản.

BẢNG 28: ROE & ROA (07-11) (%)

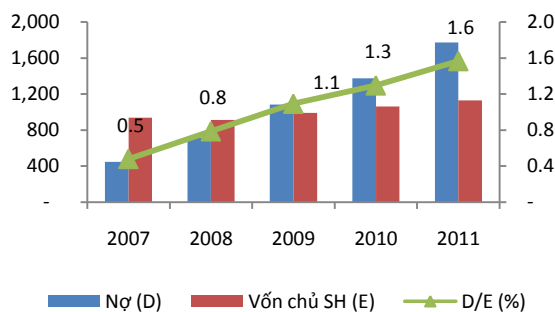


Nguồn: PNJ, SBS

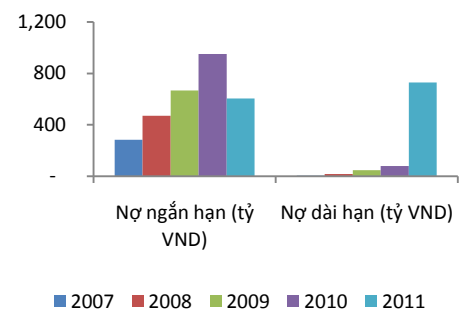
Cơ cấu vốn

Những khoản vay tăng lên nhằm tài trợ cho hoạt động sản xuất vàng và mở rộng cửa hàng, đòi hỏi chi phí vốn đầu tư khoảng 150 tỷ đồng. Nợ ngắn hạn giảm mạnh 36,39% trong năm 2011 cũng như PNJ đã thu hẹp các khoản vay ngắn hạn đạt 600 tỷ đồng trong khi tăng vay USD và VND, đặc biệt là các khoản vay dài hạn tăng 4,3 lần so với năm 2010.

BẢNG 29: CƠ CẤU VỐN(2009-2011) (TỶ ĐỒNG)



BẢNG 30: CƠ CẤU CÁC KHOẢN VAY (2009-2011) (TỶ ĐỒNG)



Nguồn: PNJ, SBS

DỰ PHÓNG VÀ TRIỂN VỌNG

Nhiệm vụ và mục tiêu giai đoạn 2012-2017

PNJ hướng đến mục tiêu trở thành một công ty hàng đầu trong ngành sản xuất đồ trang sức và bán lẻ ở châu Á, trong khi vẫn giữ vị trí trụ cột tại Việt Nam cho tất cả các phân khúc. PNJ còn đặt ra mục tiêu doanh thu xuất khẩu mở rộng gấp bốn lần cho đến năm 2017, với doanh thu tăng 20% và lợi nhuận 15% mỗi năm.

DỰ PHÓNG

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2012

Trong 6 tháng đầu năm 2012, công ty đã mở thêm 11 cửa hàng mới, nâng tổng số cửa hàng lên 162 cửa hàng trải rộng khắp Việt Nam. Ban lãnh đạo tự tin sẽ hoàn thành mục tiêu của mình là mở rộng thêm 30 cửa hàng trong năm nay.

Trong kết quả kinh doanh chưa hợp nhất, PNJ đã báo cáo doanh thu thuần 6 tháng đầu năm 2012 đạt 3,318 tỷ đồng (giảm 58% y-o-y) bị ảnh hưởng bởi nhu cầu vàng miếng suy yếu. Doanh thu bán hàng phân khúc vàng giảm 59% đạt 2,956 tỷ đồng trong đó doanh thu từ hoạt động kinh doanh vàng miếng đã giảm 61% đạt 1,454 tỷ đồng. Hoạt động xuất khẩu vàng 24k cũng giảm đến 100% y-o-y, trong khi trang sức vàng chỉ giảm 1% y-o-y đạt 1,796 tỷ đồng. PNJ dự kiến doanh thu từ hoạt động kinh doanh vàng sẽ giảm trong năm nay, bởi lượng tiêu thụ vàng miếng sẽ thấp hơn sau khi Thông tư của Bộ Tài chính về quản lý kinh doanh vàng miếng được ban hành. Bên cạnh đó, doanh thu trang sức bạc tăng nhẹ 0,5% y-o-y (đạt 86 tỷ đồng).

Ngoài ra, chi phí bán hàng đã tăng với mức lương nhân viên cao hơn. PNJ ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh đạt 152 tỷ đồng (giảm 16% y-o-y) cho năm 2011, theo đó lợi nhuận sau thuế đạt 127 tỷ đồng (giảm 14% y-o-y).

BẢNG 31: KẾT QUẢ KINH DOANH (TỶ ĐỒNG)

	1H11	1H12	Y-O-Y%
Tổng doanh thu	7,962	3,344	-58.0%
Phân khúc vàng	7,276	2,956	-59.4%
Đá quý & Trang sức	590	293	-50.2%
Phân khúc bạc	86	86	0.5%
Đồng hồ	3	3	5.3%
Dịch vụ	8	5	-40.7%
Doanh thu thuần	7,930	3,318	-58.2%
Chi phí	(7,748)	(3,165)	-59.1%
% /doanh thu	97.7%	95.4%	-2.4%
Giá vốn hàng bán (COGS)	(7,612)	(3,023)	-60.3%
% COGS/doanh thu	96.0%	91.1%	-5.1%
Chi phí bán hàng	(101)	(109)	7.5%
% /doanh thu	1.3%	3.3%	156.8%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(34)	(33)	-3.4%
% /doanh thu	0.4%	1.0%	130.9%
EBIT	182	152	-16.1%
Thu nhập tài chính	(2)	(7)	209.5%
Thu nhập khác	5	10	113.3%
Lợi nhuận trước thuế	183	156	-15.2%
Thuế TNDN	(36)	(29)	-19.3%
Lợi nhuận ròng	148	127	-14.2%

Nguồn: PNJ, SBS

Tỷ suất lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm 2012 đạt 8,9% (+4.8% y-o-y), do có sự đóng góp lớn từ các phân khúc đồ trang sức. Doanh thu trang sức vàng chiếm 70%/lợi nhuận gộp, tiếp theo là bạc 22%, giao dịch vàng miếng ở mức 6% và những hoạt động kinh doanh khác là 2%. Tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu giảm 5% y-o-y đạt 91,1% vào 1HFY12. Biên lợi nhuận gộp mảng trang sức cũng giảm trung bình 2,2% do phải chi tiêu nhiều hơn cho chương trình khuyến mãi nhằm tăng doanh thu bán hàng trong 6 tháng đầu năm.

Trong 6 tháng đầu năm 2012, PNJ cũng đã ghi nhận biên EBIT đạt 4,6% (+2,3% y-o-y), trong khi lợi nhuận ròng đạt 3,8% (+1,96% y-o-y). Theo mục tiêu của công ty, hoạt động của PNJ trong 6 tháng đầu năm đã đạt 32% kế hoạch doanh thu và 49% kế hoạch lợi nhuận

BẢNG 32: TỶ SUẤT (%)	1H11	1H12	Y-O-Y%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	4.0%	8.9%	4.88%
Biên EBIT	2.3%	4.6%	2.30%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	2.3%	4.7%	2.38%
Thuế suất	19.5%	18.6%	-0.94%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	1.9%	3.8%	1.96%

Dự phóng cho 2012-2016

Ngày 25/5/2012, Ngân hàng Nhà nước chính thức ban hành Thông tư số 16/2012/TT-NHNN hướng dẫn một số điều của Nghị định số 24/2012/ND-CP về quản lý hoạt động kinh doanh vàng. Theo đó, thời hạn chuyển tiếp đối với hoạt động kinh doanh mua, bán vàng miếng là 6 tháng kể từ ngày thông tư này có hiệu lực (từ 10/7/2012). Trong thời hạn chuyển tiếp này, hoạt động kinh doanh mua, bán vàng miếng được tiếp tục thực hiện bình thường; các doanh nghiệp và tổ chức tín dụng hoàn tất thủ tục để đề nghị cấp giấy phép mới.

Trong 5 năm tới, PNJ sẽ tập trung vào kinh doanh cốt lõi trang sức và thu hẹp hoạt động kinh doanh vàng miếng và xuất khẩu vàng 24k. Chúng tôi kì vọng doanh thu từ trang sức vàng và CAO sẽ tăng trưởng ở tốc độ CAGR là 13% và 11% trong 5 năm tới, thấp hơn mức 24% và 22% tương ứng trong giai đoạn 2007-2011. Doanh thu mảng trang sức bạc sẽ tăng trưởng với mức CAGR 35%, tăng 1% so với giai đoạn 2007-2011.

Ngày 29/6, PNJ cũng đã hoàn tất chuyển nhượng cổ phần tại CTCP Năng lượng Đại Việt (Vinagas) cho Công ty Totalgaz với giá trị giao dịch đạt 122.5 tỷ đồng, dự kiến thu về 52.5 tỷ lợi nhuận trong năm 2012.

Kế hoạch tăng vốn điều lệ

Trong năm 2012, Công ty dự kiến tăng vốn điều lệ từ 599.9 tỷ đồng đạt 799.9 tỷ đồng (+33% y-o-y) dưới hình thức phát hành 19,999,728 cổ phiếu, trong đó 60% dành cho cổ phiếu thưởng, 25% cho cổ đông hiện hữu, và 15% phát hành cho cán bộ công nhân viên.

Công ty đã thông báo rằng ngày đăng ký cuối cùng cho việc phát hành cổ phiếu thưởng dự kiến để thực hiện quyền là ngày 24/8/2012. Chúng tôi cũng đã đặt câu hỏi về thời gian và giá bán cho phần phần còn lại của cổ phiếu được phát hành nhưng đại diện công ty đã trả lời rằng chưa có kế hoạch chi tiết. Trong mô hình định giá này, chúng tôi giả định rằng giá phát hành cho nhân viên và các cổ đông chiến lược tương ứng sẽ là 15,000 đồng và 34,000 đồng trên mỗi cổ phiếu (sau khi được điều chỉnh cho việc phát hành cổ phiếu thưởng đã được đề cập). Do vậy, tổng giá trị thu từ đợt phát hành đạt khoảng gần 200 tỷ đồng.

BẢNG 33: DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH (2012-2016)

(tỷ đồng)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Tổng doanh thu thuần	10,256	13,752	17,964	7,255	7,453	7,748	8,165	8,767
<i>Tỷ lệ tăng trưởng (%)</i>	145%	34%	31%	-60%	3%	4%	5%	7%
Giá vốn hàng bán	9,755	13,211	17,226	6,586	6,626	6,786	7,076	7,488
Lợi nhuận gộp	501	542	738	669	827	962	1,090	1,278
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)</i>	5%	4%	4%	9%	11%	12%	13%	15%
Chi phí bán hàng & chi phí quản lý	247	322	388	356	365	380	408	447
<i>Tỷ lệ chi phí/doanh thu</i>	2%	2%	2%	5%	5%	5%	5%	5%
EBITDA	292	280	334	447	552	691	790	942
<i>Biên EBITDA (%)</i>	3%	2%	2%	6%	7%	9%	10%	11%
<i>Tỷ lệ tăng trưởng EBITDA (%)</i>	52%	-4%	19%	34%	23%	25%	14%	19%
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	254	219	351	313	462	582	681	831
<i>Tỷ suất lợi nhuận kinh doanh (%)</i>	2%	2%	2%	4%	6%	8%	8%	9%
Thu nhập tài chính & Thu nhập khác	20	45	(32)	20	(30)	(32)	(32)	(34)
Lợi nhuận trước thuế	275	264	318	333	432	551	649	797
Thuế TNDN	55	53	61	63	108	138	162	199
<i>Thuế suất (%)</i>	20%	20%	19%	19%	25%	25%	25%	25%
Lợi nhuận ròng	204	212	257	270	324	413	487	598
<i>Tỷ suất lợi nhuận ròng (%)</i>	2.0%	1.5%	1.4%	3.7%	4.3%	5.3%	6.0%	6.8%
<i>Tỷ lệ tăng trưởng LNR (%)</i>	63%	4%	21%	5%	20%	28%	18%	23%
Số lượng cổ phiếu (triệu, kết thúc năm)	40	60	60	80	80	80	80	80
EPS (VND)	5,112	3,534	4,285	3,375*	4,047*	5,164*	6,085*	7,473*
<i>Tỷ lệ tăng trưởng EPS (%)</i>	22%	-31%	21%	-21%	20%	28%	18%	23%

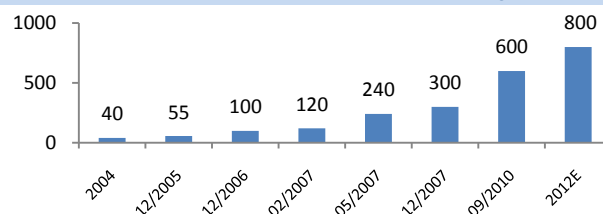
Nguồn: SBS dự phóng

* giả sử PNJ tăng 33% vốn điều lệ từ 599 tỷ đồng tăng lên 799 tỷ đồng

TỔNG QUAN CÔNG TY

Bối cảnh thành lập

PNJ được thành lập vào năm 1988 chỉ là một cửa hàng trang sức nhỏ và ngày nay đã trở thành một trong những doanh nghiệp kinh doanh vàng trang sức hàng đầu tại Việt Nam với thị phần chiếm 20%. Vốn điều lệ của PNJ là 599.9 tỷ đồng tính đến tháng 12/2011. Năm nay, công ty có kế hoạch sẽ tăng vốn điều lệ từ 599.9 tỷ đồng tăng lên 799.9 tỷ đồng (+33% y-o-y) dưới hình thức phát hành 19,999,728 cổ phiếu, trong đó 60% đã được thiết lập dành cho cổ phiếu thưởng, 25% cho cổ đông hiện hữu và 15 % được phân bổ cho nhân viên trong năm 2012

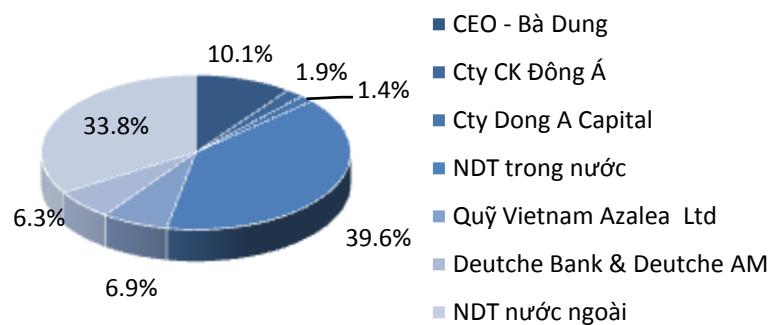
BẢNG 34: VỐN ĐIỀU LỆ (VND TỶ)

Nguồn: PNJ, SBS

Cơ cấu cổ đông

Tính đến ngày 30/6/2012, tổng khối lượng cổ phiếu đang lưu hành là 599 triệu được sở hữu bởi các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài với tỷ lệ 1.13:1. Khối lượng giao dịch trung bình 3 tháng đạt 55,551 cổ phiếu/ngày. Tỷ lệ vốn cổ phần còn lại dành cho nhà đầu tư nước ngoài là 2.03%.

Khoảng 10,1% cổ phần của PNJ được sở hữu bởi Chủ tịch kiêm Tổng Giám đốc Bà Cao Thị Ngọc Dung. Cổ đông lớn khác là Việt Nam Azalea Fund Ltd (6,90%), Deutsche Bank (6,28%), Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (1,92%) và Công ty Đông Á Capital (1,41%).

BẢNG 35: CƠ CẤU CỔ ĐÔNG CỦA PNJ

Source: PNJ, Bloomberg, SBS

Cơ cấu công ty**BẢNG 36: CÔNG TY CON VÀ CÔNG TY LIÊN KẾT (31/12/2011)**

Công ty	Loại hình kinh doanh	Tỷ lệ sở hữu	Vốn điều lệ (tỷ đồng)
CÔNG TY CON			
Công ty TNHH thời trang CAO	Trang sức	100.00%	10
Công ty TNHH Giám định PNJ	Dịch vụ thẩm định giá	100.00%	10
CÔNG TY LIÊN KẾT			
Công ty Địa ốc Đông Á	Bất động sản	30.62%	100
CTCP Nhiên liệu Sài Gòn	Nhiên liệu	49.99%	103

Nguồn: PNJ, SBS



BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)

	2009	2010	2011
Tổng tài sản	2,025.7	2,464.2	2,928.1
Tài sản ngắn hạn	982.0	1,176.6	1,605.0
Tài sản dài hạn	1,043.6	1,287.6	1,323.1
Tài sản cố định	362.8	331.6	419.6
Đầu tư dài hạn	520.4	749.5	712.4
Nguồn vốn	2,025.7	2,464.2	2,928.1
Nợ phải trả	987.4	1,375.1	1,771.0
Nợ ngắn hạn	869.7	1,224.7	973.4
Nợ dài hạn	117.7	150.4	797.6
Vốn chủ sở hữu	991.4	1,060.4	1,130.5
Nguồn vốn	955.7	1,046.9	1,130.5
Vốn điều lệ	400.0	600.0	600.0
Thặng dư vốn	425.0	225.0	225.0
LN chưa phân phối	52.3	143.7	197.1

KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)

	2009	2010	2011
Doanh thu thuần	10,256.3	13,752.4	17,963.8
Giá vốn hàng bán	9,755.4	13,210.5	17,225.5
Lợi nhuận gộp	500.9	541.9	738.3
Lợi nhuận tài chính	85.2	86.1	64.8
Chi phí tài chính	75.8	60.4	125.5
Chi phí lãi vay			
Chi phí bán hàng	185.5	243.3	289.5
Chi phí quản lý DN	61.1	79.2	98.1
LN thuần từ HĐKD	263.7	245.1	289.9
Lợi nhuận khác	12.1	30.7	29.9
Chi phí khác	1.0	11.9	1.6
Lợi nhuận trước thuế	274.7	263.9	318.2
Thuế TNDN	54.6	51.9	60.7
Lợi nhuận sau thuế	219.8	211.3	257.5
Lợi nhuận ròng	204.5	212.0	257.1

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)

	2009	2010	2011
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh			
Tiền thu bán hàng, cung cấp dịch vụ và doanh thu	274.7	263.9	318.2
Tiền chi trả cho người cung cấp	41.0	43.9	42.3
Tiền chi trả lãi vay	2.5	0.1	12.1
Tiền thu khác từ hoạt động kinh doanh	(71.7)	(83.8)	(69.0)
Tiền chi khác từ hoạt động kinh doanh	299.7	282.8	493.3
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động SX-KD	45.5	3.1	154.2
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư			
Tiền thu từ thanh lý và nhượng bán TSCĐ	(102.5)	(112.4)	(115.7)
Tiền chi góp vốn đầu tư vào đơn vị khác	(125.6)	(217.1)	(70.0)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(102.5)	(203.3)	(102.9)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính			
Tiền vay ngắn hạn và dài hạn đã nhận được	(0.0)		
Tiền chi trả nợ gốc vay	3,836.4	6,600.0	8,767.1
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	121.6	263.1	61.2
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	64.7	62.8	112.6
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	210.5	275.0	337.8
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	275.0	337.8	454.1

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	2009	2010	2011
Chỉ tiêu tăng trưởng (y-o-y)			
Doanh thu	145.4%	34.1%	30.6%
Lợi nhuận gộp	43.1%	8.2%	36.3%
Lợi nhuận ròng	62.9%	3.7%	21.3%
Tổng tài sản	20.4%	21.6%	18.8%
Vốn chủ sở hữu	7.0%	9.5%	8.0%
Chỉ tiêu hiệu quả			
Lợi nhuận gộp biên	4.9%	3.9%	4.1%
EBIT biên	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế biên	2.7%	1.9%	1.8%
Lợi nhuận ròng biên	2.0%	1.5%	1.4%
ROA	10.1%	8.6%	8.8%
ROE	21.4%	20.3%	22.7%
Phân tích Dupont			
Lợi nhuận ròng biên (1)	2.0%	1.5%	1.4%
Vòng quay tài sản (2)			
Đòn bẩy (3)	211.9%	235.4%	259.0%
ROE = (1)x(2)x(3)	21.4%	20.3%	22.7%
Chỉ tiêu quản lý			
Số ngày phải thu	1.4	0.8	0.8
Số ngày tồn kho	19.5	20.8	20.5
Số ngày phải trả	0.2	0.2	0.2
Vòng quay tài sản	5.1	5.6	6.1
Vòng quay tài sản dài hạn	9.8	10.7	13.6
Vòng quay tài sản cố định	28.3	41.5	42.8
Hệ số thanh toán			
Thanh toán hiện hành	1.1	1.0	1.6
Thanh toán nhanh	0.5	0.3	0.7
Thanh toán tiền mặt	0.3	0.3	0.5
Cơ cấu vốn			
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	103.3%	131.4%	156.7%
Tổng nợ/Tổng tài sản	48.7%	55.8%	60.5%
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	211.9%	235.4%	259.0%
Chỉ tiêu trên cổ phần			
PE	7.10	9.79	9.68
PBV			1.74
PS	0.14	0.15	0.14
EPS (VND/CP)	5,843	4,240	4,285
Doanh thu/CP (VND/CP)	293,038	275,050	299,402
Giá trị sổ sách (VND/CP)	23,894	17,448	18,841

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)

	QII-11	QIII-11	QIV-11	QI-12
Tổng tài sản	2,765.6	3,143.4	2,916.7	2,899.2
Tài sản ngắn hạn	1,494.1	1,814.0	1,606.7	1,584.2
Tài sản dài hạn	1,271.5	1,329.4	1,310.0	1,315.1
Tài sản cố định	351.9	413.3	412.4	426.1
Đầu tư dài hạn	725.5	720.8	702.1	713.8
Nguồn vốn	2,765.6	3,143.4	2,916.7	2,899.2
Nợ phải trả	1,598.3	1,984.7	1,769.9	1,650.2
Nợ ngắn hạn	748.5	1,136.2	847.7	856.1
Nợ dài hạn	849.8	848.5	922.2	794.1
Vốn chủ sở hữu	1,141.4	1,131.5	1,120.2	1,223.6
Nguồn vốn	1,141.4	1,131.5	1,120.2	1,223.6
Vốn điều lệ	600.0	600.0	600.0	600.0
Thặng dư vốn	225.0	225.0	225.0	225.0
LN chưa phân phối	207.9	198.0	129.8	290.3

KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)

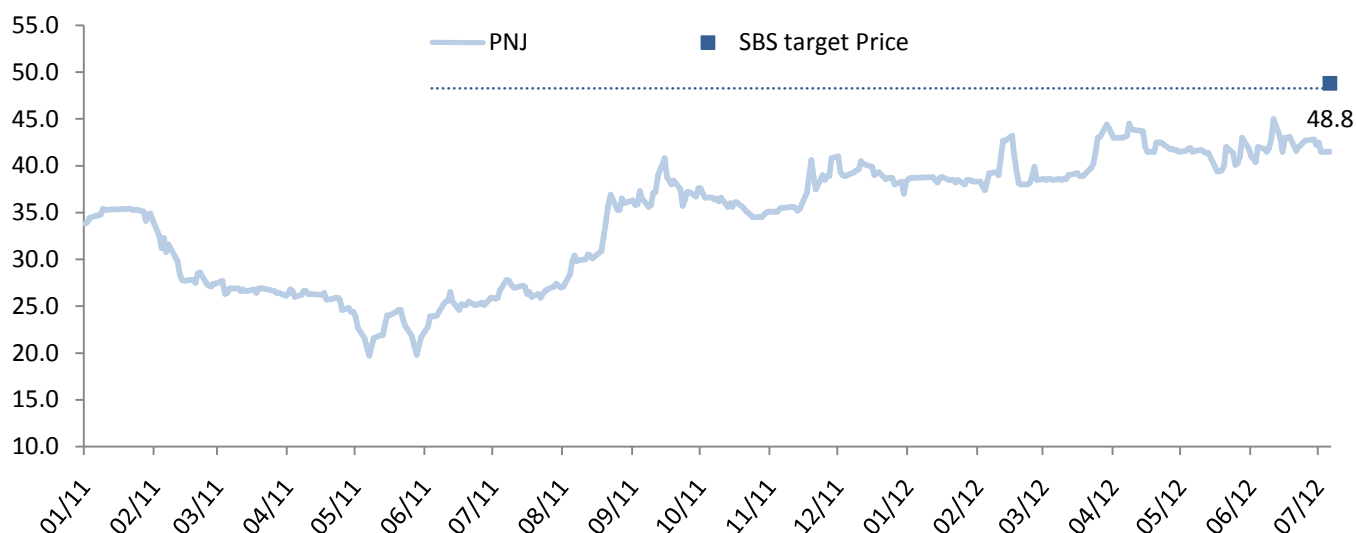
	QII-11	QIII-11	QIV-11	QI-12
Tổng doanh thu	4,554.8	6,514.9	3,212.8	2,054.0
Doanh thu thuần	4,542.4	6,498.3	3,189.2	2,035.9
Giá vốn hàng bán	4,401.8	6,301.3	3,005.6	1,829.9
Lợi nhuận gộp	140.6	197.0	183.6	206.0
Lợi nhuận tài chính	26.7	6.0	24.9	21.9
Chi phí tài chính	32.4	42.2	32.8	29.1
Chi phí lãi vay	28.1	33.2	23.9	29.0
Chi phí bán hàng	59.5	72.9	89.4	74.0
Chi phí quản lý DN	19.8	21.8	32.1	21.0
LN thuần từ HĐKD	55.7	66.1	54.1	103.9
Lợi nhuận khác	7.8	4.0	5.4	20.6
Chi phí khác	1.1	0.2	5.9	7.1
Lợi nhuận trước thuế	62.4	69.9	53.7	117.3
Thuế TNDN	8.5	18.8	5.7	25.1
Lợi nhuận sau thuế	54.0	51.0	48.0	92.2
Lợi nhuận ròng	54.2	50.2	48.7	93.4

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	QII-11	QIII-11	QIV-11	QI-12
Chỉ tiêu tăng trưởng (y-o-y)				
Doanh thu	6.7%	36.3%	15.0%	-45.4%
Lợi nhuận gộp	5%	60%	31%	-8%
Lợi nhuận ròng	-16%	-17%	42%	0%
Chỉ tiêu hiệu quả				
Lợi nhuận gộp biên	3.1%	3.0%	5.8%	10.1%
EBIT biên	2.0%	1.6%	2.4%	7.2%
Lợi nhuận ròng biên	1.2%	0.8%	1.5%	4.6%
ROA (4Q)	9.6%	8.4%	8.6%	8.4%
ROE (4Q)	21.7%	20.9%	21.8%	21.4%
Chỉ tiêu quản lý				
Số ngày phải thu	1	1	1	2
Số ngày tồn kho	18	13	29	51
Số ngày phải trả	0	2	0	0
Hệ số thanh toán				
Thanh toán hiện hành	1.8	1.8	1.4	1.8
Thanh toán nhanh	0.8	0.8	0.8	0.7
Thanh toán tiền mặt	0.5	0.4	0.5	0.4
Cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	140.0%	175.4%	158.0%	134.9%
Tổng nợ/Tổng tài sản	57.8%	63.1%	60.7%	56.9%
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	242.3%	277.8%	260.4%	236.9%
Chỉ tiêu trên cổ phần				
PE	10.3	10.7	10.1	10.1
EPS (đồng/CP)	4037	3871	4111	4108



Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Báo cáo cập nhật	25/11/2011	Không xếp hạng	NA	35,500
Báo cáo cập nhật Quý 2/2012	10/5/2012	Không xếp hạng	NA	42,500



Hệ thống khuyến nghị đầu tư của Sacombank-SBS

Mua: Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 12 tháng tới

Trung Lập: Giá cổ phiếu có thể dao động trong mức +/- 15% trong 12 tháng tới

Thu lợi nhuận: Đã đạt giá mục tiêu, tìm kiếm cơ hội mua ở mức giá thấp hơn mức hiện tại.

Bán: Giá cổ phiếu có thể giảm sâu hơn 15% trong vòng 12 tháng tới

Không Xếp hạng (NR): Cổ phiếu không nằm trong phạm vi theo dõi

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam

Tel: +84 (8) 6268 6868 Fax: +84 (8) 6255 5957 www.sbsc.com.vn

PHÒNG PHÂN TÍCH

Tel: +84 (8) 6268 6868 (Ext: 8763)

Email: sbs.research@sbsc.com.vn

Singapore (DMG)

DMG & Partners
Securities Pte. Ltd.
10 Collyer Quay
#09-08 Ocean Financial Centre
Singapore 049315
Tel : + (65) 6533 1818
Fax : + (65) 6532 6211

Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC
56 Preah Norodom Blvd
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun
Penh,
Cambodia
Tel: +855 23 999 890
Fax: +855 23 999 891

Laos

Lanexang Securities Public Company
5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan
Vientiane Capital
The Lao P.D.R

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt Quận Hoàn
Kiếm Hà Nội Việt Nam
Tel: +84 (4) 3942 8076
Fax: +84 (8) 3942 8075
Email: hanoi@sbsc.com.vn