

## CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (HSX: PNJ)

<b>Hoàng Hiếu Tri</b> Chuyên viên phân tích Email: trihh@fpts.com.vn Tel: (84) - 86290 8686 - Ext : 7596	Giá hiện tại	<b>39.000</b>	-18%	-7%	0%	+7%	+18%
	Giá mục tiêu	<b>55.000</b>	<b>Bán</b>	<b>Giảm</b>	Theo dõi	<b>Thêm</b>	<b>Mua</b>
	Tỷ suất sinh lời	<b>+41%</b>					
	Tỷ suất cổ tức	<b>5,1%</b>					
							<b>MUA</b>

### So sánh suất sinh lời giữa PNJ và VNIndex



### PNJ – CỔ PHIẾU “VÀNG” BỊ LÃNG QUÊN

#### TÓM TẮT NỘI DUNG

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu PNJ của CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận. Chúng tôi cho rằng thị trường vẫn chưa phản ánh đầy đủ giá trị hợp lý của cổ phiếu PNJ do sự thiếu hụt các thông tin chuyên sâu về lĩnh vực hoạt động và tình hình sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp cũng như quan ngại về tính thanh khoản khá thấp của cổ phiếu này. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng với vị thế là doanh nghiệp nữ trang lớn nhất Việt Nam cùng tiềm năng phát triển còn rất lớn, PNJ là một trong những cổ phiếu đáng đầu tư trong thời điểm hiện tại. **Đặc biệt**, thông tư 22/2013/TT-BKHCN bắt đầu có hiệu lực từ ngày 01/06/2014 đã và đang tạo nên thời cơ vô cùng thuận lợi giúp PNJ có thể thu tóm thị phần tại thị trường Việt Nam và vươn ra khu vực với tham vọng trở thành một trong những công ty kim hoàn lớn nhất Châu Á.

Sử dụng dự phóng FCFF, chúng tôi tin rằng giá hợp lý của cổ phiếu PNJ vào cuối năm 2014 là **48.700 đồng/cp** và giá mục tiêu vào cuối năm 2015 là **55.000 đồng/cp**, lần lượt cao hơn 25% và 41% so với thị giá hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **MUA** cổ phiếu PNJ cho mục tiêu ngắn, trung và dài hạn.

- **PNJ là công ty sản xuất và kinh doanh nữ trang lớn nhất Việt Nam** với năng lực sản xuất gấp 8 lần đối thủ theo sau, nắm giữ 70% số nghệ nhân kim hoàn (khác với thợ kim hoàn) của Việt Nam và thị phần toàn thị trường khoảng 5%.

- Chính sách hỗ trợ (**thông tư 22/2013-BKHCN có hiệu lực từ 01/06/2014**) vô cùng thuận lợi cho PNJ trong việc thu tóm thị phần vốn đang bị phân mảnh nghiêm trọng. Thông tư này quy định tất cả cả đơn vị kinh doanh nữ trang phải niêm yết minh bạch hàm lượng vàng có trong trang sức, **chấm dứt tình trạng gian lận tuổi vàng tràn lan trên quy mô cả nước**.

- Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2014 của PNJ sẽ đạt khoảng 8.328 tỷ đồng (-6,6% so cùng kỳ năm 2013) do doanh thu vàng miếng giảm mạnh, tuy nhiên lợi nhuận sau thuế năm 2014 của PNJ sẽ đạt 261 tỷ đồng (+55% so cùng kỳ năm 2013) nhờ hoạt động bán lẻ trang sức vàng bạc tăng trưởng ấn tượng cùng khoản lợi nhuận bất thường 36 tỷ đồng từ chuyển nhượng SFC. Doanh thu năm 2015 dự báo sẽ tiếp tục sụt giảm 5% so với năm 2014 do PNJ không còn hợp nhất kết quả kinh doanh của SFC,

Thông tin giao dịch		04/11/2014
Thị giá		39.000
Giá cao nhất 52 tuần		39.000
Giá thấp nhất 52 tuần		27.000
Số lượng CP niêm yết (CP)		75.597.035
Số lượng CP lưu hành (CP)		75.597.035
KLGD bình quân 3 tháng (CP)		13.593
% sở hữu nước ngoài		49%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)		756
Vốn hóa (tỷ đồng)		2.948
Tổng quan doanh nghiệp		
Tên	CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	
Địa chỉ	170E Phan Đăng Lưu, Phường 3, Quận Phú Nhuận, TP. HCM	
Doanh thu chính	Vàng miếng, vàng trang sức, bạc trang sức, kinh doanh xăng dầu (đã loại trừ từ quý IV/2014)	
Chi phí chính	Nguyên liệu vàng, bạc, đá quý, kim cương	
Lợi thế cạnh tranh	Doanh nghiệp nữ trang lớn nhất Việt Nam, mạng lưới bán lẻ rộng	
Rủi ro chính	Mất các lao động tay nghề cao vào tay các đối thủ cạnh tranh	
Danh sách cổ đông		Tỷ lệ (%)
Cao Thị Ngọc Dung (Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc)		10,14%

Vietnam Azalea Fund Limited (Mekong Capital)	6,57%
Vietnam Enterprise Investments Limited (Dragon Capital)	5,04%
Route One Investment Company	4,83%
Deutsche Bank AG & Deutsche Asset Management (Asia) Ltd	3,94%
VOF Investment Limited (VinaCapital)	3,9%
Các cổ đông nội bộ khác	>30%
Các cổ đông trong nước khác	<10%
Các cổ đông nước ngoài khác	25%

#### Các đối thủ cạnh tranh chính

Tập đoàn Vàng bạc Đá quý Doji (Doji)  
(không công khai minh bạch thông tin)

Công ty TNHH MTV Vàng bạc Đá quý Sài Gòn (SJC)  
(không công khai minh bạch thông tin)

Công ty TNHH Vàng bạc Đá quý Bảo Tín Minh Châu  
(không công khai minh bạch thông tin)

Công ty TNHH MTV Vàng bạc Đá quý Ngân hàng Sài Gòn Thương Tín (SBJ)

tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế năm 2015 của PNJ sẽ đạt 319 tỷ đồng (+21% so với năm 2014).

- **Dư địa tăng trưởng của thị trường Việt Nam còn rất lớn.** Trong 16 năm từ 1997 – 2013, Việt Nam nhập khẩu tổng cộng 326 tấn vàng trang sức và 890 tấn vàng miếng với tổng giá trị lên đến 48 tỷ USD, nhu cầu bình quân mỗi năm lên đến 19 tấn vàng trang sức và 52 tấn vàng miếng.
- **PNJ vừa điều chỉnh chính sách bán hàng với nhiều khoản mục ưu đãi mới nhằm gia tăng mạnh thị phần.** Khách hàng mua các sản phẩm nữ trang của PNJ **có thể bán lại nữ trang đã mua (không bao gồm trang sức bạc) cho PNJ với giá trị tối thiểu bằng 70% giá trị trên hóa đơn** (không giới hạn thời gian). Với một số dòng sản phẩm đặc biệt, tỷ lệ này có thể lên đến 90% - 98%. So sánh với mặt bằng chung của thị trường (mua lại tối đa 70% giá trị), chúng tôi đánh giá đây là bước đi đầy tham vọng nhằm thu tóm thị phần của tất cả các đơn vị khác nhờ ưu thế về quy mô và tiềm lực tài chính ([xem chi tiết](#)).
- **PNJ là doanh nghiệp nữ trang duy nhất tại Việt Nam đã niêm yết và kín room nước ngoài** với sự có mặt của hầu hết các tổ chức tài chính lớn tại Việt Nam như: Dragon Capital, Vinacapital, Mekong Capital, Vietnam Holding... Tuy nhiên, tính thanh khoản của cổ phiếu này khá thấp do ít biến động về giá và cơ cấu sở hữu khá đậm đặc (cổ đông nội bộ nắm giữ hơn 40%).

**Bảng 1: Các số liệu tài chính và dự phóng cho giai đoạn 2013 – 2022**

Chỉ tiêu	Đơn vị	2013	2014F	2015F	2016F	2018F	2020F	2022F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	8.914	8.328	7.941	9.006	11.715	15.337	20.035
LN gộp	Tỷ đồng	670	773	917	1.139	1.717	2.501	3.526
LNST	Tỷ đồng	163	264	319	400	575	782	1.005
EPS	Đồng	2.153	3.496	4.225	5.288	7.605	10.351	13.300
DPS	Đồng	1.238	2.011	2.430	3.042	4.374	5.953	7.649
DPS/EPS	%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%
Tăng trưởng DT	%	33%	-7%	-5%	13%	14%	14%	14%
Tăng trưởng LN gộp	%	12%	15%	19%	24%	22%	20%	18%
Tăng trưởng LNST	%	-36%	62%	21%	25%	19%	16%	13%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	8%	9%	12%	13%	15%	16%	18%
ROE	%	12%	19%	21%	24%	27%	29%	29%
ROA	%	6%	8%	9%	11%	13%	15%	16%
P/E	Lần	17,5	10,8	8,9	7,1	5,0	3,6	2,8
P/B	Lần	2,3	2,1	1,9	1,7	1,4	1,0	0,8

Nguồn: FPT S

## Rủi ro đầu tư

Rủi ro lớn nhất của PNJ là **khả năng mất các nhà thiết kế và nghệ nhân kim hoàn** vào tay các đối thủ cạnh tranh như Doji, SJC... Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá PNJ kiểm soát khá tốt rủi ro này (*chi tiết*).

### Rủi ro biến động giá vàng, bạc nguyên liệu đầu vào:

- **Đối với kênh bán sỉ:** hầu hết vàng nguyên liệu do khách hàng của PNJ cung ứng, PNJ chỉ hưởng tiền gia công chế tác, do đó không chịu ảnh hưởng từ biến động giá vàng.
- **Đối với kênh bán lẻ:** PNJ sẽ dành một khoảng 5% trên biên lợi nhuận gộp của các sản phẩm vàng để giảm ảnh hưởng từ biến động giá vàng. Cụ thể, nếu giá vàng biến động trong khung +/- 5% lãi gộp của các dòng sản phẩm, PNJ sẽ không điều chỉnh giá bán nhằm tạo sự an tâm cho khách hàng. Nếu giá vàng biến động vượt ngoài khung +/- 5% này, PNJ sẽ linh hoạt tăng hoặc giảm giá bán phù hợp với mức biến động.

**Rủi ro về an ninh tại các cửa hàng vàng bạc:** do đặc thù hàng hóa có kích thước nhỏ nhưng giá trị lớn nên để giảm thiểu tối đa rủi ro về mặt an ninh, PNJ đang áp dụng chính sách an ninh khá chặt chẽ, cụ thể:

- Tất cả các quầy ở các trung tâm thương mại đều được bố trí các kết sắt cơ khí chuyên dùng trong ngân hàng, có tính an toàn thuộc loại cao nhất hiện nay với chi phí đầu tư cao gấp 3 lần những loại kết sắt thông thường. Cuối mỗi ngày, các đơn vị phải tuân thủ nguyên tắc hàng tồn kho ít nhất có thể và toàn bộ các sản phẩm vàng bạc, nữ trang tại quầy đều được đem cất vào các kết sắt cơ khí này.
- Đối với các cửa hàng bán lẻ, PNJ áp dụng hình thức “kho kết” trong đó kết sắt cũng là loại kết cơ khí chuyên dùng của ngân hàng nhưng được xây dựng cố định dính chặt vào kết cấu xây dựng của cửa hàng nên không thể di chuyển hay bung bẻ.
- Trang bị hệ thống an ninh ở những cửa hàng vàng bạc đá quý. Khi có sự đột nhập từ bên ngoài, hệ thống này sẽ báo động đến cơ quan công an, bộ phận an ninh của đơn vị và cả một số người trong ban lãnh đạo công ty. Ngoài ra, tất cả các cửa hàng vàng của PNJ đều được mua bảo hiểm cho hàng hóa cất trong kết sắt.

**Rủi ro về thanh khoản của cổ phiếu PNJ:** Theo thống kê của FPTTS, khối lượng giao dịch bình quân của PNJ sau khi điều chỉnh qua các đợt chia thưởng và trả cổ tức bằng cổ phiếu là hơn 46.000 cổ phiếu/phiên. Nguyên nhân chính chủ yếu đến từ cơ cấu sở hữu khá đậm đặc của PNJ (cổ đông nội bộ nắm hơn 40%, cổ đông nước ngoài nắm 49%, cổ đông bên ngoài chỉ nắm giữ khoảng 11%).

*Ngày 15/10/2014, siêu thị Maximark Cộng Hòa đã bị nhóm trộm hơn 7 người đột nhập và phá kết sắt của các quầy bán vàng, bạc và chi nhánh ngân hàng. Nhiều doanh nghiệp khác bị mất mát tài sản nữ trang nhưng PNJ không bị mất mát tài sản nào vì nhóm trộm không phá được kết sắt của PNJ ([link tham khảo](#))*

## ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP FCFF VÀ P/E

### ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN THEO PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giá định DCF	Giá trị	Tổng hợp định giá	đv: tỷ đồng
WACC 2014	10,8%	Thời gian dự phóng	9 năm
Thuế suất năm 2014 (*)	22%	Tổng hiện giá dòng tiền	4.269
Chi phí vốn CSH	15,0%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	788
Lãi suất phi rủi ro	8,7%	(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	1.133
Phần bù rủi ro (**)	9,3%	Giá trị vốn cổ phần	6.190
Hệ số Beta (***)	0,88	Lợi ích cổ đông thiểu số	241
Tăng trưởng doanh thu bình quân giai đoạn 2013 - 2022	12,0%	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	3.683
Tăng trưởng bền vững	3,0%	Cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	76
<b>Giá trị chiết khấu về cuối 2014</b>			<b>48.717</b>
(*) Thuế suất 22% cho 2 năm 2014 và 2015, 20% từ 2016 trở đi			<b>Kỳ vọng đầu tư vốn cổ phần</b> 11,0%
(**) Phần bù rủi ro lấy theo lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm			<b>Suất cổ tức ước tính</b> 3,9%
(***) Beta bình quân theo các doanh nghiệp nữ trang lớn trên thế giới			<b>Giá trị chiết khấu về cuối 2015</b> 54.896

Kỳ hạn	Thị giá ngày 04/11/2014	Cuối năm 2014 (31/12/2014)	Cuối năm 2015 (31/12/2015)
Giá mục tiêu	<b>39.000</b>	<b>48.700</b>	<b>55.000</b>
Suất sinh lời		25%	41%

### ĐỊNH GIÁ THAM KHẢO TRONG NGẮN HẠN THEO PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

Mã Bloomberg	Tên doanh nghiệp	Vốn hóa (tỷ đồng)	Thị giá 04/11/2014 (VND)	P/E	P/E chiết khấu	Doanh thu 12T (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT 3 năm	ROE 2013
PNJ VN Equity	CTCP VBBQ Phú Nhuận	2.948	39.000	13,5		10.017	0,2%	17,4%
PNDORA DC Equity	Pandora A/S	226.198	1.769.471	23,3	15,7	39.221	11,7%	45,4%
600612 CH Equity	Lao Feng Xiang Co Ltd	45.009	102.748	9,4	6,6	111.138	32,6%	29,4%
1929 HK Equity	Châu Tài Phúc	288.975	28.941	14,8	10,3	210.218	32,6%	20,7%
CFRUY US Equity	Cie Financiere Richmond SA	994.858	173.260	18,0	12,1	300.771	16,0%	18,7%
SIG LN Equity	SIGNET JEWELERS LTD	202.695	2.532.910	24,0	16,3	97.519	7,0%	14,4%
MC FP Equity	LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton	1.786.549	3.526.282	20,0	15,3	844.149	13,0%	12,7%
TIF US Equity	Tiffany & Co	259.261	2.008.027	22,5	15,1	89.015	9,5%	8,5%
PRANDA TB Equity	Pranda Jewelry	1.691	4.137	15,7	12,2	2.318	-3,2%	6,2%
7937 JP Equity	Tsutsumi Jewelry	9.937	495.148	26,5	19,8	5.138	2,5%	2,7%
GITG IN Equity	Gitanjali Gems	1.991	20.363	16,1	15,0	43.392	13,5%	0,9%
Bình quân				18,6	13,6			
EPS 2014 (F)	3.496	đồng/cp						
P/E	11,6	12,6	13,6	14,6	15,6			
Giá cổ phiếu PNJ	40.679	44.176	47.672	51.168	54.664			

Mức P/E bình quân của các doanh nghiệp nữ trang thế giới sau khi chiết khấu theo rủi ro quốc gia là 13,6. Dựa trên mức P/E này, giá hợp lý của cổ phiếu PNJ là 47.700 đồng/cp, khá gần với mức giá DCF cuối năm 2014.

## TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Vị trí độc tôn trong ngành nữ trang – kim hoàn Việt Nam

PNJ được tổ chức Plimsoll (Anh) 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. Năm 2012, PNJ đã khánh thành xí nghiệp sản xuất nữ trang lớn nhất Việt Nam với công suất hơn 4 triệu sản phẩm mỗi năm (gấp 8 lần đối thủ cạnh tranh trực tiếp là SJC). Ngoài ra, tại thị trường Việt Nam, PNJ từng là nhà bán lẻ lớn thứ 3 Việt Nam (sau Sài Gòn Coop và Nguyễn Kim) trước khi tụt xuống vị trí thứ 6 sau BigC, SJC và Thế giới di động.

PNJ cũng là công ty kim hoàn niêm yết duy nhất trên sàn chứng khoán và cũng là đơn vị sản xuất trang sức vàng thành phẩm cho nhiều công ty và đơn vị kinh doanh vàng bạc đá quý tại các thành phố lớn và các địa phương.

### Các ngành hàng và mặt hàng chủ lực

Vàng miếng, vàng nữ trang, bạc nữ trang, phụ kiện, đồng hồ, dịch vụ kiểm định kim cương đá quý.

### Một số đối thủ cạnh tranh chính của PNJ

STT	Tên doanh nghiệp
1	CTCP Tập đoàn Vàng bạc Đá quý DOJI
2	Cty TNHH MTV Vàng bạc Đá quý Sài Gòn - SJC
3	Cty TNHH Bảo Tín Minh Châu
4	Tổng Cty Vàng Agribank Việt Nam - CTCP
5	CTCP Đầu tư và Kinh doanh Vàng Việt Nam
6	Cty TNHH MTV Kim Ngọc Phú
7	Cty TNHH Mi Hồng
8	Cty TNHH Vàng bạc Đá quý Ngọc Hải
9	Cty TNHH Vàng bạc Đá quý Ngọc Thâm
11	Cty TNHH Vàng bạc Phúc Thành
12	CTCP Vàng bạc Đá quý Phương Nam
13	Cty TNHH MTV Vàng bạc Đá quý Sacombank
14	CTCP Đầu tư Vàng Phú Quý
15	Cty TNHH MTV Vàng bạc Đá quý Vietinbank

Nguồn: FPT S

**Kinh doanh vàng miếng (vàng SJC):** Hoạt động này không mang lại lợi nhuận đáng kể cho PNJ do biên lợi nhuận rất thấp (bán 01 lượng vàng SJC 35 triệu đồng chỉ lãi 70.000 đồng, tỷ suất 0,02%). Tuy nhiên PNJ vẫn duy trì mảng hoạt động này vì đây là nhu cầu cơ bản của người tiêu dùng Việt Nam và cũng là cơ sở để các khách hàng phát sinh nhu cầu với các ngành hàng khác của PNJ như nữ trang, phụ kiện, đồng hồ...

**Bán sỉ vàng nữ trang:** Đối tượng khách hàng của PNJ là các doanh nghiệp kinh doanh vàng bạc, đá quý trên cả nước không có đủ điều kiện và cơ sở vật chất để có thể sản xuất nữ trang số lượng lớn. Các dòng sản phẩm này hầu hết không trùng với danh mục sản phẩm của PNJ và có chất lượng gia công cũng như mẫu mã, thiết kế cũng như định vị phân khúc thị trường thấp hơn so với các sản phẩm mang thương hiệu PNJ. Theo tìm hiểu của chúng tôi, có ít nhất 5 doanh nghiệp ở bảng bên cạnh (có một số là công ty vàng bạc đá quý của các ngân hàng) tại Tp.HCM nói riêng và tại Việt Nam nói chung là khách hàng lâu năm của PNJ. Ngoài ra, PNJ đang hướng đến nhóm khách hàng sỉ là các doanh nghiệp lớn có nhu cầu dùng trang sức có đính thương hiệu của doanh nghiệp làm quà tặng đối tác với số lượng lớn.

**Bán lẻ vàng bạc nữ trang:** Đây là ngành hàng chủ lực đóng góp phần lớn vào lợi nhuận hàng năm của PNJ với tiềm năng và tốc độ tăng trưởng cao nhất, bao gồm 3 nhãn hàng nhắm vào 3 phân khúc thị trường khác nhau:



Tuy nhiên, tỷ trọng của CAO Fine Jewelry khá thấp (chỉ khoảng 1% doanh thu) do quy mô thị trường trang sức xa xỉ của Việt Nam chưa đến giai đoạn bùng nổ như Trung Quốc.

**PNJ Gold:** Nhắm vào đối tượng khách hàng là nữ có độ tuổi từ 25 – 45, có mức thu nhập và chi tiêu từ trung bình khá trở lên.

**PNJ Silver:** Nhắm vào nhóm khách hàng trẻ, độ tuổi từ 15 – 25, yêu thích thời trang và thích khẳng định mình.

**CAO Fine Jewellery:** Nhắm vào những khách hàng có thu nhập cao, Việt kiều, du khách nước ngoài... sẵn sàng chi trả cho những món trang sức đắt tiền.

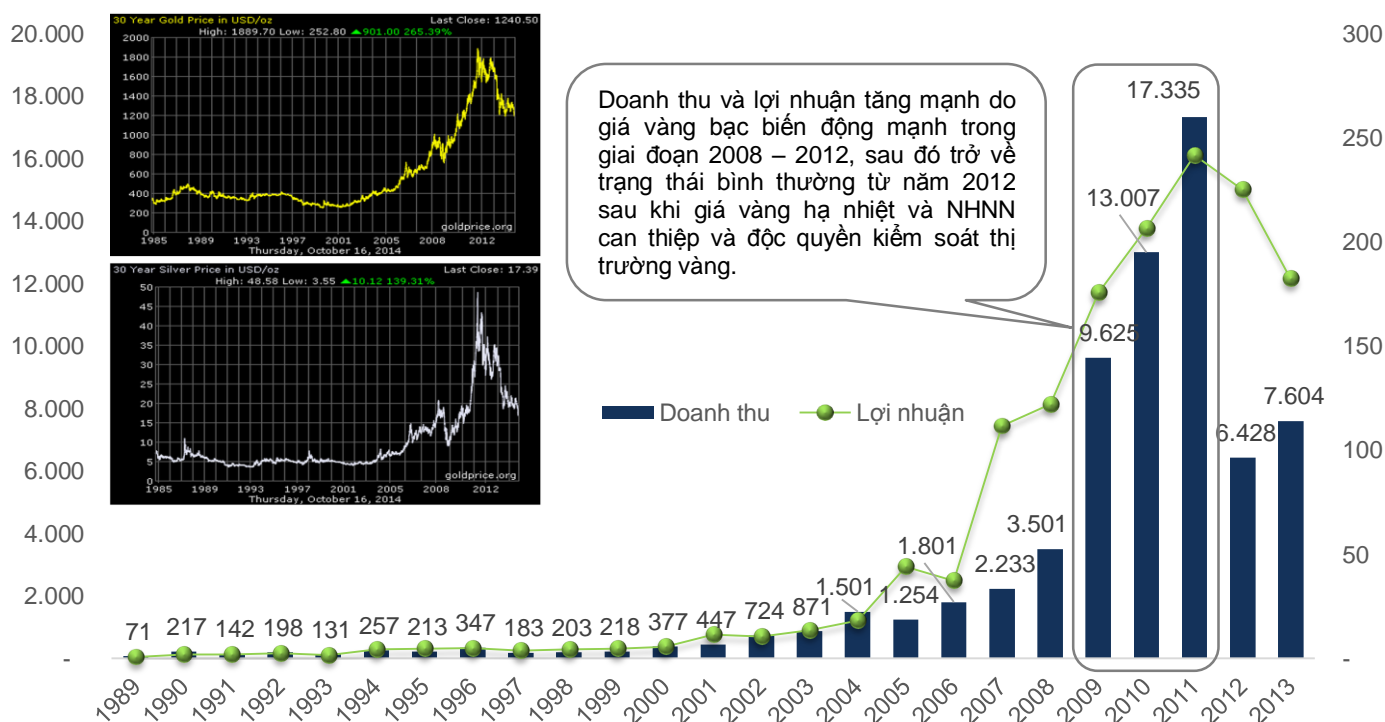
**Xuất khẩu vàng bạc nữ trang:** PNJ đang là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam có mảng hoạt động này. Nhờ khả năng sản xuất quy mô lớn và đáp ứng các tiêu chuẩn kỹ thuật của các đối tác, mảng xuất khẩu nữ trang vàng bạc của PNJ vẫn đang tăng trưởng khá tốt và chủ yếu nhắm đến các thị trường như Đức, Mỹ, Đan Mạch...

**Sản xuất và kinh doanh các loại phụ kiện thời trang, kinh doanh đồng hồ:** Là các mảng chiếm tỷ trọng khá nhỏ trong cơ cấu doanh thu của PNJ và cũng không phải là thế mạnh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, về dài hạn, đây là các phân khúc thị trường rất tiềm năng, do đó PNJ vẫn duy trì hoạt động để chờ đến “chu kỳ tăng trưởng” của nhóm sản phẩm này.

Chứng nhận ISO 17025 là chứng nhận được tổ chức Tiêu chuẩn hóa Quốc tế (International Organization for Standardization - ISO) cấp cho những đơn vị thuộc lĩnh vực kiểm định, thí nghiệm có năng lực kỹ thuật và có thể cung cấp các kết quả có giá trị về mặt kỹ thuật. Do đó, các chứng chỉ kiểm định đá quý của PNJ được công nhận trên toàn thế giới.

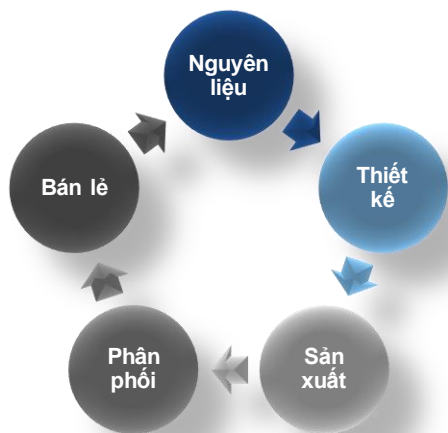
**Dịch vụ kiểm định đá quý các loại:** PNJ là đơn vị đầu tiên trong lĩnh vực kiểm định đá quý tại Việt Nam được cấp chứng nhận ISO 17025. Bên cạnh đó, hiện nay PNJ còn áp dụng tiêu chuẩn phân cấp và kiểm định đá quý rất khắt khe tương đương với GIA (Viện ngọc học Hoa Kỳ - đơn vị kiểm định hàng đầu thế giới).

**Biểu đồ 1: Thống kê doanh thu và lợi nhuận lịch sử của PNJ (công ty mẹ) giai đoạn 1989 – 2013 (\*)**



(\*) Xem thêm về lịch sử biến động giá vàng, giá bạc (theo USD, VND và CNY) và tương quan ảnh hưởng của các biến động này đến kết quả kinh doanh của PNJ qua các năm tại [phụ lục 2 \(tại đây\)](#)

Nguồn: PNJ, FPT S



## Chuỗi giá trị trong hoạt động của PNJ

**1. Nguyên liệu đầu vào:** Nguyên liệu đầu vào của PNJ chủ yếu là các loại vàng nguyên liệu, bạc nguyên liệu, vàng miếng, đá quý, kim cương. Đặc thù của nhóm nguyên liệu này là tính biến động liên tục của giá, tạo nên rủi ro đáng kể đối với các doanh nghiệp không có phương pháp quản lý giá nguyên liệu hiệu quả.

Để hạn chế các ảnh hưởng tiêu cực từ biến động giá nguyên liệu đầu vào, PNJ áp dụng các chính sách sau để quản lý:

**Đối với vàng nguyên liệu:** Do quy định hạn chế nhập khẩu vàng miếng của NHNN nên nguồn vàng nguyên liệu chủ yếu của PNJ đến từ hoạt động thu mua trực tiếp của khách vãng lai hoặc từ các nguồn vàng khác trong nước cũng thu mua từ các khách vãng lai. Lượng vàng nguyên liệu này được phân làm 2 nhóm: **nhóm SJC** (là các loại vàng miếng mang thương hiệu SJC với giá niêm yết thống nhất trên cả nước) được dùng cho hoạt động giao dịch vàng miếng mua đi bán lại, **nhóm vàng phi SJC hoặc không có thương hiệu** được mua với giá thị trường của vàng 99,99% với giá thấp hơn nhiều so với giá vàng SJC và khá gần với giá vàng trên thế giới. Nhóm này sẽ được mua theo trọng lượng vàng và dùng làm nguyên liệu sản xuất chính cho các mặt hàng nữ trang vàng của PNJ. Theo tìm hiểu của chúng tôi, nguồn cung vàng nguyên liệu loại này tại Việt Nam là rất phong phú, do đó, rủi ro thiếu hụt nguyên liệu vàng của PNJ không đáng kể.

**Đối với bạc nguyên liệu:** Do không chịu sự hạn chế về mặt pháp lý nên PNJ chủ yếu nhập khẩu bạc nguyên liệu thông qua một số đối tác cung ứng tại Bỉ.

**Đối với đá quý:** Nhập chủ yếu từ Thái Lan và Hồng Kông do hai quốc gia này có công nghệ mài đá quý trình độ cao mà Việt Nam chưa theo kịp.

**Kim cương:** PNJ nhập từ nhiều nguồn khác nhau và được kiểm định chặt chẽ bởi các chuyên gia đã có nhiều năm kinh nghiệm trong ngành.

➔ Nhìn chung rủi ro về nguồn cung và giá nguyên liệu đầu vào của PNJ không đáng kể do doanh nghiệp có thể chủ động đẩy phần biến động sang khách hàng thông qua điều chỉnh giá sản phẩm ở mức hợp lý ([xem thêm tại phần rủi ro đầu tư](#)).

**2. Nghiên cứu, thiết kế và phát triển sản phẩm:** Đây là một trong các khâu quan trọng nhất trong hoạt động kinh doanh của PNJ, ảnh hưởng đến vị thế, thương hiệu, uy tín của doanh nghiệp. PNJ có phòng thiết kế chuyên sáng tạo ra các mẫu nữ trang phụ kiện mới theo các xu hướng thời trang đang thịnh hành. Đội ngũ thiết kế của PNJ có hơn 50 nhân sự, trong đó đội ngũ cốt lõi thực hiện việc sáng

Tên nguyên liệu	Xuất xứ	Tên nhà cung cấp
Vàng nguyên liệu	Việt Nam	Khách vãng lai Đầu mối trong nước
Bạc nguyên liệu	Việt Nam	Metalor Khác
Vàng miếng	Việt Nam	Khách vãng lai
Đá quý	Hồng Kông	RMC
	Thái Lan	Creative Gems (BKK)
Kim cương	Hồng Kông	Yakubov
	Hồng Kông	Forte
	Bỉ	Fischler
	Việt Nam	Khách vãng lai

Theo ông Lê Hùng Dũng, Chủ tịch HĐQT Công ty Vàng bạc đá quý Sài Gòn (SJC), ước tính trong nước còn khoảng 500 tấn vàng ([link tham khảo](#)).

Theo ước tính của FPTTS, lượng vàng các loại nhập khẩu vào Việt Nam trong suốt 16 năm qua lên đến 1.200 tấn vàng ([xem chi tiết](#)). Do đó, chúng tôi tin rằng nguồn cung vàng nguyên liệu trong nước là rất phong phú, khi mỗi năm PNJ chỉ tiêu thụ khoảng 4,8 tấn vàng, chiếm khoảng 9% tổng lượng vàng nguyên liệu được nhập khẩu vào Việt Nam mỗi năm.

#### Các bước thiết kế sản phẩm:

1. Phác thảo thủ công.
2. Thiết kế đồ họa bằng phần mềm vi tính và tạo mô hình thiết kế bằng đồ họa 3D (Cad-cam modelling – là phương pháp phổ biến nhất nhờ tính chính xác và hiệu quả). Một số phần mềm thông dụng như Jewel CAD, Rhinoceros (Rhino) và Matrix.
3. Mẫu thiết kế sản phẩm sau khi được hội đồng nghiên cứu và thiết kế thông qua sẽ được chuyển cho bộ phận sản phẩm và kinh doanh, 2 bộ phận này sẽ quyết định sản lượng sản xuất căn cứ theo nhu cầu thị trường và chiến lược marketing của PNJ



tạo và thiết kế khoảng 20 người (khoảng 4 chuyên gia cao cấp) với quy trình thiết kế như sau:

- a. Định kỳ xây dựng các dự án thiết kế chi tiết cho các năm tiếp theo.
- b. Thường xuyên tổ chức các cuộc thi “Thiết kế mẫu nữ trang” trên phạm vi cả nước để tìm kiếm các tài năng trong mảng thiết kế, đồng thời đưa các mẫu thiết kế ấn tượng tham dự các cuộc thi trong nước và quốc tế.
- c. PNJ có chính sách tài trợ học bổng cho các sinh viên khoa thiết kế của các trường đại học nhằm thu hút nhân tài sau khi tốt nghiệp sẽ trở về phục vụ cho PNJ.
- d. Tham dự các triển lãm, cuộc thi về kim hoàn trang sức trong và ngoài nước để nắm bắt các xu hướng thời trang mới và các ý tưởng sáng tạo mới.
- e. Trao đổi với bộ phận sản phẩm, bộ phận kinh doanh, sử dụng các dữ liệu phân tích thống kê về thị trường, sản phẩm, kiểu dáng từ các điểm bán hàng để nhận định xu hướng và hoạch định chiến lược thiết kế sản phẩm.
- f. Thiết kế các mẫu mới và trải qua các vòng thẩm định trước khi được hội đồng sản phẩm thông qua và đưa vào sản xuất quy mô lớn.

➔ Rủi ro ở khâu này đến từ việc mất mát nhân sự là các nhà thiết kế có thực lực vào tay các đối thủ cạnh tranh. Một rủi ro khác có thể xem xét là khả năng nhận biết và bắt kịp xu hướng thời trang của thị trường của các nhà thiết kế. Theo tìm hiểu của chúng tôi, mức độ thay mới đội ngũ thiết kế của PNJ khá thấp, chỉ khoảng 4% (2 – 3 người mỗi năm, và chủ yếu là các nhân sự phụ trách các khâu thừa hành, mức độ thay mới các nhân sự phụ trách khâu sáng tạo thiết kế gần như không đáng kể).

Toàn bộ quy trình sản xuất nữ trang của PNJ được thực hiện theo “công nghệ đúc Resin” (xem chi tiết tại đây). Quá trình đúc Resin này sẽ tạo nên các phôi thô của nữ trang, các công đoạn hoàn thiện về sau như gắn đá quý các loại vào nữ trang, đánh bóng, gọt dũa, xi mạ... hầu hết được thực hiện thủ công và hoàn toàn phụ thuộc vào tay nghề, kinh nghiệm của thợ kim hoàn. Theo tìm hiểu của chúng tôi, các dòng sản phẩm nữ trang càng cao cấp thì các công đoạn phải thực hiện thủ công càng nhiều và càng đòi hỏi trình độ của thợ kim hoàn càng cao.

Một trong những đặc thù đáng lưu ý của ngành sản xuất nữ trang kim hoàn là **nguyên liệu hao hụt trong quá trình sản xuất (bột vàng, bạc) có giá trị rất lớn**. Do đó, các doanh nghiệp nữ trang phải có công nghệ và quy trình thu hồi phần nguyên liệu hao hụt này và tái phân bổ vào giá vốn. Cụ thể: mỗi năm PNJ sử dụng gần 5 tấn vàng, tỷ lệ hao hụt bình quân của PNJ khoảng gần 1%, tương ứng với lượng vàng hao hụt khoảng 50kg vàng (trị giá gần 44 tỷ đồng). Nhờ đầu tư vào hệ thống máy móc sản xuất hiện đại nhằm giảm thiểu lượng nguyên liệu hao hụt và có công nghệ thu hồi lượng hao hụt này một cách hiệu quả (thông qua hệ thống lọc gió và quy trình chuyên biệt đối với các thợ kim hoàn...) PNJ đã và đang thu hồi được phần lớn lượng nguyên liệu hao hụt này. Tuy nhiên, đây lại là thử thách rất khó khăn đối với các doanh nghiệp và cơ sở sản xuất quy mô nhỏ.

**3. Khâu sản xuất:** bao gồm hai nhân tố chính là trình độ công nghệ và yếu tố con người:

**Trình độ công nghệ và năng lực sản xuất:** Tháng 12/2012, PNJ đã khánh thành xí nghiệp chuyên sản xuất nữ trang lớn nhất Việt Nam tại Quận Gò Vấp (Tp.HCM) trên mặt bằng 3.500 m<sup>2</sup>, bao gồm 6 tầng với tổng diện tích mặt sàn xây dựng 12.500 m<sup>2</sup> với hơn 1.000 công nhân làm việc trong 3 khu vực chia thành 30 tổ sản xuất. Tổng sản lượng đang vận hành là 4 triệu đơn vị sản phẩm/năm, cao gấp 8 lần đơn vị có quy mô thứ 2 là Công ty Vàng bạc đá quý Sài Gòn (SJC) chỉ có công suất sản xuất tối đa 500.000 đvsp/năm (khánh thành tháng 5/2012). Toàn bộ máy móc sản xuất của PNJ được nhập khẩu từ Italia và Đức, hai cường quốc trong ngành công nghiệp sản xuất nữ trang và cơ khí của thế giới.

➔ Xét về mặt máy móc, PNJ chỉ mới vận hành khoảng 50% công suất (tương ứng 4 triệu đvsp), xét về mặt con người, PNJ đang khai thác được khoảng 90% nguồn nhân lực hiện có. Do đó, chúng tôi cho rằng công suất tiềm năng chưa khai thác của xí nghiệp này đủ dùng cho PNJ đến năm 2022 và nhu cầu đầu tư lớn cho tài sản cố định và nhà xưởng trong các năm sắp tới của PNJ là không lớn.



“Thợ kim hoàn là người trực tiếp chế tác ra nhiều loại đồ kim hoàn khác nhau như nhẫn, bông tai, lắc, dây cổ, nhẫn đeo... bằng kim loại quý như vàng, bạc, đồng theo những mẫu thiết kế sẵn. Họ có thể là người chỉ chuyên gọt dũa lắp ráp đồ kim hoàn bằng kim loại hoặc chỉ chuyên gắn hột vào món hàng đã được người khác lắp ráp. Một số người chỉ chuyên cắt mài, đánh bóng hột đá.

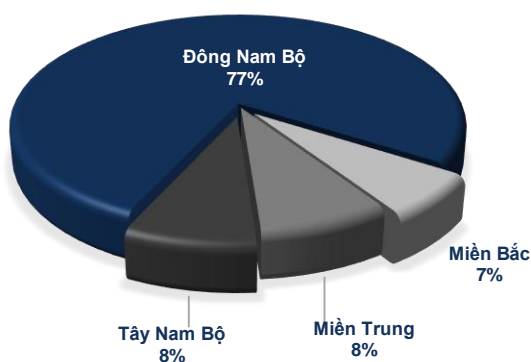
Người có tay nghề cao hơn được xã hội tôn vinh là **nghệ nhân**, ngoài việc có thể làm được nhiều công đoạn còn tạo được mẫu mã mới và chế tác riêng đáp ứng những yêu cầu khác biệt của khách hàng. Họ có thể tạo hình các loại vật liệu (vàng, bạc hoặc đá quý...) thành những phần rời rạc và sau đó hàn, ráp chúng lại với nhau thành một mẫu như thiết kế ban đầu. Ngoài ra, họ có thể chạm khắc hoa văn làm tăng vẻ sắc sảo tinh tế cho món hàng.”

Nguồn: [nghekimhoan.wordpress.com](http://nghekimhoan.wordpress.com)

**Yếu tố con người:** chủ yếu là đội ngũ thợ kim hoàn. Do đặc thù ngành nghề nữ trang luôn đòi hỏi khâu chế tác thủ công nên tay nghề của thợ kim hoàn là một trong các nhân tố quyết định chất lượng, tính hoàn mỹ của các sản phẩm kim hoàn và uy tín, vị thế của doanh nghiệp trong ngành ([Tham khảo thêm về cây nghề nghiệp trong ngành kim hoàn](#)). Là một doanh nghiệp có kinh nghiệm lâu năm trong nghề, đội ngũ thợ kim hoàn của PNJ hoàn toàn do doanh nghiệp tuyển mới và đào tạo từ đầu. Trong quá trình làm việc bộ phận chuyên môn sẽ phát hiện và đào tạo nâng cao đối với các thợ có tay nghề cao và tăng mức hỗ trợ đãi ngộ để giữ chân lao động. PNJ đang có khoảng 800 thợ kim hoàn, mức độ đào thải thay mới khoảng 10% mỗi năm. Trong số này, trên 160 thợ kim hoàn được xếp vào nhóm “**nghệ nhân kim hoàn**” và chiếm khoảng 70% lượng nghệ nhân của Việt Nam.

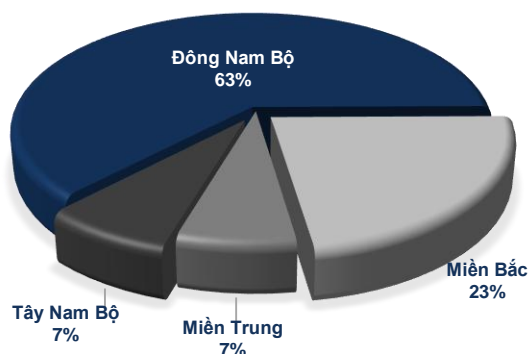
➔ Mất lao động tay nghề cao (đặc biệt là các nghệ nhân kim hoàn) vào tay các đối thủ cạnh tranh là rủi ro thường trực của PNJ từ khi thành lập đến nay. Hai trong số các phương pháp cơ bản nhất đang được PNJ áp dụng để giữ chân lao động là chính sách về lương thưởng tương ứng với tay nghề và kinh nghiệm (bao gồm cả chính sách ESOP) và chính sách xây dựng văn hóa doanh nghiệp thân thiện để tạo sự gắn kết giữa các lao động với doanh nghiệp. Chúng tôi đánh giá PNJ vẫn đang kiểm soát tốt rủi ro này.

#### Cơ cấu doanh thu theo vùng miền năm của PNJ Gold



Nguồn: PNJ, FPTS

#### Cơ cấu doanh thu theo vùng miền năm của PNJ Silver



#### 4. Khâu phân phối:

**a) Phân phối trang sức sỉ:** khách hàng trực tiếp đến PNJ nhận hàng hoặc PNJ vận chuyển đến cho khách hàng dưới sự bảo vệ của đại diện phía cơ quan chức năng.

**b) Phân phối trong hệ thống của PNJ:** PNJ hiện đang có 4 tổng kho tại Tp.HCM, Cần Thơ, Đà Nẵng và Hà Nội với mức độ an ninh nghiêm ngặt do đặc thù hàng hóa lưu kho có giá trị cao, kích thước nhỏ. Để vận chuyển đến các chi nhánh ở xa như Đà Nẵng, Hà Nội, PNJ có chuyên viên vận tải chuyên biệt qua đường hàng không và xe ô tô chuyên dụng với sự có mặt của cơ quan chức năng. Hoạt động phân phối của PNJ trên quy mô cả nước được thực hiện định kỳ theo tuần, do đó đảm bảo cho luồng hàng hóa được vận chuyển thông suốt và đáp ứng đủ nhu cầu của các thị trường.

**5. Khâu bán lẻ:** Tính đến cuối quý 3/2014, PNJ có 175 cửa hàng bán lẻ vàng bạc nữ trang các loại với hai nhận diện chính là PNJ Gold và PNJ Silver. Số lượng cửa hàng bán lẻ dự kiến sẽ tăng lên trên 300 cửa hàng vào năm 2017. Trong quá khứ, PNJ phát triển song song hệ thống cửa hàng bán lẻ và hệ thống các cửa hàng trong các siêu thị và trung tâm thương mại theo hướng cùng lúc kinh doanh nhiều nhóm hàng và phân khúc khác nhau. Tuy nhiên, sau một thời gian đánh giá tính hiệu quả kết hợp với sự tư vấn của Value Partner, PNJ đã bắt đầu hiệu chỉnh lại phân khúc mục tiêu của mỗi điểm bán hàng nhằm tập trung cho nhóm khách hàng đặc thù tại mỗi khu vực, hiệu quả bán hàng cũng được chuyển sang cách tính theo doanh thu trên mỗi mét vuông mặt bằng kinh doanh.

PNJ đang duy trì hai chế độ giá bán sản phẩm bao gồm:

- ✓ **Giá theo món:** Do PNJ ấn định và đã bao gồm tiền công + thiết kế + lãi + vàng/bạc nguyên liệu. Nhóm này chiếm 90% doanh thu của PNJ và phổ biến trong kênh bán lẻ.
- ✓ **Giá theo “vàng + tiền công”:** nhóm này chiếm tỷ trọng nhỏ trong doanh thu của PNJ và phổ biến trong kênh bán sỉ.

Đối với khách hàng có nhu cầu bán lại sản phẩm, PNJ đang áp dụng chính sách mua lại với tỷ lệ chiết khấu cao nhất trên thị trường (*xem chi tiết*), với một số điểm đáng lưu ý sau:

- ✓ Mua lại 90 – 95% giá trị hóa đơn trong 3 ngày.
- ✓ Giá mua lại tối thiểu bằng 70% giá trị trên hóa đơn.
- ✓ Kim cương mua lại tối thiểu 93% và tối đa 98% giá trị trên hóa đơn.
- ✓ Vở trang sức mua lại 80% giá trị trên hóa đơn.
- ✓ Không thu mua lại trang sức bạc do tính chất dễ biến tính về mặt hóa học của bạc.

### Quy trình quản lý của hệ thống ERP Xman



Các cửa hàng của PNJ đang được chia thành 3 nhóm chính:

- Cửa hàng cấp 1: Tổng chi phí đầu tư và hàng tồn kho khoảng 12 – 14 tỷ đồng.
- Cửa hàng cấp 2: Tổng chi phí đầu tư và hàng tồn kho khoảng 8 tỷ đồng.
- Cửa hàng cấp 3: Tổng chi phí đầu tư và hàng tồn kho khoảng 6 tỷ đồng.

Toàn bộ việc quản lý hàng tồn kho cũng như hoạt động bán hàng trực tiếp được thực hiện trên hệ thống phần mềm Xman, phân hệ quản lý hàng tồn kho và bán hàng. Nhờ đó ban lãnh đạo và các phòng ban liên quan của PNJ có thể ngay lập tức truy xuất dữ liệu, kết quả kinh doanh của từng cửa hàng theo thời gian thực (realtime) và tăng đáng kể hiệu quả quản lý cũng như kiểm soát rủi ro. Ngoài ra, phần mềm này cũng hỗ trợ tích cực cho các chiến dịch khuyến mại, bán hàng, thanh lý các dòng sản phẩm lỗi mốt...

### Chi tiết về hệ thống ERP của PNJ

Hệ thống ERP của PNJ mang thương hiệu Xman (viết tắt của eXtra Management) phát triển dựa trên kiến trúc ứng dụng khách/chủ ba lớp (3-tier client/server architecture). Trong đó, giao diện người dùng ở lớp đầu cuối (dành cho các phòng ban của PNJ, kể cả ban giám đốc) hoàn toàn dựa trên nền tảng web. Người sử dụng thông qua trình duyệt web để vận hành chương trình mà không cần cài đặt thêm bất kỳ phần mềm nào. Hệ thống này đảm bảo tính bảo mật cao với hệ thống phân quyền truy cập dữ liệu được phân lớp rõ ràng cũng như khả năng cân bằng tải (đảm bảo tính ổn định cũng như giảm thiểu khả năng quá tải của hệ thống) và tính chính xác cao do áp dụng đồng nhất trên toàn hệ thống.

Theo tìm hiểu của chúng tôi, hệ thống ERP là hệ thống độc đáo và có thể xem là duy nhất trong toàn ngành kim hoàn nữ trang tại Việt Nam do có thể kết nối được các phân hệ ERP trong khâu sản xuất và ERP của hệ thống bán lẻ, từ đó giảm đáng kể các chi phí trung gian không hiệu quả.

### Các đối thủ cạnh tranh chính

Xét về quy mô sản xuất, thị phần và tiềm lực nội tại, PNJ đang có ba đối thủ chính là Công ty TNHH MTV Vàng bạc Đá quý Sài Gòn (SJC), Tập đoàn Vàng bạc Đá quý Doji (Doji) và Công ty TNHH Vàng bạc Đá quý Bảo Tín Minh Châu (BTMC).

Tại Hà Nội, thị trường lớn nhất khu vực phía Bắc, PNJ đang nắm giữ thị phần lớn thứ 2, xếp sau Bảo Tín Minh Châu và xếp trên Doji.

Theo tìm hiểu của chúng tôi, trang sức của BTMC mang phong cách hoài cổ, truyền thống kết hợp với tâm lý ngại thay đổi của người tiêu dùng miền Bắc nên BTMC vẫn giữ được thị phần lớn

### Hệ thống phân phối của PNJ



Nguồn: PNJ

nhất tại khu vực Hà Nội. Tuy nhiên, xét về năng lực sản xuất, nguồn nhân lực, chất lượng thiết kế, mức độ phong phú... thì BTMC vẫn chưa thể theo kịp PNJ.

Tại các khu vực còn lại, PNJ đang nắm giữ thị phần lớn nhất, xếp trên Doji và SJC. Theo ước tính của chúng tôi, năng lực sản xuất nữ trang của PNJ đang bằng 4 lần tổng năng lực sản xuất của SJC và Doji gộp lại. Theo tìm hiểu của chúng tôi, trong khoảng thời gian 2 năm gần đây, tại các địa điểm mà PNJ đã mở cửa hàng bán lẻ (đã được nghiên cứu rất kỹ lưỡng về thị hiếu của khách hàng bản địa, mật độ lưu thông, nhu cầu chi tiêu...) đều có sự xuất hiện mới của các cửa hàng Doji do họ có thể tiết kiệm được chi phí nghiên cứu thị trường ban đầu. Việc hình thành nên các khu chuyên biệt về nữ trang này về dài hạn có tác dụng rất tích cực với cả PNJ lẫn Doji theo phương châm “mua có bạn, bán có phường” nhằm từng bước hình thành nên tâm lý mua sắm tại những địa điểm cố định, có uy tín, chuyên nghiệp... cho khách hàng.

Theo ông Huỳnh Trung Khánh, Phó chủ tịch Hiệp hội Kinh doanh vàng Việt Nam, **các doanh nghiệp lớn kinh doanh nữ trang chỉ mới chiếm khoảng 20% thị phần**, 80% thị phần còn lại thuộc về các cơ sở sản xuất quy mô nhỏ theo hướng gia đình và đang bị phân mảnh nghiêm trọng. Theo ước tính của PNJ, doanh nghiệp đang chiếm khoảng 25% trong số 20% nói trên, đồng nghĩa với thị phần chung của PNJ khoảng 5% và đang là doanh nghiệp có thị phần cao nhất trong ngành. Do đó, dư địa để tăng trưởng là rất lớn.

### Thông tư 22, bước ngoặt của thị trường vàng trang sức Việt Nam và cơ hội vô cùng thuận lợi cho PNJ

Tóm tắt nội dung thông tư 22/2013/TT-BKHCN bắt đầu có hiệu lực từ ngày 01/06/2014

- **Các loại cân dùng để xác định hàm lượng vàng** phải được chỉ cục tiêu chuẩn đo lường chất lượng kiểm định chất lượng và dán tem đạt chuẩn và kẹp chì niêm phong mới được đưa vào sử dụng trong kinh doanh.
- **Đơn vị kinh doanh phải công bố rõ ràng và đầy đủ** các thông tin kỹ thuật về hàm lượng vàng (tuổi vàng) theo chuẩn quốc gia cùng các thông tin chi tiết khác về hình thức gia công, các kim loại, đá quý, vật liệu đính kèm... **Trên sản phẩm phải đóng dấu mã kí hiệu, hàm lượng vàng**, không dùng các chất độc hại mới được lưu thông ra thị trường.
- Doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh vàng trang sức mỹ nghệ không đáp ứng tiêu chuẩn Thông tư 22 có thể bị **tước Giấy chứng nhận đủ điều kiện kinh doanh** từ 01 - 06 tháng và sẽ **bị phạt đến 05 lần tổng giá trị sản phẩm vi phạm** về chất lượng hàng hóa... hoặc **bị phạt cao nhất lên tới 02 tỷ đồng nếu vi phạm về đo lường**...

**Cục diện thị trường trong nước trước khi có thông tư 22:**

Hầu hết người tiêu dùng bị lừa khi mua nữ trang của các đơn vị, cửa hàng nhỏ lẻ do bị gian lận hàm lượng vàng thực tế có trong món nữ trang.

Quy trình gian lận tuổi vàng của hầu hết các doanh nghiệp kinh doanh nhỏ lẻ và hộ cá thể kinh doanh như sau:

Theo thống kê của Hội Mỹ nghệ Kim hoàn Đá quý TP HCM (SJA), hầu hết các doanh nghiệp bán lẻ vàng trang sức mua sản phẩm với giá theo hàm lượng vàng 65% từ các doanh nghiệp đầu mối lớn (*thuật ngữ chuyên môn gọi là chành hay còn gọi là nhà bán sỉ – PNJ là chành lớn nhất tại Tp.HCM nói riêng và tại Việt Nam nói chung*) trong khi hàm lượng thực tế chỉ đạt 61% và DN bán cho người tiêu dùng với giá tính theo hàm lượng vàng 67%.

1. Vàng 18K theo tiêu chuẩn quốc tế phải có tỷ lệ vàng ròng là 75%, nhưng nhiều tiệm vàng và doanh nghiệp kinh doanh nhỏ lẻ giảm tỷ lệ này xuống mức phổ biến là 65 - 68% (16k – 17k), thậm chí có nơi chỉ còn 54 - 60% (13k – 14k) nhưng vẫn đóng mác là vàng 18k.
2. Tự sản xuất vàng “thiếu tuổi – thiếu hàm lượng” như trên hoặc đặt hàng từ các đầu mối bán sỉ (còn gọi là chành).
3. Bán các sản phẩm được quảng cáo là vàng 18k trên (nhưng thực chất chỉ là vàng 13k – 14k – 15k – 16k) theo giá 18k và hưởng một khoảng chênh lệch đáng kể do gian lận tuổi vàng. Việc gian lận này có thể thực hiện bằng 2 cách: a) Gian lận trong chế tác bằng cách pha nhồi kim loại khác vào vàng; b) Gian lận trong quá trình cân vàng bằng cách hiệu chỉnh thiết bị cân.
4. Để có thể cạnh tranh trực tiếp với các thương hiệu nữ trang lớn và uy tín như PNJ, SJC, Doji... họ đưa ra mức tiền công (tiền gia công, chế tác theo yêu cầu khách hàng) thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp lớn nêu trên.

Việc gian lận tuổi vàng trên quy mô lớn cả nước như trên đến từ hai nguyên nhân chính:

- **Doanh nghiệp nữ trang trục lợi dựa trên sự thiếu hiểu biết của người tiêu dùng** và do chưa có quy định pháp lý kiểm soát cũng như chế tài xử lý.
- Vì sản xuất với quy mô nhỏ, công nghệ lạc hậu nên hầu hết các đơn vị sản xuất nhỏ lẻ gặp rất nhiều **khó khăn trong khâu thu hồi nguyên liệu vàng hao hụt trong quá trình chế tác** (bột vàng, bạc, bạch kim...) để tái sử dụng và phân bổ vào chi phí. Do đó, thay vì chuyển phần hao hụt này vào giá (sẽ làm giá thành tăng lên và chắc chắn sẽ cao hơn so với giá của các đơn vị lớn do bất lợi về quy mô sản xuất), họ dùng cách hạ tuổi vàng và đẩy rủi ro sang khách hàng.

Với những nguyên nhân và quy trình gian lận nêu trên, người mua nữ trang của các doanh nghiệp nhỏ lẻ gian lận này nếu có nhu cầu bán lại món nữ trang đó bắt buộc phải quay lại đúng nơi mua để có mức giá tốt nhất (thường sẽ bị chiết khấu rất cao từ 30% trở lên), hay còn gọi là tình trạng “mua đâu bán đó”. Vì vậy, trước khi thông tư 22 có hiệu lực, **toàn bộ rủi ro trong mua bán vàng nữ trang, trang sức từ những đơn vị nhỏ lẻ, không tên tuổi trên thị trường đều do người tiêu dùng gánh chịu.**



### Cục diện thị trường trong nước sau khi có thông tư 22:

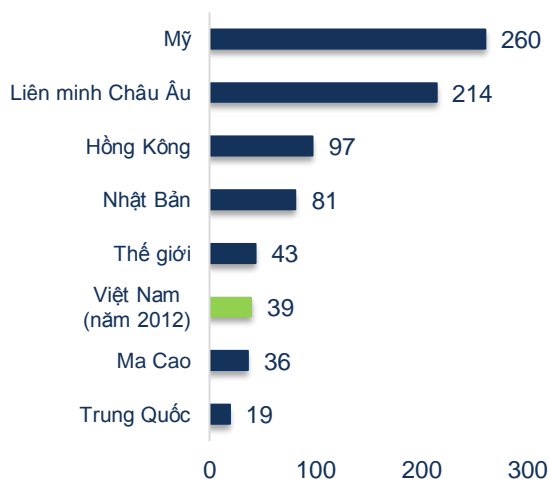
Theo thống kê của Hội Mỹ nghệ Kim hoàn Đá quý TP HCM (SJA), từ khi Thông tư 22 có hiệu lực đến thời điểm hiện tại, hơn 50% trong số hơn 3.000 doanh nghiệp và đơn vị sản xuất kinh doanh vàng trang sức tại khu vực Tp.HCM tạm ngưng hoạt động. Nguyên nhân chủ yếu do hầu hết các đơn vị này đều không biết phải xử lý thế nào với hàng triệu sản phẩm nữ trang tồn kho gian lận tuổi. Họ không dám sản xuất mới vì không thể cạnh tranh với các doanh nghiệp lớn như PNJ theo quy định mới, đồng thời cũng không dám đưa số hàng cũ đi phân kim nấu lại do không bù đắp đủ chi phí phát sinh về sau.

Trái ngược với các doanh nghiệp kinh doanh nhỏ lẻ, các doanh nghiệp quy mô lớn như PNJ, SJC, Doji... lại là các đơn vị hưởng lợi trực tiếp từ Thông tư 22. Trong đó, PNJ là đơn vị hưởng lợi lớn nhất tại Việt Nam nhờ thị phần và quy mô sản xuất vượt trội so với hai đối thủ còn lại.

→ Chúng tôi tin rằng sau thời gian “bản lề” khoảng 6 tháng cuối năm 2014 dành cho các đơn vị nhỏ lẻ kịp tìm hiểu và thích nghi với quy định mới, từ năm 2015, các cơ quan quản lý thị trường sẽ siết chặt việc kiểm tra giám sát hoạt động kinh doanh nữ trang trên toàn thị trường nhằm bảo đảm lợi ích chính đáng của người tiêu dùng. Do đó, thị phần vốn đang phân mảnh nghiêm trọng sẽ được quy về các đầu mối lớn như PNJ, SJC, Doji và thị trường sẽ đào thải dần các doanh nghiệp không làm ăn bài bản.

### Triển vọng tăng trưởng của ngành trang sức Việt Nam nói chung và của PNJ nói riêng

**Tiêu thụ trang sức bình quân đầu người tại một số quốc gia năm 2009**

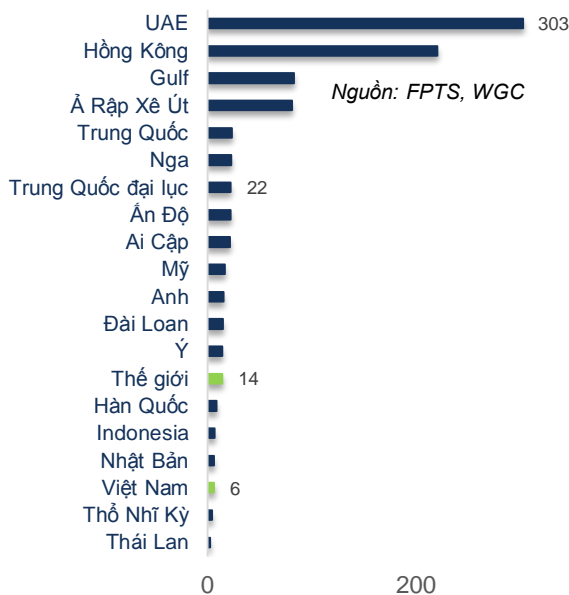


Nguồn: FPTs, Frost & Sullivan

Theo ước tính của tập đoàn Doji năm 2012 thông qua tổng hợp số liệu của Hội đồng vàng thế giới, bình quân mỗi năm người Việt Nam chi ra khoảng 3,5 tỷ USD để mua các mặt hàng nữ trang ([nguồn](#)). Như vậy, bình quân mỗi người Việt Nam chi khoảng 39,4 USD (~836.000 đồng) để mua trang sức mỗi năm. Mức chi này vẫn thấp hơn so với mức tiêu thụ bình quân trên toàn thế giới là 43 USD/người được thống kê vào năm 2009, dù Việt Nam luôn nằm trong nhóm 20 nước nhập khẩu vàng trang sức lớn nhất trên thế giới (chỉ xếp thứ 2 sau Indonesia tại khu vực Đông Nam Á).

Theo ông Cao Xuân Lành, phó tổng giám đốc SJC, nhu cầu vàng trang sức tại Việt Nam đang rất lớn với tốc độ phát triển bình quân 20 – 25%/năm, trong bối cảnh Việt Nam là quốc gia có nhu cầu vàng (bao gồm vàng trang sức và vàng miếng) lớn thứ 7 thế giới. Năm 2013, Việt Nam nhập khẩu hơn 92 tấn vàng trị giá gần 4,2 tỷ USD, chỉ xếp sau Trung Quốc, Ấn Độ, Mỹ, Thổ Nhĩ Kỳ, Thái Lan, Đức ([xem thêm chi tiết tại đây](#)).

### Tiêu thụ trang sức vàng bình quân đầu người tính theo giá trị nhập khẩu (USD)



Xét theo giá trị trang sức vàng nhập khẩu năm 2013, Việt Nam là nước có mức chi tiêu cho trang sức vàng nhập ngoại chỉ 6,2 USD/người/năm, thấp hơn rất đáng kể so với mức bình quân 14 USD của thế giới và thấp hơn rất nhiều mức chi tiêu bình quân cho trang sức nói chung khoảng 39 USD mà chúng tôi đã ước tính.

Đáng chú ý, trong nhóm các quốc gia nhập khẩu vàng lớn nhất thế giới, tỷ lệ vàng trang sức trong tổng lượng vàng nhập khẩu của Việt Nam chỉ khoảng 13% và thuộc nhóm thấp nhất (sau khi đã loại trừ Thái Lan, Đức và Thụy Sĩ do 3 quốc gia trên chủ yếu nhập vàng miếng nguyên liệu để sản xuất). Nếu so sánh tỷ lệ này với các quốc gia có truyền thống dùng trang sức vàng như Ấn Độ (62%), Trung Quốc (63%), Mỹ (63%), Thổ Nhĩ Kỳ (42%), UAE (81%), Nga (100%), Ả Rập Xê Út (76%), tỷ lệ 13% của Việt Nam cho thấy hai đặc điểm lớn của thị trường vàng và trang sức Việt Nam:

- Nhu cầu vàng nguyên liệu để sản xuất nữ trang trong nước là khá lớn, dù đã phần nào bị hạn chế bởi các quy định của NHNN sau khi cơ quan này nắm quyền kiểm soát thị trường vàng miếng.
- Nhu cầu tích trữ vàng miếng của người dân Việt Nam là khá cao nhằm giảm thiểu các rủi ro về lạm phát và rủi ro về chính sách quản lý.

→ Trên cơ sở này, chúng tôi đánh giá cao khả năng dịch chuyển nhu cầu tiêu dùng từ nhóm vàng miếng sang nhóm vàng trang sức nói riêng và trang sức nói chung, trong bối cảnh kinh tế vĩ mô của Việt Nam đã ổn định, tương quan giữa USD và VND đã bước vào giai đoạn cân bằng ổn định, mức thu nhập bình quân đầu người của Việt Nam ngày càng tăng.

Với tiềm năng chung của ngành trang sức Việt Nam nói trên, sau khi đã nắm giữ vị thế độc tôn tại thị trường Việt Nam, PNJ tham vọng có thể cạnh tranh sòng phẳng với các tập đoàn hàng đầu Châu Á ngay tại sân nhà trong tương lai. Để thực hiện tham vọng này, năm 2011, PNJ đã ký hợp đồng tư vấn với Value Partners Management Consulting (Italia) để đơn vị này khảo sát đánh giá toàn diện hoạt động kinh doanh, quản trị, chiến lược của PNJ cũng như đánh giá khảo sát tiềm năng phát triển của thị trường trang sức Việt Nam. Với những dữ liệu mà Value Partner nghiên cứu cũng như các chiến lược tái cấu trúc toàn diện doanh nghiệp mà họ tư vấn, PNJ kỳ vọng hoạt động kinh doanh cốt lõi về trang sức của doanh nghiệp (không bao gồm mảng xăng dầu và vàng miếng) có thể tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận bình quân 20% mỗi năm trong suốt giai đoạn 2012 – 2022.

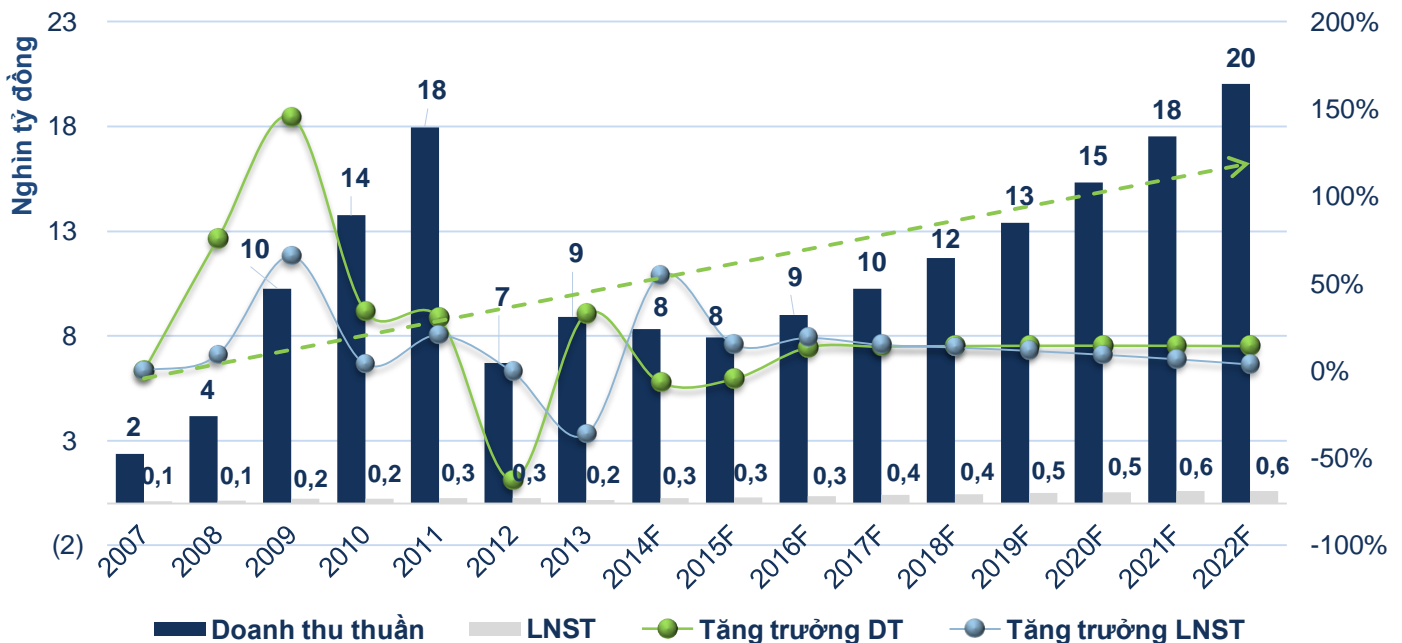
→ Chúng tôi đánh giá mức tăng trưởng kỳ vọng 20%/năm của hoạt động cốt lõi nêu trên là hoàn toàn khả thi khi so sánh với mức tăng trưởng của các doanh nghiệp tương tự như PNJ tại các thị trường có nhiều điểm tương đồng với Việt Nam như Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia... (tham khảo thêm về các doanh nghiệp nữ trang hàng đầu tại các quốc gia trên).

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG CHO GIAI ĐOẠN 2014 – 2022

### Doanh thu và biên lãi gộp

Trước năm 2007, doanh thu và lợi nhuận của PNJ tăng trưởng bình quân lần lượt 21% và 27% mỗi năm từ khi thành lập năm 1988. Sau năm 2007, khi giá vàng toàn cầu bước vào chu kỳ tăng mạnh, doanh thu của PNJ tăng thần tốc 67% mỗi năm trong giai đoạn 2007 – 2011 chủ yếu nhờ hoạt động giao dịch vàng miếng sôi động trên cả thị trường. Tuy nhiên, do lợi nhuận chính của PNJ không đến từ kinh doanh vàng miếng nên tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trong giai đoạn này vẫn ổn định ở mức bình quân 21% mỗi năm. Dự phóng chung cho cả giai đoạn 2014 – 2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của PNJ sẽ tăng bình quân 11,6% mỗi năm, lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ kỳ vọng sẽ tăng 18,2% mỗi năm. Nếu loại trừ kết quả năm 2014 đột biến do phát sinh khoản thu nhập bất thường từ thoái vốn SFC, lợi nhuận ròng của PNJ được kỳ vọng sẽ tăng bình quân 17,8% mỗi năm trong suốt giai đoạn 2015 – 2018. Đồng thời, nếu loại trừ kết quả doanh thu 2 năm 2014 và 2015 do không còn hợp nhất kết quả kinh doanh của SFC, tăng trưởng doanh thu bình quân của PNJ trong giai đoạn 2016 – 2022 kỳ vọng đạt 14,3% mỗi năm.

**Biểu đồ 2: Doanh thu – lợi nhuận và dự phóng tăng trưởng giai đoạn 2007 – 2022**



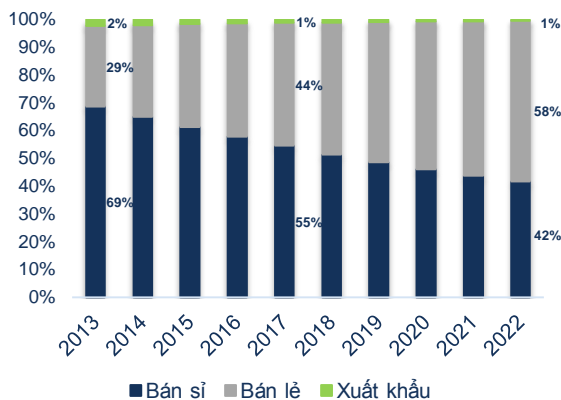
Nguồn: FPT S

**Nhóm vàng bạc:** Nhóm này bao gồm các nhóm nhỏ hơn như vàng miếng, vàng trang sức, bạc trang sức. Đây là nhóm hàng chủ lực của PNJ và đóng góp phần lớn vào doanh thu cũng như lợi nhuận của PNJ qua các năm. Bình quân nhóm này chiếm khoảng 91% doanh thu và 87% lợi nhuận gộp của PNJ trong giai đoạn 2007 – 2013. Chi tiết các nhóm nhỏ như sau:

### Vàng miếng Phượng Hoàng PNJ Đông Á Bank



### Dự phóng tỷ trọng của các nhóm nhỏ trong phân khúc vàng trang sức 2013 - 2022



Bộ trang sức cưới “Hương Sắc Tình Hồng” bằng vàng 24k đính đá ruby (hồng ngọc) trị giá 152 triệu đồng của PNJ

- Nhóm vàng miếng:** Đây là một trong những hoạt động kinh doanh cơ bản nhất của PNJ từ khi thành lập đến nay. Trước khi có Nghị định số 24/NĐ-CP, PNJ kinh doanh “vàng miếng Phượng Hoàng PNJ Đông Á Bank”. Biên lãi gộp của dòng này khoảng 1%. Tuy nhiên, sau khi Nghị định số 24/NĐ-CP được ban hành và có hiệu lực từ năm 2012, PNJ phải chấm dứt kinh doanh dòng sản phẩm này và chuyển sang dòng sản phẩm vàng miếng SJC do NHNN độc quyền quản lý. Biên lãi gộp sau thời điểm này cũng giảm tương ứng về mức 0,2%. Tỷ trọng nhóm hàng này bình quân chiếm khoảng 36% tổng doanh thu trong giai đoạn 2008 – 2013 (đỉnh điểm lên đến 48% vào năm 2011 khi giá vàng thế giới đạt mức cao lịch sử trên 1.700 USD/ounce). Tuy nhiên, dự phóng cho giai đoạn 2014 – 2022, chúng tôi cho rằng PNJ sẽ giảm dần tỷ trọng của nhóm vàng miếng trong cơ cấu doanh thu do biên lãi gộp của nhóm này rất thấp (chỉ khoảng 0,17%) và cũng chỉ đóng góp khoảng 0,2% trong cơ cấu lãi gộp. Tỷ trọng nhóm này kỳ vọng sẽ chạm ngưỡng 10% doanh thu vào năm 2022 (biểu đồ 3).
- Nhóm vàng nữ trang:** Đây là nhóm hàng chủ lực chính đóng góp vào cả doanh thu và lợi nhuận của PNJ trong suốt quá trình hình thành và phát triển. Tỷ trọng bình quân của nhóm sản phẩm này trong cơ cấu doanh thu giai đoạn 2008 – 2022 khoảng 61%. Nếu loại trừ giai đoạn 2009 – 2011 khi tỷ trọng giảm xuống mức bình quân 21% do nhóm vàng miếng tăng trưởng mạnh, tỷ trọng bình quân của nhóm này đạt khoảng 71% (tăng dần từ năm 2013 và chạm ngưỡng 87% vào năm 2022). Xét về mặt lợi nhuận, trong suốt giai đoạn 2011 – 2022, nhóm vàng nữ trang đóng góp bình quân 82% vào cơ cấu lãi gộp của PNJ với biên lãi gộp bình quân khoảng 14,3%. Trong nhóm vàng nữ trang có 3 nhóm nhỏ với tốc độ tăng trưởng và biên lãi gộp như sau:
  - ✓ **Nhóm bán sỉ:** Tăng trưởng bình quân 10% mỗi năm với biên lãi gộp bình quân ở mức 3%.
  - ✓ **Nhóm bán lẻ:** Tăng trưởng bình quân 25,6% trong suốt giai đoạn 2013 – 2022 (chạm mức 20% năm 2022) với biên lãi gộp bình quân ở mức 26%. Mức tăng trưởng này chủ yếu đến từ chiến lược mở mới các cửa hàng bán lẻ nhằm tăng độ phủ và chiếm thị phần của các đơn vị khác. Số lượng cửa hàng vàng PNJ Gold ước tính sẽ đạt 176 cửa hàng vào năm 2017 và vượt mốc 400 vào năm 2022.
  - ✓ **Nhóm xuất khẩu:** Chúng tôi dự phóng thận trọng mảng này sẽ không tăng trưởng trong giai đoạn 2013 – 2022 trên quan điểm PNJ sẽ tập trung nguồn lực sản xuất để gia tăng thị phần trong nước khi thị trường đã hội tụ đầy đủ các yếu tố “chính sách hỗ trợ thuận lợi – dư địa tăng trưởng rất lớn – nguồn nhân lực đã đạt đủ độ chín về kinh nghiệm và tầm nhìn chiến lược của ban lãnh đạo”.

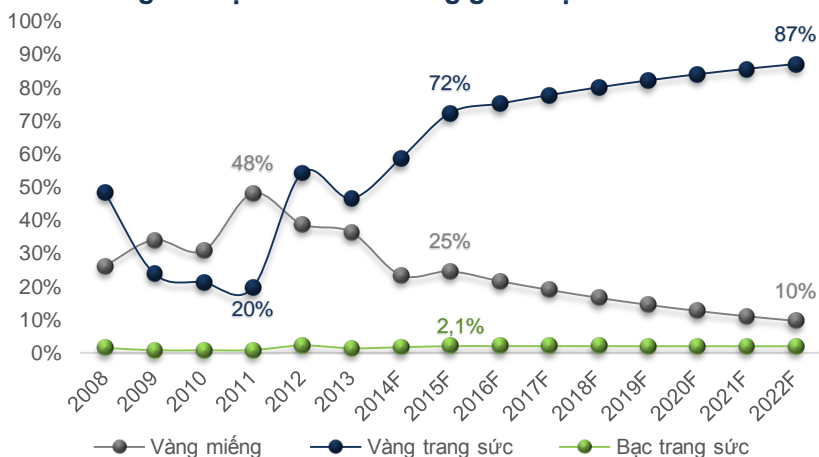




Mẫu nhẫn bạc đính đá tím trị giá 542.000 đồng

- **Nhóm bạc nữ trang:** Nhóm sản phẩm này tuy chỉ chiếm tỷ trọng khá nhỏ trong cơ cấu doanh thu của PNJ (2%) nhưng lại đóng góp khá lớn vào cơ cấu lãi gộp của PNJ (11%). Nhóm này bao gồm nhiều phân khúc sản phẩm nhỏ như bạc nữ trang trơn, bạc nữ trang có đính đá quý, các loại đá quý và đá bán quý, phụ kiện trang sức, phụ kiện thời trang, xuất khẩu trang sức bạc... với tỷ lệ tăng trưởng bình quân trong giai đoạn 2013 – 2022 khoảng 13,7%. Ngoài ra, số lượng cửa hàng PNJ Silver ước tính sẽ đạt mốc 124 vào năm 2017 và hơn 170 cửa hàng vào năm 2022.

**Biểu đồ 3: Thống kê và dự phóng tỷ trọng doanh thu các nhóm hàng chủ lực của PNJ trong giai đoạn 2008 – 2022**



Nguồn: FPTTS

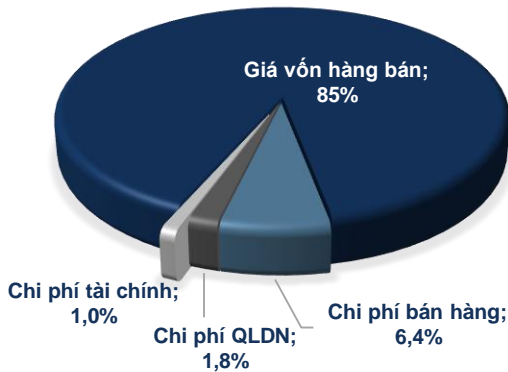
**Một số mẫu trang sức bằng bạch kim và vàng trắng của nhóm Cao Fine Jewelry**



- **Nhóm vàng bạc nữ trang cao cấp (CAO Fine Jewelry):** nhóm hàng này chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong cơ cấu doanh thu của PNJ (khoảng 1%). Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi chưa phản ánh tác động của nhóm hàng này vào mô hình định giá, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây là một nhóm hàng chiến lược của PNJ dành cho phân khúc thị trường cao cấp vốn chưa phát triển mạnh tại Việt Nam, do đó dự địa tăng trưởng của nhóm này trong tương lai là khá khả quan.
- **Nhóm phụ kiện và dịch vụ kiểm định:** Nhóm này cũng chiếm tỷ trọng khá thấp trong cơ cấu doanh thu của PNJ (1%) nhưng lại có tốc độ tăng trưởng khá cao, bình quân 22% mỗi năm và biên lãi gộp bình quân đến 79% và đóng góp 6% vào cơ cấu lãi gộp (chủ yếu do đóng góp của nhóm dịch vụ kiểm định và nhóm phân phối đồng hồ hàng hiệu).
- **Nhóm kinh doanh xăng dầu:** Sau khi PNJ thoái vốn hoàn toàn khỏi SFC vào ngày 29/9/2014, doanh thu và lợi nhuận từ mảng này sẽ không được hợp nhất vào kết quả kinh doanh của PNJ từ quý IV/2014. Việc loại bỏ khoản doanh thu này cũng là nguyên nhân chính khiến doanh thu năm 2015 của PNJ giảm 4,6% nhưng lại giúp cải thiện đáng kể biên lãi gộp chung do biên lãi gộp của mảng xăng dầu khá thấp (3%) dù doanh thu rất lớn. Nếu loại trừ khoản sụt giảm này, doanh thu của PNJ năm 2015 ước tính tăng 12,8%.

## Cơ cấu chi phí và dự phóng chi phí giai đoạn 2014 – 2022

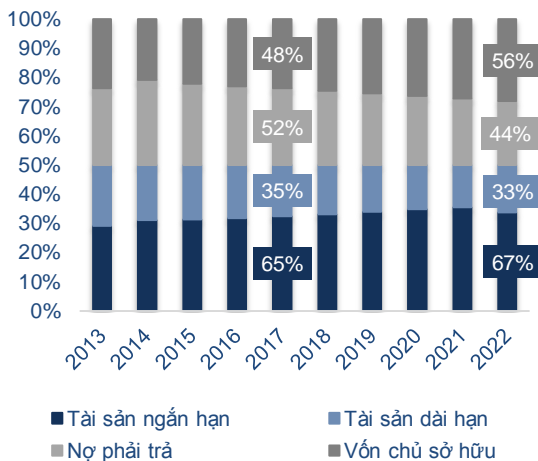
**Cấu trúc chi phí bình quân trong giai đoạn 2014 – 2022**



Chúng tôi dự phóng giá vốn hàng bán sẽ chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí của PNJ trong suốt giai đoạn 2014 – 2022 ở mức bình quân 85% doanh thu thuần. Do đặc thù biến động giá liên tục của giá nguyên liệu vàng bạc hàng ngày theo giá thế giới, số ngày phải thu bình quân và số ngày phải trả bình quân của PNJ khá thấp, lần lượt là 2,7 và 3,6 ngày.

Tỷ trọng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp so với doanh thu thuần của PNJ trong năm 2013 lần lượt là 2,9% và 1,3%. Tổng chi phí hoạt động của PNJ chỉ khoảng 4,2% và thấp hơn nhiều lần so với các doanh nghiệp nữ trang lớn khác trên thế giới ([tham khảo Phụ lục 4](#)). Do đó, dự phóng cho giai đoạn 2014 – 2022, chúng tôi ước tính tỷ trọng chi phí hoạt động của PNJ sẽ tăng dần qua các năm, đặc biệt là chi phí bán hàng nhằm phù hợp với chiến lược tập trung phát triển hoạt động bán lẻ của PNJ trong các năm sắp tới. Chi phí hoạt động kỳ vọng sẽ tăng đến mức 10,4% doanh thu thuần vào năm 2022.

**Dự phóng cấu trúc TS-NV giai đoạn 2013 - 2022**

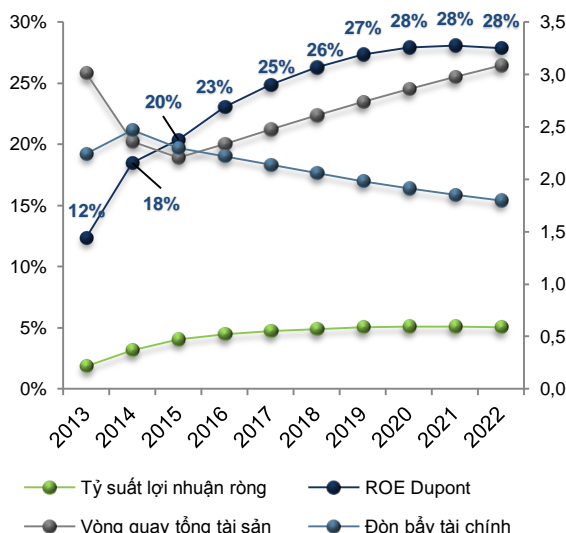


## Cơ cấu Tài sản - Nguồn vốn và dự phóng giai đoạn 2014 – 2022

Nhìn chung **cơ cấu tài sản** của PNJ sẽ thay đổi theo hướng tăng dần tỷ trọng tài sản ngắn hạn (bình quân khoảng 65%) và giảm dần tỷ trọng tài sản dài hạn (bình quân khoảng 35%). Trong suốt giai đoạn này, PNJ dự kiến sẽ không phát sinh khoản đầu tư nào lớn vào nhà xưởng mà chỉ đầu tư nâng cấp và mua mới một số máy móc thiết bị sản xuất nữ trang mỗi năm (công suất máy móc hiện tại của PNJ chỉ mới được khai thác 50% sản lượng thiết kế).

**Cơ cấu nguồn vốn** của PNJ dự kiến sẽ dịch chuyển theo hướng giảm dần tỷ trọng Nợ phải trả và tăng dần tỷ trọng Nguồn vốn do trong suốt giai đoạn 2014 – 2022 PNJ dự kiến sẽ không có khoản vay nợ dài hạn nào và vốn vay chủ yếu để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động trong kỳ. Cán cân Nợ - Vốn vào năm 2022 được kỳ vọng ở mức 44% - 56%.

**Phân tích ROE Dupont**



## Phân tích ROE Dupont

Các hệ số phân tích Dupont của chúng tôi cho thấy chỉ số sinh lời ROE của PNJ bắt đầu bước vào xu hướng tăng từ năm 2014 lên mức đỉnh điểm 28,1% vào năm 2021 nhờ tỷ suất lợi nhuận ròng cải thiện dần qua các năm và đạt mức bình quân 4,3% trong suốt giai đoạn này.

Vòng quay tổng tài sản cũng được cải thiện dần qua các năm nhờ doanh thu tăng trưởng đều với tốc độ bình quân 12% mỗi năm trong khi tổng tài sản chỉ tăng trưởng 10% mỗi năm.

Đòn bẩy tài chính dự kiến cũng giảm dần qua các năm dù chi phí vay nợ của PNJ đang ở mức rất thấp (6%/năm) do lợi nhuận chưa phân phối lũy kế kỳ vọng sẽ tăng bình quân 15% mỗi năm.

## Phụ lục 1: Tổng quan thị trường trang sức nhập khẩu Việt Nam

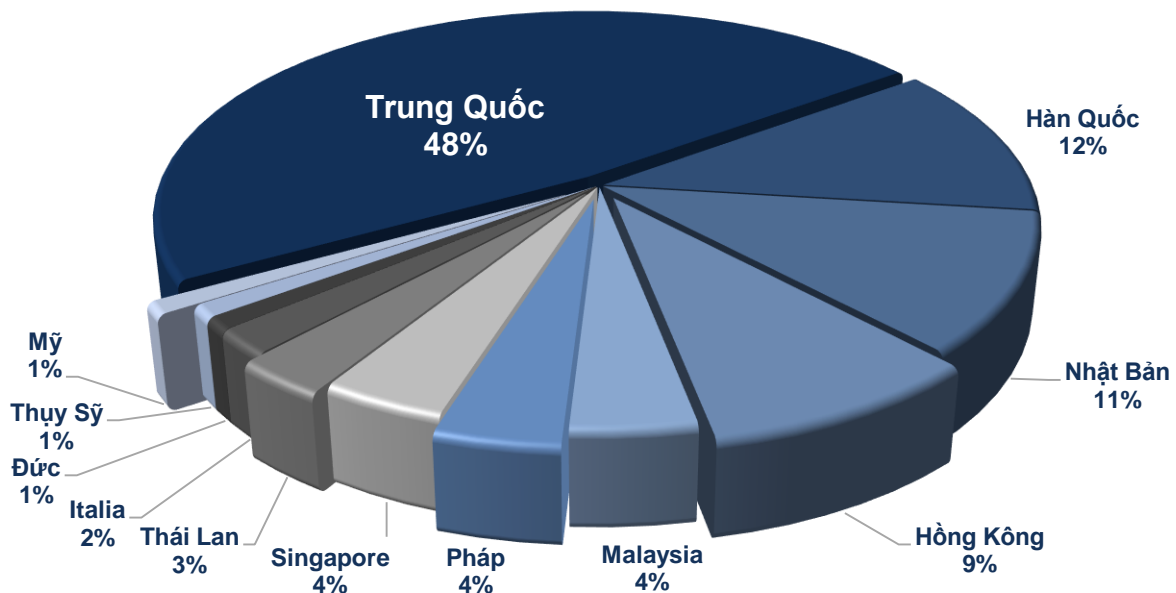
Theo thống kê của cơ quan thương mại Italia, trong giai đoạn 2009 – 2011, tổng giá trị của trang sức nhập khẩu vào Việt Nam lần lượt đạt 71 triệu USD, 83 triệu USD và 214 triệu USD. Đặc biệt, giá trị nhập khẩu tăng đột biến gần gấp 3 lần năm 2011 do các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh trang sức trong nước đẩy mạnh nhập khẩu tích trữ hàng hóa trước khi NHNN ban hành “Nghị định số 24/NĐ-CP về quản lý hoạt động kinh doanh vàng và có hiệu lực thi hành từ ngày 25/5/2012”. Đến năm 2012, giá trị nhập khẩu trang sức quay trở lại mức bình thường vào khoảng 69 triệu USD khi nghị định 24 đã có hiệu lực và NHNN độc quyền quản lý việc nhập khẩu vàng và kinh doanh vàng miếng.

Nhìn chung, Việt Nam là quốc gia thuộc nhóm có mức thu nhập trung bình với mức thu nhập bình quân đầu người đang tăng nhanh, đặc biệt là tại các trung tâm kinh tế và văn hóa lớn như Tp.HCM, Hà Nội, Đà Nẵng, Bình Dương... Nhu cầu của nhóm dân số trẻ và nhóm có thu nhập cao đối với các món trang sức sang trọng, tinh xảo nhằm thể hiện và tôn vinh bản thân ngày càng cao. Đáng lưu ý, nhóm trang sức nhập ngoại (trừ trang sức Trung Quốc giá rẻ không nhãn mác) vẫn chưa hiện diện nhiều tại thị trường Việt Nam và mức độ nhận diện thương hiệu của người tiêu dùng trong nước đối với nhóm này còn khá thấp, do đó, người tiêu dùng Việt Nam vẫn sẵn sàng đón nhận và sử dụng những thương hiệu trang sức vẫn còn lạ lẫm với họ. Cụ thể, **nhóm trang sức nhập ngoại chỉ chiếm tỷ trọng rất khiêm tốn (6% tổng giá trị tiêu thụ nội địa) so với 94% tổng giá trị tiêu thụ của nhóm trang sức được sản xuất trong nước.**

Với ưu thế tuyệt đối về chi phí nhân công giá rẻ cùng thuế nhập khẩu rất ưu đãi (5%), Trung Quốc là quốc gia xuất khẩu nữ trang lớn nhất vào Việt Nam và chiếm thị phần áp đảo đến 48% (kim ngạch nhập khẩu hơn 32 triệu USD vào năm 2012) so với các đối thủ chính khác như Hàn Quốc (12,2% thị phần, thuế nhập khẩu 15%), Nhật Bản (10,9% thị phần, thuế nhập khẩu 19%), Hồng Kông (9,1% thị phần, thuế nhập khẩu 5%). Các quốc gia ngoài khối ASEAN và Trung Quốc không thể cạnh tranh về giá với nữ trang Trung Quốc và Hồng Kông do bị áp thuế nhập khẩu lên đến 15 – 21%, do đó, họ cạnh tranh chủ yếu bằng chất lượng, thiết kế tinh xảo, mẫu mã đa dạng và chủ yếu nhắm đến phân khúc trung lưu tại Việt Nam.

Ngoài ra, nhóm trang sức phân khúc cao cấp có xuất xứ từ Châu Âu cũng rất đáng lưu ý dù thị phần của nhóm này khá nhỏ (8%). Nhóm này chủ yếu được nhập khẩu từ Pháp, Italia, Thụy Sĩ và được xếp vào nhóm trang sức cao cấp với giá trị lớn với các thương hiệu tên tuổi như Cartier và Korloff (Pháp), Bvlgari và Celine của Italia, Chopard (Thụy Sĩ). Thuế suất nhập khẩu rất cao, lên đến 25% - 30%, cũng là rào cản đáng kể khiến người tiêu dùng trong nước khó có thể tiếp cận với các dòng sản phẩm này.

**Biểu đồ 4: Tỷ trọng giá trị nữ trang nhập khẩu vào Việt Nam theo quốc gia năm 2012**

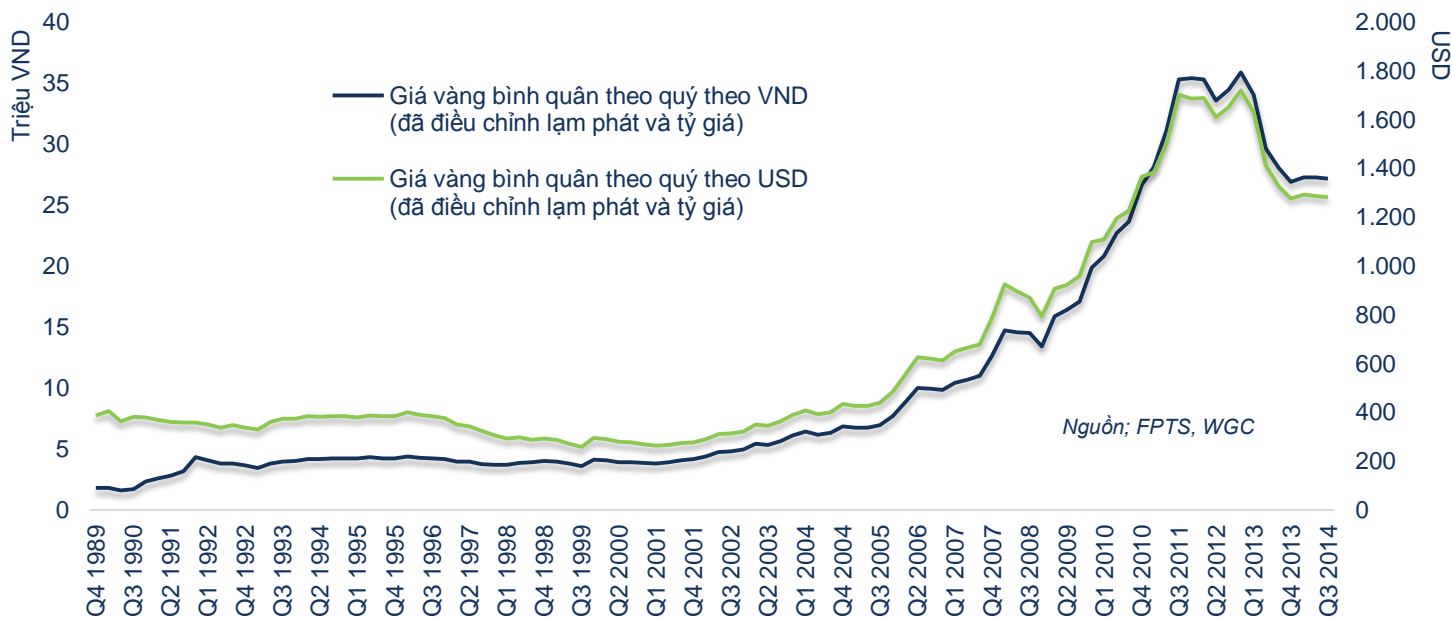


Nguồn: ICE, FPTs

## Phụ lục 2: Lịch sử biến động giá vàng theo đơn vị tiền tệ (đã điều chỉnh theo lạm phát)

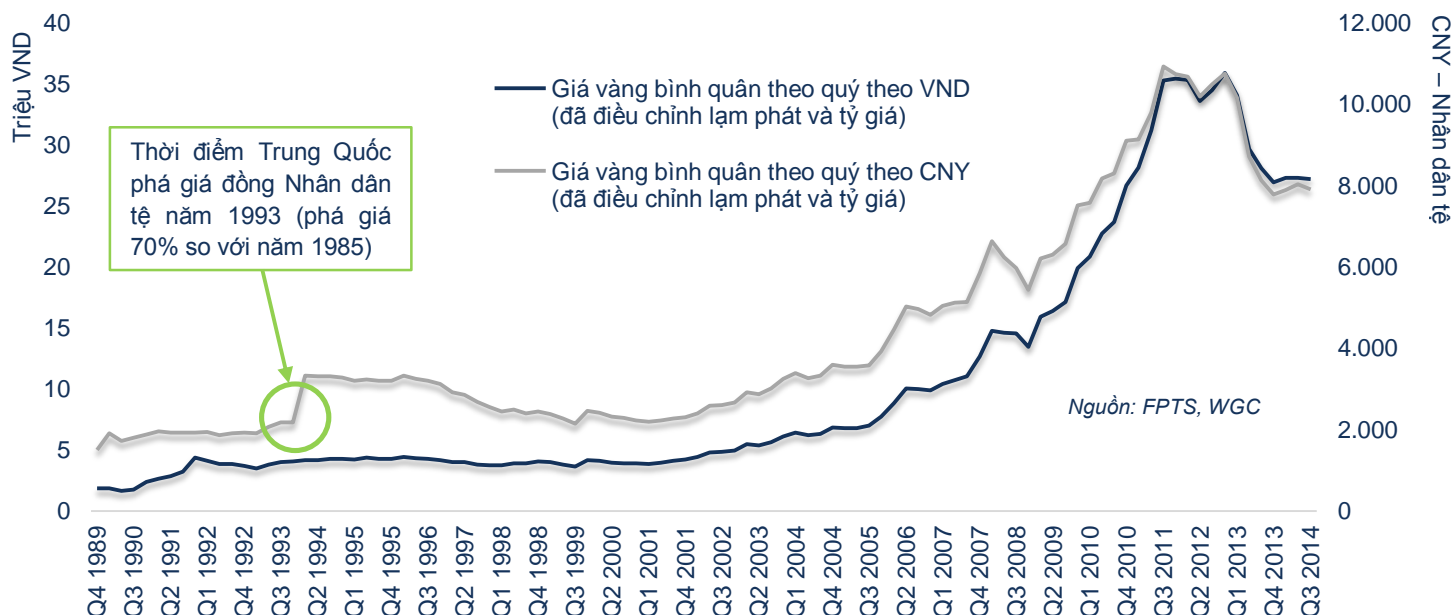
Giá vàng tính theo VND sau khi đã điều chỉnh lạm phát diễn biến khá sát với thị trường thế giới. Trước năm 2011, giá vàng trong nước luôn thấp hơn giá vàng thế giới, tuy nhiên, khi có sự can thiệp của NHNN sau nhiều biến động trong nước giai đoạn 2009 – 2011, giá vàng trong nước cho đến nay luôn cao hơn so với giá vàng thế giới.

**Biểu đồ 5: Lịch sử tương quan biến động giá vàng theo USD và VND (đơn vị tính 1 ounce = 0,8293 lượng)**



Nếu so sánh biến động giá vàng trong nước với biến động giá vàng theo đồng Nhân dân tệ của Trung Quốc, có thể dễ dàng nhận thấy sau thời điểm Trung Quốc phá giá đồng Nhân dân tệ vào cuối năm 1993, giá vàng Trung Quốc luôn cao hơn so với giá vàng tại Việt Nam. Tuy nhiên, cũng như trường hợp nêu trên, theo nghiên cứu của chúng tôi, sau khi có sự tham gia điều tiết của NHNN vào thị trường vàng, giá vàng Việt Nam đang cao nhất thế giới sau khi quy đổi.

**Biểu đồ 6: Lịch sử tương quan biến động giá vàng theo CNY và VND (đơn vị tính 1 ounce = 0,8293 lượng)**

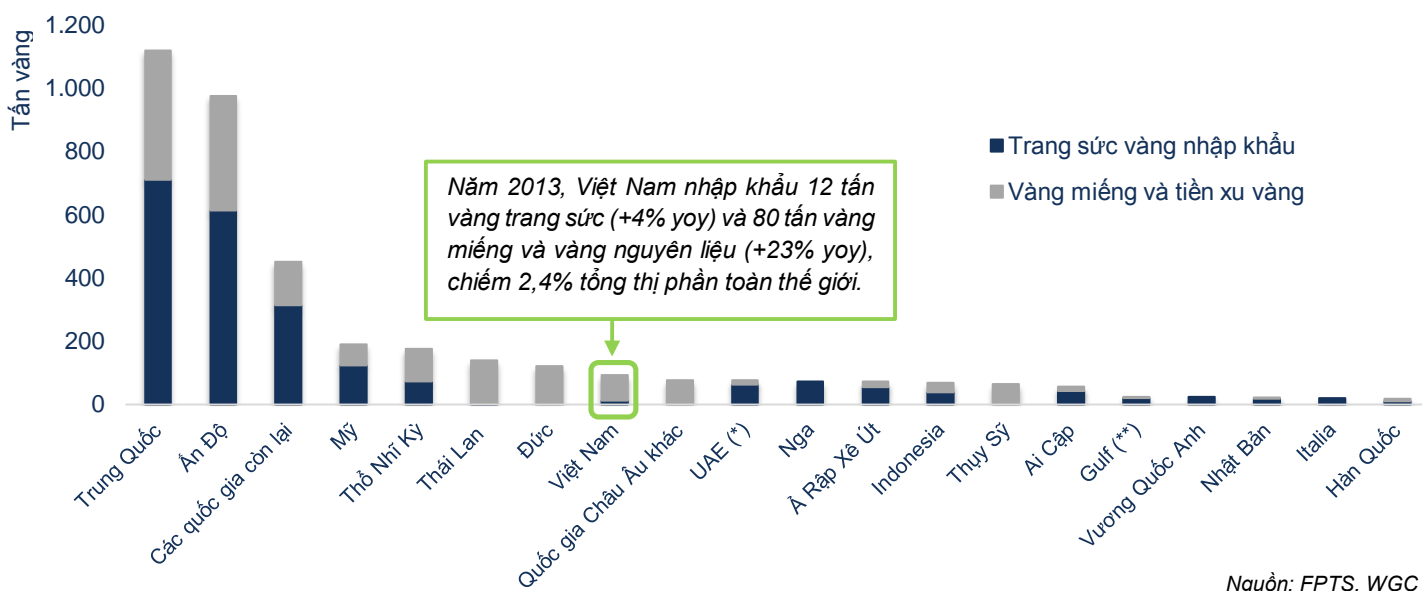




### Phụ lục 3: Nhu cầu vàng trang sức và vàng miếng của Việt Nam qua các năm

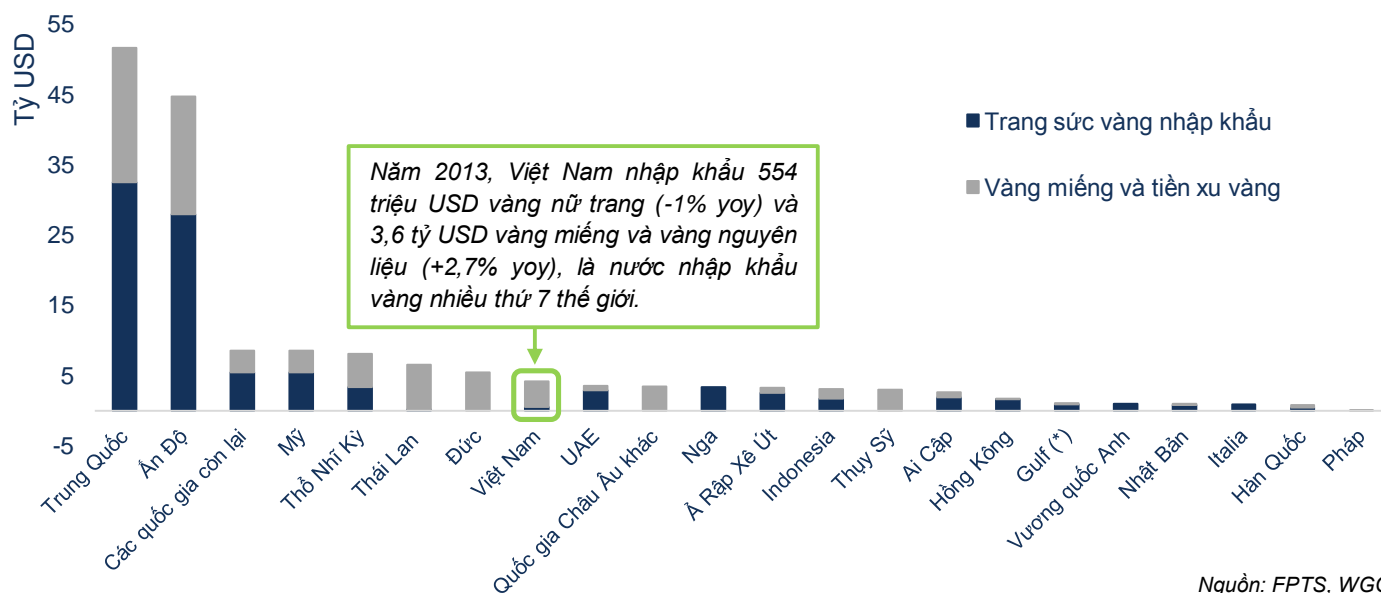
Theo thống kê của Hội đồng vàng thế giới (WGC) và nghiên cứu của FPTTS, Việt Nam đang là quốc gia nhập khẩu vàng trang sức và vàng miếng lớn thứ 7 trên thế giới. Trong nhóm các quốc gia này, ngoại trừ Thái Lan, Đức và Thụy Sĩ là 3 quốc gia chủ yếu nhập nguyên liệu dùng để sản xuất (Thái Lan dùng cho sản xuất nữ trang xuất khẩu, Đức dùng cho công nghiệp cơ khí chính xác và điện tử, Thụy Sĩ dùng cho sản xuất đồng hồ), Việt Nam là nước có tỷ lệ tương quan giữa vàng trang sức và vàng miếng thấp nhất (13%) so với mức 63% của Trung Quốc và Ấn Độ hay 56% của thế giới.

**Biểu đồ 7: Tình hình nhập khẩu vàng trang sức và vàng miếng/vàng nguyên liệu năm 2013 (theo khối lượng)**



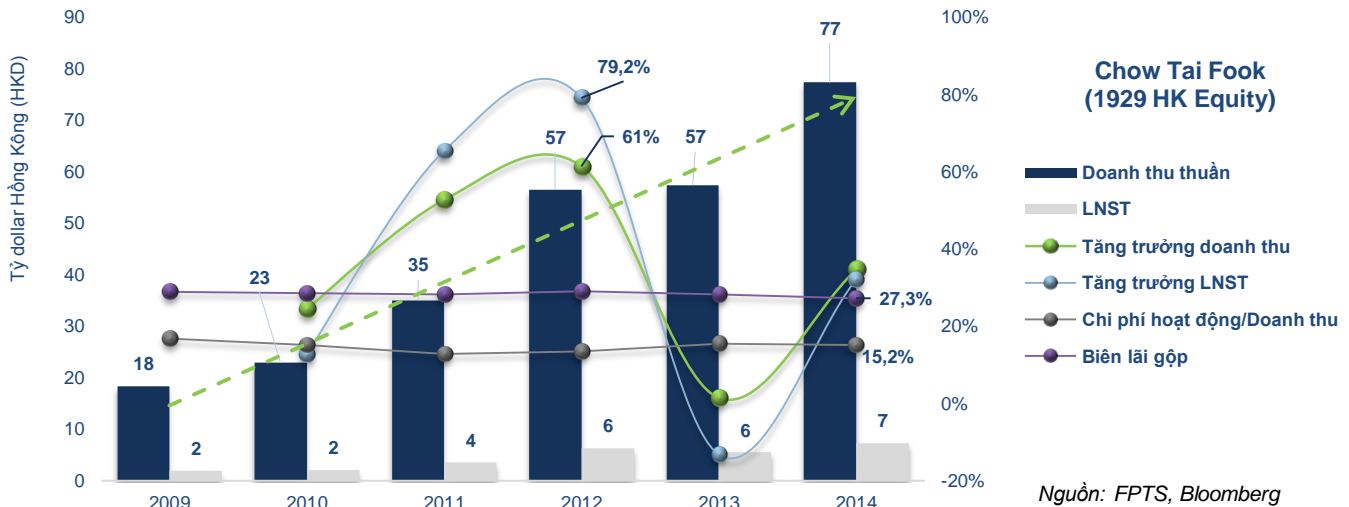
Theo nghiên cứu của FPTTS, trong giai đoạn 1997 – 2013, bình quân mỗi năm Việt Nam nhập khẩu 19,2 tấn vàng trang sức với giá trị bình quân khoảng 563 triệu USD, lũy kế 16 năm Việt Nam đã nhập 326 tấn vàng trang sức. **Đáng chú ý, trong suốt giai đoạn này, Việt Nam nhập khẩu bình quân mỗi năm hơn 52 tấn vàng miếng và vàng nguyên liệu với kim ngạch nhập khẩu bình quân 1,5 tỷ USD mỗi năm, lũy kế trong 16 năm là 890 tấn vàng trị giá 25,8 tỷ USD.** Như vậy, nếu chỉ tính nhập khẩu, tổng lượng vàng Việt Nam đã nhập trong 16 năm là hơn 1.216 tấn vàng (48,1 tỷ USD).

**Biểu đồ 8: Tình hình nhập khẩu vàng trang sức và vàng miếng/vàng nguyên liệu năm 2013 (theo giá trị)**



## Phụ lục 4: Thống kê các chỉ số tăng trưởng của các doanh nghiệp nữ trang lớn trên thế giới

Chúng tôi tiến hành so sánh PNJ với một số doanh nghiệp nữ trang hàng đầu thế giới như Châu Tài Phúc (Chow Tai Fook - Hồng Kông), Lao Feng Xiang (Thượng Hải), Tiffany (Mỹ), Signet (Anh), Pandora (Ấn Độ), Louis Vuitton Moët Hennessy (LVMH – Pháp)... để định vị giai đoạn phát triển hiện tại và tiềm năng tăng trưởng của PNJ.



**Châu Tài Phúc** (Chow Tai Fook) là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh nữ trang có trụ sở tại Hồng Kông, thành lập năm 1966 và niêm yết năm 2011. Doanh nghiệp này đang nắm thị phần cao nhất tại Trung Quốc, bao gồm: Trung Quốc đại lục (12,6%), Hồng Kông và Ma Cao (20,1%).

**Giá trị vốn hóa** (tính theo VND): 278.000 tỷ đồng. **CAGR** doanh thu 2009 – 2013: **33,3%/năm**.

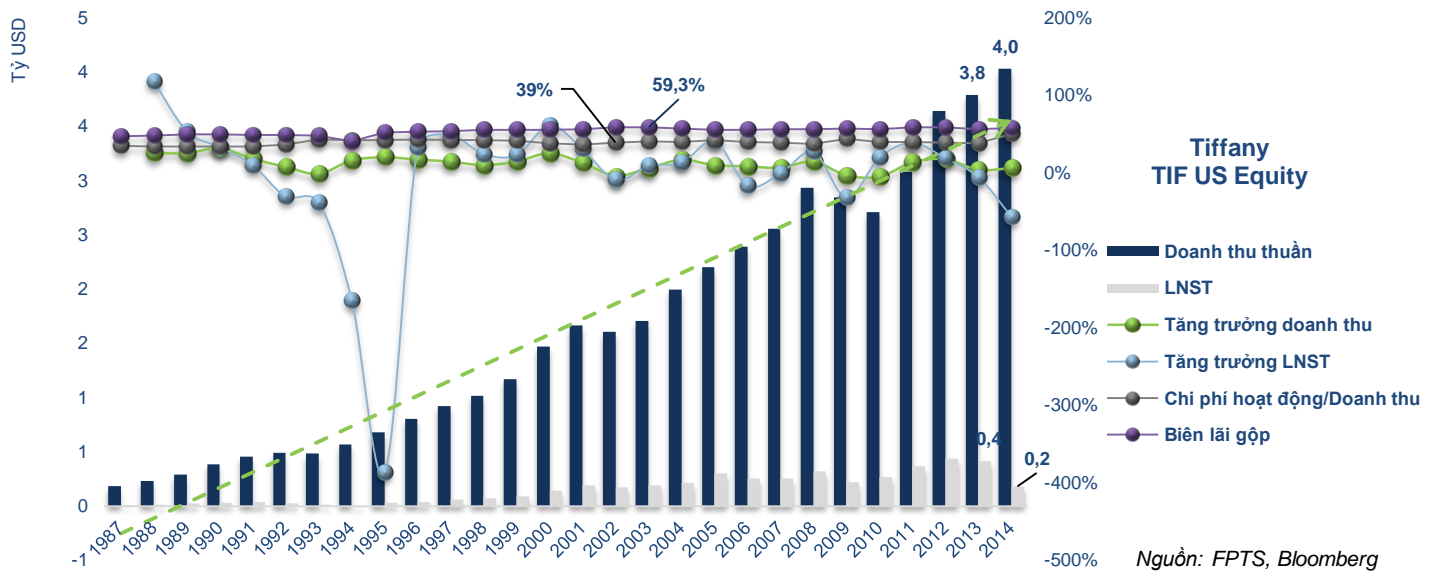
**Chi phí hoạt động** (chi phí bán hàng + chi phí QLDN) bình quân: 14,8%. **Biên lãi gộp** bình quân: 28,4%.



**Lao Feng Xiang** có trụ sở tại Thượng Hải, thành lập năm 1848. Sau hơn 150 năm hoạt động, Lao Feng Xiang trở thành nhà sản xuất và kinh doanh nữ trang lớn thứ 2 tại Trung Quốc (sau Châu Tài Phúc) với thị phần tại Trung Quốc đại lục khoảng 9%.

**Giá trị vốn hóa** (tính theo VND): 45.347 tỷ đồng. **CAGR** doanh thu 1992 – 2013: **33%/năm**.

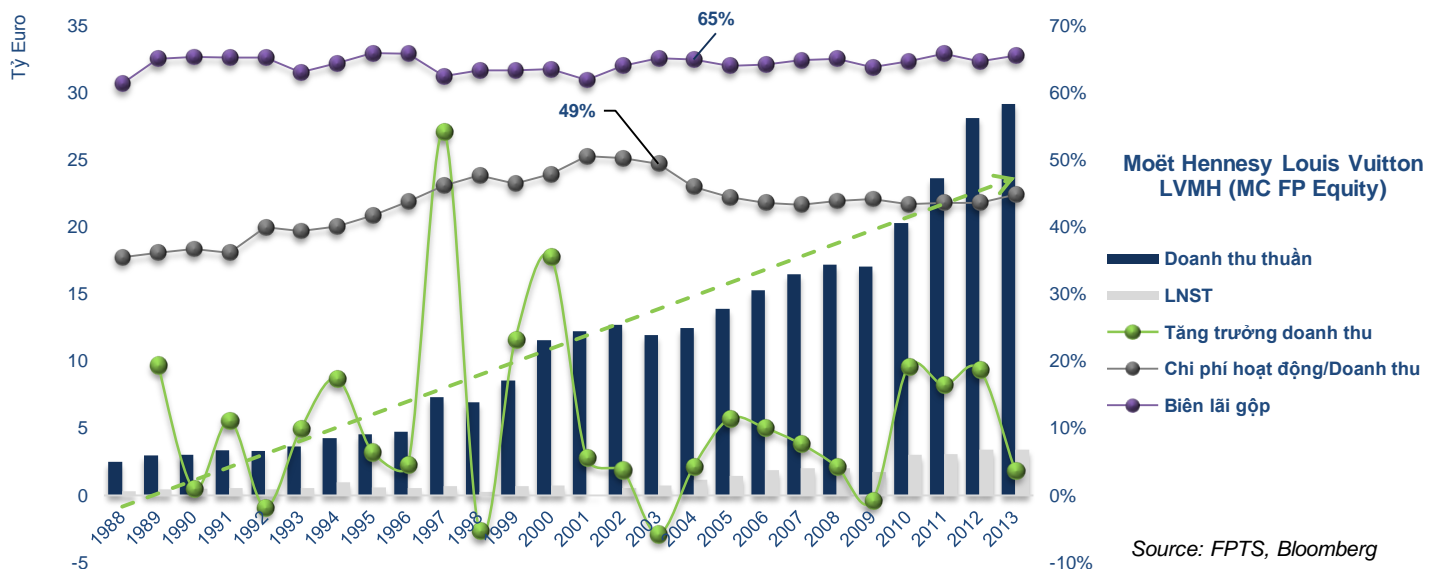
**Chi phí hoạt động** (chi phí bán hàng + chi phí QLDN) bình quân: 8,6%. **Biên lãi gộp** bình quân: 4,9%.



**Tiffany** là doanh nghiệp của Mỹ có trụ sở tại New York, thành lập năm 1837, niêm yết năm 1987, chuyên kinh doanh trang sức, bạc 925, đồ sứ, pha lê, nước hoa, đồng hồ, phụ kiện, các mặt hàng da và đặc biệt là kim cương.

**Giá trị vốn hóa** (tính theo VND): 254.023 tỷ đồng. **CAGR** doanh thu 1987 – 2014: **12,1%/năm**.

**Chi phí hoạt động** (chi phí bán hàng + chi phí QLDN) bình quân: 40%. **Biên lãi gộp** bình quân: 54%.



**Moët Hennessey Louis Vuitton (LVMH)** là tập đoàn kinh doanh trang sức và thời trang xa xỉ lớn nhất thế giới với quy mô vốn hóa lên đến 65 tỷ USD. Trụ sở của tập đoàn này đặt tại Paris với hơn 60 công ty con, thành lập năm 1987 thông qua vụ sáp nhập Louis Vuitton và Moët Hennessey.

**Giá trị vốn hóa** (tính theo VND): 1.738.044 tỷ đồng. **CAGR** doanh thu 1987 – 2014: **10,3%/năm**.

**Chi phí hoạt động** (chi phí bán hàng + chi phí QLDN) bình quân: 43,4%. **Biên lãi gộp** bình quân: 64,3%.




## Phụ lục 5: Một số thông tin đáng lưu ý về các loại vàng và cách phân biệt

1. Karat là 1 đơn vị dùng để chỉ số thành phần của vàng ròng tham gia trong tổng số 24 phần cấu tạo của hợp kim có chứa vàng. Vàng 18k có hàm lượng  $18/24 = 75\%$  vàng ròng, vàng 24k có hàm lượng  $24/24 \approx 99,99\%$  vàng ròng. Ngoài trừ vàng ròng, các loại vàng còn lại đều là vàng hợp kim với 2 thành phần chính: Vàng và Hội (Alloys) do các nhà sản xuất nghiên cứu pha chế vàng với các kim loại khác (như bạc, đồng, kẽm, palladium, bạch kim...) nhằm tạo ra một số tính năng hóa học và vật lý rất hữu dụng cho nhiều mục đích chế tác khác nhau như:

- ✓ Tăng độ cứng, giảm độ mài mòn giúp tăng độ bền chắc của nữ trang.
- ✓ Vàng có tính dẻo và tính dễ dát mỏng cao, do đó làm tăng độ cứng sẽ thuận tiện cho việc chế tác các mẫu trang sức đòi hỏi tính sắc sảo, kết cấu phức tạp...
- ✓ Giảm nhiệt độ nóng chảy của vàng nhằm thuận tiện cho một số khâu kỹ thuật như dùng vàng dễ hàn, sửa chữa các trang sức vàng hỏng hóc, sút mẻ (phải dùng vàng ngang tuổi với trang sức).
- ✓ Tạo ra nhiều màu sắc khác nhau, tăng độ xốp, độ mịn, độ bóng... của vàng nhằm tăng tính thẩm mỹ.

Mỗi một doanh nghiệp sản xuất lớn (bao gồm cả PNJ) đều đầu tư nghiên cứu tạo ra nhiều loại “Hội” khác nhau. Công thức của các loại “Hội” này là bí quyết công nghệ mà các doanh nghiệp luôn bảo mật nghiêm ngặt. Các kim loại thường được sử dụng để tạo “Hội” là: **Bạc** (phổ biến là bạc 925 có hàm lượng bạc đạt 92,5% nhằm tăng độ cứng, giảm mài mòn), **Đồng** (tăng độ cứng, thêm sắc đỏ/hồng), **Kẽm** (Chống oxy hóa, giảm nhiệt độ nóng chảy), **Nicken** (làm phai màu, tăng độ cứng), **Palladium** (làm phai màu), **Coban**, **Mangan**, **Iridium** (làm mịn hạt vàng nguyên liệu khi phân kim), **Silicon**, **Photpho** (chống oxy hóa).

### Tổng hợp một số loại hợp kim vàng phổ biến:

	Hàm lượng	Vàng	Bạc	Đồng	Kẽm	Palladium
	Vàng thường	9k	37,5%	42,5%	20,0%	
	Vàng thường	10k	41,7%	52,0%	6,3%	
	Vàng thường	14k	58,3%	30,0%	11,7%	
	Vàng thường	18k	75,0%	15,0%	10,0%	
	Vàng thường	22k	91,7%	5,0%	2,0%	1,3%
	Vàng ròng	24k	99,99%			
	Vàng trắng	9k	37,5%	62,5%		
	Vàng trắng	10k	41,7%	47,4%	0,9%	10%
	Vàng trắng	14k	58,3%	32,2%		9.50%
	Vàng trắng	18k	75,0%			25% (*)
	Vàng trắng	22k	n/a	n/a	n/a	n/a
	Vàng hồng	9k	37,5%	20,0%	42,5%	
	Vàng hồng	10k	41,7%	20,0%	38,3%	
	Vàng hồng	14k	58,3%	9,2%	32,5%	
	Vàng hồng	18k	75,0%	9,2%	22,2%	
	Vàng hồng	22k	91,7%		8,4%	

Nguồn: WGC, FPT S

(\*) Kim loại Palladium có thể được thay thế bằng bạch kim đối với một số món trang sức giá trị cao.

2. Cách quy đổi giữa các đơn vị: Lượng vàng – Gram vàng – Ounce vàng:

Cách quy đổi	Lượng	Gram	Ounce (*)
1 Ounce (*)	=	0,8293	31,103
1 Gram	=	0,0266	0,0325
1 Lượng	=	37,50	1,2057

Nguồn: PNJ, FPT S

(\*): Đây là đơn vị Ounce thuộc hệ thống đo lường SI (International System) còn gọi là Ounce troy dành cho lĩnh vực vàng trên thế giới. Ngoài ra, nước Anh có hệ thống đo lường riêng trong đó 1 Ounce của Anh bằng 28,3495 gram.



## Phụ lục 6: Dự phóng báo cáo tài chính giai đoạn 2013 – 2022

*đvt: tỷ đồng*

KQKD	2013	2014	2015	2016	2018	2020	2022	ĐKKT	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2020	2022
<b>Doanh thu thuần</b>	8.914	8.328	7.941	9.006	11.715	15.337	20.035	<b>Tài sản</b>								
- Giá vốn hàng bán	-8.244	-7.555	-7.024	-7.867	-9.998	-12.835	-16.508	+ Tiền và tương đương	508	788	832	740	639	531	293	(328)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	670	773	917	1.139	1.717	2.501	3.526	+ Đầu tư TC ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-	-
- Chi phí bán hàng	-262	-295	-329	-427	-696	-1096	-1672	+ Các khoản phải thu	76	61	58	66	75	85	112	146
- Chi phí quản lý DN	-113	-106	-109	-133	-196	-287	-415	+ Hàng tồn kho	1.087	1.297	1.321	1.600	1.926	2.305	3.244	4.458
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	294	372	479	580	825	1.119	1.440	+ Tài sản ngắn hạn khác	46	43	41	47	53	61	80	104
+ Lợi nhuận tài chính	(61)	(21)	(54)	(62)	(80)	(105)	(137)	<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.718</b>	<b>2.189</b>	<b>2.252</b>	<b>2.453</b>	<b>2.693</b>	<b>2.982</b>	<b>3.728</b>	<b>4.380</b>
+ Lợi nhuận khác	1	-	-	-	-	-	-	+ TSCĐ	498	518	543	573	605	639	705	1.097
<b>Lợi nhuận trước thuế và lãi vay</b>	234	351	424	518	745	1.013	1.302	+ Khấu hao lũy kế	-118	-139	-163	-191	-223	-258	-344	-454
- Chi phí lãi vay	-	-	-	-	-	2,00	4,00	+ Đầu tư tài chính dài hạn	590	590	590	590	590	590	590	590
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	234	351	424	518	745	1.015	1.306	+ Tài sản dài hạn khác	14	142	135	153	174	199	261	341
- Thuế TNDN	-64	-77	-93	-104	-149	-203	-260	<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1.239</b>	<b>1.334</b>	<b>1.353</b>	<b>1.401</b>	<b>1.454</b>	<b>1.513</b>	<b>1.640</b>	<b>2.112</b>
<b>LNST</b>	169	274	331	414	596	813	1.046	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>2.957</b>	<b>3.523</b>	<b>3.605</b>	<b>3.854</b>	<b>4.148</b>	<b>4.496</b>	<b>5.368</b>	<b>6.492</b>
<b>LNST của cổ đông CT Mẹ</b>	163	264	319	400	575	782	1.005									
<b>EPS (đ)</b>	2.153	3.496	4.225	5.288	7.605	10.351	13.300	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>								
<b>EBITDA</b>	257	372	448	545	780	1059	1360	+ Phải trả ngắn hạn	1.415	1.922	1.868	1.947	2.036	2.139	2.393	2.710
<b>Khấu hao</b>	24	21	24	28	35	46	58	+ Vay và nợ ngắn hạn	1.164	1.133	1.104	1.071	1.033	989	883	744
<b>Tăng trưởng doanh thu</b>	33%	-7%	-5%	13%	14%	14%	14%	+ Phải trả ngắn hạn khác	252	789	764	876	1.003	1.150	1.510	1.966
<b>Tăng trưởng LN HĐKD</b>	-36%	62%	21%	25%	19%	16%	13%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1.551</b>	<b>2.057</b>	<b>2.003</b>	<b>2.082</b>	<b>2.171</b>	<b>2.275</b>	<b>2.528</b>	<b>2.845</b>
<b>Tăng trưởng EBIT</b>	-	27%	29%	21%	19%	16%	13%	+ Vay và nợ dài hạn	135,20	135,20	135,20	135,20	135,20	135,20	135,20	135,20
<b>Tăng trưởng EPS</b>	-39%	62%	21%	25%	19%	16%	13%	+ Phải trả dài hạn	-	-	-	-	-	-	2,00	4,00
								<b>Nợ dài hạn</b>	<b>135</b>	<b>135</b>	<b>135</b>	<b>135</b>	<b>135</b>	<b>135</b>	<b>137</b>	<b>139</b>
<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>								<b>Tổng nợ</b>	<b>1.551</b>	<b>2.057</b>	<b>2.003</b>	<b>2.082</b>	<b>2.171</b>	<b>2.275</b>	<b>2.528</b>	<b>2.845</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	8%	9%	12%	13%	15%	16%	18%	+ Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-	-	-	2,00	4,00
Tỷ suất LNST	2%	3%	4%	4%	5%	5%	5%	+ Thặng dư	105	105	105	105	105	105	105	105
ROE DuPont	12%	19%	21%	24%	27%	29%	29%	+ Vốn điều lệ	756	756	756	756	756	756	756	756
ROA DuPont	6%	8%	9%	11%	13%	15%	16%	+ LN chưa phân phối	274	307	348	399	460	534	719	961
Tỷ suất EBIT	3%	4%	5%	6%	6%	7%	6%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	88	88	88	88	88	88	88	88
LNST / LNTT	70%	75%	75%	77%	77%	77%	77%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.318</b>	<b>1.431</b>	<b>1.566</b>	<b>1.736</b>	<b>1.941</b>	<b>2.185</b>	<b>2.805</b>	<b>3.611</b>
LNTT / EBIT	80%	94%	89%	89%	90%	91%	90%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>2.957</b>	<b>3.575</b>	<b>3.657</b>	<b>3.906</b>	<b>4.200</b>	<b>4.548</b>	<b>5.421</b>	<b>6.544</b>
Vòng quay tổng tài sản	3,01x	2,36x	2,20x	2,34x	2,61x	2,86x	3,09x									
Đòn bẩy tài chính	2,24x	2,46x	2,30x	2,22x	2,06x	1,91x	1,80x	<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>								
ROIC	6%	11%	12%	15%	19%	22%	24%	Tiền đầu năm	469	508	999	1.139	1.189	1.258	1.474	1.805
								Lợi nhuận sau thuế	233	351	424	518	625	745	1.013	1.302
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>								+ Khấu hao lũy kế	24	21	24	28	32	35	46	58
Số ngày phải thu	3	3	3	3	3	3	3	+ Điều chỉnh	70	0	0	0	0	0	0	0
Số ngày tồn kho	42	63	69	74	84	92	99	+ Thay đổi vốn lưu động	-353	343	-46	-174	-209	-243	-324	-422
Số ngày phải trả	4	4	4	4	4	4	4	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>-25</b>	<b>715</b>	<b>403</b>	<b>371</b>	<b>448</b>	<b>537</b>	<b>735</b>	<b>938</b>
Thời gian luân chuyển tiền	41	56	67	67	76	84	90	+ Thanh lý tài sản cố định	8	0	0	0	0	0	0	0
COGS / Hàng tồn kho	7,58	5,82	5,32	4,92	4,34	3,96	3,70	+ Chi mua sắm TSCĐ	-57	-41	-49	-58	-64	-69	-78	-422
								+ Tăng (giảm) đầu tư	154	0	0	0	0	0	0	0
<b>Chỉ số TKĐòn bẩy TC</b>								+ Các hoạt động đầu tư khác	14	0	0	0	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,1	1,2	1,3	1,4	1,6	1,6	<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>119</b>	<b>-41</b>	<b>-49</b>	<b>-58</b>	<b>-64</b>	<b>-69</b>	<b>-78</b>	<b>-422</b>
CS thanh toán nhanh	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	(0,0)	+ Cổ tức đã trả	-94	-152	-184	-230	-278	-331	-450	-578
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,4	0,4	0,4	0,2	0,1	(0,1)	+ Tăng (giảm) vốn	36	0	0	0	0	0	0	0
Nợ / Tài sản	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	3	-31	-29	-33	-38	-43	-57	-74
Nợ / Vốn sử dụng	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	+ Thay đổi nợ dài hạn	0	0	0	0	0	0	0	0
Nợ / Vốn CSH	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,3	0,2	+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-55</b>	<b>-183</b>	<b>-213</b>	<b>-263</b>	<b>-315</b>	<b>-374</b>	<b>-507</b>	<b>-652</b>
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,0	-	-	-	-	-	-	Tổng lưu chuyển tiền tệ	39	491	140	50	69	94	151	-136
								<b>Tiền cuối năm</b>	<b>469</b>	<b>508</b>	<b>999</b>	<b>1.139</b>	<b>1.189</b>	<b>1.258</b>	<b>1.474</b>	<b>1.805</b>

## DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
<b>Kỳ vọng 12 tháng</b>	
<b>Mua</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trên 18%
<b>Thêm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường từ 7% đến 18%
<b>Theo dõi</b>	Nếu giá mục tiêu <b>so với</b> giá thị trường từ -7% đến 7%
<b>Giảm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường từ -7% đến -18%
<b>Bán</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trên -18%

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu PNJ nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,  
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171  
Fax: (84.4) 37739058

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam  
ĐT: (84.8) 62908686  
Fax: (84.8) 62910607

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận  
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam  
ĐT: (84.511) 3553666  
Fax: (84.511) 3553888