

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ - HOSE)

Khuyến nghị: MUA

21/06/2013



Thông tin cổ phần (20/06/2013)

Thị giá (đồng)	27,400
SL CP niêm yết (triệu CP)	72.0
Vốn hoá TT (tỷ đồng)	1,958
KLGD bq 10 ngày (CP)	25,617
Cao nhất 52 tuần	43,000
Thấp nhất 52 tuần	25,000
Ngày GD đầu tiên	23/03/2009

Chỉ số cơ bản

EPS 2012 (đồng/CP)	3,534
BV 2012 (đồng/CP)	17,247
P/E	7.6
P/B	1.57
Beta	0.34

Diễn biến giao dịch



(Nguồn: DAS tổng hợp)

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ★ CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ - HOSE) là doanh nghiệp hàng đầu tại Việt Nam trong lĩnh vực sản xuất, kinh doanh trang sức thành phẩm bằng vàng bạc, đá quý, vàng miếng thành phẩm, đá quý, đá bán quý đã được tổng hợp hoặc tái tạo, bạch kim chưa gia công hoặc ở dạng bán thành phẩm hoặc dạng bột... Ngoài ra PNJ còn có dịch vụ kiểm định kim cương và đá quý.
- ★ PNJ được tổ chức Plimsoll của Anh quốc đánh giá là công ty sản xuất trang sức vàng bạc đá quý lớn thứ 3 trên toàn thế giới về quy mô sản xuất. Ngoài ra, tại thị trường Việt Nam PNJ cũng đứng thứ 3 trong nhóm các nhà bán lẻ lớn nhất thị trường, sau Coop Mart và Nguyễn Kim. PNJ cũng nằm trong top 10 doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam năm 2012 theo bảng xếp hạng VNR500 và là một trong 16 doanh nghiệp được NHNN cấp phép kinh doanh vàng miếng.
- ★ Trao đổi với DAS, **bà Lê Lê An Na, phụ trách CBTT của PNJ cho biết:** sau 5T/2013, PNJ đạt 3,148 tỷ đồng doanh thu (hoàn thành 40.4% kế hoạch năm), lợi nhuận trước thuế đạt 104 tỷ đồng (hoàn thành 37% kế hoạch năm). Kết thúc năm 2012, PNJ đạt 6,779 tỷ đồng doanh thu và 254.4 tỷ đồng LNST, EPS 2012 đạt 3,534 đồng/cp.
- ★ PNJ là một trong số ít các doanh nghiệp không hoạt động đầu tư đa ngành mà chỉ tập trung vào hoạt động cốt lõi của doanh nghiệp là trang sức vàng bạc đá quý với lợi nhuận ổn định qua các năm. EPS bình quân trong 6 năm qua duy trì ở mức gần 4,000 đ/cp. Ngoài ra, **đây cũng là doanh nghiệp hiếm hoi tăng vốn điều lệ không thông qua phát hành thêm mà hoàn toàn sử dụng nguồn lực tự có từ nguồn thặng dư vốn cổ phần và lợi nhuận giữ lại.**
- ★ Sức khỏe tài chính của PNJ ở mức hoàn hảo, dòng tiền của doanh nghiệp ổn định với luồng tiền từ hoạt động kinh doanh cốt lõi luôn dương qua các năm kết hợp với hoạt động đầu tư không ngừng mở rộng mạng lưới phân phối bán hàng trên khắp cả nước.
- ★ PNJ trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn cho cổ đông hàng năm với tỷ lệ bình quân 26%/năm (chưa bao gồm thưởng bằng cổ phiếu).

Chỉ tiêu	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (P)
Cổ tức tiền mặt	18%	35%	20%	30%	19%	15%	25%	25%	23%	20%
Thưởng cổ phiếu		12.5%	36%	100%		33%	50%		20%	

Thực hiện:

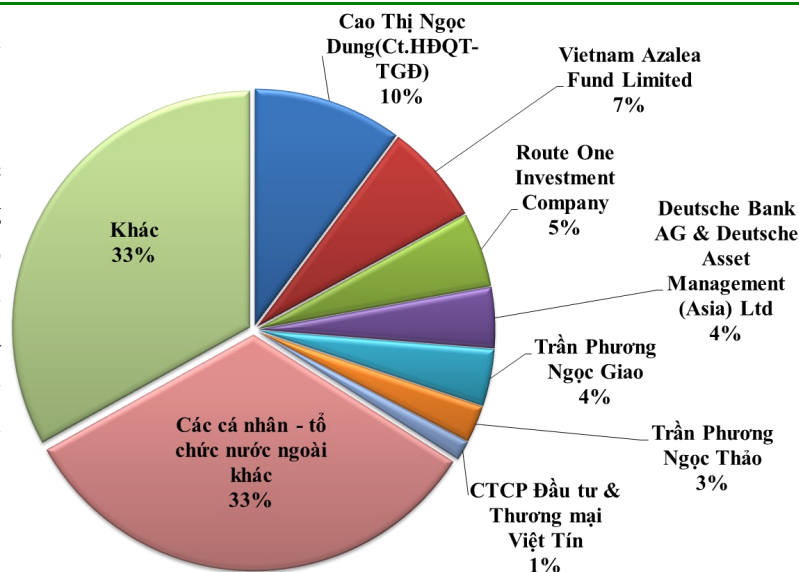
BAN PHÂN TÍCH 2

Điện thoại: +84 8 3821.8666 Ext: 261

- ★ Khối nhà đầu tư nước ngoài đang nắm giữ tối đa tỷ lệ sở hữu cho phép 49% vốn cổ phần của PNJ. Thống kê thực tế cho thấy khối nhà đầu tư nước ngoài chỉ nắm tỷ trọng tối đa tại các doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam với hoạt động kinh doanh ổn định, tiềm năng phát triển tốt và minh bạch trong công bố thông tin.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Tính đến ngày 20/6/2012, bà Cao Thị Ngọc Dung (chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc) đang sở hữu 10.15% vốn cổ phần của PNJ (7.3 triệu cổ phiếu). Hai con gái của bà là Trần Ngọc Phương Giao và Trần Ngọc Phương Thảo đang nắm giữ tổng cộng 6.41% cổ phần (4.6 triệu cổ phiếu). Các cổ đông tổ chức, cá nhân nước ngoài đang sở hữu 49% vốn cổ phần của PNJ và không thể mua thêm. Các tổ chức, cá nhân khác trong nước đang sở hữu 33% cổ phần còn lại (23.8 triệu cổ phiếu).



(Nguồn: DAS tổng hợp)

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2012

đvt: tỷ đồng

Chỉ tiêu	2011	2012	Y on Y	Q1/2012	Q1/2013	Q on Q
Doanh thu thuần	943	708	-25%	254	105	-59%
Lợi nhuận gộp	113	88	-22%	30	16	-45%
Lợi nhuận tài chính	(41)	(59)	-	(9)	(9)	-2%
Lợi nhuận trước thuế	35	5	-85%	12	2	-85%
Lợi nhuận sau thuế	29	0	-99%	10	1	-85%
EPS (đồng/cp)	777	21	-97%	198	21	-89%
ROA	1.4%	0.1%	-95%	0.4%	0.1%	-86%
ROE	6.5%	0.2%	-97%	1.6%	0.2%	-88%
ROS	2.9%	0.2%	-93%	3.7%	1.4%	-63%

★ Doanh thu năm 2012 có sự sụt giảm mạnh so với năm 2011 (-63%) tuy nhiên lợi nhuận chỉ giảm nhẹ 1.2% so với năm 2011, nguyên nhân chủ yếu là do sự sụt giảm mạnh trong mảng kinh doanh vàng miếng, cụ thể như sau:

✓ **Doanh thu trang sức vàng PNJ:** Đây là mảng kinh doanh chủ lực của PNJ với kết quả năm 2012 đạt 3,647 tỷ đồng doanh thu (57% tổng doanh thu) và 409 tỷ đồng lợi nhuận gộp (74% lợi nhuận gộp). 3 kênh bán hàng chính là kênh si, kênh lẻ và xuất khẩu. Trong năm 2012, mảng kinh doanh si đạt mức tăng trưởng ấn tượng 8% với ưu thế vượt trội về thương hiệu so với các đối thủ cạnh tranh trong ngành. Hệ thống phân phối của lĩnh vực này trên khắp cả nước tính đến hết năm 2012 là 57 cửa hàng, tăng 2 cửa hàng so với 2011. Đặc biệt, việc khánh thành xí nghiệp nữ trang mới tại đường Dương Quảng Hàm, Q.Gò Vấp với diện tích gần 12.500m2 (gấp 3 lần xí nghiệp cũ) đã đáp ứng đầy đủ nhu cầu sản xuất của PNJ hiện nay và nhu cầu cho kế hoạch dài hơi trong 10 năm tiếp theo.



(Nguồn: DAS tổng hợp)

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2012

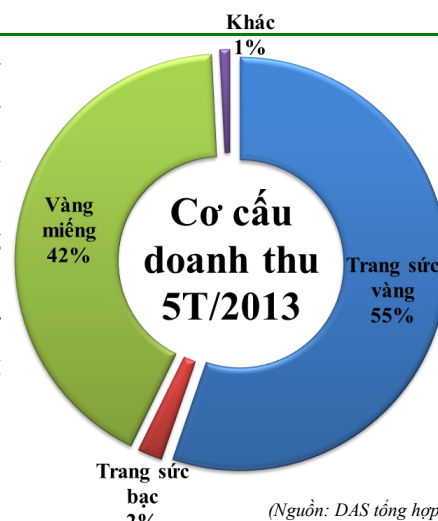
- ✓ **Doanh thu trang sức bạc PNJ:** 90% doanh thu từ mảng hoạt động này đến từ thị trường nội địa và 10% từ hoạt động xuất khẩu, trong đó thị trường trọng yếu vẫn là khu vực Tp.HCM (64%), Hà Nội và các tỉnh lân cận (21%). Sản phẩm của mảng kinh doanh này chủ yếu thuộc phân khúc trung cấp, đối tượng khách hàng là học sinh, sinh viên và các bạn trẻ có thu nhập trung bình. Trong năm 2012, PNJ đã áp dụng nhiều chương trình chiết khấu lên đến 20-30% cho các dòng sản phẩm trên nên vẫn duy trì được lượng khách hàng và doanh số ổn định, đem lại 156 tỷ đồng doanh thu và 104 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Hệ thống phân phối cho dòng sản phẩm PNJSilver khắp cả nước đến hết ngày 31/12/2012 là 88 cửa hàng, đến hết tháng 5/2013 tăng thêm 2 cửa hàng (ở Tp.HCM và Bình Dương).
- ✓ **Doanh thu vàng miếng:** Đây là lĩnh vực kinh doanh khá nhạy cảm và nhiều rủi ro biến động. Trong năm 2012, với chủ trương quản lý chặt chẽ hoạt động sản xuất kinh doanh vàng miếng của chính phủ (Nghị định 24/NĐ-CP), doanh thu vàng miếng của PNJ giảm hơn 70%. Tuy nhiên, lợi nhuận biên từ mảng hoạt động này khá thấp nên không ảnh hưởng nhiều đến hoạt động kinh doanh của PNJ khi chỉ đóng góp 26 tỷ đồng lợi nhuận gộp (4.7%).



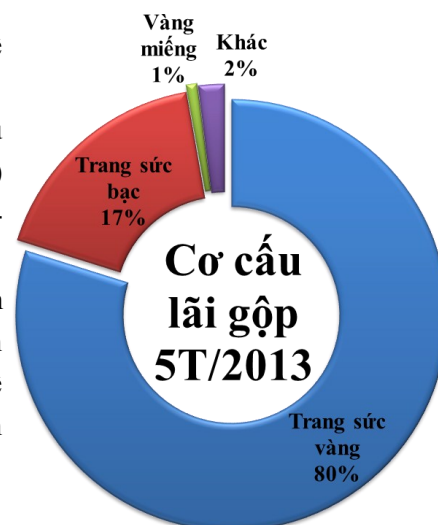
(Nguồn: DAS tổng hợp)

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 5T/2013

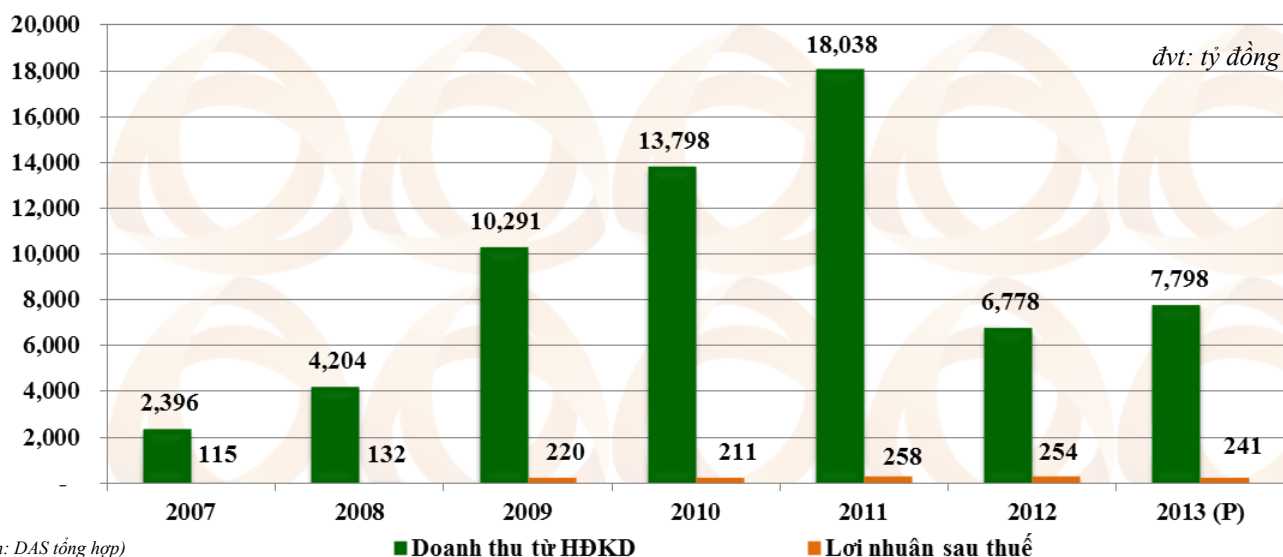
- ★ Doanh thu lũy kế của công ty mẹ 5 tháng đầu năm 2013 đạt gần 3,148 tỷ đồng, hoàn thành hơn 40% kế hoạch năm. LNTT 5T/2013 ước đạt 104 tỷ đồng (giảm 22% so với cùng kỳ năm 2012) và hoàn thành 37% kế hoạch năm, cụ thể như sau:
- ✓ **Doanh thu trang sức vàng:** đạt gần 1,750 tỷ đồng lũy kế 5 tháng, tăng 13% so với cùng kỳ năm 2012, hoàn thành 40% kế hoạch năm. Trong đó tăng mạnh nhất là doanh thu từ kênh si với mức tăng lũy kế gần 26% nhờ mở rộng được thị trường mới ra các tỉnh vùng sâu vùng xa. Hoạt động này cũng đóng góp hơn 206 tỷ đồng vào lợi nhuận gộp lũy kế 5 tháng, tăng 18% so với cùng kỳ và hoàn thành 42% kế hoạch năm.
- ✓ **Doanh thu trang sức bạc:** đạt hơn 61.4 tỷ đồng, lũy kế giảm 13% so với cùng kỳ và hoàn thành 35% kế hoạch năm. Lợi nhuận gộp từ mảng này đạt gần 45 tỷ đồng, giảm 13% so với cùng kỳ và hoàn thành 40% kế hoạch năm.
- ✓ **Doanh thu vàng miếng:** tuy chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu khi đạt hơn 1,328 tỷ đồng (42% Tổng doanh thu - 41% kế hoạch năm) nhưng lợi nhuận gộp mang lại chỉ hơn 2.12 tỷ đồng (1% lợi nhuận gộp - 7% kế hoạch năm).
- ✓ **Doanh thu từ các sản phẩm, dịch vụ khác:** bao gồm các sản phẩm Yabling, Jemma, đồng hồ và các dịch vụ khác đạt hơn 8.6 tỷ đồng doanh thu, giảm 15% so với cùng kỳ năm 2012 và hoàn thành gần 40% kế hoạch năm. Lợi nhuận gộp từ mảng hoạt động này đem lại cho PNJ gần 5.1 tỷ đồng (giảm 26% so với cùng kỳ - hoàn thành 36% kế hoạch năm).



(Nguồn: DAS tổng hợp)



Tăng trưởng Doanh thu - Doanh thu tài chính - LNST qua các năm



PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Tổng quan tình hình tăng trưởng của PNJ

★ Từ khi niêm yết trên sàn HOSE ngày 23/3/2009 cho đến hết quý I/2013, Tổng tài sản của PNJ đã tăng 32%, trong đó:

- ✓ **Tài sản ngắn hạn tăng 50%** (Tiền và tương đương tiền tăng 118% lên mức 599 tỷ đồng, hàng tồn kho tăng 47% lên mức 763 tỷ đồng cuối quý I/2013).
- ✓ **Tài sản dài hạn tăng 16%** (Đầu tư dài vào công ty liên doanh liên kết tăng 99% lên mức 258.5 tỷ đồng, Tài sản cố định hữu hình và vô hình tăng 36%).

★ Nguồn vốn chủ sở hữu tăng 37% so với năm 2009, trong đó **Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối tăng 548% lên mức 339 tỷ đồng** (bằng 47% vốn điều lệ). **Nợ phải trả** cuối quý I/2013 tăng nhẹ 5.6% so với cuối năm 2012, trong đó Vay nợ ngắn hạn đạt hơn 1,049 tỷ đồng (76% cơ cấu Nợ phải trả), Vay nợ dài hạn hơn 170 tỷ đồng (12% cơ cấu Nợ phải trả).

➔ Nhìn chung PNJ đạt được sự tăng trưởng bền vững và ổn định với cơ cấu Nguồn vốn/Tài sản cân bằng và an toàn. Đa phần các khoản vay nợ của PNJ đều được dùng để bổ sung nguồn vốn lưu động, không đầu tư dàn trải và đầu tư ngoài hoạt động lõi, do đó, **hiệu suất sử dụng vốn luôn ở mức cao và nhận được sự tín nhiệm từ các tổ chức tín dụng**, minh chứng là việc lãi suất vay vốn của PNJ luôn ở mức thấp và hình thức đảm bảo đều là tín chấp.

★ Trao đổi với DAS, PNJ cho biết trong năm 2013, theo định hướng chính sách của NHNN, doanh nghiệp sẽ giảm dần tỷ trọng vay nợ dài hạn (chủ yếu là các khoản vay bằng vàng nhằm cân bằng trạng thái) để chuyển sang tập trung vào vay nợ ngắn hạn.

STT	Bên cho vay ngắn hạn	Giá trị (tỷ VND)	Mục đích vay	Lãi suất	Hình thức đảm bảo
1	MB - CN Bắc Sài Gòn	100.0	Bổ sung vốn lưu động	9.0%	Tín chấp
2	Vietinbank - CN HCM	29.9	Bổ sung vốn lưu động	9.0%	Tín chấp
3	Eximbank - SGD 1	45.8	Bổ sung vốn lưu động	9.0%	Cổ phiếu DongA Bank
4	Vietcombank - CN HCM	88.2	Bổ sung vốn lưu động	9.5-10.5%	Tín chấp
		13.4	Bổ sung vốn lưu động	6.0%	Tín chấp
5	ACB - Sở giao dịch	159	Bổ sung vốn lưu động	9.0%	Cổ phiếu DongA Bank
		2.1	Bổ sung vốn lưu động	6.5%	Cổ phiếu DongA Bank
6	Techcombank	150	Bổ sung vốn lưu động	9.0%	Tín chấp
7	Cá nhân	114	Bổ sung vốn lưu động	8-10%	Tín chấp
8	Nợ dài hạn đến hạn trả	348	2013	4-4.2%	QSDĐ - CP DAB
Tổng		1,049			

(Nguồn: DAS tổng hợp)

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Chi tiêu	ĐỒNG TIỀN						
	Năm 2007	Năm 2008	Năm 2009	Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Quý I/2013
Dòng tiền HD Kinh doanh	-67,987,866,056	324,147,823,504	45,534,476,465	3,071,123,284	154,227,330,292	194,972,707,802	100,859,335,147
trong đó: lãi vay đã trả	-22,744,911,528	-31,942,217,928	-39,890,584,302	-58,319,330,507	-103,861,814,898	-101,911,586,414	-18,103,192,864
Biến động khoản phải thu	-153,137,167,913	152,635,162,866	-105,161,138,461	53,293,918,839	-11,140,015,759	-165,811,248,496	-31,058,122,287
Biến động hàng tồn kho	-11,701,622,765	-948,274,834	-61,216,882,336	-261,578,272,583	-217,205,994,746	172,002,642,355	28,313,674,258
Dòng tiền HD Đầu tư	-302,342,628,343	-392,816,923,699	-102,482,640,386	-203,322,254,558	-102,888,235,310	126,828,563,390	-11,850,524,143
Tiền chi mua sắm XD TSCĐ	-62,726,192,843	-300,793,468,406	-102,468,852,843	-112,361,991,985	-115,655,063,956	-70,213,384,150	-9,917,593,394
Tiền chi đầu tư góp vốn vào ĐVK	-377,473,547,576	-159,221,739,000	-125,568,170,000	-217,110,697,000	34,298,300,000	-38,020,910,985	-
Tiền thu từ bán khoản ĐT tại ĐVK	105,331,502,496	29,420,000,000	59,393,497,000	29,675,000,000	0	99,569,666,282	0
Lãi vay và cổ tức nhận được	49,780,246,580	37,761,583,707	33,929,329,028	51,388,081,132	47,508,585,919	53,764,811,788	5,705,615
Dòng tiền HD Tài chính	688,920,001,608	28,747,984,718	121,605,721,311	263,054,276,460	61,228,984,181	-307,284,747,837	41,201,522,465
trong đó: Tiền thu từ phát hành CP	725,000,000,000	-	-	-	-	-	-
trong đó: Tiền vay ngắn hạn, dài hạn	1,235,060,602,407	1,491,252,597,816	3,836,446,956,347	6,599,955,894,699	8,767,143,927,774	3,427,905,908,708	958,771,869,200
trong đó: Tiền vay đã trả	-1,277,717,891,300	-1,339,094,448,798	-3,613,830,205,036	-6,254,018,176,391	-8,551,891,484,141	-3,585,225,129,370	-917,570,346,735
trong đó: Cổ tức, LN đã trả cho CSH	-16,734,754,000	-123,824,563,000	-96,911,091,000	-80,716,342,550	-150,183,653,750	-149,965,528,175	-
Lưu chuyển tiền thuần	318,589,507,209	-39,921,115,477	64,657,557,390	62,803,145,186	112,568,079,163	14,516,523,355	130,210,333,469

★ Dòng tiền lưu chuyển của PNJ rất lành mạnh và ổn định, trong đó:

(Nguồn: DAS tổng hợp)

- ✓ **Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh:** luôn dương từ năm 2008 cho đến nay cho thấy hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đã đi vào giai đoạn ổn định và tăng trưởng bền vững, sản xuất tạo ra giá trị thặng dư thực tế.
- ✓ **Dòng tiền từ hoạt động đầu tư:** chủ yếu tập trung vào việc mua sắm dây chuyền, máy móc, công nghệ sản xuất nữ trang, kim hoàn và đầu tư chiến lược vào các doanh nghiệp tiềm năng đem lại hiệu quả đầu tư cao, cụ thể:
- ✓ **Dòng tiền từ hoạt động tài chính:** Chủ yếu là hoạt động tín dụng nhằm đáp ứng nhu cầu vốn lưu động trong kỳ.

STT	Công ty Liên doanh Liên kết Đầu tư tài chính dài hạn	Tỷ lệ sở hữu	Vốn thực góp (tỷ đồng)
1	CTCP Nhiên liệu Sài Gòn (SFC)	49.99%	56.4
2	CTCP Địa ốc Đông Á	30.62%	174.0
3	DongA Bank	7.7%	395.3
4	CTCP BDS Sài Gòn M&C	-	65.4
5	CTCP Quê Hương Liberty	6.5%	42.5
Tổng			733.6

(Nguồn: DAS tổng hợp)

★ Các chỉ số đánh giá khả

	Các chỉ số tài chính	đvt	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Q1/2013
năng thanh toán của PNJ	Các chỉ tiêu về khả năng thanh toán								
vẫn ở mức rất an toàn, đảm bảo khả năng thanh toán các khoản nợ và nghĩa vụ phát sinh. Chỉ số khả năng thanh toán nhanh giảm nhẹ trong năm 2012 do Vay nợ ngắn hạn tăng 67% mặc dù hàng tồn kho giảm hơn 18% so với năm 2011. Số dư tiền của PNJ cuối năm 2012 là gần 469 tỷ đồng, số dư tiền cuối quý I/2013 là gần 599 tỷ đồng.	Hệ số thanh toán hiện hành	Lần	2.37	1.22	1.08	0.95	1.65	1.19	1.22
	Hệ số thanh toán nhanh	Lần	2.29	1.12	0.51	0.34	0.65	0.49	0.59
	Các chỉ tiêu về hoạt động								
	Vòng quay khoản phải thu	Vòng	12.7	75.5	74.2	238.9	253.5	125.0	23.7
	Kỳ thu tiền bình quân	Ngày	28.3	4.8	4.9	1.5	1.4	2.9	3.8
	Vòng quay hàng tồn kho	Vòng	70.5	56.1	18.7	17.6	17.8	7.7	2.1
	Số ngày vòng quay HTK	Ngày	5.1	6.4	19.2	20.5	20.2	46.6	43.1
	Các chỉ tiêu về cơ cấu vốn								
	Hệ số Nợ/TTS	Lần	0.32	0.43	0.51	0.56	0.60	0.51	0.51
	Hệ số Nợ/VCSH	Lần	0.46	0.75	1.07	1.33	1.57	1.05	1.05
	Các chỉ tiêu về khả năng sinh lời								
	ROA	%	8.1%	7.5%	10.1%	8.6%	8.8%	10.0%	2.5%
	ROE	%	11.8%	13.0%	21.4%	20.3%	22.7%	20.5%	5.0%
	Lợi nhuận HKKD/Tổng DT	%	5.1%	3.7%	2.5%	1.6%	1.6%	4.0%	4.9%

★ **Các chỉ số về hiệu quả hoạt động** cho thấy PNJ đang quản lý khá tốt việc thu hồi công nợ của khách hàng. Tuy nhiên, chỉ số vòng quay khoản phải thu và vòng quay hàng tồn kho đang có xu hướng giảm do tình hình kinh tế khó khăn, nhu cầu thị trường sụt giảm và do các chính sách ưu đãi về thanh toán, chiết khấu của PNJ nhằm chia sẻ khó khăn với các khách hàng.

★ **Các chỉ số về cơ cấu Nguồn vốn** cho thấy PNJ đang tái cấu trúc lại cơ cấu Nguồn vốn theo hướng giảm tỷ trọng Nợ phải trả, bên cạnh đó là việc cơ cấu các khoản Vay nợ dài hạn sang Vay nợ ngắn hạn đang được đẩy nhanh trong năm 2013.

★ **Các chỉ số về khả năng sinh lời** cho thấy sự hiệu quả và ổn định trong hoạt động của PNJ bất chấp biến động của thị trường. ROE bình quân từ khi niêm yết năm 2009 đến nay luôn được duy trì trên 20%/năm, ROA cũng được duy trì ở mức bình quân 9.4%/năm. ROA của PNJ quý I/2013 đạt 2.5%, dự kiến ROA cả năm 2013 sẽ ở mức 10%/năm, cao hơn mức lãi suất gửi tiết kiệm hiện hành và lãi suất vay vốn đầu vào của PNJ (ở mức 9-9.5%).

VỊ THẾ CỦA PNJ TRONG NGÀNH NỮ TRANG VIỆT NAM

(Nguồn: BCTN PNJ)

★ Theo thống kê của Tạp chí tài chính (cơ quan của Bộ Tài chính), tính đến tháng 3/2013, **PNJ đang là thương hiệu sản xuất vàng trang sức lớn nhất Việt Nam** với mạng lưới phân phối rộng khắp 65 tỉnh thành lớn nhỏ trong cả nước và đồng thời cũng là doanh nghiệp xuất khẩu nữ trang dạng tinh xảo lớn nhất. Tại thị trường Việt Nam, PNJ đứng thứ 3 trong nhóm các nhà bán lẻ lớn nhất thị trường, sau Coop Mart và Nguyễn Kim.



★ Bên cạnh đó, ngày 18 tháng 10 năm 2012, PNJ khánh thành xí nghiệp nữ trang mới với quy mô vốn đầu tư gần 120 tỷ, tổng diện tích sử dụng lên đến 12,500 m², trở thành **một trong những xí nghiệp nữ trang lớn nhất trong khu vực Châu Á**, dự kiến sẽ đáp ứng đủ nhu cầu sản xuất - cung ứng - kinh doanh của PNJ cho thị trường trong nước và xuất khẩu trong 10 năm tới. Song song với việc khánh thành xí nghiệp nữ trang mới, dự án xây dựng **Trung Tâm Kim Hoàn PNJ Phú Nhuận** cũng được hoàn thành. **Đây là trung tâm kim hoàn lớn nhất trên cả nước**, góp phần khẳng định vị thế và đẳng cấp của thương hiệu nữ trang PNJ.

★ Ở tầm quốc tế, PNJ là 1 trong 3 doanh nghiệp Việt Nam được nhận giải thưởng “Chất lượng Châu Á - Thái Bình Dương” năm 2011 và **liên tục có mặt trong bảng xếp hạng top 500 nhà bán lẻ hàng đầu Châu Á Thái Bình Dương**. Ngoài ra, PNJ được tổ chức Plimsoll của Anh quốc đánh giá là **công ty sản xuất trang sức vàng bạc đá quý lớn thứ 3 trên toàn thế giới về quy mô sản xuất**.

★ PNJ là một trong 38 doanh nghiệp được NHNN cấp phép kinh doanh vàng miếng (bao gồm 16 doanh nghiệp kinh doanh vàng bạc đá quý và 22 ngân hàng).

★ Các doanh nghiệp được phép kinh doanh vàng miếng, và cũng là các đối thủ cạnh tranh của PNJ trên thị trường:

STT	Tên doanh nghiệp	Phạm vi hoạt động	Trạng thái công bố thông tin	Sở hữu nước ngoài	Ghi chú
1	Cty TNHH MTV Vàng bạc Đá quý TPHCM - Agribank	Tp.HCM	Không công bố thông tin	0%	Top 10 doanh nghiệp lớn nhất Việt Nam 2012
2	Tổng Cty Vàng Agribank Việt Nam - CTCP	Hà Nội - Nghệ An	Không công bố thông tin	0%	
3	Cty TNHH Bảo Tín Minh Châu	Miền Bắc - Bắc Trung bộ	Không công bố thông tin	0%	
4	CTCP Tập đoàn Vàng bạc Đá quý DOJI	Cả nước	Không công bố thông tin	0%	
5	CTCP Đầu tư và Kinh doanh Vàng Việt Nam	Hà Nội - Tp.HCM	Không công bố thông tin	0%	
6	Cty TNHH MTV Kim Ngọc Phú	Tp.HCM	Không công bố thông tin	0%	
7	Cty TNHH Mi Hồng	TP.HCM	Không công bố thông tin	0%	
8	Cty TNHH Vàng bạc Đá quý Ngọc Hải	Tây Nam Bộ - Tp.HCM	Không công bố thông tin	0%	
9	Cty TNHH Vàng bạc Đá quý Ngọc Thâm	Tiền Giang - Tây Nam Bộ	Không công bố thông tin	0%	
10	CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	Cả nước	Thông tin công bố minh bạch	49%	Top 10 doanh nghiệp lớn nhất Việt Nam 2012
11	Cty TNHH Vàng bạc Phúc Thành	Tp.HCM	Không công bố thông tin	0%	DT 2012: 588 tỷ, LNST 2012: 6.5 tỷ
12	CTCP Vàng bạc Đá quý Phương Nam	Tp.HCM	Thông tin công bố minh bạch	0%	
13	Cty TNHH MTV Vàng bạc Đá quý Sacombank	Nam Bộ - Campuchia	Không công bố thông tin	0%	
14	Cty TNHH MTV Vàng bạc Đá quý Sài Gòn - SJC	Cả nước	Không công bố thông tin	0%	
15	CTCP Đầu tư Vàng Phú Quý	Hà Nội - Vĩnh Phúc - Ninh Bình	Không công bố thông tin	0%	
16	Cty TNHH MTV Vàng bạc Đá quý Vietinbank	Hà Nội	Không công bố thông tin	0%	

(Nguồn: DAS tổng hợp)

★ PNJ là doanh nghiệp vàng nữ trang duy nhất tại Việt Nam mà khối ngoại sở hữu mức kịch trần 49% vốn cổ phần. Nguyên nhân là do tính minh bạch trong công bố thông tin, quy mô hệ thống mạng lưới phân phối, chiến lược quản trị của ban lãnh đạo và tiềm năng phát triển vượt trội của PNJ so với các doanh nghiệp còn lại tại Việt Nam.

TRIỂN VỌNG VÀ KẾ HOẠCH NĂM 2013

Về chiến lược kinh doanh và kế hoạch 2013: Với định hướng kinh doanh trang sức là lĩnh vực kinh doanh cốt lõi, PNJ đã ký kết hợp đồng tư vấn với đối tác tư vấn nước ngoài là Value Partners Management Consulting để thực hiện tái cấu trúc hoạt động của công ty với tham vọng trở thành công ty chế tác và bán lẻ trang sức hàng đầu tại Châu Á. Theo đó, việc cải thiện hiệu quả hoạt động của hệ thống cửa hàng phân phối sản phẩm sẽ là một trong những yếu tố then chốt mang lại thành công của PNJ trong giai đoạn kinh doanh tiếp theo.

Năm 2013, PNJ cũng tích cực thực hiện cơ cấu danh mục đầu tư theo hướng sẽ thoái vốn tại một số công ty liên doanh liên kết. Được biết, PNJ đang đàm phán với nhiều đối tác nhằm chuyển nhượng phần vốn góp tại CTCP Nhiên liệu Sài Gòn (SFC) với mức giá chuyển nhượng dự kiến cao hơn 30% so với vốn góp. Như vậy, khoản thoái vốn này có thể sẽ giúp PNJ ghi nhận mức lợi nhuận 41 tỷ đồng trong năm 2013. Đây là khoản đầu tư thành công thứ 2 của PNJ sau khoản đầu tư vào Năng lượng Đại Việt đã hiện thực hoá lợi nhuận trong năm 2012.

Về kế hoạch quản trị: Đưa phần mềm quản trị doanh nghiệp E.R.P vào vận hành chính thức để đồng nhất hoạt động giữa các bộ phận, nâng cao hiệu suất làm việc trên toàn hệ thống. Nhanh chóng bổ sung các vị trí quản lý còn thiếu đồng thời thay thế các vị trí không theo kịp yêu cầu phát triển. PNJ cũng dự kiến phát hành 5% cổ phiếu ESOP trong quý 4/2013.

STT	Chỉ tiêu	Kế hoạch 2013 (tỷ đồng)	So sánh 2012 % +/-
1	Doanh thu trang sức vàng	4,394	+20%
2	Doanh thu trang sức bạc	174	+12%
3	Doanh thu vàng miếng	3,230	+24%
4	Lợi nhuận gộp từ HĐ SXKD	650	+18%
5	Doanh thu từ HĐ Tài chính	65	=56%
6	LNTT (chưa hợp nhất)	280	=100%
7	LNST (chưa hợp nhất)	226	=100%
8	LNTT hợp nhất	296	=96%
9	LNST hợp nhất	241	=95%
Cổ tức		20%	

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu PNJ dựa trên việc sử dụng phương pháp định giá khá phổ biến là phương pháp chiết khấu luồng cổ tức (DDM), và phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp tương đối EV/EBITDA.

Định giá theo phương pháp DDM: **28,571 đồng/cp.**

- ✓ Suất chiết khấu: $r_i = 10\%$ Tăng trưởng cổ tức: 3%/năm (DAS dự phóng)
- ✓ Cổ tức 2013 của PNJ: 2,000 đồng/cp. (kế hoạch PNJ)

(Nguồn: DAS tổng hợp)

Định giá theo phương pháp EV/EBITDA: **72,595 đồng/cp.**

- ✓ EBITDA của PNJ năm 2013: 412.6 tỷ đồng. (DAS dự phóng)
- ✓ Chỉ số EV/EBITDA bình quân của các doanh nghiệp kinh doanh vàng bạc đá quý trên thế giới: 13.3

Doanh nghiệp	Giá trị doanh nghiệp (triệu USD)	Quốc Tịch	EV/EBITDA 2013 (F)
Tsutsumi Jewelry Co. Ltd	74.5	Nhật Bản	11.00
Damiani S.p.A	149.3	Italia	17.02
Kingold Jewelry	81.8	Mỹ	9.21
Pranda Jewelry PCL	104.1	Ấn Độ	15.43
Zhejiang Ming Jewelry	543.1	Trung Quốc	13.82
Bình quân			13.30

Định giá tổng hợp: Chúng tôi kết hợp hai phương pháp định giá trên với tỷ trọng 50% cho phương pháp DDM và 50% cho phương pháp EV/EBITDA và cho ra kết quả như sau:

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng
DDM	28,571	50%
EV/EBITDA	72,595	50%
Giá cổ phiếu PNJ	50,583	đồng/cp

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ



Giá cổ phiếu PNJ đang dao động trong vùng 27.5. Đây là vùng khá hấp dẫn cho nhà đầu tư cơ bản trong trung và dài hạn khi hội tụ cả đường MA10, MA50, Middle Line của Bolinger Bands và Fibonacci Retracement 23.6% (25/12/2012 - 20/5/2013), báo hiệu cho sự bắt đầu của một chu kỳ tăng mới trong trung hạn. Theo quan điểm của chúng tôi, vùng giá mua phù hợp cho cổ phiếu PNJ là vùng 27.0 - 28.0.

Thời hạn đầu tư: 6 tháng - 1 năm

Giá mục tiêu 1: 38.0

Giá mục tiêu 2: 50.0

TỔ CHỨC THỰC HIỆN BÁO CÁO

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (gọi tắt là DAS) là thành viên của Tập đoàn tài chính Ngân hàng Đông Á, hiện là một trong các định chế tài chính lớn nhất Việt Nam. DAS cũng là một thành viên chính thức của thị trường chứng khoán Việt Nam, và đang đi đầu trong một số dịch vụ tài chính có công nghệ cao. DAS hiện là cổ đông lớn của nhiều công ty, và là chủ sở hữu của Công ty quản lý Quỹ đầu tư Đông Á. Công ty hiện có 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

Hệ thống chi nhánh

Trụ sở chính:

Địa chỉ: 56-68 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM

Điện thoại: (848) 38218.666

Fax: (848) 38218.713

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: 181 Nguyễn Lương Bằng, Quận Đống Đa, Hà Nội.

Điện thoại: (844) 3944.5175

Fax: (844) 3944.5178

Chi nhánh Chợ Lớn:

Địa chỉ: 110C Ngô Quyền, Phường 8, Quận 5, TP.HCM

Điện thoại: (848) 3853.9623

Fax: (848) 3853.9624

Chi nhánh Vũng Tàu:

Địa chỉ: 26-28 Phạm Hồng Thái, P7, TP Vũng Tàu

Điện thoại: (064) 3584.898

Fax: (064) 3584.899

Phòng giao dịch Quận 10:

Địa chỉ: Lầu 2, Số 17 Hồ Bá Kiện, P15, Quận 10. HCM

Điện thoại: (84.8) 3979.7639

Fax: (84.8) 3979.7696

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như nhà đầu tư cá nhân và không hàm ý đưa ra lời khuyên chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Các quan điểm và nhận định trình bày trong báo cáo không tính đến sự khác biệt về mục tiêu và chiến lược cụ thể của từng nhà đầu tư. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình. Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (DAS) tuyệt đối không chịu trách nhiệm bất kỳ thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin của báo cáo này.

Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo là quan điểm cá nhân của cá nhân người viết mà không đại diện cho quan điểm của DAS và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được DAS thu thập từ nguồn đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, DAS không đảm bảo độ chính xác thông tin này.

Báo cáo này là tài sản và được giữ bản quyền bởi DAS. Không được phép sao chép, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích gì nếu không có văn bản chấp thuận của DAS. Vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.