

# CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HSX: PNJ)

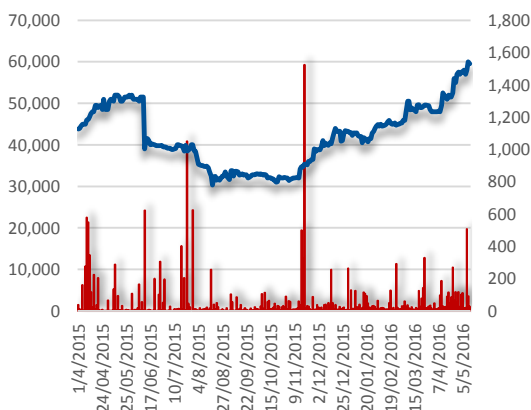
## Báo cáo lần đầu 17/05/2016

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu (VND)	75.000
Tiềm năng tăng giá	25%
Cổ tức (VND)	1.800
Lợi suất cổ tức	3%

## Thông tin cổ phiếu 17/05/2016

Giá hiện tại (VND)	60.000
Số lượng CP niêm yết	98.274.577
Số lượng CP lưu hành	98.273.868
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	5.896
Khoảng giá 52 tuần	29.600 – 60.000
KLGD TB 30 ngày	66.246
% sở hữu nước ngoài	49%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Số lượng được phép sở hữu	48.154.542
Số lượng còn được phép mua	0

## Biến động giá trong 12 tháng



## Liên hệ

Chuyên viên phân tích  
Lâm Trần Tấn Sĩ  
Email: si.lamtrantan@mbs.com.vn  
Tel: +84 949 187 525

## Tập trung thế mạnh cốt lõi, tăng trưởng hiệu quả

- PNJ là thương hiệu hàng đầu trong ngành bán lẻ trang sức vàng có nhiều năm kinh nghiệm với thị phần 25% trong kênh bán lẻ theo chuỗi.
- Từ năm 2014, PNJ dần thoái vốn các khoản đầu tư ngoài ngành và trích lập dự phòng đối với DAB và DAL. Mô hình kinh doanh PNJ ngày càng lành mạnh và tập trung vào phát triển cốt lõi sản xuất và kinh doanh trang sức vàng.
- PNJ phấn đấu mở rộng thị phần bán lẻ lên mức mục tiêu 40% trong dài hạn, doanh thu từ mảng bán lẻ kỳ vọng đạt mức 7.000 tỷ đồng, chiếm 65% doanh thu kinh doanh vàng trang sức, tăng trưởng bình quân 16,7% trong giai đoạn 2015 – 2020.
- Quan điểm khuyến nghị/đánh giá: **MUA CỔ PHIẾU PNJ**

## Chỉ tiêu tài chính cơ bản

ĐVT: Tỷ đồng	2015	2016F	2017F	2018F
Doanh thu	7.708	8.780	9.755	10.747
Lợi nhuận	152	504	698	854
EPS	1.347	5.133	7.102	8.691
ROE	11,3%	32,6%	36,2%	35,3%
P/E		14,6	10,5	8,6

Nguồn: BCTC PNJ và MBS dự phóng

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu đối với cổ phiếu PNJ của CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận với mức giá mục tiêu 75.000 đồng, cao hơn 25% so với mức giá hiện tại, dựa vào các luận điểm như sau:

- Thị trường vàng trang sức gặp được cơ hội tăng trưởng lớn** khi NHNN ban hành Nghị định 24 quản lý thị trường vàng miếng làm hạn chế nhu cầu mua bán, tích trữ vàng miếng. Đồng thời, một phần nhu cầu này được chuyển sang nhu cầu tiêu dùng sản phẩm trang sức vàng. Từ năm 2013 đến nay, nhu cầu tiêu thụ vàng miếng và vàng trang sức đã cho thấy hai xu hướng trái ngược nhau, trong đó mức tiêu thụ vàng trang sức liên tục tăng trưởng.
- Thiết lập trật tự trên thị trường bán lẻ trang sức** được thực hiện sau khi ban hành Thông tư 22 về quản lý chất lượng vàng trang sức, mỹ nghệ. Chất lượng vàng trang sức được kiểm soát chặt chẽ sẽ là thời cơ cho những doanh nghiệp lớn như PNJ tranh thủ đưa sản phẩm rộng rãi ra thị trường. Trong khi, thị trường bán lẻ vẫn còn nhiều tiềm năng khi 10.000 cửa hàng nhỏ lẻ truyền thống đang chiếm đến 80% thị phần.
- PNJ ngay từ đầu đã xác định bán lẻ trang sức vàng là hoạt động kinh doanh cốt lõi và liên tục mở rộng.** Trong năm 2015, PNJ đã mở mới 47 cửa hàng PNJ Gold và thị phần tăng 4 điểm phần trăm, đạt 25% trong kênh bán lẻ theo chuỗi. Dự phóng trong năm 2016, doanh thu mảng bán lẻ trang sức vàng đạt 4.021 tỷ đồng (+24,1% YoY), trong đó PNJ sẽ mở mới 33 cửa hàng PNJ Gold với doanh thu trung bình trên từng cửa hàng đạt 2.121 tỷ đồng/tháng. Kế hoạch tương lai, PNJ vẫn sẽ tiếp tục mở rộng mảng bán lẻ thông qua gia tăng số lượng cửa hàng bán lẻ với mục tiêu thị phần 40% trong 5 – 7 năm.

- **Tập trung phát triển phân khúc sản phẩm trung cao cấp** thông qua gia tăng độ tinh xảo và gia tăng hàm lượng đá quý trong từng sản phẩm. Đồng thời, việc kinh doanh các dòng sản phẩm trung cao cấp mang lại biên lợi nhuận gộp cao, hạn chế phụ thuộc vào giá vàng nguyên liệu, góp phần nới rộng biên lợi nhuận gộp chung của PNJ. Đồng thời, tỷ trọng doanh thu bán lẻ trang sức vàng gia tăng cũng đóng góp gia tăng biên lợi nhuận gộp chung của PNJ. Dự phóng trong giai đoạn 2015 – 2020, biên lợi nhuận gộp tăng từ 15,18% lên mức 19,4%.
- **Trích lập dự phòng 300 tỷ cho khoản đầu tư vào Ngân hàng Đông Á (DAB)** trong năm 2015 làm giảm mạnh lợi nhuận sau thuế của PNJ. Giá trị sổ sách còn lại của khoản đầu tư vào DAB là 85 tỷ sẽ được trích lập hết trong năm 2016.
- **Doanh thu và lợi nhuận của PNJ trong năm 2016 dự phóng lần lượt đạt 8.780 tỷ đồng (+13,91% YoY) và 504 tỷ đồng (+231% YoY), tương ứng EPS forward 2016 đạt 5.133 VND/cp.** Biên lợi nhuận gộp gia tăng từ 15,18% lên mức 16,34% do tỷ trọng doanh thu bán lẻ tăng và gia tăng kinh doanh các sản phẩm trung cao cấp.

## ĐỊNH GIÁ

Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền tự do FCFF và phương pháp so sánh P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu PNJ trong 12 tháng tới là 75.000 VND. Với mức EPS forward 2016 là 5.133 VND, giá mục tiêu tương đương với mức P/E 14,6 lần.

## RỦI RO

### Rủi ro biến động giá vàng

Hoạt động kinh doanh chính của PNJ là sản xuất và kinh doanh vàng trang sức. Một phần nguồn nguyên liệu đầu vào của PNJ là vàng nguyên liệu do đó chịu tác động của giá vàng vào giá thành sản xuất. Dù công ty đã có chính sách điều chỉnh giá bán sản phẩm trong biên độ dao động +/-5%, nhưng giá vàng biến động nhanh trong một thời gian ngắn vẫn làm ảnh hưởng đến kết quả lợi nhuận của PNJ.

### Rủi ro cạnh tranh

Hiện tại, PNJ là thương hiệu dẫn đầu trong hoạt động bán lẻ trang sức vàng. Tuy nhiên, thị trường hiện tại khá cạnh tranh do mức độ phân tán trong ngành cao khi 10.000 cửa hàng nhỏ lẻ chiếm đến 80% thị trường, đồng thời chất lượng sản phẩm chưa được quản lý đồng bộ dẫn đến giá bán thấp hơn. Ngoài ra, các đối thủ lớn khác cũng đang tập trung mạnh mẽ vào mảng bán lẻ trang sức vàng như: DOJI, SJC, Bảo Tín Minh Châu,...

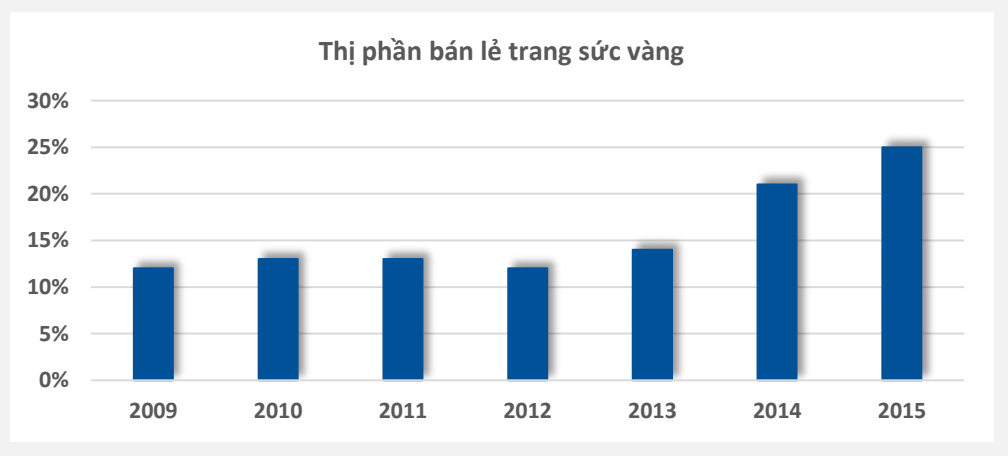
## VỊ THẾ ĐẦU NGÀNH TRONG LĨNH VỰC BÁN LẺ TRANG SỨC VÀNG

**Công ty Cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận là doanh nghiệp hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh vàng bạc đá quý với 28 năm kinh nghiệm trong ngành.**

Trong hiện tại, hoạt động của PNJ bao gồm kinh doanh vàng miếng, sản xuất và kinh doanh các mặt hàng trang sức vàng bạc đá quý. Ngoài ra, PNJ sở hữu hai thương hiệu trang sức thuộc phân khúc cao cấp CAO Fine và JEMMA.

Với nhiều năm kinh nghiệm trong việc chế tác trang sức và hệ thống cửa hàng phủ rộng, PNJ hiện tại đang nắm giữ vị thế đầu ngành bán lẻ trang sức vàng với **thị phần 25% trong kênh bán lẻ theo chuỗi và liên tục tăng trong những năm qua.**

**Biểu 1: Thị phần bán lẻ trang sức vàng của PNJ**



*Nguồn: Hội đồng Vàng Thế giới và PNJ*

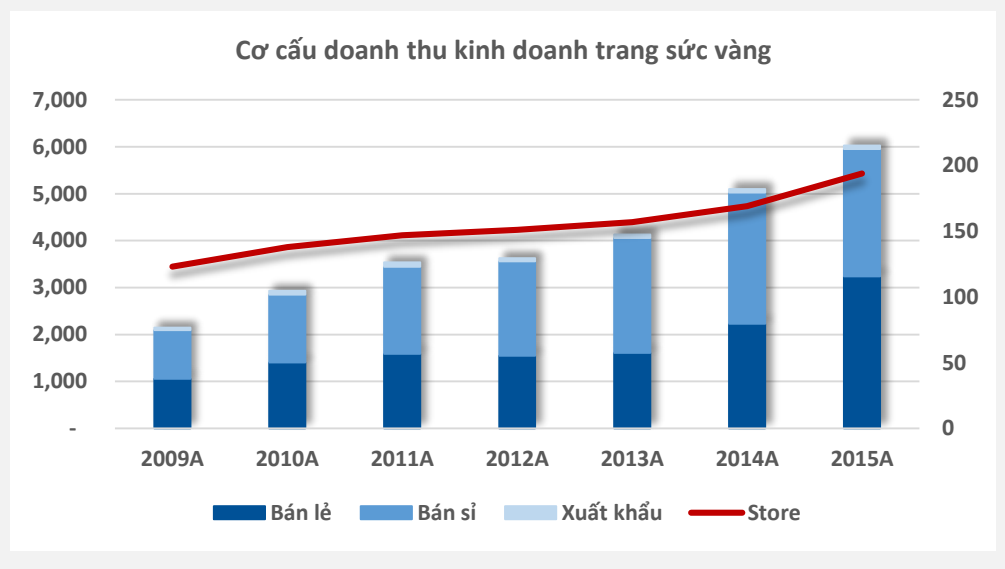
**Năm 2012, PNJ đầu tư xây dựng xí nghiệp chế tác nữ trang tại Gò Vấp với công suất 4 triệu sản phẩm/năm có mức tổng đầu tư 120 tỷ đồng.** Tổng diện tích sàn xí nghiệp là 12.500 m<sup>2</sup> và hiện tại đang sử dụng 2/3 diện tích. Đối với thiết kế quy mô này, xí nghiệp chế tác hiện tại có thể đảm bảo đáp ứng được nhu cầu sản xuất của PNJ trong 10 năm tiếp theo.

### **Phát triển mũi nhọn bán lẻ trang sức vàng thông qua mở rộng hệ thống bán lẻ, gia tăng thị phần**

**Chế tác và kinh doanh trang sức vàng** (bao gồm bán sỉ, lẻ và xuất khẩu trang sức vàng) ngay từ đầu đã được xác định là mảng kinh doanh cốt lõi của PNJ. Đặc biệt, kể từ năm 2012, khi Nghị định 24 về quản lý thị trường vàng được ban hành, mảng kinh doanh trang sức vàng **ngày càng chiếm tỷ trọng đáng kể trong doanh thu** của PNJ.

Năm 2015, **doanh thu** của mảng kinh doanh trang sức vàng đạt 6.015 tỷ đồng, tăng trưởng 18% so với cùng kỳ, chiếm tỷ trọng 77,6% trong tổng doanh thu. Đồng thời, **lợi nhuận gộp** của mảng trang sức vàng đạt 1.030 tỷ đồng, tăng 43% so với cùng kỳ, chiếm tỷ trọng 88% trong tổng lợi nhuận gộp. Lợi nhuận gộp của mảng trang sức vàng có sự tăng trưởng mạnh mẽ hơn so với doanh thu do biên **lợi nhuận gộp cải thiện từ mức 14,1% lên mức 17,1%**. Trong đó, riêng mảng bán lẻ trang sức vàng có biên lợi nhuận gộp khá cao khoảng 28% - 29% trong 2 năm gần nhất.

Chúng tôi đánh giá cao chiến lược phát triển của PNJ trong tương lai, khi họ vẫn **tiếp tục tập trung trọng tâm vào phát triển hoạt động bán lẻ trang sức vàng**. Đây vốn là mảng kinh doanh sở hữu lợi thế mạnh nhất với biên lợi nhuận gộp cao và đóng góp đáng kể vào cơ cấu doanh thu lợi nhuận của PNJ. Bằng chứng cho việc thực hiện chiến lược này là trong thời gian qua, PNJ đã liên tục tăng cường số lượng và đào tạo nhân công chế tác có tay nghề cao, nâng cao chất lượng sản phẩm tập trung vào phân khúc trung cao cấp. Đồng thời, độ phủ cửa hàng là điều kiện cần thiết cho hoạt động bán lẻ, trong năm 2015 PNJ đã tăng nhanh số lượng cửa hàng lên mức 194, tăng 14,8% so với cùng kỳ.

**Biểu 2: Cơ cấu doanh thu kinh doanh trang sức vàng PNJ**

*Nguồn: Báo cáo tài chính PNJ*

**Hoạt động bán lẻ trang sức vàng trong năm 2015 đạt 3.240 tỷ đồng, chiếm 54% trong cơ cấu doanh thu kinh doanh trang sức vàng.** Doanh thu bình quân trên mỗi cửa hàng PNJ Gold trong giai đoạn 2012 – 2015 đạt khoảng 2.300 tỷ đồng/tháng. Mỗi cửa hàng bán lẻ sau khi mở mới sẽ được theo dõi và kiểm soát trong vòng 1 năm. Ngoài việc mức doanh thu bình quân đủ để duy trì mức EBITDA dương, PNJ còn kiểm soát các yếu tố về tốc độ tăng trưởng doanh thu, số lượng khách đến cửa hàng và dịch vụ khách hàng.

Trong năm 2016, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng doanh thu trên các cửa hàng hiện hữu (SSSG) đạt 12% và mở mới 33 cửa hàng PNJ Gold, **doanh thu mảng bán lẻ trang sức vàng dự phóng đạt 4.021 tỷ đồng (+24,1% YoY).**

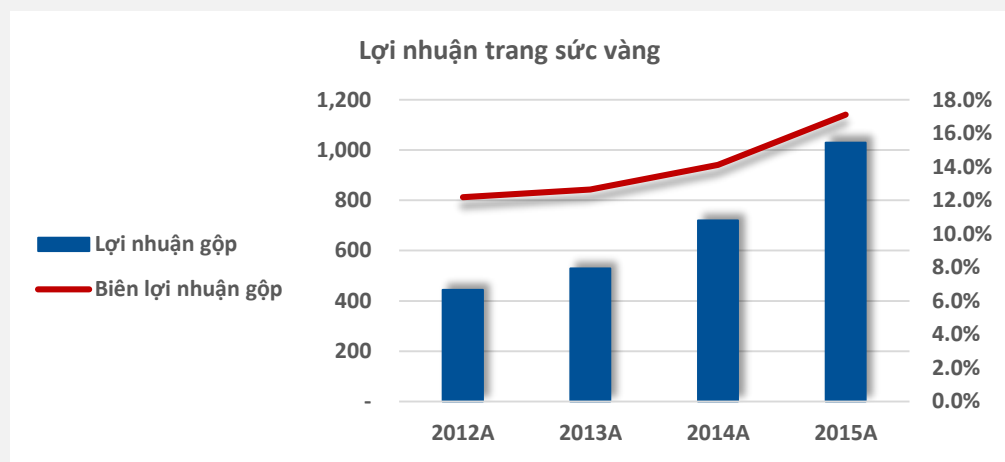
Kế hoạch phát triển tiếp theo, PNJ vẫn tiếp tục mở rộng số lượng cửa hàng bán lẻ trang sức PNJ Gold và PNJ Silver. Theo dự phóng của chúng tôi, đến năm 2020, **thị phần của PNJ trong mảng bán lẻ trang sức vàng sẽ chiếm 40%**, tính theo kênh bán lẻ theo chuỗi. Đồng thời, số lượng cửa hàng bán lẻ trang sức vàng cũng sẽ gia tăng tương ứng lên mức 226 so với mức 125 vào cuối năm 2015.

Hoạt động bán sỉ vàng trang sức cho thị trường 10.000 cửa hàng nhỏ lẻ truyền thống có biên lợi nhuận khá thấp khoảng 3% và giữ ổn định trong những năm gần đây. **Lợi nhuận gộp của mảng bán sỉ trang sức vàng chỉ chiếm 8%** trong cơ cấu lợi nhuận gộp. Trong tương lai, PNJ vẫn duy trì mảng bán sỉ này chủ yếu giữ mối quan hệ với các cửa hàng bán lẻ và cập nhật thông tin nhanh chóng từ thị trường.

**Gia tăng biên lợi nhuận gộp trong chế tác trang sức vàng nhờ hạn chế hao hụt và tập trung vào phân khúc sản phẩm trung cao cấp.**

Nhờ việc đầu tư vào công nghệ máy móc chế tác vàng, PNJ đã giảm dần tỷ lệ hao hụt nguyên liệu vàng trong quá trình chế tác xuống mức <1%. Đồng thời, PNJ định hướng tập trung vào các dòng sản phẩm trung cao cấp, tập trung vào thiết kế tinh xảo, gia tăng hàm lượng đá quý trên các sản phẩm. Từ đó, biên lợi nhuận gộp của mảng trang sức vàng PNJ liên tục được cải thiện qua các năm.

**Biểu 3: Lợi nhuận gộp kinh doanh trang sức vàng**

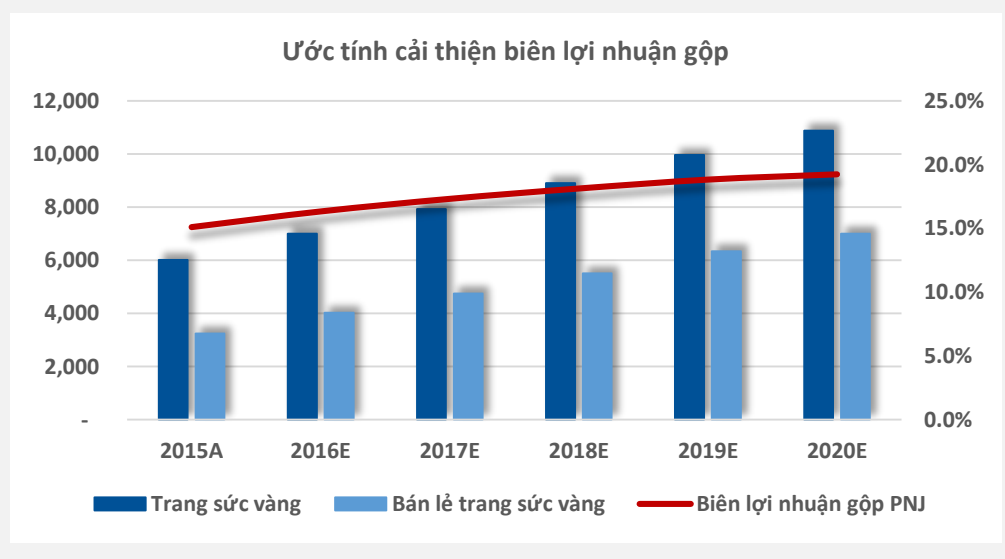


Nguồn: Báo cáo tài chính PNJ

Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp từ mảng trang sức vàng sẽ tiếp tục cải thiện dần lên mức 19,8% vào năm 2020, khi PNJ vẫn tiếp tục tập trung vào các mặt hàng trung cao cấp và tỷ trọng doanh thu bán lẻ gia tăng.

Việc gia tăng số lượng cửa hàng cũng như thị phần bán lẻ, tỷ trọng doanh thu bán lẻ trang sức vàng sẽ tiếp tục tăng, và đạt mức 65,1% doanh thu kinh doanh trang sức vàng vào năm 2020, theo ước tính của chúng tôi. Điều này cũng góp phần làm tăng biên lợi nhuận gộp chung của cả PNJ khi biên lợi nhuận gộp của bán lẻ cao hơn nhiều so với mức biên lợi nhuận chung.

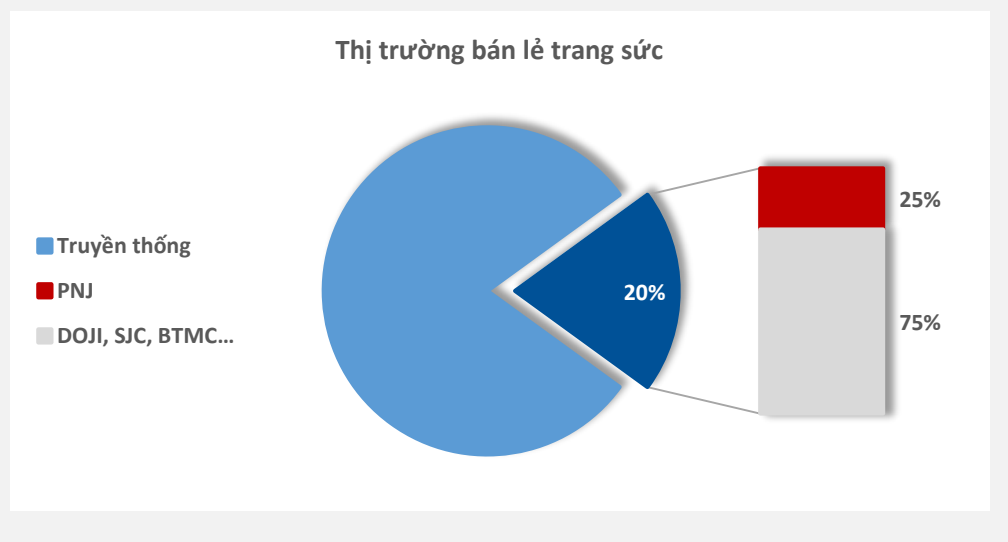
**Biểu 4: Mức độ cải thiện biên lợi nhuận gộp kinh doanh trang sức vàng**



Nguồn: MBS ước tính

### Cơ hội tập trung lại thị trường phân tán nhờ chính sách quản lý

Thị trường bán lẻ trang sức Việt Nam hiện vẫn trong tình trạng phân mảnh khá cao với 80% thị phần bán lẻ vẫn tập trung trong 10.000 cửa hàng nhỏ lẻ. Thị phần còn lại 20% là các nhà bán lẻ trang sức theo chuỗi như PNJ, DOJ, SJC, Bảo Tín Minh Châu,... Trong đó, PNJ hiện đang đứng đầu thị trường bán lẻ trang sức theo chuỗi với thị phần năm 2015 là 25%, cao hơn khoảng 12 điểm phần trăm so với đối thủ liền kề.

**Biểu 5: Thị trường bán lẻ vàng trang sức**

Nguồn: MBS tổng hợp

### **Nghị định 24 quản lý thị trường vàng và thông tư 22 quản lý chất lượng vàng trang sức**

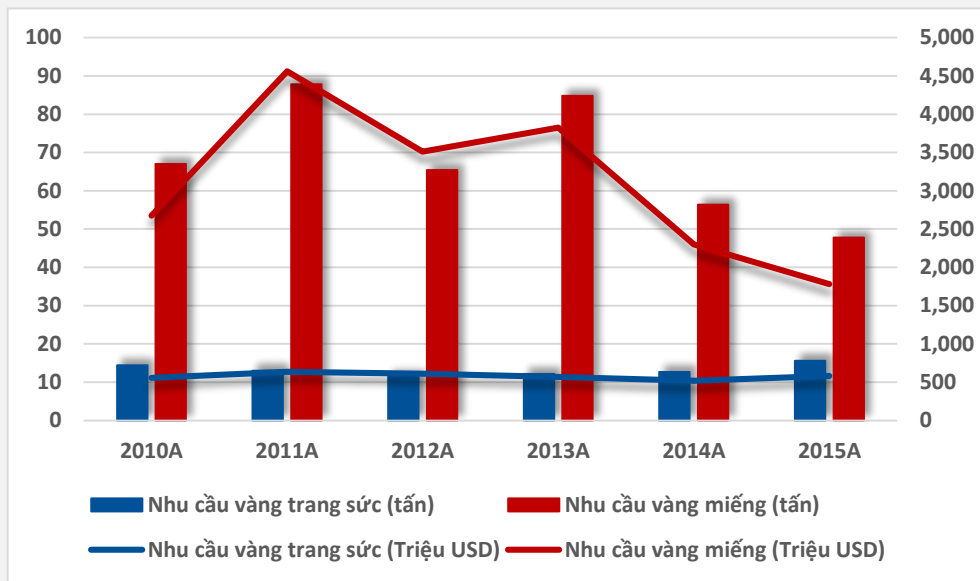
Nghị định 24 được ban hành vào năm 2012 quản lý cả thị trường vàng miếng và vàng trang sức. Hoạt động sản xuất vàng trang sức chịu sự quản lý chặt chẽ hơn khi phải đáp ứng đủ những điều kiện sản xuất. Thông tư 22 về quản lý chất lượng vàng trang sức, mỹ nghệ lưu thông trên thị trường có hiệu lực từ năm 2014. Với quy định vàng trang sức, mỹ nghệ chỉ được phép lưu thông trên thị trường khi đã công bố tiêu chuẩn áp dụng và ghi nhãn theo những quy định rất cụ thể...

Từ các quy định quản lý trên, việc sản xuất vàng trang sức của các nhà sản xuất nhỏ lẻ trên thị trường bị hạn chế và phải tuân theo nhiều quy định có hệ thống. Tuy nhiên, những quy định này ngược lại tạo điều kiện thuận lợi hơn cho các nhà sản xuất trang sức lớn, có thương hiệu và đủ trình độ công nghệ như PNJ, DOJI, SJC,... Từ đó, thị trường vàng trang sức được thống nhất quy chuẩn và các cửa hàng nhỏ lẻ phải nhập sản phẩm từ các thương hiệu lớn để bán lại, thay vì nhập từ các nhà sản xuất manh mún như trước đây. Ngoài ra, chất lượng vàng trang sức kém chất lượng bị quản lý, kiểm soát cũng sẽ tạo ra cơ hội cho PNJ giành lấy thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ.

### **Tiêu thụ vàng trang sức tăng trưởng, khi vàng miếng bị hạn chế**

Việc cấm kinh doanh vàng miếng, rút vàng ra khỏi lưu thông về dài hạn sẽ góp phần tăng tốc độ tiêu thụ vàng trang sức hơn trước đây. Một phần nhu cầu mua vàng để tích lũy, đầu cơ được chuyển sang nhu cầu mua vàng trang sức. Từ sau Nghị định 24 về quản lý thị trường vàng, biến động giá vàng ngày càng giảm xuống, ít nhạy cảm hơn đối với biến động của giá vàng thế giới. Đồng thời, trong nhận thức người dân, vàng dần dần từ tài sản đầu tư trở thành một loại hàng hóa tiêu dùng.

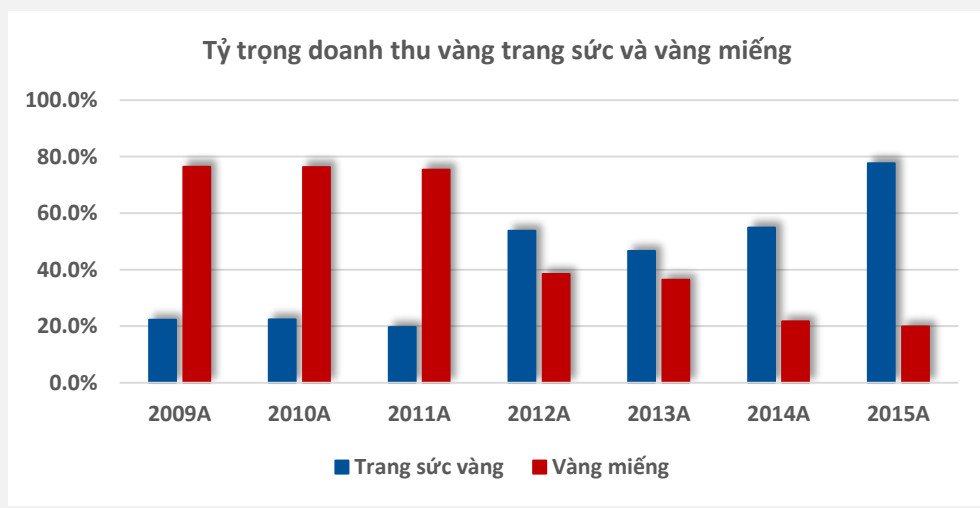
**Biểu 6: Nhu cầu tiêu thụ vàng Việt Nam**



*Nguồn: Hội đồng Vàng thế giới*

Kể từ năm 2013, giá trị lẫn khối lượng tiêu thụ vàng miếng tại Việt Nam liên tục giảm mạnh và ngược lại có xu hướng tăng nhẹ đối với vàng trang sức. Tương tự như những biến động của ngành, doanh thu từ vàng miếng của PNJ cũng sụt giảm mạnh và doanh thu từ trang sức vàng ngày càng chiếm tỷ trọng cao trong tổng doanh thu của PNJ.

**Biểu 7: Tỷ trọng doanh thu vàng trang sức và vàng miếng**



*Nguồn: Báo cáo thường niên PNJ*

**PNJ kinh doanh vàng miếng chỉ ở mức duy trì** khi thị trường chỉ chủ yếu lưu thông vàng miếng của SJC. Việc kinh doanh vàng miếng mang lại biên lợi nhuận gộp rất thấp do phần lớn phải bán hàng của thương hiệu SJC. Trong những năm tiếp theo, PNJ chỉ duy trì kinh doanh vàng miếng ở mức độ vừa phải ở các cửa hàng bán lẻ nhằm mục đích mở rộng hình ảnh thương hiệu.

**Đối thủ cạnh tranh trong thị trường bán lẻ theo kênh**

Riêng trong lĩnh vực chế tác và kinh doanh vàng trang sức, PNJ là một trong những doanh nghiệp có xí nghiệp sản xuất trang sức với quy mô lớn với diện tích 12.500 m<sup>2</sup>. Từ hệ thống các xí nghiệp, PNJ hằng năm có thể cung cấp tối đa 4 triệu đơn vị sản phẩm ra thị trường. Mặt khác, trên thị

trường sản xuất trang sức, các đối thủ của PNJ cũng bắt đầu tăng cường tập trung vào xây dựng xí nghiệp nữ trang như SJC, DOJI, Bảo Tín Minh Châu, Bến Thành Jewel,...

Đặc biệt, trong năm 2012, SJC đã đưa vào hoạt động Xí nghiệp Nữ trang SJC Tân Thuận giúp tăng công suất, đưa sản lượng vàng miếng lên 50.000 lượng vàng/ngày, 350.000 - 500.000 sản phẩm nữ trang/năm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng SJC không phải là đối thủ lớn của PNJ khi hiện tại phải tập trung nguồn lực để sản xuất vàng miếng theo đơn đặt hàng của NHNN. Ngược lại, PNJ phải cạnh tranh với các đối thủ mạnh khác có thể mạnh trong ngành sản xuất trang sức như DOJI, Bảo Tín Minh Châu và các thương hiệu trang sức nước ngoài đang kinh doanh tại Việt Nam.

### Ít chịu ảnh hưởng từ biến động giá vàng nguyên liệu

Đối với việc biến động giá vàng nguyên liệu đầu vào, PNJ có thể linh hoạt thay đổi giá niêm yết trong biên độ +/-5% biến động giá vàng nguyên liệu theo chu kỳ 3 - 4 tháng. Đồng thời, nhờ vào hệ thống ERP, PNJ có thể tính toán được nguồn vàng nguyên liệu hợp lý cần thiết theo các đơn hàng và dự phóng trước nhu cầu. Hơn nữa, với chiến lược tập trung vào các dòng sản phẩm trung cao cấp, hàm lượng vàng trung bình trong các sản phẩm trang sức hiện nay của PNJ chỉ chiếm 30% - 40%, do đó, giá thành để sản xuất sản phẩm càng giảm mức độ phụ thuộc vào biến động giá vàng nguyên liệu.

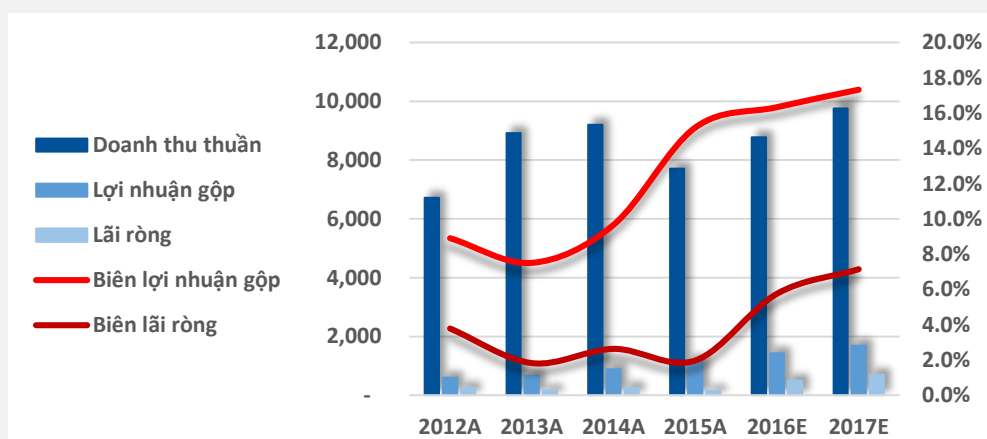
### Tiếp tục trích lập dự phòng các khoản đầu tư

Trong năm 2015, lợi nhuận ròng của PNJ bị sụt giảm mạnh so với cùng kỳ do trích lập dự phòng 300 tỷ cho khoản đầu tư vào Ngân hàng Đông Á (DAB). Các khoản đầu tư ngoài ngành còn lại bao gồm phần giá trị sổ sách còn lại của DAB là 85 tỷ đồng và CTCP Địa ốc Đông Á (DAL). Dự kiến trong năm 2016, PNJ sẽ tiếp tục trích lập dự phòng cho hai khoản đầu tư này là 115 tỷ đồng và tìm cách thoái vốn khỏi DAL.

## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

### Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận

**Biểu 8: Dự phóng hoạt động kinh doanh**



*Nguồn: PNJ và MBS dự phóng*

Trong năm 2015, doanh thu thuần của PNJ đạt 7.708 tỷ đồng, giảm 16,21% so với cùng kỳ do không còn hợp nhất doanh thu kinh doanh xăng dầu từ CTCP Nhiên liệu Sài Gòn. Tuy nhiên lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2012 đến nay liên tục tăng trưởng từ hoạt động kinh doanh cốt lõi và đạt 1.170 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế đạt 152,3 tỷ đồng, sụt giảm mạnh so với cùng kỳ do trong năm PNJ phải trích lập dự phòng khoản đầu tư vào DAB. Nếu không tính toán khoản trích lập dự phòng, **lợi nhuận sau thuế từ hoạt động kinh doanh của PNJ đạt khoảng 411 tỷ đồng, tăng 69% so với năm 2014.**



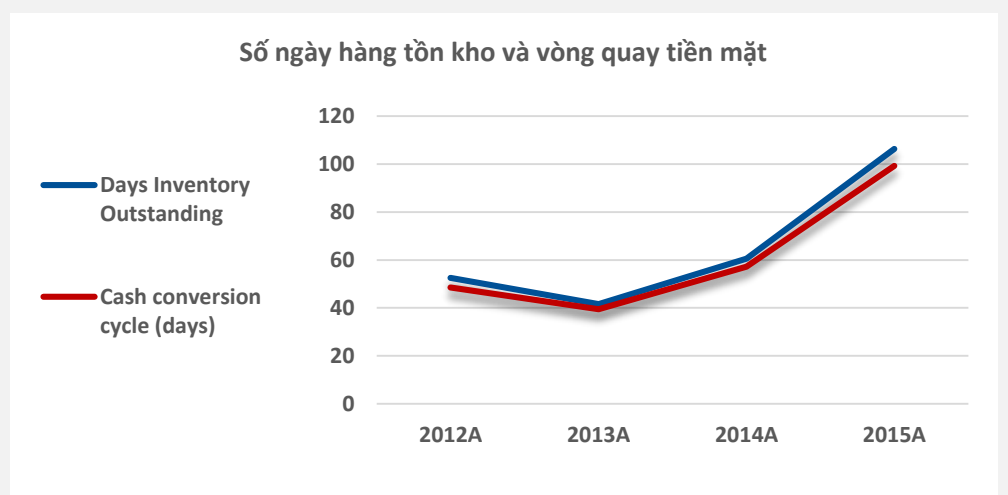
Sở dĩ, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của PNJ liên tục tăng trưởng mạnh và cao hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu là do PNJ **biên lợi nhuận gộp chung của PNJ liên tục tăng trong giai đoạn 2013 đến nay**. Điều này xuất phát từ những lý do sau: (1) giá vàng sụt giảm nên giá trị sản phẩm bán ra sụt giảm dù đơn vị sản phẩm bán ra vẫn tăng, (2) PNJ tập trung vào sản xuất các dòng sản phẩm trang sức trung cao cấp tạo ra biên lợi nhuận cao, (3) tỷ trọng doanh thu bán lẻ trang sức vàng tăng lên do mở rộng hệ thống bán lẻ.

### Đầu tư tài sản cố định

Năm 2012, PNJ có khoản đầu tư lớn 120 tỷ đồng vào xí nghiệp sản xuất vàng trang sức và đến nay việc đầu tư tài sản cố định chủ yếu là chi phí mở các cửa hàng bán lẻ. Trong năm 2015, PNJ đẩy mạnh tăng thêm 47 cửa hàng PNJ Gold với chi phí đầu tư CAPEX là 70,4 tỷ đồng. Chi phí trung bình để mở mới một cửa hàng PNJ Gold có diện tích khoảng 100 m<sup>2</sup> dao động trong khoảng 1 – 2 tỷ đồng.

### Hiệu quả khai thác tài sản

**Biểu 8: Số ngày hàng tồn kho**



*Nguồn: BCTC PNJ*

Việc tập trung vào mảng bán lẻ và tập trung vào phân khúc sản phẩm trung cao cấp làm cho tỷ lệ hàng tồn kho trong cơ cấu tài sản tăng dần từ mức 30% trong giai đoạn 2012 đến 71,8% vào cuối năm 2015. Số ngày hàng tồn kho đồng thời cũng tăng dần từ năm 2013 và đạt mức 106 ngày trong năm 2015.

## MÔ HÌNH LỢI NHUẬN VÀ ĐỊNH GIÁ

### Các giả định trong mô hình lợi nhuận:

Nhu cầu tiêu thụ vàng trang sức tại Việt Nam kỳ vọng tăng trưởng 7% trong năm 2016, tốc độ tăng trưởng giảm dần đến 5% vào năm 2020.

Trong năm 2016, chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ mở rộng thị phần bán lẻ trang sức vàng lên mức 29% thông qua việc mở thêm 33 cửa hàng PNJ Gold. Đến năm 2020, thị phần kỳ vọng đạt 40% và số lượng cửa hàng PNJ Gold đạt mức 226 cửa hàng.

Biên lợi nhuận gộp liên tục được cải thiện từ mức 15,1% lên 19,4% trong giai đoạn 2015 – 2020, khi PNJ tiếp tục tập trung vào phân khúc trung cao cấp, đồng thời tỷ trọng doanh thu bán lẻ trang sức vàng cũng tăng lên.

Trong năm 2016, PNJ tiếp tục trích lập dự phòng 115 tỷ đồng cho khoản đầu tư vào Ngân hàng Đông Á và CTCP Địa Ốc Đông Á.

Từ những giả định trên, **chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2016 của PNJ đạt 8.780 tỷ đồng, tăng trưởng 13,91%** so với cùng, biên lợi nhuận gộp tiếp tục mở rộng lên mức 16,34% so với mức 15,18% cùng kỳ. **Lợi nhuận sau thuế ước tính đạt 504 tỷ đồng, tăng 231% so với cùng kỳ do khoản trích lập dự phòng trong năm nay không còn lớn như trước.**

Đồng thời, trong năm 2016, PNJ đã bán lại căn nhà 16-20 Thủ Khoa Huân với mức 165 tỷ đồng và ghi nhận khoản lợi nhuận tài chính đột biết 40 tỷ đồng.

Để mở rộng thêm 33 cửa hàng PNJ Gold và 5 cửa hàng PNJ Silver, chúng tôi ước tính mức đầu tư CAPEX trong năm 2016 đạt 86 tỷ đồng và hàng tồn kho tăng thêm cho các cửa hàng mới là 456 tỷ đồng.

Nợ ngắn hạn trong năm 2016 được duy trì ở mức 40% nguồn vốn và giảm dần về mức 15% trong năm 2020. Đồng thời, công ty trả hết nợ dài hạn trong năm 2017. Chi phí sử dụng vốn vay bình quân và chi phí sử dụng vốn cổ phần lần lượt là 6,5% và 16,1%.

**Biểu 9: Dự phóng kết quả kinh doanh**

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7.708</b>	<b>8.780</b>	<b>9.755</b>	<b>10.747</b>	<b>11.829</b>	<b>12.718</b>
Giá vốn hàng bán	6.538	7.346	8.065	8.793	9.589	10.246
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.170</b>	<b>1.434</b>	<b>1.690</b>	<b>1.954</b>	<b>2.239</b>	<b>2.472</b>
Chi phí bán hàng	424	505	561	618	680	731
Chi phí QLDN	118	139	159	179	200	212
<b>EBIT</b>	<b>629</b>	<b>790</b>	<b>970</b>	<b>1.157</b>	<b>1.359</b>	<b>1.528</b>
Doanh thu tài chính	1	42	5	12	11	13
Chi phí tài chính	431	202	103	102	93	71
<b>Lãi ròng</b>	<b>152</b>	<b>504</b>	<b>698</b>	<b>854</b>	<b>1.021</b>	<b>1.176</b>
EPS	1.347	5.133	7.102	8.691	10.394	11.964
P/E		14,3	10,4	8,5	7,1	6,1

*Nguồn: MBS dự phóng*

Bằng phương pháp định giá FCFE và P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu PNJ trong 12 tháng tới là 75.000 VND. Với mức EPS forward 2016 là 5.133 VND, giá mục tiêu tương đương với mức P/E 14,6 lần.

Phương pháp P/E

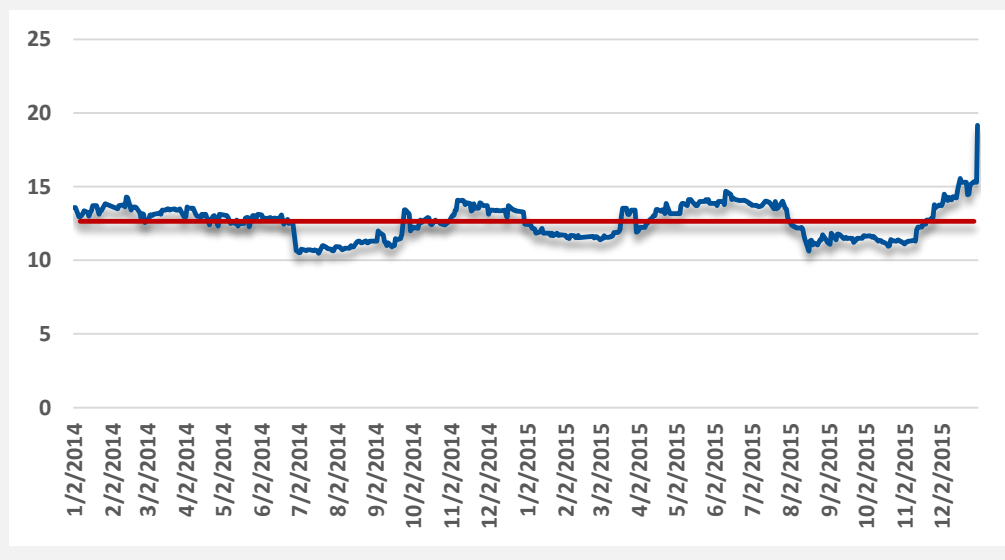
**Biểu 10: P/E trung bình các công ty cùng ngành**

Ticker	Company	Doanh thu	Vốn hóa	P/E	ROE
PNJ VN Equity	PHU NHUAN JEWELRY JSC	7.850	5.700	24,85	16,05%
900905 CH Equity	LAO FENG XIANG CO LTD	121.250	62.670	12,15	23,78%
ZJM IN Equity	ZODIAC JRD MKJ LTD	70.770	42.630	7,76	23,24%
GITG IN Equity	GITANJALI GEMS LTD	39.920	1.230	3,65	2,36%
000587 CH Equity	JINZHOU CIHANG GROUP	35.540	57.420	30,3	9,24%
600086 CH Equity	EASTERN GOLD JADE CO	31.640	40.060	51,74	8,94%
TARAJ IN Equity	TARA JEWELS LTD	19.070	291	1,18	7,38%
ASN IN Equity	ASIAN STAR CO LTD	11.200	3.650	13,29	13,91%
GDJ IN Equity	GOENKA DIAMOND & JEWELRY	9.280	32.780	37,14	10%
GLDM IN Equity	GOLDIAM INTERNATIONAL	6.030	352	2,41	7,76%
VGM IN Equity	VAIBHAV GLOBAL LTD	4.780	3.220	9,22	36,78%
RENJ IN Equity	RENAISSANCE JEWELLERY	4.410	842	6,14	4,63%
LYPS IN Equity	LYPSA GEMS & JEWELLERY	2.060	650	10,82	40,91%
<b>Mean</b>		<b>29.663</b>	<b>20.483</b>	<b>15,483</b>	<b>15,74%</b>

Nguồn: Bloomberg

Từ những công ty hoạt động trong ngành sản xuất và kinh doanh trang sức, chúng tôi xác định giá trị P/E trung bình ngành ở mức 15,5x. Với EPS forward 2016 là 5.133 VND, giá mục tiêu xác định theo phương pháp P/E là 79.500 VND.

**Biểu 11: Chỉ số P/E của PNJ trong quá khứ**



Nguồn: Bloomberg

Thống kê giao dịch cổ phiếu PNJ cho thấy, mức P/E trong quá khứ tăng dần từ mức 10 lần lên mức 13 lần trong giai đoạn trước năm 2016. Từ đầu năm 2016, mức P/E tăng mạnh lên 25 do EPS năm 2015 giảm mạnh từ việc trích lập dự phòng. Vì vậy, chúng tôi tính toán trung bình P/E trong quá khứ là 12,6 lần, trong đó đã loại bỏ khoản thời gian từ đầu 2016 đến nay để tránh ảnh hưởng của các yếu tố đột biến. Đồng thời, nếu điều chỉnh EPS loại bỏ khoản trích lập dự phòng, hiện tại PNJ đang giao dịch tại mức P/E 14,0 lần.

## Phương pháp FCFF

### Dòng tiền tự do FCFF

FCFF	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EBIT	629	791	970	1.157	1.359	1.528
Trừ: thuế	(45)	(126)	(174)	(213)	(256)	(294)
Cộng: khấu hao	30	37	44	50	56	56
Trừ: CAPEX	(70)	39	(70)	(63)	(66)	(32)
(+)/- NWC	(397)	(648)	(332)	(292)	(402)	(45)
<b>FCF</b>	<b>147</b>	<b>92</b>	<b>438</b>	<b>638</b>	<b>691</b>	<b>1.213</b>
PV FCF lũy kế		86	454	933	1.393	2.106
PV Terminal Value						5.253
WACC		11,1%	11,5%	12,0%	12,6%	13,4%
Discounted Period		0,6	1,6	2,6	3,6	4,6

### Kết quả định giá FCFF

Cumulative PV of FCF	2.106
PV of Terminal value	5.253
Terminal value % of total PV of FCF	71,4%
<b>Total Cumulative PV of FCF + PV of Terminal value</b>	<b>7.360</b>
add: cash & ST investments	38
add: short and long-term debt	1.262
<b>Enterprise value (EV)</b>	<b>7.397</b>
Total equity value	6.302
Outstanding shares	98.273.868
<b>Target Price in Twelve Months</b>	<b>72.750 VND</b>

Bằng phương pháp định giá FCFF, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu trong 12 tháng của cổ phiếu PNJ là 72.750 VND.

### Tổng hợp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá cổ phiếu
PE	30%	79.500
FCFF	70%	72.750
<b>Tổng cộng</b>		<b>75.000</b>

Chúng tôi sử dụng hai phương pháp FCFF và PE để ước tính mức giá hợp lý cho cổ phiếu PNJ. Do triển vọng tăng trưởng hoạt động kinh doanh của PNJ vẫn tiếp diễn trong dài hạn, vì vậy chúng tôi phân phối tỷ trọng 70% cho phương pháp định giá FCFF và 30% cho phương pháp P/E. **Từ hai phương pháp trên, mức giá mục tiêu cho cổ phiếu PNJ là 75.000 VND. Với mức EPS forward 2016 là 5.133 VND, giá mục tiêu tương đương với mức P/E 14,6 lần.**

**Dự phóng bảng kết quả kinh doanh và cân đối kế toán**

	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7.708</b>	<b>8.780</b>	<b>9.755</b>	<b>10.747</b>
Giá vốn hàng bán	6.538	7.346	8.065	8.793
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.170</b>	<b>1.434</b>	<b>1.690</b>	<b>1.954</b>
Chi phí bán hàng	424	505	561	618
Chi phí QLDN	118	139	159	179
<b>EBIT</b>	<b>629</b>	<b>790</b>	<b>970</b>	<b>1.157</b>
Doanh thu tài chính	1	42	5	12
Chi phí tài chính	431	202	103	102
Lợi nhuận khác	(3)	-	-	-
<b>Lãi ròng</b>	<b>152</b>	<b>504</b>	<b>698</b>	<b>854</b>
EPS	1.347	5.133	7.102	8.691

	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>2,265</b>	<b>2,894</b>	<b>3,322</b>	<b>3,815</b>
Tiền và tương đương tiền	38	66	149	337
Phải thu khách hàng	29	39	44	49
Trả trước người bán	9	12	13	15
Hàng tồn kho	2,135	2,727	3,064	3,364
Tài sản ngắn hạn khác	2	2	2	2
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>710</b>	<b>539</b>	<b>555</b>	<b>559</b>
Đầu tư dài hạn	167	72	62	52
Tài sản CĐHH	194	219	246	260
Xây dựng cơ bản	6	6	6	6
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2,975</b>	<b>3,433</b>	<b>3,877</b>	<b>4,374</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>1,581</b>	<b>1,737</b>	<b>1,714</b>	<b>1,694</b>
Nợ ngắn hạn	1,189	1,373	1,435	1,400
Nợ dài hạn	72	95	-	-
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1,394</b>	<b>1,697</b>	<b>2,163</b>	<b>2,680</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2,975</b>	<b>3,433</b>	<b>3,877</b>	<b>4,374</b>

*Nguồn: MBS dự phóng*

**Liên hệ: Equity Research**

**Phạm Thiên Quang**

Tel: +84 37262600 Ext 6183

Email: [quang.phamthien@mbs.com.vn](mailto:quang.phamthien@mbs.com.vn)

**Lâm Trần Tấn Sĩ**

Tel: +84 8 3920 3388 Ext: 189

Email: [si.lamtrantan@mbs.com.vn](mailto:si.lamtrantan@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

**MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.