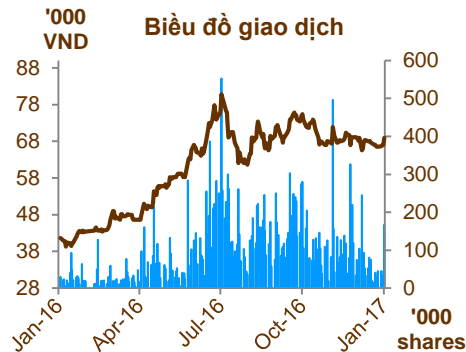


**Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG**  
**HOSE: PNJ**

Kinh doanh vàng bạc đá quý

Giá thị trường (VND)	69.800
Giá mục tiêu (VND)	77.300
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	14%
Suất sinh lợi cổ tức	2%
Suất sinh lợi bình quân	16%



**Diễn biến giá cổ phiếu (%)**

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	4%	0%	-9%	66%
Tương đối	1%	-4%	-8%	47%

Nguồn: StoxPlus, so với VNI

**Thông kê 13/09/2016**

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	80,800 / 39,300
SL lưu hành (triệu cp)	98.27
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,771
Vốn hóa (triệu USD)	305
% khối ngoại sở hữu	49.0%
SL cp tự do (triệu cp)	50
KLGD TB 3 tháng (cp)	98mn
VND/USD	22,168
Index: VNIndex / HNX	679/83

Nguồn: StoxPlus

**Cơ cấu sở hữu 09/01/2017**

Cao Thị Ngọc Dung	10.14%
LGM Investments Limited	4.00%
Apollo Asia Fund	3.97%
VOF Investment Limited	3.91%
Vietnam Investment Limited	3.80%

Nguồn: StoxPlus

**Hoàng Thế Trung**

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1457  
trung.ht@kisvn.vn  
www.kisvn.vn

**Công ty Cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HSX: PNJ): Động lực từ việc mở rộng cửa hàng và thị phần.**

**Thuận lợi:**

- Thị trường trang sức Việt Nam phân mảnh cao với khoảng 80% thị phần thuộc các cửa hàng nhỏ lẻ, là cơ hội cho các chuỗi bán lẻ lớn như PNJ (hiện chỉ mới chiếm thị phần ước tính 5.6%).
- Thông tư 22/2013 siết chặt quy định về chất lượng sản phẩm trang sức, giúp tăng năng lực cạnh tranh của PNJ (doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh chuỗi lớn nhất Việt Nam) so với các cửa hàng nhỏ.
- PNJ sẽ đẩy mạnh việc phát triển chuỗi bán lẻ trong các năm tới. Đến cuối năm 2016 thì PNJ có 219 cửa hàng, lớn gấp 4,6 lần doanh nghiệp thứ hai.
- PNJ sẽ chú trọng phát triển kinh doanh trang sức trong các năm tới, mang lại lợi nhuận gộp cao hơn.
- Trong dài hạn, văn hóa tích trữ vàng và sử dụng vàng trang sức của người dân Việt Nam đảm bảo thị trường ổn định cho PNJ.

**Bất lợi:**

- Kim cương, đá quý và vàng, có giá cả biến động lớn, chiếm 90% chi phí sản xuất của PNJ.
- Việc không được nhập khẩu vàng để chế biến trang sức làm hạn chế khả năng kinh doanh của PNJ do không chủ động được nguồn nguyên liệu.
- Nhu cầu tiêu thụ vàng trang sức Việt Nam đang có dấu hiệu chững lại sau khi tăng trong 5 năm liên tục. Nhu cầu trang sức Việt Nam trong 9 tháng 2016 là khoảng 11.5 tấn, giảm 1,5% so với năm trước.

**Khuyến nghị:** Chúng tôi đánh giá cổ phiếu PNJ tại mức 77k VND trên mỗi cổ phần cuối năm 2017, dựa trên phương pháp so sánh định giá P/E, lợi nhuận kỳ vọng đạt 16% so với giá thị trường là 69.8k VND. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

Tỷ đồng	2014	2015	2016E	2017E	2018E
DT Thuần (tỷ đồng)	9,199	7,708	8,529	9,834	11,187
Tăng trưởng (%)	3%	-16%	11%	15%	14%
LN hoạt động (tỷ đồng)	404.7	628.9	766.3	879.3	1,019.3
Biên lợi nhuận (%)	4%	8%	9%	9%	9%
LN khác	0.14	-350.74	-46.37	0.00	-93.87
LNST (tỷ đồng)	255.9	152.3	515.0	650.2	735.9
Biên lợi nhuận (%)	3%	2%	6%	7%	7%
SLCP lưu hành (triệu cp)	76	98	98	108	108
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2,673	1,346	5,037	5,831	6,624
Tăng trưởng (%)	49%	-50%	274%	16%	14%
ROE (%)	20%	11%	34%	29%	24%
Nợ ròng/VCSH (%)	95%	88%	64%	2%	-12%
PE (x)	25.4	50.5	13.5	11.7	10.3
PB (x)	3.96	4.79	4.02	2.64	2.19
EV/EBITDA (x)	18.2	12.0	9.7	7.4	6.0
Cổ tức (VND)	3,200	300	2,500	1,500	1,500
Suất sinh lợi cổ tức (%)	4%	0%	4%	2%	2%

Thị trường vàng trang sức thế giới và Việt Nam.

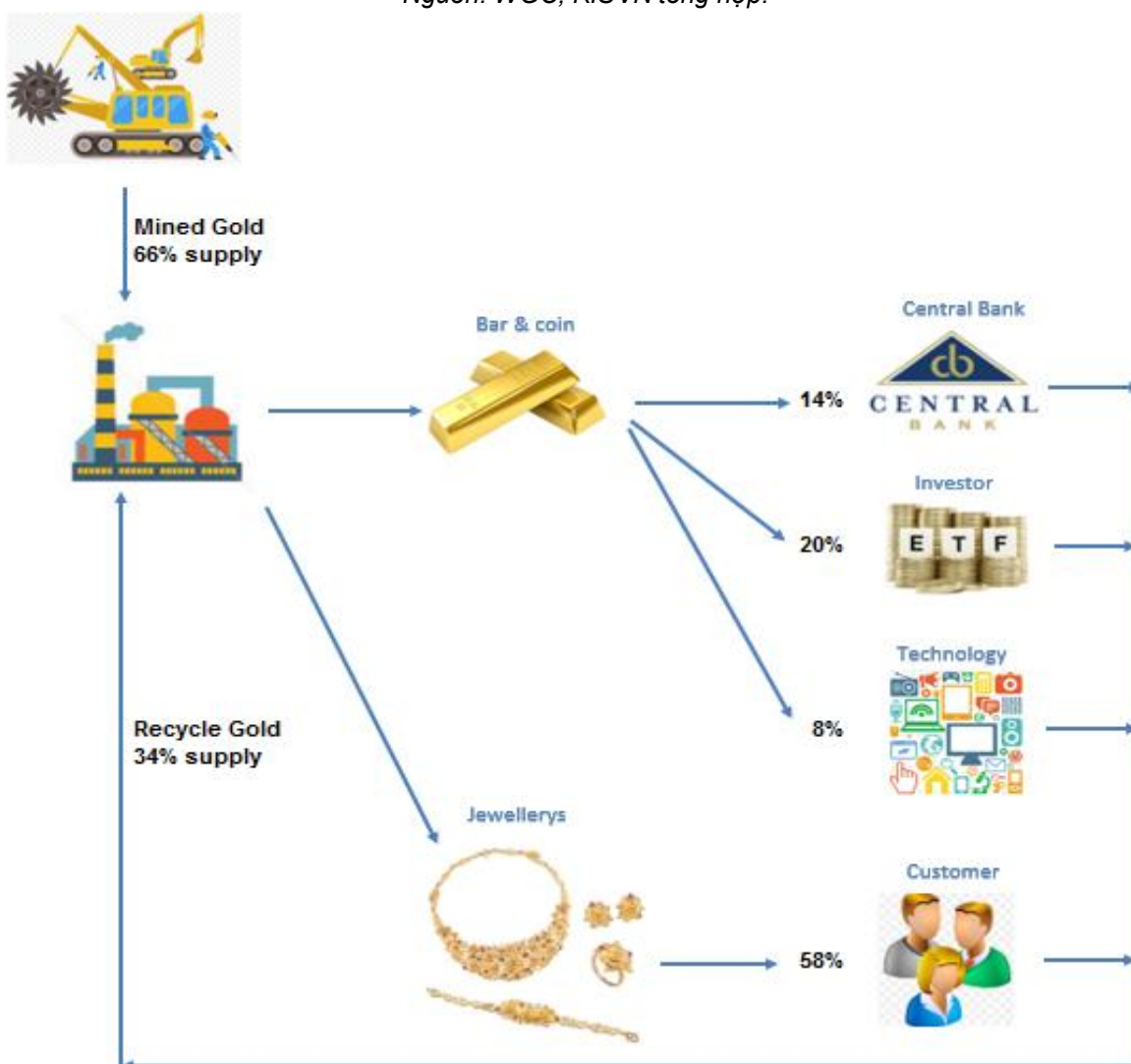
Thị trường vàng thế giới.

Vàng là một loại kim loại có lịch sử sử dụng từ lâu đời và có mục đích sử dụng phong phú. Bên cạnh chế tác đồ trang sức, sử dụng trong sản xuất công nghiệp, vàng còn được coi là dạng tài sản tích trữ giá trị của các ngân hàng trung ương và nhà đầu tư tài chính.

Tổng nguồn cung vàng hàng năm trên thế giới đạt mức trung bình khoảng 4,000 tấn trong 10 năm qua. Trong đó nguồn cung từ khai thác chiếm hai phần ba tổng nguồn cung, hoạt động tái chế vàng chiếm phần còn lại.

Hình: Chuỗi giá trị của vàng thế giới 2015

Nguồn: WGC, KISVN tổng hợp.

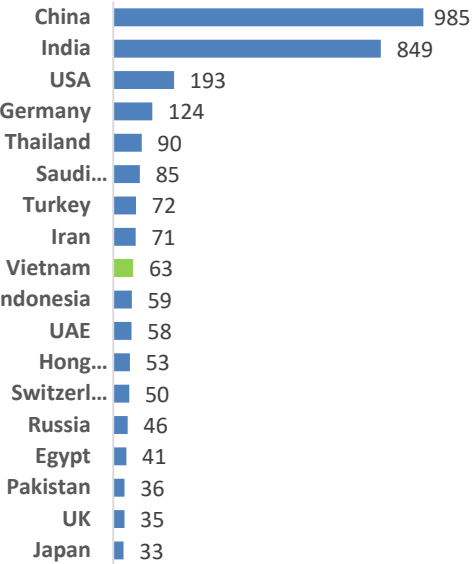


Sản xuất trang sức luôn là sức cầu chi phối đối với nhu cầu vàng. Trong 5 năm gần đây (2011-2015), nhu cầu trang sức luôn chiếm hơn 50% nhu cầu vàng thế giới. Nguồn gốc của nhu cầu này là sự tăng trưởng kinh tế, gia tăng thu nhập người dân, đặc biệt là ở các nền kinh tế mới nổi như Trung Quốc và Ấn Độ.

Tiêu thụ vàng Việt Nam.

Tiêu thụ vàng theo quốc gia 2015 (tấn)

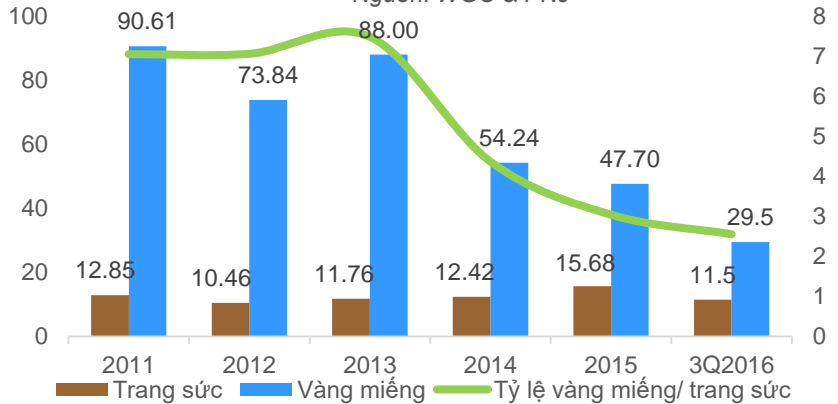
Nguồn: WGC



Tương tự thế giới, thị trường vàng ở Việt Nam có lịch sử lâu đời. Thời kỳ trước đây nhu cầu sử dụng vàng của Việt Nam chủ yếu là cho mục đích lưu trữ và đầu tư, còn tiêu dùng vàng trang sức chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng nhu cầu vàng. Tuy nhiên, để ổn định giá trị đồng nội tệ, chính phủ Việt Nam đã có những nỗ lực chống lại tình trạng “vàng hóa” (vd: Nghị định 24/NĐ-CP năm 2012) - “USD hóa” của nền kinh tế và đã đạt được những thành tích nhất định trong 5 năm qua. Nhu cầu dùng vàng miếng để tích trữ và đầu tư ngày càng giảm qua các năm, từ mức tiêu thụ cao 90,61 tấn năm 2011 thì chỉ còn 47 tấn năm 2015 và trong 9 tháng 2016 chỉ tiêu thụ 29,5 tấn (theo WGC). Đồng thời nhu cầu vàng trang sức đang có xu hướng tăng nhẹ phù hợp với sự phát triển kinh tế và thu nhập của người dân.

Sản lượng tiêu thụ vàng miếng & trang sức VN (Đv: tấn)

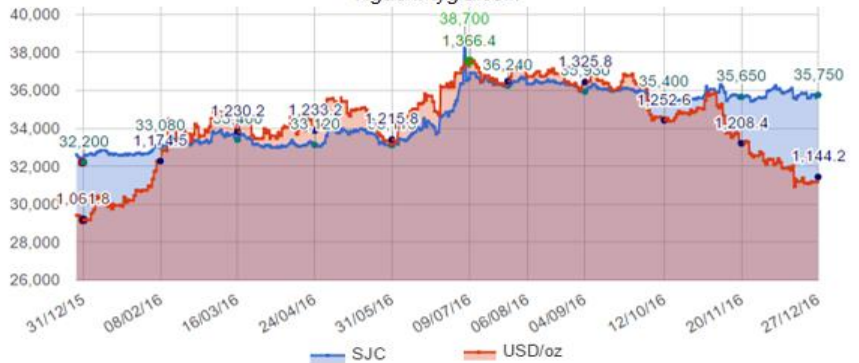
Nguồn: WGC & PNJ



Trước 2013, giá vàng trong nước Việt Nam liên thông với giá quốc tế và ít có sự chênh lệch như các hàng hóa cơ bản khác. Tuy nhiên kể từ khi có Nghị định số 24/NĐ-CP năm 2012 có hiệu lực, hoạt động sản xuất vàng miếng và việc xuất khẩu, nhập khẩu vàng nguyên liệu thành hoạt động độc quyền do NHNN quản lý. Kể từ đó làm cho giảm mạnh tình trạng đầu cơ vàng, nhu cầu vàng miếng giảm mạnh, tạo ra các chênh lệch giá vàng trong nước và quốc tế.

Biểu đồ giá vàng Việt Nam & Thế giới (VND)

Nguồn: tygia.com



Việt Nam có một số mỏ khai thác vàng trong nước. Tuy nhiên, 2 mỏ vàng sản xuất quy mô lớn nhất là Bồng Miêu và Phước Sơn xuất khẩu 100% vàng khai thác được,

Các mỏ vàng khác có quy mô nhỏ nên khả năng cung ứng cho nhu cầu sản xuất trang sức là không đáng kể.

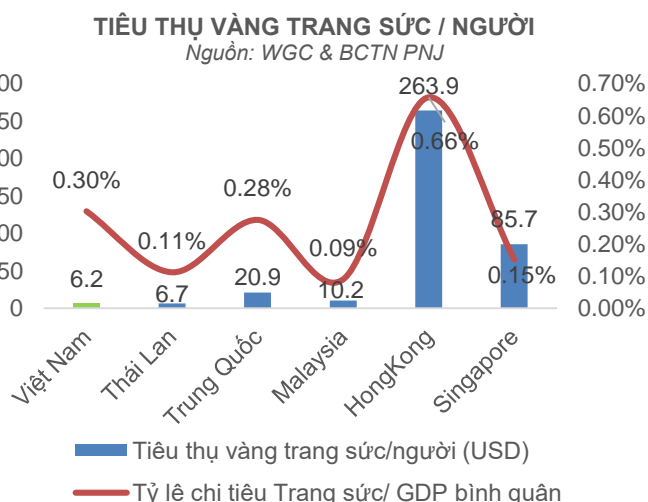
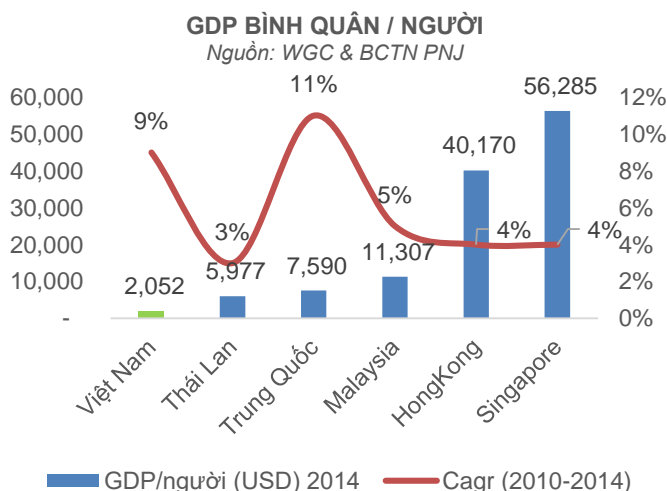
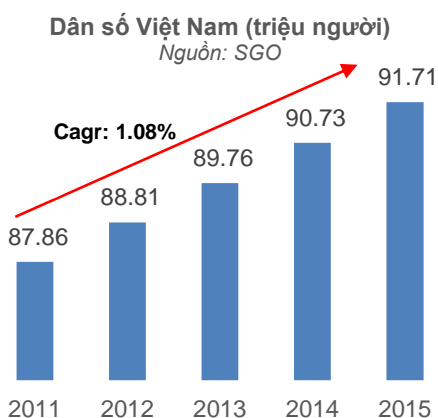
Do nhà nước độc quyền nhập khẩu vàng nên hiện tại nguồn vàng nguyên liệu đầu vào của tất cả các doanh nghiệp nữ trang trong nước (bao gồm PNJ) đến từ các đầu mối trong nước đã thu mua từ các khách hàng vãng lai. Điều này dẫn đến rủi ro cho các doanh nghiệp nữ trang trong nước là khó kiểm soát được chất lượng nguồn nguyên liệu vàng đầu vào, đồng thời với tình trạng giá mua vàng trong nước thường cao hơn giá thế giới mà không được nhập khẩu vàng để sản xuất nữ trang thì làm cho nữ trang Việt Nam không có khả năng cạnh tranh khi xuất khẩu ra nước ngoài.

**Tiềm năng của thị trường trang sức Việt Nam.**

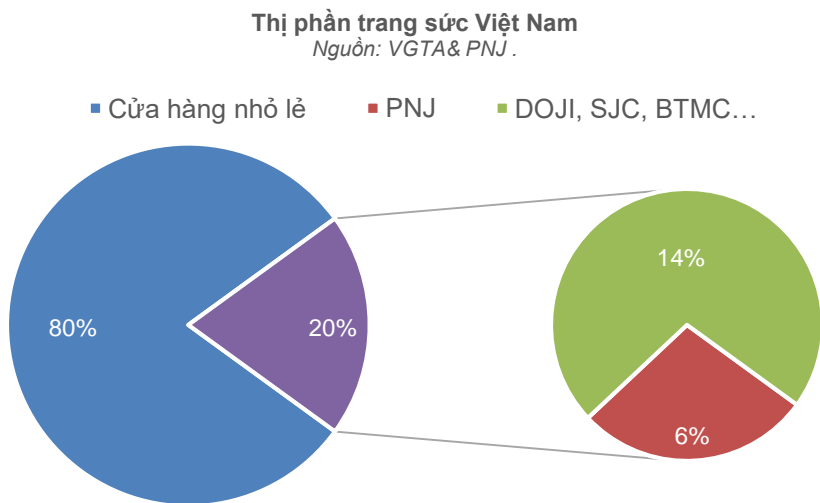
So với nhiều nước trên thế giới thì thị trường vàng trang sức của Việt Nam chỉ đang ở giai đoạn sơ khai và mới phát triển mạnh mẽ trong 5 năm gần đây. Ngoài PNJ có lịch sử thành lập được 28 năm tuổi thì các tên tuổi lớn khác như Doji Jewelry, SJC Jewelry... Trong các yếu tố ảnh hưởng đến ngành vàng trang sức thì quy mô tăng trưởng dân số, thu nhập và xu hướng tiêu dùng là những động lực chính thúc đẩy ngành trang sức phát triển.

Theo Tổng cục Thống kê thì Việt Nam có quy mô dân số là 91 triệu người với 70% dân số thuộc nhóm tuổi từ 15 đến 64 tuổi, nằm trong độ tuổi lao động. Trong đó có 51% dân số là nữ, tạo ra lực lượng mua sắm trang sức dồi dào.

Theo World Gold Council thì mức tiêu thụ vàng trang sức bình quân đầu người của Việt Nam còn thấp so với các nước trong khu vực. Năm 2015, tiêu thụ vàng trang sức bình quân đầu người Việt Nam là 6.2 USD/ người khá thấp so với một số nước nhập khẩu vàng lớn ở Châu Á, như HongKong với 263 USD/ người. Điều này là do mức thu nhập GDP bình quân đầu người của Việt Nam thuộc mức thấp chỉ 2,050 USD/người so với 40,170 USD GDP/người của Hong Kong. Ngoài ra, xét về tỷ lệ chi tiêu trang sức/ thu nhập GDP người của Việt Nam thuộc dạng cao trong khu vực, đạt mức 0.3%/GDP, chỉ thua HongKong với mức 0.66%, điều này cho thấy văn hóa của Việt Nam chi tiêu nhiều cho vàng.



**Thị trường trang sức Việt Nam – phân mảnh rất cao.** Theo ước tính của Hiệp hội Kinh doanh vàng Việt Nam và PNJ thì các doanh nghiệp trang sức lớn - có chuỗi cửa hàng (như PNJ, DOJI, SJC, Bảo Tín Minh Châu...) chỉ chiếm khoảng 20% thị phần, 80% thị phần còn lại thuộc về các công ty nhỏ lẻ, cửa hàng gia đình. Do thị trường phân mảnh cao, nên số liệu của các cửa hàng nhỏ lẻ trong nước khó xác định. Với sự tác động của Thông tư 22 về đảm bảo chất lượng trang sức bán ra thì nhiều khả năng các doanh nghiệp lớn có thương hiệu và tiềm lực tài chính sẽ dần lấy đi thị phần của các doanh nghiệp nhỏ. Thực tế, doanh thu bán lẻ trang sức của PNJ tăng mạnh kể từ khi TT22 có hiệu lực.



**Thông tư 22/2013/TT-BKHCN – Công bằng hơn cho các công ty trung thực**

Tóm tắt nội dung chính tác động đến thị trường trang sức của Thông tư 22/2013/TT-BKHCN:

- **Đối với nhà sản xuất và kinh doanh trang sức:** Chủ cơ sở phải đảm bảo sản phẩm, hàng hóa đạt yêu cầu các chỉ tiêu kỹ thuật theo tiêu chuẩn cơ sở đã xây dựng và công bố. Khi kinh doanh phải ghi trên nhãn vàng trang sức, mỹ nghệ những nội dung cụ thể như: **tên hàng hóa, hàm lượng vàng, khối lượng vàng và các vật liệu khác trong sản phẩm....**
- Cân sử dụng trong kinh doanh vàng **phải được kiểm định** tại tổ chức kiểm định độc lập được công nhận hoặc chỉ định.
- Tổ chức, cá nhân vi phạm quy định của Thông tư 22 có thể bị xử phạt với **mức 100 triệu đồng** hoặc mức tối đa đến **05 lần** tổng giá trị hàng hóa vi phạm....

**Thị trường trang sức Việt Nam trước khi có thông tư 22:** hoạt động kinh doanh vàng trang sức không được quản lý chặt chẽ về tiêu chuẩn và chất lượng sản phẩm với hơn 10.000 cơ sở kinh doanh vàng nhỏ lẻ: Ví dụ như sản phẩm trang sức đóng



mác 18K, theo tiêu chuẩn quốc tế phải có tỷ lệ vàng ròng 75%, nhưng tại các cửa hàng kim hoàn nhỏ lẻ tỷ lệ này chỉ phổ biến ở mức 54%-68%, thậm chí 54-60%. Người tiêu dùng thường phải bán trang sức tại nơi họ đã mua nhưng nhiều lúc bị mất đến 40-50% giá trị.

**Sau khi thông tư 22 có hiệu lực vào 01/06/2014:** thị trường vàng tuy có sự chuyển hướng khá chậm nhưng cũng đang được đi vào nề nếp hơn. Theo Hội Mỹ nghệ Kim hoàn Đá quý TP HCM (SJA) thì nhiều doanh nghiệp sản xuất kinh doanh vàng trang sức tạm ngưng hoạt động do không thực hiện được đúng quy định để cạnh tranh với các doanh nghiệp lớn.

Ở hướng ngược lại thì các doanh nghiệp có quy mô lớn như PNJ, SJC, DOJI... là được hưởng lợi lớn từ thông tư 22. Sự quản lý thị trường tốt làm người dân tin tưởng hơn vào chuỗi cửa hàng của các đơn vị có uy tín hơn là các cửa hàng gia đình. Ngoài ra với lợi thế về quy mô sản xuất và quản lý chuyên nghiệp thì các cửa hàng nhỏ khó có thể cạnh tranh về mặt chi phí so với các doanh nghiệp lớn.

Cơ quan chức năng sau một thời gian chờ cho các doanh nghiệp nhỏ lẻ thích nghi với quy định của thông tư 22, thì từ năm 2015 đến nay các cơ quan quản lý đã siết chặt việc kiểm soát thực hiện đúng quy định chất lượng vàng trang sức. Số lượng doanh nghiệp bị xử phạt vi phạm ngày càng nhiều hơn trong 2 năm qua nhằm bảo đảm lợi ích chính đáng của người tiêu dùng. Tuy nhiên đến đợt kiểm tra trong thời gian từ tháng 7-9/2016 vẫn còn 629 cơ sở bị xử phạt, trong đó có 15% cơ sở bị phạt vì vi phạm chất lượng hàm lượng vàng. Cho thấy thị trường vàng còn chưa được hoàn toàn minh bạch và cơ quan quản lý sẽ tiếp tục siết chặt trong thời gian tới.

**Phu Nhuan Jewelry – Hoạt động kinh doanh chính.**

Công ty PNJ là doanh nghiệp hoạt động chính trong lĩnh vực kinh doanh vàng miếng và trang sức với 28 năm kinh nghiệm. Trong năm 2015, HĐQT của PNJ chủ trương giảm tỷ trọng kinh doanh vàng miếng do đây là mảng kinh doanh chịu nhiều ảnh hưởng bởi biến động giá thị trường cũng như có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp, thay vào đó PNJ xác định sẽ đẩy mạnh kinh doanh dòng hàng trang sức trung và cao cấp. Hiện tại PNJ đang có các mảng kinh doanh chủ lực như sau:

- **Kinh doanh vàng miếng:** Đây là mảng kinh doanh lâu đời của PNJ, tuy nhiên mức lợi nhuận gộp rất thấp (năm 2015 ước tính 0.76% lợi nhuận gộp) và bị nhà nước quản lý chặt chẽ kinh doanh nên tỷ trọng đóng góp doanh thu của vàng miếng với PNJ ngày càng giảm qua các năm. Năm 2016, mảng kinh doanh này dự đoán chiếm 19% doanh thu nhưng chỉ chiếm 1% lợi nhuận gộp của toàn PNJ.

- **Kinh doanh trang sức:** Đây là sản phẩm chủ lực đóng góp khoảng 81% doanh thu và 98% vào lợi nhuận gộp của PNJ, với phân khúc tập trung vào thị trường trang sức trung và cao cấp. Trong kinh doanh trang sức có 2 hoạt động chính là:

Thứ bảy, 18/6/2016 | 00:22 GMT+7



**Hàng chục doanh nghiệp bị xử phạt do kinh doanh vàng 'non'**

47 doanh nghiệp kinh doanh vàng ở Đồng Nai bị phát hiện hàng "non độ tuổi" so với chất lượng công bố.

**Hơn 600 cơ sở bị xử phạt do vi phạm trong kinh doanh vàng**

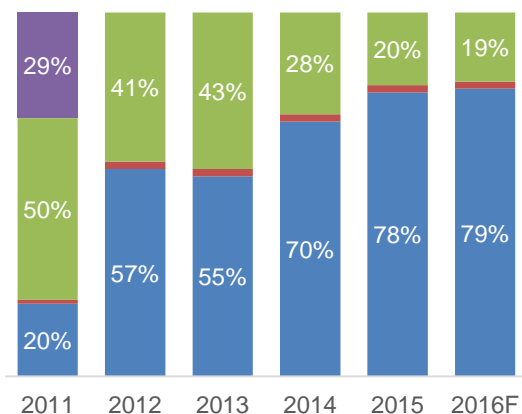
Trung tâm Tin tức VTV24 | Cập nhật 09:16 ngày 06/12/2016

**Một số động thái xử phạt của nhà nước về vi phạm TT22**

- + Trong năm 2015, cả nước xử phạt hành chính 63 cơ sở vi phạm thông tư 22.
- + Trong tháng 6/2016 Đồng Nai xử phạt 35DN vi phạm chất lượng vàng số tiền 1.1 tỷ đồng.
- + Từ tháng 7-9/2016, cơ quan chức năng phạt 629 cơ sở trên toàn quốc vi phạm thông tư 22 số tiền 4.2 tỷ đồng.

**Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm**  
Nguồn: PNJ.

■ Trang sức vàng ■ Trang sức bạc  
■ Vàng miếng ■ Khác



+ Gia công trang sức: Đối tượng khách hàng là các doanh nghiệp vàng trang sức trong nước và nước ngoài. Các sản phẩm gia công cho khách hàng trong nước thường thuộc phân khúc cấp thấp nên ít cạnh tranh trực tiếp đến sản phẩm của PNJ. Mức lợi nhuận gộp mỏng này khoảng từ 4%-5%. Về hoạt động gia công xuất khẩu chúng tôi cho rằng trong thời gian tới đóng góp của xuất khẩu trong doanh thu PNJ sẽ không đáng kể do tập trung nguồn lực cho phát triển thị trường nội địa.

+ Bán lẻ trang sức: Sản phẩm có thương hiệu “PNJ” và PNJ hiện có 219 cửa hàng bán lẻ trên toàn quốc. PNJ có nhiều sản phẩm phục vụ cho nhiều nhóm đối tượng khách hàng khác nhau (PNJ Silver cho đối tượng giới trẻ, PNJ Gold cho đối tượng nữ đã đi làm, CAO Fine Jewellery cho đối tượng thu nhập cao). Mức lợi nhuận gộp mỏng này tốt nhất với khoảng từ 25-27%.

- Các hoạt động khác: Ngoài hoạt động chính là trang sức thì PNJ còn kinh doanh phụ kiện thời trang, hàng tiêu dùng cao cấp và dịch vụ kiểm định vàng & đá quý. Tuy nhiên các mảng kinh doanh đóng góp không đáng kể cho PNJ.

**PNJ – Chiến lược đẩy mạnh chuỗi bán lẻ có thương hiệu.**

**Đẩy mạnh phát triển chuỗi cửa hàng bán lẻ và chiếm thị phần**

Theo ước tính của Hiệp hội Kinh doanh vàng Việt Nam thì các doanh nghiệp trang sức lớn, có chuỗi cửa hàng chỉ chiếm khoảng 20% thị phần, 80% thị phần còn lại thuộc về các công ty nhỏ lẻ, cửa hàng gia đình. Theo ước tính của PNJ thì doanh nghiệp đang chiếm 28% trong số 20% nói trên, nghĩa là PNJ chỉ chiếm khoảng 5,6% toàn thị trường trang sức Việt Nam và đang là công ty có thị phần lớn nhất trong ngành. Do đó, khả năng để PNJ nâng cao thị phần, chiếm lĩnh thị trường là có cơ sở trong tương lai.

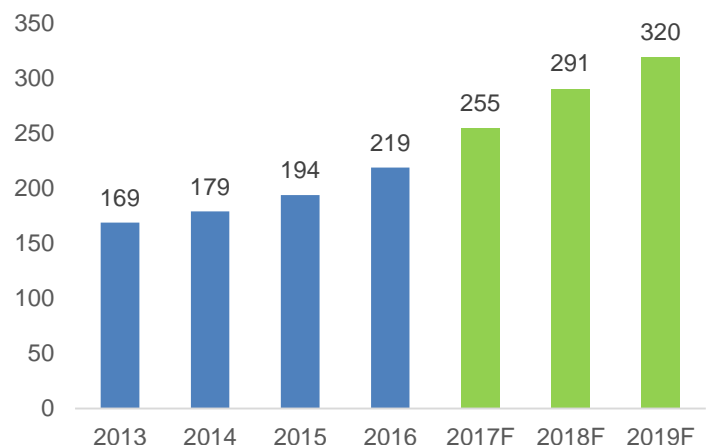
Thực tế trong 4 năm qua PNJ đã tích cực mở thêm các cửa hàng mới để phát triển hệ thống bán lẻ đến người tiêu dùng. Trong năm 2016 mở thêm được 25 cửa hàng mới để đạt mức 219 cửa hàng, kế hoạch mở cửa hàng đến 2019 sẽ mở rộng được 320 cửa hàng. Hiện tại, hệ thống bán lẻ của PNJ tập trung ở miền Nam và Trung.



**Hệ thống cửa hàng PNJ**  
Nguồn: PNJ



**Kế hoạch mở rộng hệ thống cửa hàng**  
Nguồn: PNJ.

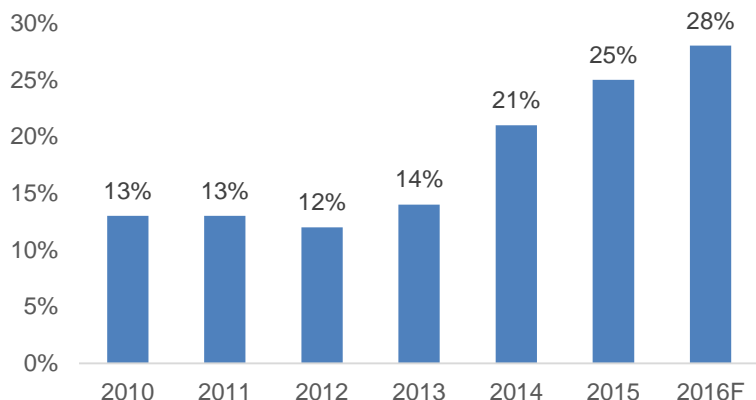


Đối với mở một cửa hàng bán lẻ, PNJ cho rằng khó khăn lớn nhất là tìm kiếm mặt bằng phù hợp, PNJ phải cạnh tranh thuê mặt bằng với các doanh nghiệp khác và các chuỗi bán lẻ của các ngành hàng khác. Tuy nhiên với tìm kiếm tài chính và kinh nghiệm của mình, chúng tôi cho rằng PNJ có thể hoàn thành được kế hoạch mở rộng hệ thống cửa hàng. Theo kế hoạch mở cửa hàng thì mỗi cửa hàng mở mới sẽ có khoảng thời gian từ 12-18 tháng để hòa vốn. Thực tế, PNJ cho biết hiện các cửa hàng của PNJ đều có lợi nhuận.

Với số lượng **219 cửa hàng** trong 2016, PNJ lớn gấp 4.6 lần số lượng cửa hàng của doanh nghiệp thứ 2 là SJC. Với chiến lược mở rộng hệ thống bán lẻ như trên thì chúng tôi cho rằng PNJ sẽ tiếp tục chiếm thêm thị phần trong thị trường trang sức Việt Nam.

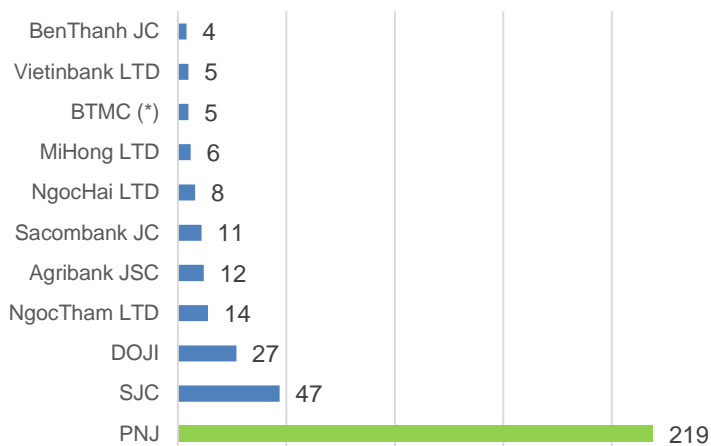
**Thị phần PNJ trong doanh nghiệp trang sức theo chuỗi**

*Nguồn: PNJ*



**Số lượng cửa hàng một số doanh nghiệp**

*Nguồn: KISVN tổng hợp.*



(\*): Bảo Tín Minh Châu chỉ tính cửa hàng có thương hiệu Bảo Tín Minh Châu, các cửa hàng gia công sẽ không được tính vào.

**Động lực tăng trưởng đến từ bán lẻ trang sức vàng**

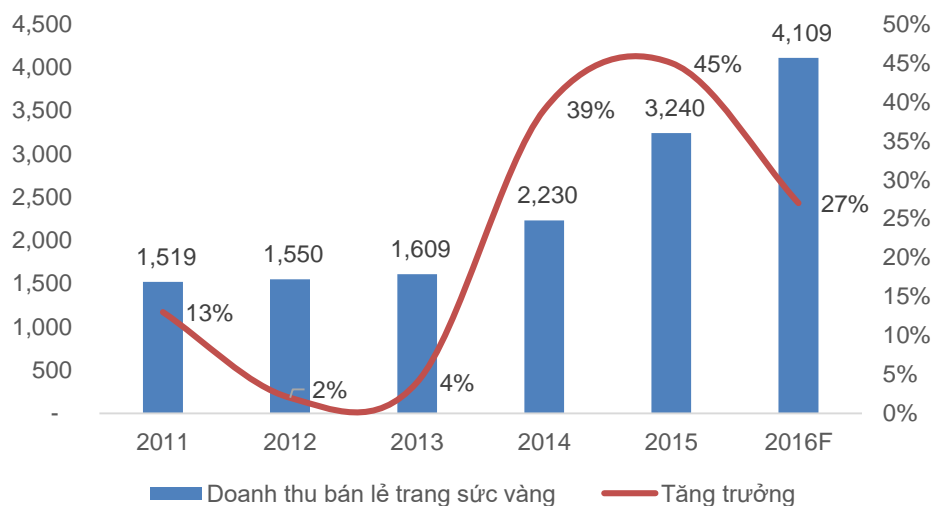
Nhờ sự phát triển cửa hàng, thị phần và ngành kinh doanh trang sức nên mức độ tăng trưởng doanh thu bán lẻ trang sức vàng của PNJ thường xuyên duy trì ở mức khá cao trong 3 năm gần đây, từ 27%-45%.

Năm 2016, theo WGC, nhu cầu vàng trang sức của Việt Nam có dấu hiệu chững lại trong năm 2016, giảm 1.7% so với năm 2015. Tuy nhiên doanh thu bán lẻ 2016 của PNJ ước tính vẫn tăng 27% so với cùng kỳ.



Tăng trưởng doanh thu bán lẻ trang sức vàng

Nguồn: PNJ



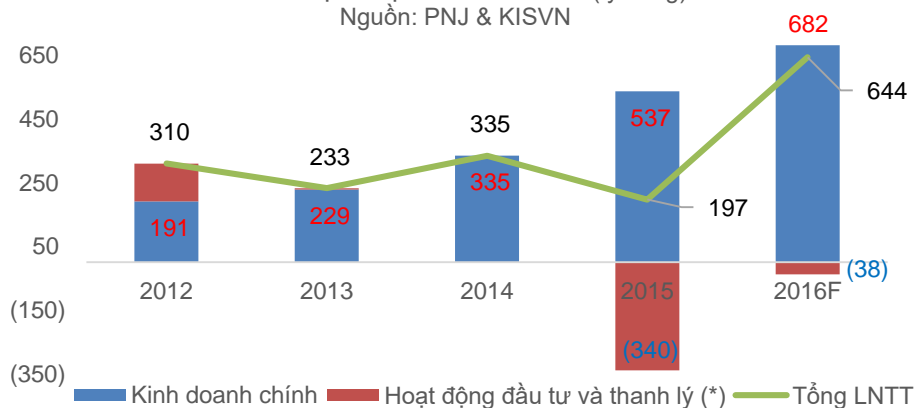
**PNJ – Thoái vốn ngoài ngành để giảm rủi ro và thay đổi cơ cấu sản phẩm để tăng lãi gộp.**

**Tập trung vào hoạt động kinh doanh chính**

Trước đây PNJ có rất nhiều khoản đầu tư tài chính thuộc nhiều ngành nghề khác nhau từ xăng dầu, ngân hàng, khách sạn đến bất động sản. Tuy nhiên trong 5 năm trở lại đây thì PNJ đã có những bước thoái vốn liên tục các hoạt động đầu tư khác, hiện tại chỉ còn khoản đầu tư vào ngân hàng Đông Á là chưa thoái vốn được do ngân hàng này đang bị kiểm soát đặc biệt. Khoản đầu tư ngân hàng Đông Á phải lập dự phòng toàn bộ 100% làm ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận 2015 và đầu năm 2016. Khoản đầu tư cuối cùng là Đông Á Land đã thoái vốn và ghi nhận 2 tỷ lợi nhuận vào quý 4/2016. Từ năm 2017 trở về sau thì PNJ sẽ chỉ có hoạt động kinh doanh chính là trang sức, mảng kinh doanh đang có mức tăng trưởng mạnh trong các năm gần đây.

Cơ cấu Lợi nhuận trước thuế PNJ (tỷ đồng)

Nguồn: PNJ & KISVN



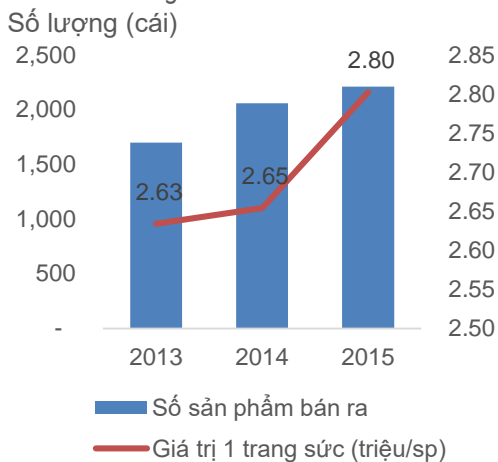
(\*) Hoạt động đầu tư và khác: là Lợi nhuận từ thu từ cổ tức, thoái vốn, bán bất động sản và chi phí dự phòng tài chính.

Lợi nhuận gộp tăng trưởng mạnh nhờ chuyển dịch cơ cấu sản phẩm

Trong 5 năm gần đây thì PNJ đã tập trung mạnh vào kinh doanh các sản phẩm trang sức có giá trị cao, tỷ suất lợi nhuận tốt tầm 25% cải thiện mạnh lợi nhuận gộp. Lợi nhuận gộp chỉ từ mức 550 tỷ năm 2012 với tỷ suất 8% đã tăng mạnh lên mức 1,376 tỷ năm 2016 với tỷ suất 16%. Chúng tôi cho rằng sự tăng trưởng của mảng doanh thu trang sức sẽ vẫn tiếp tục trong thời gian tới vang mang lại kết quả khả quan hơn cho PNJ.

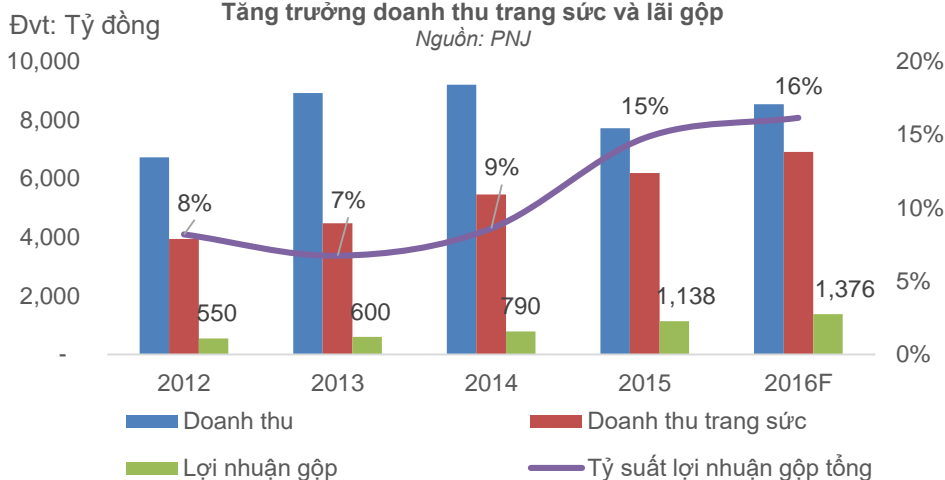
Số lượng & giá trị bình quân trang sức tiêu thụ

Nguồn: PNJ & KISVN



Tăng trưởng doanh thu trang sức và lãi gộp

Nguồn: PNJ



Hoạt động kinh doanh

Trong năm 2016, PNJ ước tính sẽ đạt được 8,529 tỷ đồng doanh thu và 610 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, đạt tương ứng với 97% kế hoạch doanh thu và 132% kế hoạch lợi nhuận năm. Chúng tôi ước tính hoạt động kinh doanh của PNJ trong các năm tới sẽ như sau:

Chỉ tiêu	2015	2016F	2017F	2018F	2019F
Số lượng cửa hàng	194	219	255	291	320
Doanh thu trung bình/cửa hàng (tỷ/CH)(*)	17	19	21	23	25
Doanh thu bán lẻ trang sức	3,240	4,109	5,263	6,606	7,991
Doanh thu gia công trang sức	2,950	2,799	2,899	2,902	2,739
<b>Tổng Doanh thu trang sức</b>	<b>6,190</b>	<b>6,908</b>	<b>8,162</b>	<b>9,509</b>	<b>10,730</b>
Lợi nhuận gộp trang sức (**)	1,139	1,348	1,593	1,856	2,094
<b>Doanh thu bán vàng miếng</b>	<b>1,518</b>	<b>1,621</b>	<b>1,672</b>	<b>1,678</b>	<b>1,603</b>
Lợi nhuận gộp vàng miếng	30	28	17	17	16
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>7,708</b>	<b>8,529</b>	<b>9,834</b>	<b>11,187</b>	<b>12,333</b>
<b>Tổng lợi nhuận gộp</b>	<b>1,169</b>	<b>1,376</b>	<b>1,610</b>	<b>1,873</b>	<b>2,110</b>

(\*) tốc độ trung bình tăng doanh thu/cửa hàng là 10%/năm.

(\*\*) Tỷ lệ lãi gộp trang sức 2017-2019 khoảng 20% - bằng năm 2016.

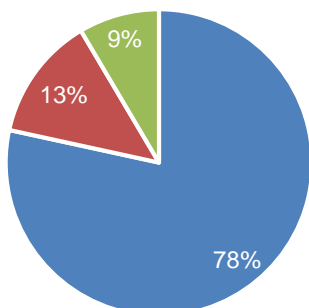
Tình hình tài chính

Về cơ cấu tài sản, hàng tồn kho (khoảng 2,469 tỷ đồng tại 30/09/2016) chiếm tỷ trọng lớn nhất và chiếm 78% tổng tài sản, với đặc thù là doanh nghiệp trang sức nên hàng tồn kho PNJ chủ yếu sẽ là các sản phẩm vàng – đá quý nên không có rủi

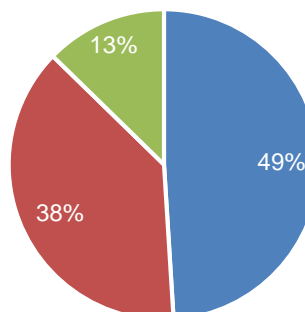
ro về bị mất phẩm chất hàng hóa, chỉ có rủi ro về giá cả thị trường bị biến động. Ngoài ra do mỗi cửa hàng đều phải lưu trữ số lượng hàng hóa nhất định để kinh doanh nên tỷ trọng hàng tồn kho của PNJ cao trong tổng tài sản là phù hợp.

Trong cơ cấu nguồn vốn của PNJ thì có 49% là từ vốn chủ sở hữu, 38% là vay và trái phiếu, 13% là nguồn khác. Hệ số nợ vay/VCSH chỉ khoảng 78%, cho thấy khả năng thanh toán tốt.

**Cơ cấu tài sản 30/09/2016**  
Nguồn: PNJ



**Cơ cấu nguồn vốn 30/09/2016**  
Nguồn: PNJ



■ Hàng tồn kho ■ Tài sản cố định ■ Tài sản khác

■ Vốn chủ sở hữu ■ Vay và trái phiếu ■ Phải trả khác

### Định giá

Giả định rằng PNJ sẽ phát hành thành công cổ phiếu riêng lẻ với giá gần bằng giá thị trường là 65k/cp, giá thấp nhất trong 3 tháng gần đây. Mức lợi nhuận dự phóng đạt 650 tỷ đồng năm 2017, EPS pha loãng của PNJ sẽ đạt 5,831 đồng. Tại mức giá hiện tại 69k/cp PNJ đang giao dịch mức 11.9 lần lợi nhuận. Dùng phương pháp so sánh PE với các doanh nghiệp ngành trang sức trong các thị trường mới nổi ở khu vực Châu Á (không tính thị trường Trung Quốc do mức PE quá cao), chúng tôi định giá cổ phiếu PNJ ở mức 77k/cp vào cuối năm 2017. Tính thêm 2% lợi suất cổ tức, lợi nhuận kỳ vọng đạt 16%. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

Ticker	Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tr USD)	P/E
RJEX IN Equity	RAJESH EXPORTS LTD	Ấn Độ	1,920	12.2
PCJL IN Equity	PC JEWELLER LTD	Ấn Độ	1,042	17.2
590 HK Equity	LUK FOOK HOLDINGS INTL LTD	HongKong	1,506	12.7
116 HK Equity	CHOW SANG SANG HLDG	HongKong	1,234	12.4
PAD MK Equity	PADINI HOLDINGS BERHAD	Malaysia	380	12.6
<b>Trung bình P/E theo vốn hóa</b>				<b>13.24</b>
<b>EPS 2017 của PNJ</b>				<b>5,831</b>
<b>Giá hợp lý cuối 2017 của PNJ</b>				<b>77,300</b>

Nguồn: Bloomberg, 27/12/2016

Rủi ro đầu tư.

**Biến động giá cả nguyên vật liệu**

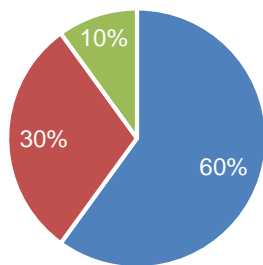
Trong cơ cấu giá vốn trang sức của PNJ thì tỷ trọng lớn nhất là đá quý – kim cương với 60% giá vốn, vàng chiếm 30%, còn lại 10% là chi phí nhân công. Do đó sự biến động về giá nguyên liệu như vàng, kim cương, đá quý... có tác động lớn đến kết quả kinh doanh của PNJ. Chi phí NVL chiếm 89% trong chi phí sản xuất và kinh doanh năm 2015 của PNJ.

Dưới sự quản lý của nhà nước thì hầu như giá vàng của Việt Nam ít có sự liên thông với giá vàng quốc tế, và có sự ổn định hơn so với quốc tế. Trong năm 2016 giá vàng Việt Nam chỉ giao động trong biên độ hẹp 10% quanh mức 34 triệu/ lượng, hạn chế được rủi ro biến động giá vàng tới PNJ. Tuy nhiên sự quản lý chặt của NHNN cũng khiến giá vàng Việt Nam thường có xu hướng cao hơn nhiều so với thế giới do nguồn cung hạn chế (mức chênh lệch là 13% tại tháng 12/2016), làm cho hoạt động xuất khẩu của PNJ không có được lợi thế cạnh tranh về chi phí.

Khác với vàng, nguồn nguyên liệu kim cương và đá quý của PNJ được chủ động nhập khẩu. Trong 5 năm vừa qua thì giá kim cương có xu hướng giảm liên tục đã làm cải thiện biên lãi gộp của PNJ, tuy nhiên nếu thời gian tới giá kim cương có biến động tăng mạnh thì sẽ tác động tiêu cực đến hiệu quả của PNJ.

Cơ cấu chi phí PNJ

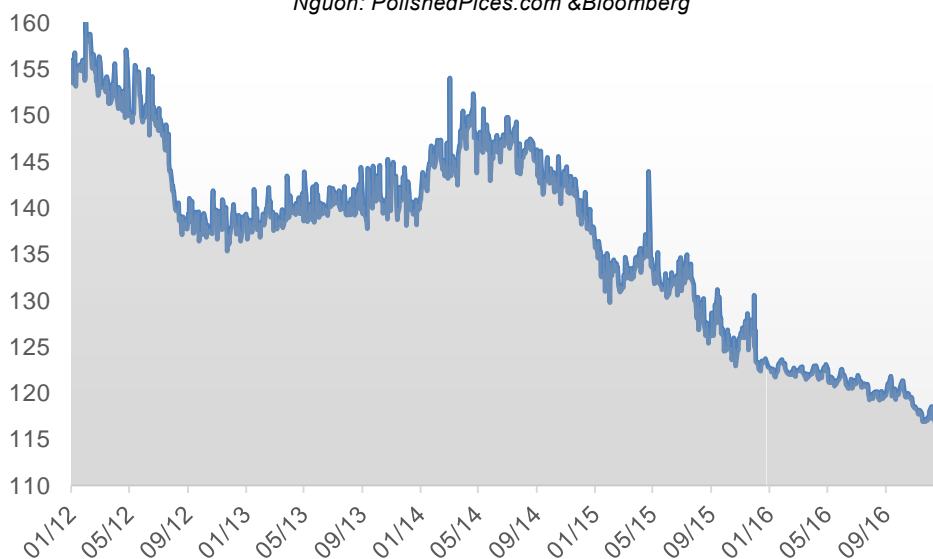
Nguồn: PNJ.



- Đá quý & kim cương
- Vàng
- Chi phí khác

**Bảng giá tổng hợp kim cương**

Nguồn: PolishedPices.com & Bloomberg



**Nhà nước tiếp tục quản lý chặt chẽ hơn hoạt động liên quan đến vàng**

Trước đây thì chỉ có hoạt động mua-bán và sản xuất vàng miếng, xuất – nhập khẩu vàng nguyên liệu, sản xuất vàng trang sức mới là ngành nghề kinh doanh có điều kiện. Thì nay theo luật Đầu tư sửa đổi được Quốc hội thông qua tháng 11/2016, hoạt động “kinh doanh vàng” là ngành nghề kinh doanh có điều kiện. Điều này có nghĩa toàn bộ hoạt động liên quan đến vàng như sản xuất, gia công, mua bán, xuất

nhập khẩu đến vàng đều bị quản lý. Quy định trên có thể tạo ra nhiều giấy phép con, gây khó khăn cho các doanh nghiệp như PNJ (có thể bao gồm cả việc mở thêm cửa hàng mới). Tuy nhiên điều này cũng tạo ra khó khăn chung cho các cơ sở nhỏ lẻ, tạo rào cản gia nhập ngành đối với doanh nghiệp mới cũng có thể là thuận lợi đối với doanh nghiệp đầu ngành như PNJ.

**Nhu cầu sử dụng tiêu thụ trang sức đang chững lại**

Theo dự báo của WGC thì nhu cầu vàng trang sức Việt Nam đang có dấu hiệu chững lại sau khi tăng trong 5 năm liên tục. Theo ước tính của WGC và PNJ thì nhu cầu trang sức Việt Nam trong 2016 sẽ là khoảng 15.41 tấn, giảm 1.7% so với năm trước. Ngoài ra, mức tiêu thụ trang sức của người dân phụ thuộc lớn vào sự phát triển của nền kinh tế, thu nhập người dân trong các năm sau.

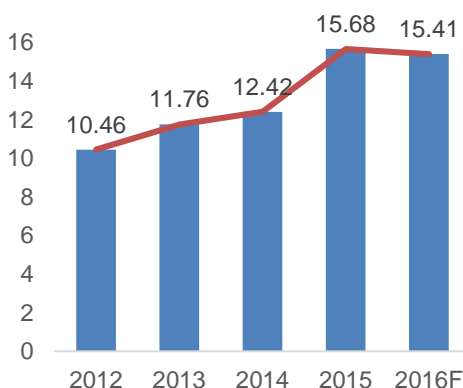
Trong ngắn hạn, sự tăng trưởng của PNJ có thể chủ yếu dựa vào chiếm thị phần của các cửa hàng nhỏ lẻ bằng cách mở rộng được doanh thu bán lẻ. Tuy nhiên các cửa hàng nhỏ cũng là khách hàng của kênh gia công trang sức trong nước của PNJ nên chúng tôi dự đoán doanh thu gia công của PNJ khó có thể tăng trong thời gian tới. Nhìn chung, sự sụt giảm của doanh thu gia công có thể bù trừ sự tăng trưởng doanh thu bán lẻ.

**Pha loãng cổ phiếu**

Sắp tới PNJ dự định sẽ phát hành riêng lẻ thêm 10% cổ phiếu đang lưu hành, tương ứng 9.8 triệu cổ phiếu, cho các nhà đầu tư với giá trị không thấp hơn 15% giá thị trường tại ngày Ủy ban chứng khoán chấp nhận việc phát hành. Chúng tôi giả định PNJ sẽ phát hành được ở mức giá 65k đồng/cp (Mức giá thấp nhất trong vòng 3 tháng gần đây), thu về 637 tỷ đồng sẽ phục vụ cho hoạt động mở rộng hệ thống cửa hàng bán lẻ và bổ sung vốn lưu động kinh doanh. Việc phát hành sẽ làm tăng vốn PNJ lên mức 1,080 tỷ đồng đồng thời pha loãng thu nhập EPS của PNJ. Tuy nhiên, Chúng tôi cho rằng việc phát hành sẽ nâng cao tính chủ động trong hoạt động kinh doanh và tình hình tài chính của PNJ.

Tiêu thụ trang sức Việt Nam (tấn)

Nguồn: WGC & PNJ.





MÔ HÌNH TÀI CHÍNH PNJ	Giá TT: 69k VND	Giá MT: VND77k	Vốn hóa: 6,600 tỷ VND	
Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9,199</b>	<b>7,708</b>	<b>8,529</b>	<b>9,834</b>
Tăng trưởng (%)	3%	-16%	11%	15%
GVHB	8,310	6,538	7,153	8,224
Biên LN gộp (%)	10%	15%	16%	16%
Chi phí BH& QLDN	485	541	610	731
<b>EBITDA</b>	<b>436</b>	<b>659</b>	<b>798</b>	<b>911</b>
Biên lợi nhuận (%)	5%	9%	9%	9%
Khấu hao	31	30	31	31
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>405</b>	<b>629</b>	<b>766</b>	<b>879</b>
Biên LN HĐKD (%)	4%	8%	9%	9%
Chi phí lãi vay	75	70	81	74
Lãi suất	10%	7%	7%	6%
Khả năng trả lãi vay(x)	5.80	7.78	10.33	13.62
Lãi/lỗ khác	0	(351)	(46)	-
Thuế	79	45	131	165
Thuế suất hiệu dụng (%)	24%	23%	20%	20%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>255.9</b>	<b>152.3</b>	<b>515.0</b>	<b>650.2</b>
Biên lợi nhuận (%)	3%	2%	6%	7%
Lợi ích CĐ thiểu số	13	-	-	-
<b>LN cho công ty mẹ</b>	<b>242.5</b>	<b>152.3</b>	<b>515.0</b>	<b>650.2</b>
Số lượng CP (triệu)	76	98	98	108(*)
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>2,673</b>	<b>1,346</b>	<b>5,037</b>	<b>5,831</b>
Tăng EPS (%)	49%	-50%	274%	16%
Cổ tức (VND)	3,200	300	2,500	1,500
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	4%	0%	4%	2%

- EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN
- EBIT = EBITDA – Khấu hao
- Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi
- Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác
- Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ
- Ước tính PNJ sẽ phát hành 9.8 triệu cổ phần giá 65k/cp

ĐBKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2015	2016E	2017E	2018E
Vòng quay phải thu (x)	212.67	309.58	309.58	309.58
Vòng quay HTK (x)	3.43	3.11	3.11	3.11
Vòng quay phải trả (x)	22.73	19.99	19.99	19.99
Thay đổi vốn lưu động	392	72	72	72
Capex	71	77	72	72
Dòng tiền khác	310	-	-	-
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>30</b>	<b>397</b>	<b>537</b>	<b>627</b>
Phát hành cp	-	-	637 (*)	-
Cổ tức	23	246	162	162
Thay đổi nợ ròng	-7	-151	-1,012	-465
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>1,224</b>	<b>1,072</b>	<b>60</b>	<b>-405</b>
Giá trị doanh nghiệp (EV)	7,906	7,755	6,743	6,278
<b>Tổng VCSH</b>	<b>1,394</b>	<b>1,664</b>	<b>2,789</b>	<b>3,363</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>VCSH</b>	<b>1,394</b>	<b>1,664</b>	<b>2,789</b>	<b>3,363</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	14,188	16,929	25,804	31,113
Nợ ròng / VCSH (%)	88%	64%	2%	-12%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.9	1.3	0.1	-0.4
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2,975</b>	<b>3,093</b>	<b>3,206</b>	<b>3,315</b>

- Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền
- Ước tính PNJ sẽ phát hành 9.8 triệu cổ phần giá 65k/cp

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016E	2017E	2018E
<b>ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)</b>	<b>11%</b>	<b>34%</b>	<b>29%</b>	<b>24%</b>
<b>ROA (%)</b>	<b>5%</b>	<b>17%</b>	<b>21%</b>	<b>23%</b>
<b>ROIC (%)</b>	<b>7.42%</b>	<b>18.93%</b>	<b>22.28%</b>	<b>22.66%</b>
<b>WACC (%)</b>	<b>10.36%</b>	<b>11.01%</b>	<b>14.79%</b>	<b>15.00%</b>
<b>PER (x)</b>	<b>50.5</b>	<b>13.5</b>	<b>11.7</b>	<b>0.0</b>
<b>PBR (x)</b>	<b>4.8</b>	<b>4.0</b>	<b>2.6</b>	<b>0.0</b>
<b>PSR (x)</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>
<b>EV/EBITDA (x)</b>	<b>12.0</b>	<b>9.7</b>	<b>7.4</b>	<b>6.0</b>
<b>EV/sales (x)</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>
<b>Suất sinh lợi cổ tức (%)</b>	<b>0%</b>	<b>4%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>

**Liên hệ:****Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower  
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM  
Tel: (+84 8) 3914 8585  
Fax: (+84 8) 3821 6898

**Chi nhánh Hà Nội**

Tầng 6, CTM Tower  
299 Cầu Giấy, Q.Cầu Giấy, Hà Nội  
Tel: (+84 4) 3974 4448  
Fax: (+84 4) 3974 4501

**Phòng Phân tích Doanh nghiệp****Trưởng phòng Phân tích  
Doanh nghiệp**

Hoàng Huy  
(+84 8) 3914 8585 (x1450)  
huy.hoang@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –  
Năng lượng, hàng hóa,  
logistics**

Trần Hà Xuân Vũ  
(+84 8) 3914 8585 (x1459)  
vu.th@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –  
Tiêu dùng**

Lê Thị Nụ  
(+84 8) 3914 8585 (x1460)  
nu.lt@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –  
Bất động sản**

Hoàng Thế Trung  
(+84 8) 3914 8585 (x1457)  
trung.ht@kisvn.vn

**Phòng Phân tích Vĩ mô****Trưởng phòng Phân tích Vĩ  
mô**

Bạch An Viễn  
(+84 8) 3914 8585 (x1449)  
vien.ba@kisvn.vn

**Phòng Khách hàng Định chế****Giám đốc Quan hệ Khách  
hàng định chế**

Lâm Hạnh Uyên  
(+84 8) 3914 8585 (x1444)  
uyen.lh@kisvn.vn

**Nguyên tắc khuyến nghị**

**TĂNG TỶ TRỌNG:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

**Khuyến cáo**

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.