



Công ty Cổ phần Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận

Ngành: Hàng tiêu dùng cá nhân

Lĩnh vực: Sản xuất và kinh doanh vàng

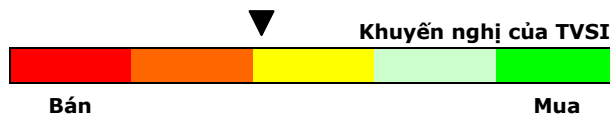
Mã chứng khoán: PNJ

Khuyến nghị đầu tư: Bán

Giá mục tiêu: 58,847VNĐ

Giá hiện tại (ngày 21/12/2009): 60.000VNĐ

KL niêm yết	39,999,921	Vốn điều lệ (tỷ)	400
KL lưu hành	39,999,921	EPS trailing	4.79
GTVH thị trường (tỷ)	2,360	BVS	24.78
Giá thấp nhất trong 52 tuần	46,900	P/E	12.11
Giá cao nhất trong 52 tuần	91,000	P/B	2.34



Thông tin cơ bản về cổ phiếu

Biểu đồ 1: Giá cổ phiếu trong vòng 1 năm



Thông tin cơ bản về doanh nghiệp

Tên công ty:	CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận
Tên viết tắt:	PNJ
Tên quốc tế:	Phu Nuan Jewelry Joint Stock Company
Trụ sở chính:	170E Phan Đăng Lưu, P3, Q. Phú Nhuận, Tp. HCM
Điện thoại:	(08)9951703-9951704
Fax:	(08)9951702
Website	www.pnj.com.vn

Lĩnh vực hoạt động chính

XNK vàng trang sức, hàng mỹ nghệ bằng vàng, bạc, kim cương, đá quý, kim loại quý khác, vàng miếng. (2) Gia công, mua bán trang sức (3) Dịch vụ cầm đồ (4) Mua bán máy móc, thiết bị kim hoàn (5) Mua bán, sửa chữa xe ô tô, xe gắn máy, thiết bị phụ tùng

Chỉ tiêu tài chính

ĐV: Triệu đồng

Chỉ tiêu tài chính	2007	2008	2009
Doanh thu	2,395.51	4,204.24	10,906.80
Lợi nhuận gộp	202.14	350.04	545.34
Lợi nhuận từ HĐSXKD	122.74	156.26	228.49
LNST (triệu đồng)	114.38	125.56	200.5
Tổng tài sản	1,415.84	1,683.13	1,938.98
ROE	11.9	13.67	17.5
ROA	8.12	7.83	10.34
EPS	3,833.8	4,395.5	5.013
Giá trị sổ sách	11,925.2	32,226.9	28,599

Định giá cổ phiếu

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
Phương pháp chiết khấu luồng tiền (DCF)		
Kịch bản lạc quan	55,331	25
Kịch bản thận trọng	51,080	25
Phương pháp hệ số tương đối		
P/E	57.480	25
P/BV	71.500	25

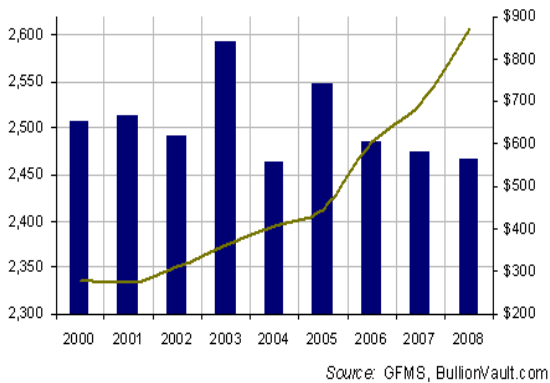
Thông tin chính liên quan

Ngày	Tin tức	Nguồn
18/11/2009	PNJ tạm ứng cổ tức bằng tiền đợt hai năm 2009 tỷ lệ 10%	www.cafef.vn
15/09/2009	PNJ thành lập công ty thời trang	www.cafef.vn
20/08/2009	PNJ thưởng tỷ lệ cổ phiếu 3:1, nâng vốn điều lệ lên 100 tỷ	www.pnj.com.vn
22/12/2009	Giá vàng, giá dầu hạ khi USD hồi phục trở lại	www.dantri.com.vn

VỊ THẾ CÔNG TY TRONG NGÀNH

Về giá cả nguyên vật liệu, chi phí đầu vào của PNJ sẽ ảnh hưởng trực tiếp từ giá vàng thế giới, công ty sẽ phải cần có chính sách để đảm bảo giá đầu vào ổn định

Sản lượng vàng và giá vàng thế giới



Biểu đồ 1: Giá vàng thế giới trong 1 năm qua



Thị trường vàng miếng ngày càng thể hiện tiềm năng khi người dân bắt đầu chuyển từ việc tích trữ vàng sang đầu tư kiếm lời và đây được coi là một trong những kênh đầu tư được nhiều nhà đầu tư lựa chọn.

Tác động từ phía cung

Theo dự đoán, nguồn cung vàng năm 2009 giảm nhẹ khoảng 1,3% so với năm 2008, đạt mức 2.295 tấn (tương đương 73,7 triệu ounce) cao hơn nhu cầu thực tế. Một số phân tích cho thấy dự báo thế giới sẽ dư cung khoảng 300 tấn vàng (tương đương 9,1 triệu ounce) năm 2009. Tuy nhiên, do tác động của đồng dollar yếu cùng với biến động kinh tế thế giới nên trong năm 2009, nhiều quốc gia trên thế giới đã tăng cường mua vàng để dự trữ khiến cho lượng cung vàng trên thế giới thu hẹp. Trung Quốc, Nhật, Ấn Độ, Hàn Quốc, Nga đều tăng cường mua vàng đã khiến cho giá vàng biến động mạnh và tăng mức kỷ lục lên 1200USD/ounce trong tháng 11 năm 2009.

Theo số liệu thống kê NHNN, năm 2005 Việt Nam nhập khẩu 48 tấn vàng, năm 2006 nhập 91 tấn, năm 2007 nhập 51 tấn, năm 2008 nhập 91 tấn vàng. Năm 2009, khối lượng nhập khẩu của Việt Nam dự đoán sẽ giảm do từ giữa 2008, Chính phủ ra quyết định cấm nhập khẩu vàng để bình ổn giá vàng trong nước. Tuy nhiên, theo quy định của Ngân hàng Nhà nước ký ngày 12/11/2009, sẽ có 5-6 doanh nghiệp được phép nhập khẩu vàng trở lại để giảm bớt sự khan hiếm, hạ nhiệt giá vàng trong nước.

Đối với nguồn cung của PNJ, hầu hết nguyên vật liệu đều nhập khẩu từ các nước Thụy Sĩ, Hồng Kông, Thái Lan, Bỉ, trừ hai mặt hàng bạc và vàng miếng mua trong nước. Các nguồn cung ứng thì khá ổn định nhưng giá vàng có tác động đến hoạt động kinh doanh chính của PNJ bởi giá vốn hàng bán chiếm khoảng 93% doanh thu

Nhìn chung, về khối lượng, PNJ không chịu nhiều tác động từ phía cung vì PNJ chỉ là một công ty vàng có quy mô nhỏ so với các công ty trên thế giới. Về giá cả nguyên vật liệu, chi phí đầu vào của PNJ sẽ ảnh hưởng trực tiếp từ giá vàng thế giới, công ty sẽ phải cần có chính sách để bình ổn giá.

Tác động từ phía cầu

Mặt hàng trang sức là mặt hàng ít có biến động về nhu cầu bởi mặt hàng trang sức được xem là sản phẩm không thể thiếu được trong các dịp Valentine, Tết, cưới...v.v. Ngoài ra, xu hướng tiêu dùng hàng thời trang trang sức là xu hướng chung của phụ nữ hiện nay và nhu cầu mặt hàng này ngày càng tăng do thu nhập của người dân được cải thiện qua các năm và tốc độ tăng trưởng ở mức 6-7% trong năm nay. Thị trường mục tiêu của PNJ đối với mảng kinh doanh này bao gồm các doanh nghiệp kinh doanh vàng, bạc, đá quý trên cả nước. Về mảng bán lẻ, PNJ đã có 3 nhãn hàng định vị ở 3 khúc thị trường là PNJ Gold, PNJ Silver và CAO Fine Jewellery bao phủ các hầu hết các thị phần mục tiêu. Tốc độ tăng trưởng của mảng bán sỉ và bán lẻ này đều tăng qua các năm đối với thị trường trong nước và xuất khẩu chỉ trừ mặt hàng cao cấp có giảm trong năm 2008 và đầu năm 2009.

So với Thái Lan và Ấn Độ, thị trường vàng Việt Nam vẫn có quy mô khiêm tốn. Năm 2006 Việt Nam tiêu thụ khoảng 86 tấn vàng và trở thành nước có số lượng vàng mua cho mục đích đầu tư lớn thứ 2 tại châu Á. Thị trường vàng miếng để đầu tư chưa được khai thác hết tiềm năng đặc biệt khi các kênh đầu tư vào thị trường chứng khoán và bất động sản suy giảm. Hơn nữa, người tiêu dùng Việt Nam chuyển động thái mua vàng chủ yếu để tích trữ sang mua vàng để đầu tư cho thấy tiềm năng của thị trường vàng miếng. Về phía PNJ, công ty đã hợp tác với ngân hàng Đông Á sản xuất vàng miếng Phượng Hoàng để khai thác thị trường này. Tuy nhiên, sản lượng có biến động thất thường qua các năm và tỷ suất lợi nhuận mặt hàng này vẫn còn thấp.

Về mẫu mã kỹ thuật, nữ trang Việt Nam có thể sánh với các nước Indonesia, Malaysia, riêng về Thái Lan chỉ thua về công nghệ mài đá quý. Ngoài ra, với lợi thế nhân công rẻ, nghệ nhân và thợ kim hoàn có tay nghề cao nên sản phẩm của PNJ đã được xuất khẩu đi các nước khác. PNJ bắt đầu xuất khẩu vàng từ năm 2004 với thị trường xuất khẩu ổn định là Đức, Mỹ, Đan Mạch. Cho đến nay, tỷ trọng doanh thu của mặt hàng xuất khẩu vẫn tiếp tục tăng.

Năm	DT Xuất Khẩu (tỷ)	% TDT
2005	24.28	1.70%
2006	50.72	2.81%
2007	68.74	3.08%
9T/2008	253.52	7.54%

VỊ THẾ CÔNG TY TRONG NGÀNH

Sự cạnh tranh của các doanh nghiệp cùng ngành

Để gia tăng sức cạnh tranh của mình, ngoài việc tập trung vào việc nghiên cứu và thiết kế sản phẩm mới phát triển hệ thống bán lẻ rộng khắp cả nước

Tên Nguyên liệu	Xuất xứ
Vàng nguyên liệu	Thụy Sĩ Hong Kong Việt Nam
Bạc Nguyên liệu	Việt Nam
vàng miếng	Việt Nam
Đá Quý	Hong Kong Thailand
Kim Cương	Hong Kong Belgium Việt Nam

Năm 2004, cả nước có khoảng 8.000 doanh nghiệp lớn nhỏ kinh doanh lĩnh vực vàng bạc, tính đến nay con số đó đã khoảng hơn 10.000. Thị trường vàng tại Việt Nam bao phủ bởi 5 thương hiệu vàng SJC, PNJ, Bảo Tín Minh Châu, AAA, NJC. Trong số đó, SJC được coi là thương hiệu rất quen thuộc với người tiêu dùng Việt Nam, chiếm trên 80% thị phần. Sau gần 19 năm thành lập, PNJ chỉ chiếm một thị phần nhỏ, chính vì vậy mà PNJ quyết định mở rộng mạng lưới phân phối và đẩy mạnh thương hiệu đến người tiêu dùng bằng việc ký hợp đồng chiến lược với ngân hàng Đông Á. Một số thương hiệu vàng mới của các ngân hàng cũng đang khẳng định được vị thế trên thị trường Việt Nam như vàng ACB của ngân hàng Á Châu, vàng miếng Sacombank của ngân hàng Thương Tín.

Ngoài ra, ngày càng nhiều doanh nghiệp kinh doanh kim hoàn tư nhân chiếm một thị phần không nhỏ trên thị trường Việt Nam. Các doanh nghiệp này cũng nhập máy móc, thiết bị, hóa chất cùng công nghệ chế tác vàng. Chính điều này khiến cho mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt, đặc biệt là dòng sản phẩm nữ trang khi được công nghiệp hóa, mẫu mã đẹp, giá thành hạ, đồng nhất.

Trước khi trở thành thành viên của WTO, hàng nữ trang ngoài khối ASEAN sẽ bị áp thuế 40% khi nhập khẩu vào thị trường Việt Nam, nhưng khi Việt Nam gia nhập WTO, mức thuế này sẽ giảm dần, gây áp lực lên hàng sản xuất trong nước. Hàng ngoại sẽ tràn vào, với nhiều mẫu mã, kiểu dáng mới lạ, hấp dẫn người tiêu dùng.

Để gia tăng sức cạnh tranh của mình, ngoài việc tập trung vào việc nghiên cứu và thiết kế sản phẩm mới, PNJ tăng cường rải rác hệ thống bán lẻ rộng khắp cả nước với 15 chi nhánh và 89 cửa hàng để bao phủ khắp các tỉnh trong cả nước năm 2008. Tuy nhiên so với SJC thì thị phần của PNJ còn khá mỏng và chưa khai thác hết các thị trường tiềm năng.

Sự đối mặt với các rào cản của thị trường

PNJ chính là rào cản thị trường của các công ty mới thành lập

PNJ và SJC là hai công ty vàng bạc đá quý đã tham gia thị trường cách đây gần 20 năm và đã gây dựng được thương hiệu và hệ thống phân phối trên thị trường Việt Nam do đó hai công ty này không phải đối mặt với rào cản gia nhập của thị trường. PNJ và SJC chính là rào cản thị trường của các công ty mới thành lập

Sự cạnh tranh từ các sản phẩm thay thế

Sản phẩm vàng trang sức được coi là sản phẩm thông dụng của đời sống hàng ngày, gắn với nhu cầu làm đẹp của phụ nữ. Mặc dù hiện nay, đồ trang sức được làm bằng nhiều chất liệu khác nhau như gốm, mỹ ký, pha lê...v.v nhưng đồ trang sức vẫn là sản phẩm không thể thay thế trong các dịp lễ, tết, cưới hỏi. Ngoài ra, hầu hết phụ nữ ở độ tuổi trung niên luôn dùng đồ trang sức bằng vàng bạc đá quý vì đồ trang sức bằng vàng bạc đá quý thể hiện sự trang trọng và quý phái

Vàng miếng được người dân Việt Nam sử dụng như công cụ cất giữ và dùng để tiết kiệm, chính vì vậy mà vàng không thể có sản phẩm thay thế đối với mục đích này. Tuy nhiên, hiện nay vàng được coi là công cụ của nhà đầu tư thì nhu cầu mua vàng để đầu tư có thể thay đổi tùy tỷ suất sinh lời từ các kênh đầu tư khác như đầu tư chứng khoán, bất động sản, ngoại tệ.

Chính sách cổ tức

Năm	Tỷ lệ cổ tức (tiền mặt)	Quyền lợi khác
2004	18%	
2005	35%	Thưởng CP, tỷ lệ 12.5%
2006	20%	Thưởng CP, tỷ lệ 36% Được mua thêm CP mới với giá bằng mệnh giá (27%)
2007	30%/100 25%/20 23%/120 1.25%/60	Thưởng CP, tỷ lệ 100%
2008	Đợt 1: 8% Đợt 2: 18%	
2009	Đợt 1: 10% Đợt 2: 15%	Thưởng CP tỷ lệ 3:1

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Chiến lược phát triển và triển vọng

Định hướng công ty trở thành một tập đoàn công ty đa ngành, trong đó hoạt động kinh doanh trang sức được coi là cốt lõi. Về lĩnh vực kinh doanh chính, công ty sẽ tăng cường mở rộng quy mô và tăng năng lực sản xuất bằng cách sát nhập hai xưởng sản xuất có quy mô lớn và hiện đại để thành lập công ty chuyên sản xuất gia công trang sức vàng bạc đá quý. Có thể thấy, PNJ vẫn tiếp tục duy trì chiến lược tập trung vào mảng thị trường vàng trang sức, vốn được coi là thể mạnh của PNJ bởi bộ phận nghiên cứu và phát triển sản phẩm được tập trung đầu tư đã thiết kế ra những mẫu sản phẩm thời trang và phù hợp với xu hướng thời trang thịnh thành. Ngoài ra, công ty cũng rất chú trọng đến việc đầu tư công nghệ dây chuyền sản xuất cho hai xí nghiệp nữ trang PNJ1 và PNJ2 nhằm tăng số lượng sản phẩm sản xuất. Theo Trung tâm sách Kỷ lục Việt Nam, công ty là công ty đầu tiên đầu tư vào ngành công nghệ sản xuất nữ trang hiện đại và quy mô nhất Việt Nam năm 2007. PNJ còn tập trung mở rộng hệ thống phân phối của mình trên cả nước, công ty dự định thành lập PNJ Diamond Center tại đường Thủ Khoa Huân, HCM.

Bên cạnh đó, công ty đẩy mạnh hoạt động sản phẩm vàng miếng Phượng Hoàng và tham gia thị trường vàng tài khoản một cách thận trọng để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của người dân muốn tích trữ và đầu tư vàng khi nền kinh tế thế giới có nhiều biến động.

Đối với lĩnh vực đầu tư tài chính, công ty tiếp tục duy trì đối tác và là cổ đông lớn của NHTM CP Đông Á và đầu tư vào lĩnh vực địa ốc thông qua đầu tư vào các dự án tiềm năng.

Nhìn chung, chiến lược phát triển trở thành tập đoàn đa ngành vẫn là chiến lược dài hạn bởi hiện tại công ty vẫn tập trung cho hoạt động chính của mình. Mảng hoạt động kinh doanh xe máy vẫn chưa đóng góp nhiều vào doanh thu của PNJ (0.45% 9T/2009) và tỷ trọng doanh thu từ kinh doanh gas của công ty Hong Vi Na vẫn chỉ ở mức 10.12%.

Quan hệ với cổ đông chiến lược

Hiện tại công ty có cổ đông nắm giữ vốn cổ phần nhiều nhất là VAF với số lượng 2 triệu cổ phiếu tính đến 31/12/2008, chiếm 6.67%. VAF là một trong ba quỹ do Mekong Capital quản lý, được thành lập năm 2007 với giá trị là 12 triệu USD. VAF chỉ là cổ đông lớn tại PNJ chứ không phải cổ đông chiến lược để hỗ trợ về mặt quản lý và công nghệ nên có thể coi là một trong những hạn chế của công ty vàng bạc đá quý có thương hiệu như PNJ.

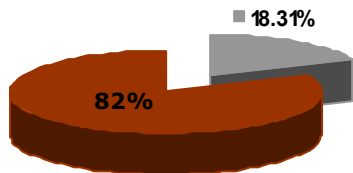
Cơ cấu cổ đông và thành viên ban điều hành

Tỷ lệ cổ phần mà bà Cao Thị Ngọc Dung- chủ tịch kiêm TGĐ từ 10% tại thời điểm 24/11/2008 xuống còn 6.39% vào cuối năm 2008 đã giảm những lo ngại của cổ đông liên quan đến vấn đề cá nhân có thể nắm quyền quyết định đến hoạt động kinh doanh và đầu tư của công ty. Ngoài quỹ VAF, PNJ còn được quỹ VOF, VIL là một trong bốn quỹ của VinaCapital quản lý và quỹ Asia Value Investment Limited góp vốn với mức xấp xỉ 5%. Qua đó có thể thấy tiềm năng cổ phiếu PNJ khi được các quỹ nước ngoài đầu tư chú ý.

Chính sách cổ tức của công ty

Qua các năm, chính sách cổ tức của PNJ luôn duy trì ở mức khá cao và ổn định. Bên cạnh đưa ra tỷ lệ cổ tức khá cao, cổ đông của PNJ còn được nhận các quyền lợi khác như nhận cổ phiếu thưởng. Đây chính là một trong những nhân tố tăng cường sự hấp dẫn của cổ phiếu PNJ. Năm 2008, công ty chi trả 30%, còn năm 2009, PNJ đã chi trả cổ tức bằng tiền mặt vào 2 đợt với lần một là 1.500 cp, lần 2 là 1000 đồng/cp

Cơ cấu cổ đông tại 12/10/2009



■ Sở hữu tổ chức trong nước
■ Sở hữu cá nhân trong nước

Tên cổ đông lớn (31/12/2008)	Số CP	Tỷ lệ
CĐ trong nước	24.454.000	81.51
Cá nhân	19.668.700	65.56
Tổ chức	4.785.300	15.95
CĐ nước ngoài	5.546.000	18.49
Tổ chức	5.546.000	18.49
Tổng cộng	30.000.000	100

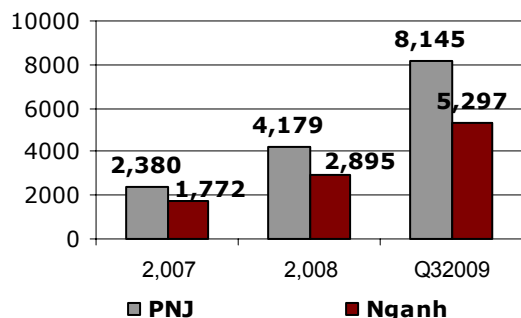
Tên cổ đông nước ngoài (31/12/2008)	Số CP (tr)	tỷ lệ
Vietnam Azalea Fund Limited (VAF)	2	6.67%
VOF Investment Limited (VOF)	1.2	4%
Vietnam Investment Limited (VIL)	1.246	4.15%
Asia Value Investment Limited	1.1	3.67%

Họ tên	Chức vụ	Tỷ lệ
Hội đồng quản trị		
Cao Thị Ngọc Dung	Chủ tịch kiêm TGĐ	6.39
Nguyễn Vũ Phan	Phó CT kiêm phó TGĐ	
Nguyễn Thị Cúc	Ủy viên kiêm phó TG	
Nguyễn Thị Ngọc	Ủy viên	
Đặng Phước Dừa	Ủy viên	
Ban Tổng Giám Đốc		
Lê Hữu Hạnh	Phó TGĐ	
Nguyễn Tuấn Quỳnh	Phó TGĐ	
Ban Kiểm Soát		
Trương Nguyễn Thiên Kim	Trưởng Ban	
Võ Như Tố	Thành viên	
Trần Văn Dần	Thành viên	
Kế Toán Trưởng		
Đặng Thị Lại	Kế toán trưởng	

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của công ty

Doanh thu của PNJ



Doanh thu của PNJ tăng dần từ năm 2007 trở lại đây với tốc độ tăng trưởng từng năm trung bình khoảng hơn 80% đó là chưa tính quý 4 của năm 2009. Doanh thu của PNJ được chia thành 3 mảng lớn: hoạt động kinh doanh vàng, gas và vỏ bình gas, thủy hải sản. Trong đó, hoạt động kinh doanh vàng bạc chiếm hơn 84%. Năm 2008, doanh thu gần như gấp đôi so với năm 2007 bắt nguồn từ việc PNJ tái tung vàng miếng với thương hiệu Phượng Hoàng PNJ-Đồng Á Bank vào tháng 4/2008. Chính vì vậy mà doanh thu vàng miếng tăng 198.93% so với năm 2007. Sản lượng tăng mạnh một phần là do năm 2008 tình hình kinh tế thế giới và Việt Nam lâm vào khủng hoảng khiến cho nhu cầu tích trữ vàng tăng và đẩy giá vàng lên cao từ 750USD/ounce lên 790 USD/ounce (tăng 4.5%).

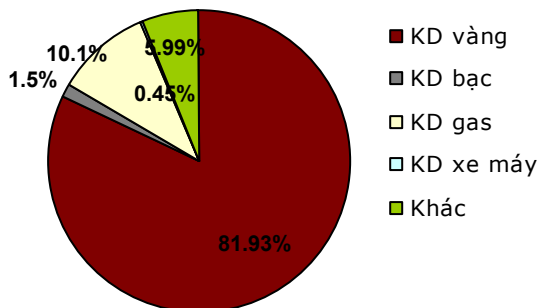
2 quý đầu năm 2009, nền kinh tế thế giới và Việt Nam vẫn chưa thoát khỏi khủng hoảng, chính phủ Mỹ duy trì đồng dollar yếu nên giá vàng vẫn tiếp tục leo thang khiến cho doanh thu từ việc kinh doanh vàng miếng tăng mạnh. PNJ thu được khoản lợi nhuận và doanh thu tăng bất thường khi chính phủ Việt Nam cho phép xuất khẩu vàng trong quý 1 để giảm căng thẳng thâm hụt cán cân thương mại. Giá vàng tăng từ đầu năm cho đến cuối năm, đạt mức đỉnh điểm ngày 03/12/2009 với mức giá 1,223.4 USD/ounce. Tổng doanh thu hợp nhất 9 tháng qua PNJ đạt 8,339 tỷ đồng, tăng đến 189% so với năm 2008 và đạt vượt 54% kế hoạch năm 2009. Mặc dù PNJ hoạt động theo mô hình tập đoàn bao gồm 3 công ty con Hong Vina (khí đốt), Đại Việt (Năng lượng), SG Fisco (Thủy sản) nhưng doanh thu từ các công ty con này chiếm tỷ trọng rất nhỏ vì các doanh nghiệp này mới được thành lập. Tuy nhiên, so với SJC- là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh vàng lớn nhất tại Việt Nam hiện nay thì con số của PNJ còn khá khiêm tốn (8.15 tỷ so với hơn 30 tỷ)

Tại thị trường sản xuất và kinh doanh vàng Việt Nam chỉ có mỗi công ty PNJ niêm yết trên sàn, SJC, NJC và Bảo Tín Minh Châu là những thương hiệu mạnh nhưng hiện tại những doanh nghiệp này chưa có ý định niêm yết nên chúng tôi không thể có số liệu để so sánh. Tuy nhiên, khi xét về ngành tổng quan, PNJ sẽ thuộc ngành cấp 3 đó là hàng tiêu dùng cá nhân cùng với một số doanh nghiệp vừa sản xuất, kinh doanh và xuất khẩu như TMC, GMC, GIL. So sánh với số liệu ngành, doanh thu của PNJ luôn cao hơn so với ngành khoảng 1.5 lần. Doanh thu mặt hàng vàng có giá tham chiếu là giá vàng thế giới và mức độ và nhu cầu còn tùy thuộc vào yếu tố như tình hình kinh tế thế giới, sản lượng vàng khai thác mỗi năm nên doanh thu và lợi nhuận của công ty sẽ biến động theo chu kỳ kinh tế

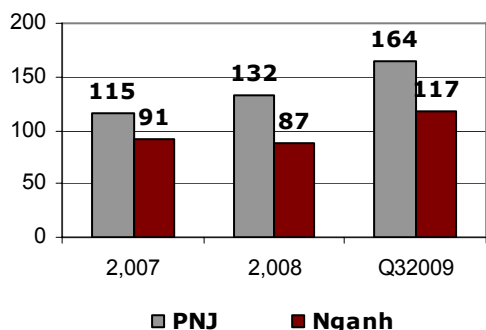
Lợi nhuận sau thuế của PNJ cũng cao hơn so với ngành cũng ở mức dao động quanh mức 1.4. So với công ty cùng ngành là SJC, chỉ riêng 10 tháng đầu năm, toàn hệ thống SJC ước đạt trên 300 tỉ đồng lợi nhuận, vượt kế hoạch đã được xây dựng đầu năm. Lợi nhuận trước thuế hợp nhất của PNJ đạt gần 200 tỷ đồng, tăng 60% và hoàn thành 92.35 % kế hoạch năm; lợi nhuận sau thuế là 155.3 tỷ đồng, tăng 61% so với cùng kỳ và bằng 91.6% kế hoạch. Tuy nhiên, đây là quý thứ ba liên tiếp mà doanh thu theo quý của PNJ giảm, bởi vì trong nửa năm đầu, PNJ có lượng bán cao bất thường nhờ mảng xuất khẩu vàng. Chỉ riêng doanh thu trong quý 1 đã gần bằng doanh thu cả năm 2008. Lợi nhuận sau thuế của PNJ trong quý 3 giảm 36.59% so với cùng kỳ năm ngoái.

Mặc dù, SJC có lợi nhuận sau thuế gấp 2 lần so với PNJ, nhưng xét về quy mô và thị phần hoạt động của SJC và PNJ có thể nhận thấy hoạt động kinh doanh của PNJ hiệu quả hơn khi PNJ chỉ có 6% trên thị trường còn SJC chiếm tới 86%. Doanh thu hoạt động tài chính của PNJ trong 9 tháng chỉ bằng 55% so với năm ngoái bởi nguồn doanh thu tài chính từ cổ tức chỉ đến cuối năm mới được nhận. PNJ nắm giữ một danh mục cổ phiếu lên đến 437 tỷ đồng, trong đó PNJ nắm giữ tới 53% danh mục tính theo giá trị. Công ty chủ yếu nắm giữ các cổ phiếu này mà chưa có ý định hiện thực hóa lợi nhuận

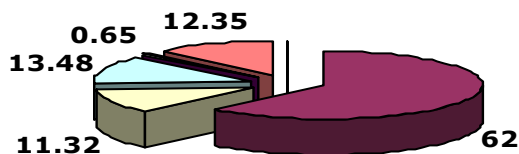
Cơ cấu doanh thu 9T/2008



LNST của PNJ



Cơ cấu LN Gộp 9T/2008



Cơ cấu LNG 9T/2008

- KD vàng
- KD bạc
- KD gas
- KD xe gắn máy
- Khác

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

Cơ cấu chi phí của doanh nghiệp

Công ty con	Vốn ĐL	Tỷ lệ nắm giữ
CTCP Năng Lượng Đại Việt	100	70%
CTCP Bình khí đốt Hong Vi Na	24.52	70%
CTCP Hải Sản S.G	30	57.63%
Công ty liên kết, liên doanh		
CTCP Địa ốc Đông Á	100	18.2%

So với ngành, PNJ có quy mô lớn hơn xét trên cả hai tiêu chí TTS và VCSH. Do đó, tổng chi phí của PNJ cũng lớn hơn so với ngành. Tuy nhiên, xét về cơ cấu chi phí, tỷ lệ chi phí hoạt động của PNJ thấp hơn ngành khoảng 10%. Trong đó, PNJ phải bỏ một chi phí không nhỏ để tập trung vào đầu tư nghiên cứu sản phẩm mới. Chi phí tài chính có tỷ trọng lớn hơn ngành bởi ngoài việc sản xuất, kinh doanh vàng, NPS còn đầu tư vào chứng khoán và vàng bởi hiện tại vàng là một trong những kênh đầu tư có suất sinh lời cao.

Tuy nhiên, khi so sánh với doanh thu tài chính từ năm 2007 cho đến hết quý 3 năm 2009, doanh thu thuần của PNJ trong năm 2007 đạt giá trị dương, còn từ năm 2008 trở lại đây PNJ đều nhận được doanh thu thuần âm từ hoạt động tài chính. Danh mục đầu tư chứng khoán của công ty bao gồm cổ phiếu và trái phiếu, trong đó chỉ có duy nhất có SFC đang niêm yết trên sàn với mức giá trung bình năm 2008 là 46.700 đồng/cp. Danh mục đầu tư dài hạn của PNJ hầu hết là các công ty mới thành lập thuộc các ngành ngân hàng, địa ốc, thực phẩm, năng lượng như công ty địa ốc Kinh Đô, KS Quê Hương, Sài Gòn M&C... với mức giá bằng mệnh giá. Cho đến nay doanh thu mang lại chủ yếu là cổ tức nhận được từ các công ty này.

Tình hình tài sản của doanh nghiệp

Xét về quy mô, PNJ có tổng tài sản lớn hơn tất cả các công ty cùng ngành nhưng tỷ trọng tài sản ngắn hạn của PNJ lớn hơn các công ty cùng ngành. Trong đó, lượng tiền mặt tại PNJ là khá nhiều chiếm hơn 70% tổng tài sản ngắn hạn và giảm dần sau 3 quý tháng 9/2009. Điều này là do loại hình kinh doanh của PNJ khá đặc biệt nên các khoản tương đương tiền của PNJ bao gồm vàng, bạc, đá quý, chiếm gần 50% lượng tiền của PNJ. Hơn nữa, giá của vàng, bạc và đá quý sẽ biến động theo thị trường nên tài sản ngắn hạn của PNJ sẽ có độ chênh lệch giữa các năm.

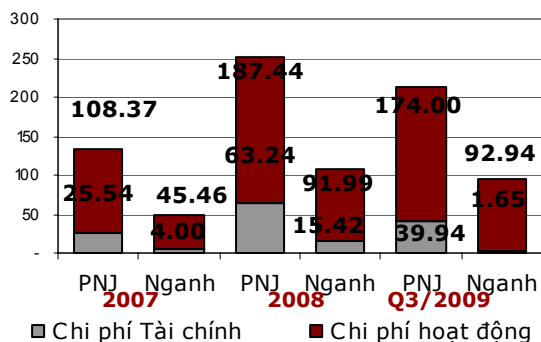
Tài sản dài hạn của công ty ngoài việc bao gồm tài sản cố định hữu hình, công ty còn có các khoản đầu tư dài hạn vào 3 công ty con với tỷ lệ đóng góp cổ phần 70% cho 2 công ty Đại Việt và Hong Vina và 57.63% vốn cổ phần của công ty S.G Fisco. Ngoài ra là việc nắm giữ cổ phiếu của 8 công ty cổ phần mới thành lập và trái phiếu. PNJ có hình thức là dạng tập đoàn nên tài sản của công ty con sẽ phải hợp nhất vào báo cáo công ty mẹ. Vì thế mà PNJ sẽ phải hạch toán khoản xây dựng cơ bản dở dang trong năm vào báo cáo, góp phần làm tăng tài sản của doanh nghiệp.

Tình hình nguồn vốn của doanh nghiệp

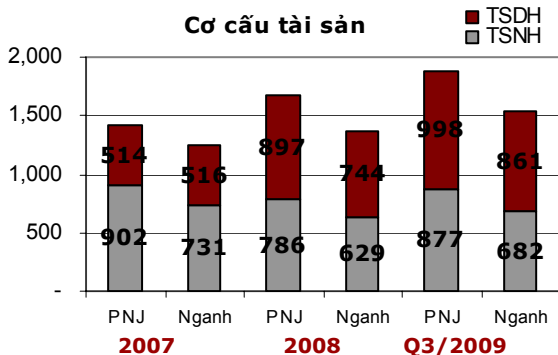
Mặc dù nguồn vốn của PNJ lớn hơn so với trung bình ngành, nhưng tỷ trọng nợ trên nguồn vốn của công ty thấp hơn nhiều so với công ty khác. Trong đó, vay ngắn hạn chiếm tới gần 90% nợ phải trả. Khác với doanh nghiệp sản xuất vay bằng tiền, PNJ vay trực tiếp bằng vàng để chế tác và kinh doanh bao gồm cả việc vay cá nhân (các chủ cửa hàng kinh doanh vàng) với tỷ lệ lãi suất dao động trong khoản từ 5-8.5%. Trong tổng số khoản nợ vay ngắn hạn này, công ty PNJ vay 27.000 chỉ vàng với thời hạn 12 tháng của ngân hàng Eximbank, 79.000 chỉ vàng ngân hàng Á Châu, và 57.000 chỉ vàng của ngân hàng Đông Á. PNJ còn thực hiện huy động vàng từ các nguồn cá nhân với tổng số 13.119 chỉ vàng với thời hạn 6 tháng. Ngoài ra, công ty còn có các khoản nợ dài hạn vay từ ngân hàng Đông Á, Á Châu và Vietcombank.

Từ khi hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần đến nay, PNJ đã 7 lần thực hiện việc huy động vốn. Lần gần đây nhất là nâng vốn 100 tỷ VNĐ lên 400 tỷ VNĐ bằng cách chia thưởng cổ phiếu 3:1 và chính thức giao dịch thêm gần 10 triệu cổ phiếu vào ngày 19/10/2009 khiến cho giá cổ phiếu giảm xuống mức 64.000 đồng/cp. Tuy nhiên đây là hình thức chia thưởng cổ phiếu nên PNJ sẽ không có khoản thặng dư vốn và NVCSH vẫn giữ nguyên

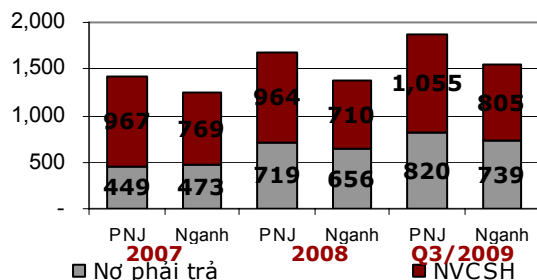
Cơ cấu chi phí của PNJ



Cơ cấu tài sản



Cơ cấu nguồn vốn của PNJ



PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

Tỷ số khả năng thanh toán

Đơn vị: lần	PNJ			GIL			GMC			NPS			TCM		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
Thanh toán hiện hành	1.2	1.27	1.26	2.71	3.36	4.47	1.62	1.26	1.28	2.27	2.09	2.43	0.97	0.89	0.82
Thanh toán nhanh	1.1	1.18	1.16	2.24	2.89	3.72	0.93	0.62	1.05	2.09	1.91	1.88	0.62	0.60	0.58
Thanh toán bằng tiền	0.43	0.96	0.95	1.39	1.49	2.08	0.20	0.08	0.49	1.13	1.12	1.29	0.07	0.10	0.08

Nhìn chung, các chỉ số thanh toán hiện hành của PNJ đều lớn hơn 1, tuy nhiên các hệ số này còn thấp so với 3/4 công ty cùng ngành. Chỉ số quý 3 thấp hơn so với 2 quý trước là do các khoản tiền và khoản phải thu ít hơn so với 2 quý trước.

Điều này là do ngân hàng Nhà nước cho phép xuất khẩu vàng trong quý 1, PNJ đã xuất khẩu được một số lượng vàng lớn tương đương doanh thu 3,450 tỷ đồng trong 2 quý đầu khiến cho tài sản ngắn hạn của công ty tăng sau 6 tháng đầu năm và giảm dần vào quý 3 vì doanh thu chỉ phụ thuộc vào việc kinh doanh truyền thống của PNJ. Chính vì vậy mà tỷ số thanh toán bằng tiền của PNJ trong quý 3 chỉ bằng 1/2 so với 2 quý trước. Hàng tồn kho tăng 6.2% trong đó chủ yếu tăng thành phẩm hàng hóa tại PNJ từ 358 lên 387 tỷ đồng, khiến cho khả năng thanh toán nhanh của công ty giảm đi

Tỷ số năng lực hoạt động

Đơn vị: lần	PNJ			GIL			GMC			NPS			TCM		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
Tiền mặt/DT	0.24	0.33	0.16	0.19	0.25	0.36	0.12	0.11	0.45	0.48	0.39	0.23	0.09	0.17	0.13
Vòng quay HTK	16.6	30.25	54.49	2.10	2.97	1.71	1.80	0.99	3.29	4.43	6.52	3.35	1.30	1.29	1.28
Vòng quay TSCĐ	4.19	6.85	15.17	1.30	1.34	1.18	1.39	0.83	1.16	0.16	0.23	0.27	0.28	0.23	0.23
Vòng quay TTS	0.69	1.13	2.47	0.32	0.35	0.30	0.52	0.33	0.46	0.11	0.16	0.19	0.18	0.15	0.15
Vốn lưu động/DT	0.11	0.1	0.04	1.45	1.44	1.88	0.39	0.34	0.26	1.12	0.75	0.62	(0.06)	(0.24)	(0.46)
Nợ phải trả/DT	0.63	0.39	0.19	0.86	0.62	0.52	0.63	1.29	0.91	6.50	4.73	3.93	3.69	4.41	5.03

Nhìn chung các chỉ số của PNJ đều khá tốt và hơn ngành. Vòng quay hàng tồn kho của PNJ cao hơn rất nhiều so với ngành, nhưng điều này chưa phản ánh được khả năng quản lý hàng tồn kho của PNJ so với ngành bởi vì đối với mặt hàng vàng thì giá nhập khẩu hoặc sản xuất ra vàng là rất lớn so với hàng hóa thông thường. Ngoài ra, lượng hàng tồn kho không nhiều do chỉ sản xuất một lượng nhất định và phải được sự kiểm soát chặt chẽ của nhà nước. Ngoài ra, để giảm thiểu rủi ro về hàng tồn kho, PNJ chỉ nhập khẩu các kim loại, đá quý một phần khi nhận được đơn đặt hàng. Phần còn lại, PNJ đi vay vàng chủ yếu từ các NHTM trong nước. Vòng quay tài sản cố định gấp 4 lần so với ngành bắt nguồn từ việc tài sản cố định của PNJ nhỏ hơn các doanh nghiệp sản xuất hàng hóa thông thường và doanh thu từ việc sản xuất, kinh doanh vàng thường lớn hơn so với các loại hình kinh doanh khác.

Chỉ số vốn lưu động/doanh thu của PNJ khá thấp phản ánh hiệu quả sử dụng vốn lưu động cao vì hàng hóa tiêu thụ nhanh, vật tư tồn đọng thấp. Tuy nhiên khi so sánh giữa các quý trong năm, quý 3 cho thấy hiệu quả sử dụng vốn lưu động doanh nghiệp thấp hơn so với 6 tháng đầu năm vì lượng vàng miếng tồn quỹ nhiều, doanh thu sản phẩm giảm khi quý 3 cũng chưa phải là mùa cưới.

Ngoài ra, tỷ lệ nợ phải trả trên doanh thu của doanh nghiệp khá thấp so với ngành, phản ánh lợi nhuận đem lại cho chủ sở hữu của PNJ sẽ nhiều hơn, một đồng doanh thu tạo ra sẽ ít phụ thuộc vào khoản các khoản nợ.

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

Tỷ số cơ cấu vốn

	PNJ			GIL			GMC			NPS			TCM		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
Z-Score Altman	2.92	2.92	3.89	2.75	2.57	2.69	3.81	1.82	1.28	0.74	0.65	0.6	0.66	0.43	0.25
Nợ phải trả/ NVCSH(%)	81.96	84.26	89.31	37.72	27.66	18.59	48.77	73.40	71.18	291.09	312.97	306.88	208.21	201.77	321.20
Nợ phải trả/TTS (%)	43.72	44.44	45.87	27.39	21.67	15.68	32.78	42.33	41.58	74.43	75.79	75.42	66.14	66.86	74.85

Hệ số nguy cơ phá sản cho biết mức độ rủi ro trong hoạt động trong ngành. Chỉ số của PNJ đều lớn hơn 2.99 cho thấy tình hình tài chính của PNJ lành mạnh và có mức độ rủi ro thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Chỉ số nợ phải trả/vốn chủ sở hữu của PNJ ở mức trung bình của ngành, phản ánh PNJ không quá phụ thuộc vào khoản tiền đi vay bên ngoài. Điều này cho thấy công ty sử dụng đòn bẩy tài chính khá hài hòa giữa vốn chủ sở hữu và khoản nợ, nợ phải trả chỉ chiếm gần 50% trong tổng số tài sản của PNJ để đảm bảo khả năng thanh toán và cơ cấu nguồn vốn hợp lý

Tỷ số khả năng sinh lời

Đơn vị: %	PNJ			GIL			GMC			NPS			TCM		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
LNBG	8.13	4.39	3.71	16.07	15.21	14.48	21.44	18.27	30.36	28.18	20.29	18.83	19.37	20.45	22.35
LNBT	4.06	2.30	2.13	9.82	11.49	10.39	19.97	11.94	9.12	15.02	10.52	9.30	10.72	1.73	8.89
LNBS	3.30	1.84	1.62	7.67	9.69	8.14	16.22	5.43	8.13	13.15	9.20	8.13	9.21	1.43	7.53
ROA	2.29	2.08	3.99	2.45	3.39	2.45	8.39	1.78	3.71	1.51	1.47	1.56	1.65	0.22	1.12
ROE	4.29	3.95	7.76	3.38	4.32	2.91	12.48	3.09	6.36	5.89	6.09	6.36	5.20	0.65	4.81

Trong số các doanh nghiệp trên chỉ có GMC và NPS có hệ số lợi nhuận biên gộp gần bằng 1, cho thấy hai công ty này quản lý và kiểm soát khá tốt chi phí giá vốn hàng bán. Chỉ số của PNJ thấp hơn 100% chứng tỏ giá vốn hàng bán của PNJ chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu chi phí của công ty, chiếm hơn 95% doanh thu thuần.

Ngoài ra, PNJ phải chịu chi phí hoạt động và bán hàng khá lớn nên ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời trước thuế. Điều này bắt nguồn từ việc PNJ định hướng kinh doanh bao gồm bán buôn và bán lẻ. Với hoạt động bán lẻ công ty luôn phải có các chiến dịch marketing, quảng cáo, PR vào các dịp đặc biệt trong năm bằng tất cả loại hình phương tiện truyền thông để quảng bá hình ảnh của PNJ. Ngoài ra, công ty còn đầu tư một khoản không nhỏ vào việc đầu tư nghiên cứu ra thị hiếu, thói quen để thiết kế ra sản phẩm mới. Chính vì vậy mà chi phí bán hàng của PNJ thường cao hơn so với các công ty thuần túy sản xuất, kinh doanh, xuất khẩu.

Tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu và tài sản của PNJ lớn hơn mức trung bình ngành. Nguyên nhân là do doanh thu và lợi nhuận sau thuế của PNJ gấp 1.5 lần nhưng tài sản và VCSH của PNJ cũng chỉ gấp 1.2 lần so với trung bình ngành. Ngoài ra, tỷ suất sinh lời trong quý 3 cao hơn so với quý 2 bắt nguồn từ việc công ty quản lý tốt chi phí giá vốn hàng bán và được hưởng phần lợi nhuận từ việc liên kết hoặc liên doanh. Tuy nhiên, doanh thu của quý 3 giảm đi 1/2 so với quý 2 và giảm 1/3 so với quý 1 thì những chỉ số này chưa phản ánh thực sự khả năng sinh lời của công ty.

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

Tỷ số giá trị thị trường

	PNJ			GIL			GMC			NPS			TCM		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
Giá trị sổ sách	24.78	32.99	32.22	33.28	32.16	31.88	15.01	13.47	24.89	20.29	19.11	18.43	12.79	13.22	14.48
Trailing EPS Điều chỉnh	4.79	N/A	5.33	4.56	4.12	3.35	3.68	2.25	4.21	2.40	4.89	4.85	1.26	0.90	0.68
EPS điều chỉnh	1.00	1.22	2.53	1.14	1.42	0.93	1.88	0.42	1.61	1.20	1.17	1.17	0.67	0.09	0.71
P/E điều chỉnh	12.73			7.57			7.41			11.65			14.94		

Nhìn từ bảng trên, có thể nhận thấy PNJ và GIL có giá trị sổ sách lớn nhất trong ngành, dù cho quý 3 BPS của PNJ giảm so với 2 quý đầu. Mức EPS trailing điều chỉnh của PNJ được duy trì ở mức khá cao, hơn cả GIL và NPS. Mặc dù EPS điều chỉnh của PNJ trong 2 quý đầu lớn hơn các công ty khác, nhưng đến quý 3, EPS giảm hẳn khi thiếu đi doanh thu từ hoạt động xuất khẩu vàng và đặc biệt là công ty mới tăng vốn điều lệ, chia cổ phiếu thưởng làm tăng thêm số lượng cổ phiếu lưu hành.

Tuy nhiên, mức EPS trailing điều chỉnh khá cao, gần xấp xỉ 5,000 giúp tăng thêm tính hấp dẫn của cổ phiếu PNJ. P/E nằm ở mức cao hơn trung bình ngành phản ánh mức độ kỳ vọng của nhà đầu tư đối với cổ phiếu PNJ.

Phân tích Dupont

Đơn vị: %	PNJ			GIL			GMC			NPS			TCM		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
ROE	4.29	3.95	7.76	3.38	4.32	2.91	12.48	3.09	6.36	5.89	6.09	6.36	5.2	0.65	4.81
LNST biên	3.30	1.84	1.62	7.67	9.69	8.14	16.22	5.43	8.13	13.15	9.20	8.13	9.21	1.43	7.53
Vòng quay TTS	69.39	113.09	246.51	31.94	34.94	30.15	51.69	32.74	45.66	11.45	16.02	19.21	17.92	15.15	14.87
TTS/NVCSH	187.48	189.60	194.72	137.72	127.66	118.59	148.77	173.40	171.18	391.09	412.97	406.88	314.78	301.77	429.14

Phương pháp phân tích Dupont giúp đánh giá ROE vì ROE cao có thể do một trong ba yếu tố; có thể do công ty có tỷ suất lợi nhuận biên cao, có vòng quay sử dụng tài sản lớn hoặc do sử dụng đòn bẩy tài chính cao.

Nhìn vào bảng trên, tỷ lệ vòng quay tổng tài sản đóng góp vai trò quan trọng để nâng tỷ suất sinh lời ROE cao hơn mức trung bình ngành dù cho tỷ lệ LNST biên còn khá thấp so với các doanh nghiệp khác. Tuy nhiên, tỷ lệ LNST biên của PNJ tuy thấp hơn các công ty khác nhưng tỷ số này tăng gấp gần 2 lần so với hai quý trước khiến cho tỷ lệ ROE của cả năm tăng lên 4.29 so với mức 3.95 của quý trước.

Nhìn chung, hoạt động kinh doanh chính của công ty không phụ thuộc vào đòn bẩy tài chính. NPJ thực hiện chính sách an toàn để phát triển bền vững

PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh

Với kinh nghiệm và uy tín sản xuất kinh doanh trong ngành kim hoàn từ 20 năm nay, PNJ là một trong những thương hiệu lớn được nhiều người biết đến và đánh giá thương hiệu mạnh của Việt Nam

PNJ có đội ngũ nghiên cứu và phát triển sản phẩm khá mạnh nên các sản phẩm của PNJ luôn bắt kịp được xu hướng thị trường. PNJ đã giành rất nhiều giải thưởng trong các cuộc thi thiết kế sản phẩm trang sức, và đã tham gia thiết kế cho nhiều chương trình lớn như Hoa hậu hoàn vũ, thời trang...

Hệ thống bán lẻ rộng rãi với nhiều chi nhánh và cửa hàng trên toàn quốc.

Điểm yếu

Nguyên vật liệu trong hoạt động kinh doanh chính của công ty là vàng, bạc, đá, quý. Trong thời gian qua, giá vàng biến động bất thường làm gia tăng chi phí sản xuất và giảm nhu cầu mặt hàng vàng trang sức cao cấp

PNJ mở rộng thêm hoạt động đầu tư sang nhiều ngành nghề khác nhau thông qua các hoạt động tài chính dài hạn, những lĩnh vực mà PNJ chưa có kinh nghiệm. Mặc dù các lĩnh vực này là các lĩnh vực thiết yếu của nền kinh tế như ngân hàng, thực phẩm, năng lượng nhưng chiến lược đa dạng hóa của PNJ chưa mang lại hiệu quả cao

Cơ hội

Sức mua tiêu dùng thời trang của người Việt ngày càng tăng; người tiêu dùng đã quan tâm hơn đến chất lượng sản phẩm và những sản phẩm có thương hiệu

Vàng ngoài việc được xem là hàng hóa cất giữ giá trị, vàng còn là kênh đầu tư của nhà đầu tư khi mang lại tỷ suất lợi nhuận khá lớn. Chính vì vậy, mảng kinh doanh tài khoản vàng của PNJ sẽ mang lại nguồn thu nhập đáng kể

Thách thức

Mức độ cạnh tranh cao: thị trường Việt Nam có sự tham gia của các tập đoàn lớn, các nhà đầu tư nước ngoài chuyên nghiệp trong lĩnh vực trang sức và việc cạnh tranh không lành mạnh giữa các doanh nghiệp khác trong ngành gây áp lực cạnh tranh cho PNJ.

Tình hình kinh tế thế giới và Việt Nam là hai tác động lớn nhất đến doanh thu và cơ cấu doanh thu của PNJ vì mặt hàng trang sức không phải là nhu cầu thiết yếu trong hoàn cảnh người dân thắt chặt chi tiêu. Nhưng đổi lại, doanh thu từ vàng miếng sẽ tăng lên do người dân sẽ mua để tích trữ vàng. Những yếu tố này nằm ngoài khả năng kiểm soát của công ty nên đây có thể coi là rủi ro vĩ mô

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Trong phần này chúng tôi sẽ tiến hành định giá cổ phiếu PNJ theo ba phương pháp cơ bản: DCF, P/E và P/B. Riêng phương pháp định giá theo DCF chúng tôi tiến hành sử dụng mô hình chiết khấu luồng cổ tức (DDM) theo mô hình định giá hai giai đoạn. Trong phần tính giá theo DCF, chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu PNJ dựa trên hai kịch bản mà chúng tôi tin rằng có nhiều khả năng xảy ra nhất đối với doanh nghiệp.

Kịch bản 1: Thể hiện sự đánh giá của chúng tôi về sự ổn định của thị trường vàng và giá vàng trên thế giới khi nền kinh tế thế giới đã thoát khỏi khủng hoảng và FED đưa ra chính sách lãi suất khá ổn định. Nền kinh tế Việt Nam hồi phục, thâm hụt cán cân thanh toán ở mức chấp nhận được, không cần chính phủ phải can thiệp bằng cách bán vàng như đầu năm 2009. Nhu cầu mua vàng trang sức và vàng miếng sẽ tăng do nhu cầu sẽ tăng khi nền kinh tế tăng.

Kịch bản 2: Nền kinh tế thế giới tuy có thoát khỏi khủng hoảng nhưng chưa ổn định, và cần có các biện pháp sau khủng hoảng. Mỹ tiếp tục duy trì chính sách đô la yếu, thị trường vàng trên thế giới và trong nước vẫn còn nhiều biến động. Chính phủ Việt Nam tiếp tục thực hiện chính sách nhập khẩu vàng.

Định giá theo phương pháp DDM

Kịch bản lạc quan

Dự báo một số các yếu tố kinh tế vĩ mô trong tương lai:

- Lãi suất cơ bản chính thức tăng lên 8% năm từ ngày 1/12/2009 và lãi suất này sẽ được duy trì hết quý 2/2010. Tuy nhiên, dự báo lãi suất sẽ tiếp tục tăng lên do chính sách kiềm chế lạm phát tăng trưởng trở lại
- Dự báo giá vàng trong ngắn hạn sẽ không tăng nhiều, thậm chí còn giảm so với giá trung bình năm 2009 do các dấu hiệu kinh tế hồi phục, các nước không nhất thiết phải dự trữ một lượng vàng lớn như trong khủng hoảng.
- Nhu cầu vàng miếng để tích trữ sẽ giảm và thay vào đó là nhu cầu vàng trang sức sẽ tăng do đời sống của người dân đã được cải thiện
- Kinh tế hồi phục và phát triển sẽ giúp tăng nhu cầu tiêu dùng của người dân đặc biệt là các ngành năng lượng và thủy sản, khiến cho doanh thu và lợi nhuận sau thuế của các công ty con của PNJ sẽ tăng trong năm 2010.

Một số dự báo về kết quả kinh doanh giai đoạn 2010-2013 của công ty

- Doanh thu 9 tháng đầu năm đạt 8.339 tỷ đồng, tăng 189% so với năm 2008, đạt 154% kế hoạch năm 2009. Kết quả này một phần là do trong quý 1 công ty được xuất khẩu vàng, thu về khoản doanh thu bất thường. Trong quý 4 sẽ là mùa cao điểm của mặt hàng nữ trang vì trùng với mùa cưới. Vì vậy, doanh thu từ mảng mặt hàng nữ trang được dự đoán tăng thêm 55% so với quý III
- Giá vốn hàng bán: chi phí nguyên liệu đầu vào của PNJ chính là vàng, bạc, đá quý, sẽ vẫn giữ nguyên tỷ trọng đối với doanh thu khoảng 93% như trong 9 tháng đầu năm, giảm đi so với tỷ lệ 95% so với doanh thu do dự kiến giá vàng sẽ giảm trong năm tới

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Doanh thu tài chính của PNJ khá lớn. PNJ đang nắm giữ một danh mục đầu tư cổ phiếu lên đến 437 tỷ đồng, trong đó cổ phiếu ngân hàng Đông Á chiếm đến 53% danh mục tính theo giá trị. PNJ được mua giá cổ phiếu Đông Á ở mức 10.460 đồng/cp và với mức giá hiện tại là 19.000 (21/12/2009) thì công ty sẽ có khoản lợi nhuận khá lớn. Tuy nhiên, PNJ coi Đông Á là đối tác chiến lược để phát triển mạng lưới phân phối nên PNJ sẽ vẫn tiếp tục giữ cổ phiếu này. Với các công ty con khác như Hong Vina, SFC, PNJ sẽ vẫn tiếp tục giữ cổ phần chi phối.

Thuế suất thuế TNDN hiện nay của PNJ là 28% nhưng bởi các công ty con của PNJ đã quá 2 năm được hưởng chế độ giảm 50% thuế suất do cổ phần hóa.

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp của PNJ được xác định không thay đổi, sẽ chiếm khoảng 1-2%. Các khoản vay và chi phí vay của doanh nghiệp sẽ phụ thuộc vào tình hình kinh doanh của PNJ vì PNJ sau khi ký kết hợp đồng mua bán, công ty sẽ mua vàng hoặc vay vàng từ NHTM. Lãi suất vay vàng dao động từ 5-8.5% tùy từng thời điểm thị trường.

Vì năm 2009, PNJ thu được khoản doanh thu bất thường trong quý 1, giúp cho PNJ nhanh chóng đạt được chỉ tiêu đặt ra và vượt mức kinh doanh khi kết thúc năm 2009. Tuy nhiên, khi năm 2010, khi nền kinh tế Việt Nam ổn định, các chỉ số vĩ mô khá tốt nên dự đoán PNJ sẽ không có khoản thu bất thường từ việc xuất khẩu vàng, doanh thu sẽ giảm đi 20% trong năm 2010, rồi tăng trưởng 2 giai đoạn

Giá CP trong GD 1:

11.512 đồng/cp

Giai đoạn 1

	n=0	n = 1	n = 2	n = 3	n = 4	n=5
Cổ tức	3000	3150	3,307.50	3,472.88	3,646.52	3,828.84
1 + Ks		1.15	1.32	1.52	1.75	2.01
$D/(1+Ks)^n$		2,739.13	2,500.95	2,283.47	2,084.91	1,903.61
Giá forward		11,512.07				

Trong quý 3 năm 2009, công ty PNJ phát hành thêm 10 triệu cổ phiếu bằng việc chia cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 3:1.

Tốc độ tăng trưởng thu nhập được tính bằng tỷ lệ thu nhập giữ lại nhân với ROE của doanh nghiệp. Tốc độ tăng trưởng khoảng 5%

Giá CP trong GD 2:

43.819 đồng/cp

Tỷ lệ chiết khấu chung được sử dụng trong giai đoạn này là 15%

Theo tính toán giá CP giai đoạn này là: **11.512 đồng/cp**

Giai đoạn 2: Giai đoạn tăng trưởng đều

Năm năm kế tiếp tốc độ tăng trưởng tăng lên 3%/ năm,

Tỷ suất chiết khấu vẫn là 12%/năm do nền kinh tế có thể đã hoàn toàn hồi phục sau khủng hoảng. Tỷ lệ này thấp hơn khi mà nền kinh tế hồi phục hoàn toàn vì đây là loại hàng hóa đặc biệt bởi vì khi nền kinh tế ổn định, doanh thu của mặt hàng vàng trang sức cao cấp tăng nhưng thay vào đó là doanh thu từ vàng miếng và mặt hàng trang sức loại trung bình giảm mạnh. Doanh thu tăng nhưng không nhiều do giá vàng giảm mạnh.

Giá trị hiện tại của dòng cổ tức trong giai đoạn này: **P₂ = 43,819 đồng/cp**

Tổng hợp, giá trị hiện tại cho kịch bản lạc quan của PNJ là: 55,331 đồng/cp

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Kịch bản thận trọng

Các giả thiết cho kịch bản hai:

- Sự hồi phục của nền kinh tế không nhanh như dự báo. Thị trường vàng vẫn còn nhiều biến động do các chính sách của chính phủ liên quan đến việc cất trữ vàng. FED vẫn duy trì tỷ lệ lãi suất thấp và đồng đô la yếu nhằm tăng cường xuất khẩu
- Lãi suất cơ bản tiếp tục tăng, lạm phát có thể tăng trên 2 con số, chính sách của chính phủ tập trung vào kiềm chế lạm phát. Đẩy mức giá vàng trong nước lên trên mức giá thế giới, giá vàng trong nước cao, khiến chi phí đầu vào tăng cao và nhu cầu vàng trang sức giảm

	n=0	n = 1	n = 2	n = 3	n = 4	n=5
Cổ tức	3000	3060	3,121.20	3,183.62	3,247.30	3,312.24
1 + Ks		1.11	1.23	1.37	1.52	1.69
$D/(1+Ks)^n$		2,756.76	2,533.24	2,327.84	2,139.09	1,965.65
Giá forward		11,722.58				

Giá CP trong GD 1:

12,052 đồng/cp

Giai đoạn 1:

- Tỷ lệ chiết khấu giảm xuống chỉ còn 11%
- Tốc độ tăng trưởng giảm còn 3%.

Giá trị hiện tại của dòng cổ tức trong giai đoạn này $P_3 = 12,052$ đồng/cp

Giá CP trong GD 2:

51,080 đồng/cp

Giai đoạn 2: Giai đoạn tăng trưởng đều

- Năm năm kế tiếp tốc độ tăng trưởng tăng lên 1%/ năm,
- Tỷ suất chiết khấu là 10%/năm

Giá trị hiện tại của dòng cổ tức trong giai đoạn này: $P_2 = 39.028$ đồng/cp

Tổng hợp, giá trị hiện tại của cho kịch bản thận trọng của PNJ là: 51,080 đồng/cp

Kết luận:

Giá cổ phiếu PNJ theo phương pháp DCF theo mô hình hai giai đoạn cho hai kịch bản lạc quan và thận trọng tuy nhiên nếu xem xét những yếu tố hỗ trợ tại thời điểm hiện tại chúng tôi cho xác suất cho hai kịch bản là 70:30 thì giá PNJ theo DCF là xấp xỉ 54,055 đồng/cp

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Định giá theo phương pháp P/E và P/B

Theo phương pháp P/E

Giá CP: 57,480 đồng/cp

Hiện tại trên sàn chỉ có mỗi PNJ là công ty duy nhất sản xuất và kinh doanh vàng. Tuy nhiên, PNJ có cùng chung đặc điểm với các công ty khác như TCM, GMC như sản xuất, kinh doanh và xuất khẩu. Mặc dù mặt hàng vàng có những đặc điểm khác so với hàng hóa thông thường và loại hình kinh doanh của PNJ theo dạng tập đoàn chứ không chỉ là công ty cổ phần. Chúng tôi chọn ra 4 công ty khác cùng ngành tiêu thụ cá nhân làm tham khảo để đánh giá các chỉ tiêu và ước lượng mức giá hợp lý theo PE và PB

Bảng: Thống kê chỉ tiêu của các công ty và công ty cùng ngành

Phương pháp P/E

	PNJ	GIL	GMC	NPS	TCM
Giá trị vốn hóa	2,319,995	343,410	209,214	57,505	706,406
Tỷ trọng GTVH	63.80%	9.44%	5.75%	1.58%	19.43%
Giá thị trường (21/12/2009)	60	35.9	24.7	27.5	17.1
Phương pháp P/E	10.69			Giá CP	57,480
P/E điều chỉnh	12.00	7.55	6.49	7.03	9.47
P/E thành phần	7.66	0.71	0.37	0.11	1.84
Phương pháp P/B	2.02			Giá CP	71,500
Giá trị sổ sách	24.78	33.28	15.01	20.29	12.79
P/B	2.42	1.08	1.65	1.36	1.34
P/B thành phần	1.54	0.10	0.09	0.02	0.26

P/E được tính chung cho cả nhóm cổ phiếu trên là 10.69 vì PNJ hoạt động trong ngành kinh doanh đặc biệt là sản xuất và kinh doanh vàng bạc, đá quý và có quy mô lớn hơn các công ty trong ngành xét về quy mô và tài sản nên chúng tôi đánh giá P/E ở mức 12x cùng với EPS dự kiến cuối năm 2009 khoảng 5,013 đồng/cp nên giá PNJ theo phương pháp PE là 57,480 đồng/cp

Theo phương pháp P/B

Giá CP: 71,500 đồng/cp

Phương pháp P/B

P/B tính chung cho cả ngành khoảng 2.02 và giá trị sổ sách của PNJ theo tính toán của chúng tôi cho đến hết năm là 28,600 đồng/cp. Theo như lập luận trên, chúng tôi đánh giá P/B của PNJ ở mức 2.5. Do đó, giá cổ phiếu PNJ theo phương pháp PB là 71,500

Khuyến nghị đầu tư của TVSI

Trên thị trường vàng Việt Nam được biết đến một vài thương hiệu như SJC, PNJ, Bảo Tín Minh Châu, NJC...nhưng duy nhất có PNJ niêm yết trên sàn với hình thức kinh doanh tập đoàn. Mặc dù SJC chiếm tới 86% thị phần Việt Nam, nhưng PNJ là doanh nghiệp duy nhất sau SJC chiếm tới 6% thị phần.

PNJ đã tung ra các sản phẩm bao phủ toàn bộ thị trường trang sức để phù hợp từng nhóm đối tượng từ trung bình đến cao cấp. Ngoài nhóm sản phẩm trang sức được coi là sản phẩm truyền thống, PNJ còn kết hợp với ngân hàng Đông Á sản xuất ra vàng miếng và kinh doanh tài khoản vàng. PNJ còn có 3 công ty con khác tập trung vào các ngành chính của nền kinh tế giúp cho PNJ giảm thiểu rủi ro và phát triển bền vững

Nhận định giá cổ phiếu

Chúng tôi tiến hành định giá cho cả hai phương pháp DCF và tỷ số. Nếu như phương pháp P/E và P/B thích hợp cho việc đầu tư trong ngắn hạn thì phương pháp DCF với các dự báo sát với tình hình hoạt động của công ty hơn sẽ thích hợp cho việc đầu tư trong dài hạn.

Dựa trên những phân tích trên chúng tôi lấy xác suất cho mỗi phương pháp là 25: 25: 25: 25. Tổng hợp lại giá cổ phiếu PNJ vào thời điểm hiện tại là khoảng 58.847 đồng/cp

	Bán với khối lượng lớn
	Nên bán
	Cầm giữ
	Nên mua
	Mua với khối lượng lớn

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Trưởng phòng Phân tích đầu tư

TS. Phạm Thị Vân Hà

Chuyên viên phân tích:

Trần Thị Mai Anh

Email: anhhtm@tvsi.com.vn

Sản phẩm phòng phân tích TVSI:

- Báo cáo thường xuyên**

Thông tin cập nhật website hàng ngày

Morning Briefing

Thống kê giao dịch cuối ngày

Thống kê giao dịch tuần

Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu

Lịch sự kiện theo tháng

- Báo cáo phân tích**

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng

Báo cáo phân tích ngành

Báo cáo phân tích công ty

- Báo cáo thông kê**

EPS Flash Report

Investment Tool

Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

- Sản phẩm giao dịch**

I-trade Home

I-trade Pro

- Hội thảo**

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

Chi nhánh Hoàn Kiếm

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283