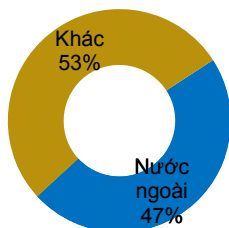


**MCK:** PNJ  
**Địa chỉ:** 170E Phan Đăng Lưu, Phú Nhuận  
**Điện thoại:** (84.8) 399 517 03

#### Thông tin tài chính

Giá hiện tại (VND) (11/12/2012)	31,500
Vốn hóa (Tỷ VND)	2,268
Số lượng CPLH:	71,997,126
Beta:	0.84
Giá trị doanh nghiệp:	3,254
% Nước ngoài nắm giữ:	47%
% Cổ phiếu lưu hành tự do :	60%
P/E 4 quý gần nhất:	9.77
P/E dự báo:	8.59
P/B:	1.88
Cổ tức/ thị giá:	0.07

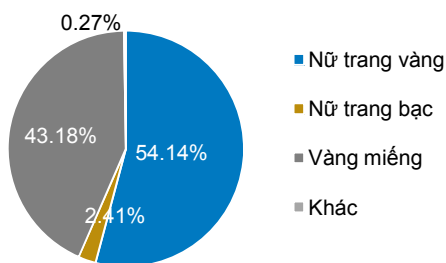
#### Thông tin cổ đông



#### Tỷ lệ tăng trưởng (CAGR)

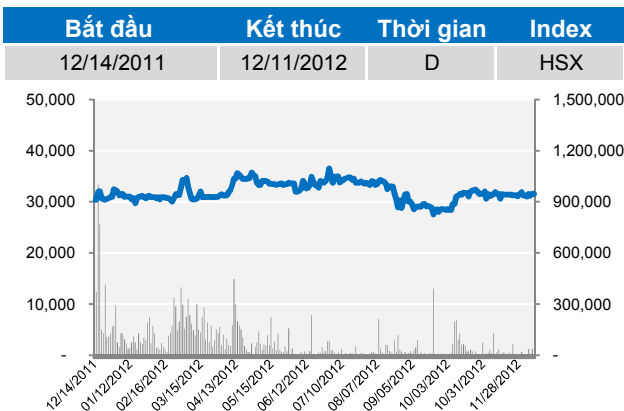
	1 năm	3 năm
Doanh thu	30.6%	32.3%
EBIT	-1.4%	0.3%
EBITDA	4.2%	6.2%
LNST	21.3%	12.1%
Tổng tài sản	18.8%	20.2%
Vốn chủ sở hữu	22.0%	8.8%

#### Cơ cấu doanh thu Q3/2012



## CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN

**Nhóm ngành:** Hàng Tiêu dùng  
**Ngành:** Hàng cá nhân  
**Website:** <http://www.pnj.com.vn>  
**Doanh thu KH 2012 (Tỷ đồng):** 10,304  
**LNST KH 2012 (Tỷ đồng):** 264  
**DPS KH 2012 (VND):** 2,300



#### Thay đổi giá

1 Ngày	-0.3%
1 Tháng	2.9%
3 Tháng	8.6%
6 Tháng	-6.5%
1 năm	1.7%

#### KLGD trung bình

1 Tháng	13,474
3 Tháng	34,271
6 Tháng	29,985
1 Năm	68,445

#### Báo cáo tài chính tóm tắt

Năm tài chính 31/12		2008	2009	2010	2011
Doanh thu	Tỷ VND	4,179	10,256	13,752	17,964
Lợi nhuận gộp	Tỷ VND	350	501	542	738
LNST	Tỷ VND	126	204	212	257
EBIT	Tỷ VND	199	316	323	318
EBITDA	Tỷ VND	225	294	318	332
EPS	VND	4,185	5,112	3,534	4,285
P/E	x	7.53	6.16	8.91	7.35
P/S	x	0.2	0.1	0.1	0.1
P/B	x	1.1	1.3	1.8	1.7
ROE	%	14%	22%	21%	24%
Nợ/VCSH	x	0.5	0.7	1.0	1.2

#### Kết quả kinh doanh Q3/2012

DVT: Tỷ VND	Q3 2012	TT (%)	9T	TT (%)	% KH
Doanh thu	1,519	-76.6%	5,181	-64.9%	50.3%
Lợi nhuận gộp	155	-21.4%	485	-13.8%	
Lợi nhuận gộp biên (%)	10.2%	236.2%	9.8%	145.9%	
Lãi vay	23	-29.5%	81	-0.2%	
LNST	87	74.0%	221	11.4%	83.6%
Lợi nhuận biên (%)	5.8%	644.5%	4.3%	217.7%	
Vốn lưu động	737	8.7%	737	8.7%	
Vay ngắn hạn	898	7.8%	898	-10.0%	
Vay dài hạn	711	-8.9%	711	-15.7%	
Vốn chủ sở hữu	1,216	7.5%	1,216	7.5%	
Tổng tài sản	2,954	-6.0%	2,954	-6.0%	

Theo báo cáo kinh doanh hợp nhất của PNJ, trong quý 3, Công ty đã đạt doanh thu 1,519 tỷ, giảm 76.6% yoy nhưng lợi nhuận thuần lại tăng mạnh 74% đạt 87 tỷ đồng.

- Sự sụt giảm lớn trong doanh thu quý 3 chủ yếu do ảnh hưởng của hoạt động kinh doanh vàng miếng, vàng 24K không như kỳ vọng và PNJ không có doanh thu từ xuất khẩu vàng 24K như năm trước. Cụ thể, doanh thu trong Q3/2012 mảng kinh doanh vàng miếng, vàng 24K chỉ đạt 661.8 tỷ đồng, giảm 76.6% so với cùng kỳ năm ngoái, tương đương giảm 2,174 tỷ đồng. Sau khi nghị định 24/2012/NĐ-CP về quản lý kinh doanh vàng có hiệu lực từ tháng 5, hoạt động kinh doanh vàng miếng của PNJ đã suy giảm mạnh. Theo nghị định này, sẽ chỉ có một thương hiệu vàng miếng duy nhất do nhà nước quản lý là SJC và kinh doanh vàng miếng sẽ chỉ tập trung ở hệ thống ngân hàng hoặc các doanh nghiệp thỏa mãn những yêu cầu về vốn, hệ thống chi nhánh ... và được Ngân hàng Nhà nước cấp phép, thời gian chuyển tiếp để đăng ký lại sản xuất, mua-bán vàng là 12 tháng từ ngày 25 /05/2012. Trong quý 3, mặc dù ngân hàng nhà nước có công bố những kế hoạch và phát biểu để giải tỏa tâm lý cho người dân như kế hoạch đập lại vàng SJC công vênh và không giới hạn thời gian chuyển từ vàng phi SJC sang SJC tuy nhiên giao dịch vàng miếng vẫn không có nhiều cải thiện so với đầu năm. Đối với mảng xuất khẩu vàng 24K, do chênh lệch giữa giá trong nước luôn cao hơn giá vàng thế giới và thuế xuất khẩu cao nên PNJ hoàn toàn không có doanh thu trong mảng kinh doanh này ở quý 3 trong khi quý 3/2011 doanh thu từ xuất khẩu vàng 24k đem lại là 2,679 tỷ đồng.

- Mảng kinh doanh nữ trang được coi là mảng đem lại doanh thu cao nhất cho PNJ từ đầu năm đến nay, trong quý 3 đã ghi nhận một mức tăng trưởng nhẹ 8%. Dù kênh phân phối sỉ nữ trang vàng đạt mức tăng trưởng mạnh 37% nhưng kênh phân phối lẻ và xuất khẩu lại suy giảm mạnh. Có vẻ việc mở rộng mạng lưới bán hàng của PNJ vẫn chưa mang lại hiệu quả lớn khi mảng phân phối lẻ ghi nhận mức giảm 15.06% so với năm ngoái, trong khi đó mảng xuất khẩu cũng giảm 48%.

Biên lợi nhuận gộp trong Q3/2012 có sự cải thiện đáng kể so với cùng kỳ năm ngoái do cơ cấu doanh thu có sự thay đổi. Tỷ trọng những mảng có biên lợi nhuận gộp cao đã được tăng lên, đặc biệt là mảng kinh doanh nữ trang vàng. Cụ thể, tỷ trọng của kinh doanh nữ trang vàng đã tăng từ 12.28% trong Q3/2011 lên 54.56% trong Q3/2012, góp phần tăng biên lợi nhuận gộp của công ty lên 10.19% từ mức 3.03% cùng kỳ năm ngoái.

Chi phí quản lý/doanh thu thuần cũng tăng 3.3% so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 4.8% do chi phí tiền lương, thuê mặt bằng và sửa chữa cửa hàng tăng. Tính đến tháng 10/2012, PNJ đã mở thêm 14 cửa hàng trong tổng số 30 cửa hàng theo kế hoạch đầu năm.

Doanh thu tài chính trong Q3/2012 có sự tăng trưởng ấn tượng 15.4 lần so với Q3/2011, đạt 60.4 tỷ đồng, gồm 12 tỷ đồng cổ tức và chủ yếu là lợi nhuận từ việc chuyển nhượng vốn cổ phần ở công ty năng lượng Đại Việt cho Total Gaz. Lợi nhuận của thương vụ trên là 52.5 tỷ đồng và hiện tại PNJ chỉ mới hạch toán 44.7 tỷ, phần còn lại sẽ tiếp tục được công ty ghi nhận trong năm tiếp theo.

Chi phí tài chính trong Q3/2012 của PNJ giảm 19.56% so với cùng kỳ năm trước, trong đó chi phí lãi vay giảm 29.48% do lãi suất cho vay trong kỳ giảm. Giá trị các khoản vay ngắn hạn tại Q3/2012 không có sự thay đổi nhiều so với cùng kỳ năm ngoái, sự thay đổi chỉ đến từ tỷ trọng các khoản vay khi PNJ đã giảm đáng kể các khoản vay USD và thay vào đó là các khoản vay bằng VND. Các khoản vay dài hạn so với cùng kỳ năm trước cũng không có thay đổi lớn nhưng so với quý trước lại tăng khá mạnh. PNJ đã tăng cường các khoản vay dài hạn dưới dạng vàng, cuối Q3/2012 số dự vay và nợ dài hạn là 710.9 tỷ đồng gấp 32 lần so với cuối Q2/2012. Trong đó gần 98.9% là các khoản vay bằng vàng tại Đông Á, ACB và Sacombank.

**Dự báo 2012**

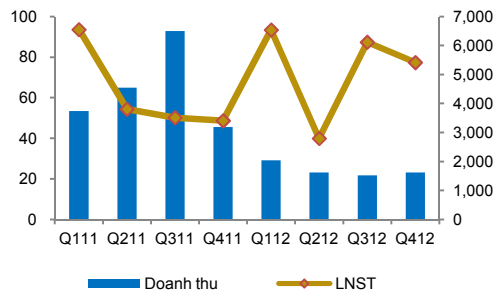
	<b>2012</b>	<b>Tăng trưởng</b>
Doanh thu	6,808	-62.1%
Lợi nhuận gộp	664	-10.1%
EBIT	476	49.6%
LNST	298	15.9%
EPS	4,731	-32.3%

**BVSC dự báo**

Doanh thu vàng miếng sụt giảm mạnh đã ảnh hưởng rất nhiều đến kế hoạch kinh doanh của PNJ. Tuy không hoàn thành được kế hoạch doanh thu nhưng lại có khả năng vượt mục tiêu lợi nhuận năm nhờ lợi nhuận ổn định từ vàng trang sức và thu nhập tài chính từ việc chuyển nhượng vốn cổ phần Đại Việt. Chúng tôi dự đoán doanh thu trong Q4 của PNJ đạt 1,626 tỷ đồng, bằng 42% so với cùng kỳ. Doanh thu ước tính cả năm 2012 đạt 6,808 tỷ đồng, giảm mạnh 62% so với năm trước.

Tỷ trọng của mảng kinh doanh nữ trang vàng vẫn chiếm tỷ lệ lớn nên GPM trong Q4 vẫn tiếp tục ở mức cao khoảng 10%, tuy nhiên chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp sẽ có sự tăng nhẹ do PNJ sẽ tiếp tục mở thêm các cửa hàng trong các tháng cuối năm. Dựa trên những giả định trên, chúng tôi dự đoán lợi nhuận sau thuế trong Q4/2012 của PNJ là 77.3 tỷ, lũy kế cả năm đạt 298 tỷ, vượt kế hoạch 13% và tăng 16% so với cùng năm ngoái. EPS dự phóng đạt 4,731 đồng/cổ phiếu. Cũng nên chú ý rằng, EPS đã bị pha loãng do số cổ phiếu lưu hành của PNJ tăng từ 59.99 triệu lên 71.99 triệu sau khi phát hành cổ phiếu thưởng 20% vào tháng 08/2012.

### Doanh thu và lợi nhuận qua các quý



### So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Vốn hóa	PE (*)	PB	PS	ROE	Nợ/VCSH
Active group HLD	3,432,000	13.3	2.0	n/a	n/a	n/a
Le saunda HLD	4,022,564	11.2	1.3	n/a	n/a	n/a
Lee&man handbag	2,187,900	7.1	3.4	n/a	n/a	n/a
<b>PNJ</b>	<b>2,267,909</b>	<b>6.6</b>	<b>1.9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>

(\*) dựa trên EPS dự phóng

### Nhận định BVSC

PNJ được biết đến như là một doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực trang sức tại Việt Nam. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế hằng năm tăng trưởng lần lượt 65.66%, 22.44%. Dù doanh thu trong năm nay không được như kế hoạch đề ra nhưng lợi nhuận sau thuế dự báo sẽ ghi nhận sự tăng trưởng 16%. Với định hướng trở thành nhà bán lẻ trang sức lớn không chỉ ở Việt Nam mà còn trong khu vực, PNJ đã vạch ra những bước đi cụ thể như: PNJ đã đặt ra mục tiêu tăng gấp 4 lần doanh thu xuất khẩu trang sức vào cuối năm 2017; số cửa hàng trong cả nước tăng lên 300; tốc độ tăng trưởng doanh thu ngành trang sức 20%/năm; lợi nhuận kinh doanh chính tăng 15%/năm. Việc đưa xí nghiệp nữ trang tại quận Gò Vấp (công suất 4 triệu sản phẩm/năm) đi vào hoạt động sẽ giúp PNJ gia tăng năng suất góp phần mở rộng thêm thị phần trong nội địa và xuất khẩu. Chúng tôi nhận thấy rằng, PNJ tìm được hướng đi thích hợp khi tập trung hơn vào lĩnh vực chính- kinh doanh vàng trang sức thay vì lĩnh vực mua bán vàng miếng như thời gian trước đây. Sự thay đổi này đã tạo ra được hiệu quả ban đầu khi GPM của PNJ có sự tăng trưởng rõ rệt. Với EPS dự phóng đạt 4.731 đồng/cổ phần, giá giao dịch hiện tại khoảng 31,500 đồng, P/E dự phóng đạt 6.6, thấp hơn so với mức PE dự phóng của Công ty cùng ngành có cùng quy mô vốn hóa trong khu vực dao động trong khoảng 7x - 12x. Do đó, căn cứ vào P/E dự phóng và tiềm năng của Công ty, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu PNJ.



## CHỨNG NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Nguyễn Thị Hải Yến**, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong bài báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của tôi về công ty và chứng khoán được đề cập. Tôi cũng xác nhận rằng quyền lợi của tôi đã, đang và sẽ không bị ảnh hưởng một cách trực tiếp hay gián tiếp bởi những khuyến nghị và quan điểm cụ thể được trình bày trong bài báo cáo này

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bài báo cáo này không được thực hiện dựa trên sự yêu cầu của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng những thông tin, phân tích và bình luận trong bài báo cáo như là một tài liệu tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của chính mình. Bài báo cáo được làm với mục đích cung cấp thêm thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán bất cứ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư cũng nên quan tâm đến những tài liệu tham khảo khác trước khi quyết định đầu tư.

Thông tin trong bài báo cáo này được xác minh một cách cẩn thận, tuy nhiên Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm và phân tích trong bài báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của BVSC bị xem là phạm luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt..

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – PHÒNG PHÂN TÍCH

### Trụ sở chính

8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999