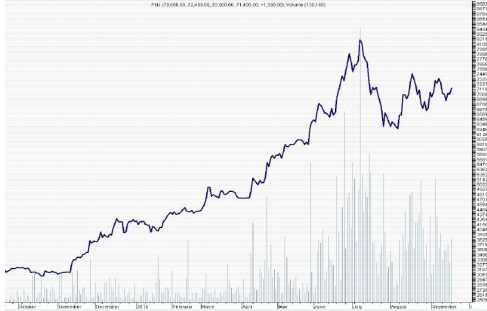


Biểu đồ giá

Thông tin cổ phiếu vào ngày 19/9/2016

Giá CP (đồng)	71.400
Số lượng niêm yết hiện tại	98.274.577
Số lượng CP đang lưu hành	98.273.868
Giá cao nhất trong 52 tuần	82.000
Giá thấp nhất trong 52 tuần	29.800
Thay đổi giá trong 3 tháng	2,7%
Thay đổi giá trong 6 tháng	48,0%
Thay đổi giá trong 12 tháng	123,7%
Khối lượng CP giao dịch tự do	63.878.014
Giá trị giao dịch (triệu đồng) (GTTB trong 5 ngày GD gần nhất)	7.885
GT vốn hóa t.t (triệu đồng)	7.016.754
GT vốn hóa t.t (triệu USD)	315,2
Số lượng được phép sở hữu	48.154.542
Số lượng còn được phép mua	4
% sở hữu nước ngoài	49,0%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49,0%

Chỉ số	2016F	2017F
Khả năng thanh khoản		
Hệ số thanh toán hiện thời	1,5	1,5
Hệ số thanh toán nhanh	0,1	0,1
Khả năng sinh lời		
Lợi nhuận biên gộp	17,8%	18,7%
Lợi nhuận biên sau thuế	5,6%	6,5%
ROE	31,6%	35,4%
ROA	15,0%	17,0%
Hiệu quả hoạt động		
Vòng quay khoản phải thu	167,00	167,43
Vòng quay hàng tồn kho	3,79	3,75
Vòng quay tổng tài sản	2,69	2,62
Vòng quay vốn chủ sở hữu	5,66	5,44

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Hoàng Thanh Nga
nga.nht@hsc.com.vn

Mô hình dự báo lợi nhuận

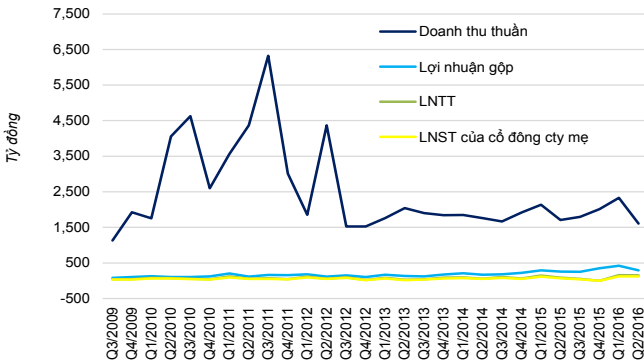
Đơn vị: triệu đồng	2013	2014	2015	2016F	2017F
Doanh thu thuần	8.914.183	9.199.218	7.708.353	8.336.377	9.248.525
y/y%	32,7%	3,2%	-16,2%	8,1%	10,9%
Lợi nhuận gộp	669.688	889.236	1.170.368	1.484.510	1.726.753
y/y%	11,9%	32,8%	31,6%	26,8%	16,3%
EBITDA	317.627	435.674	659.340	814.751	952.186
y/y%	24,1%	37,2%	51,3%	23,6%	16,9%
LNTT	233.007	335.034	197.323	593.763	765.141
y/y%		43,8%	-41,1%	200,9%	28,9%
LNST	169.037	255.872	152.303	466.298	600.885
y/y%	-33,6%	51,4%	-40,5%	206,2%	28,9%
LNST của cổ đông cty mẹ	169.037	255.872	152.303	466.298	600.885
y/y%	-33,6%	51,4%	-40,5%	206,2%	28,9%
EPS (VND)	1.841	2.914	1.395	4.026	5.503
y/y%	-41,0%	58,3%	-52,1%	188,6%	36,7%
P/E	16,62	13,69	22,94	17,74	12,97
EV/EBITDA	9,76	9,21	6,63	10,40	9,05
P/B	1,75	2,33	2,26	4,52	3,81

Nguồn: PNJ, (F): HSC dự báo

- *KQKD 8 tháng của PNJ tiếp tục khả quan mặc dù tăng trưởng doanh thu mỗi cửa hàng chậm lại.*
- *HSC duy trì dự báo cho năm 2016 với LNST tăng trưởng 206,2% và LNST năm 2017 tăng trưởng 28,9%.*
- *Khả năng bán cổ phần Đông Á Land có lời khoảng 3-5 tỷ đồng.*
- *Quan điểm đầu tư – Tiếp tục duy trì đánh giá Năm giữ. Giá cổ phiếu PNJ đã tăng 65,72% so với đầu năm với P/E dự phóng là 17,7 lần; P/E dự phóng từ hoạt động kinh doanh chính đạt 14,2 lần.*

KQKD 8 tháng của PNJ tiếp tục khả quan mặc dù tăng trưởng doanh thu mỗi cửa hàng chậm lại

PNJ - doanh thu và lợi nhuận theo quý



Nguồn - báo cáo tài chính cty

Tại cuộc gặp gần đây với PNJ (Năm giữ), công ty đã cập nhật về KQKD 8 tháng đầu năm. Tăng trưởng doanh thu mỗi cửa hàng hiện hữu của nhóm Vàng PNJ giảm tốc còn 6% trong 8 tháng đầu năm 2016 (tại thời điểm cuối 2015 là 21% còn cuối tháng 6/2016 là 10%). PNJ ước tính LNTT 8 tháng đầu năm đạt 395 tỷ đồng; theo đó chúng tôi ước tính LNTT Q3 sẽ đạt khoảng 133 tỷ đồng (tăng 131,78% so với cùng kỳ); thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi. Lý do khiến tăng trưởng doanh thu mỗi cửa hàng giảm tốc là cần phải có thời gian để nhân viên quen với hệ thống chuỗi phân phối mới của công ty; do vậy công ty kỳ vọng tăng trưởng doanh thu mỗi cửa hàng sẽ tăng tốc trở lại mức 15% vào cuối năm nay. Một thông tin tích cực mới được cập nhật là chi phí lãi vay ước tính khoảng 95 tỷ đồng; thấp hơn dự kiến là 115 tỷ đồng. Công ty có lẽ sẽ mở 30 cửa hàng mới trong năm 2016 thay vì 25 cửa hàng như kế hoạch (chủ yếu là cửa hàng vàng). Tuy nhiên công ty không công bố nhiều thông tin về vị trí các cửa hàng mới. Chúng tôi cho rằng TP. HCM vẫn là thị trường chính của PNJ với số lượng cửa hàng được mở mới nhiều nhất.

HSC duy trì dự báo cho năm 2016 với LNST tăng trưởng 206,2% - Theo đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo doanh thu thuần năm 2016 là 8.336,4 tỷ đồng (tăng trưởng 8,1%); LNTT đạt 593,7 tỷ đồng (tăng trưởng 200,9%) và LNST đạt 466,3 tỷ đồng (tăng trưởng 206,2%). Dự báo của chúng tôi dựa trên các giả định sau;

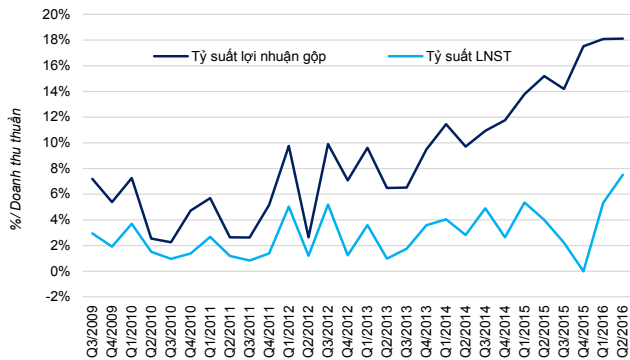
1. Giả định Vàng trang sức PNJ sẽ dẫn dắt tăng trưởng với doanh thu mảng này tăng trưởng 15,3%; chủ yếu nhờ doanh thu bán lẻ Vàng trang sức tăng trưởng 24%.

Vàng PNJ



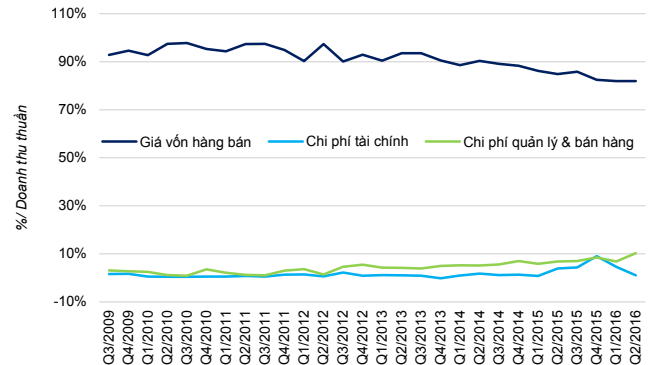
2. Số cửa hàng Vàng PNJ tăng thêm 25 cửa hàng; tương đương 20% lên 150 cửa hàng.
3. Cơ cấu sản phẩm tối ưu hơn giúp tăng tỷ suất lợi nhuận gộp lên 17,8%. Chúng tôi kỳ vọng Vàng PNJ sẽ đóng góp 90% lợi nhuận gộp.
4. Chúng tôi dự báo lỗ tài chính thuần là 234,5 tỷ đồng. Công ty trích lập 115 tỷ đồng dự phòng cho khoản đầu tư vào Ngân hàng Đông Á và Cty BĐS Đông Á.
5. Giả định lợi nhuận khác là 44,8 tỷ đồng nhờ khoản lãi không thường xuyên 42,35 tỷ đồng từ bán BĐS.
6. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu tăng lên 8,3% từ 7% năm 2015 do công ty mở rộng mạng lưới cửa hàng.

PNJ - tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất LNST theo quý



Nguồn - báo cáo tài chính cty

PNJ - giá vốn hàng bán, chi phí quản lý & bán hàng và chi phí tài chính trên doanh thu theo quý



Nguồn - báo cáo tài chính cty

Theo đó chúng tôi ước tính EPS đạt 4.026 đồng; P/E dự phóng là 17,7 lần; P/E dự phóng từ hoạt động kinh doanh chính đạt 14,2 lần.

Khả năng bán cổ phần Đông Á Land với lợi nhuận ước tính đạt từ 3 - 5 tỷ đồng – Có vẻ PNJ đã tìm được người mua cổ phần Đông Á Land (PNJ nắm 30,62% cổ phần Đông Á Land). PNJ đã đầu tư 81 tỷ đồng nhưng hiện thương vụ vẫn chưa hoàn tất. Dự kiến giá trị chuyển nhượng cổ phần Đông Á Land sẽ xấp xỉ giá trị đầu tư. Cho dù vậy đây vẫn là thông tin tích cực cho PNJ vì nếu không bán cổ phần Đông Á Land thì PNJ sẽ phải trích lập dự phòng cho khoản đầu tư này trong 2016 & 2017.

HSC dự báo LNST năm 2017 tăng trưởng 28,9% - HSC dự báo doanh thu thuần năm 2017 đạt 9.248 tỷ đồng (tăng trưởng 10,9%); LNTT đạt 765,1 tỷ đồng (tăng trưởng 28,9%) và LNST đạt 600,9 tỷ đồng (tăng trưởng 28,9%). Dưới đây là giả định chủ yếu của chúng tôi:

1. Giả định Vàng trang sức PNJ sẽ dẫn dắt tăng trưởng với doanh thu mảng này tăng trưởng 10,9%; chủ yếu nhờ doanh thu bán lẻ Vàng trang sức mỗi cửa hàng tăng trưởng 10%.
2. Số cửa hàng Vàng PNJ tăng thêm 25 cửa hàng; tương đương 20% lên 173 cửa hàng.

3. Cơ cấu sản phẩm tối ưu hơn giúp tăng tỷ suất lợi nhuận gộp lên 18,7%. Chúng tôi kỳ vọng Vàng PNJ sẽ đóng góp 91% lợi nhuận gộp.

4. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu tăng lên 8,8% từ 8,3% năm 2016 do công ty mở rộng mạng lưới cửa hàng.

Theo đó chúng tôi ước tính EPS đạt 5.503 đồng; P/E dự phóng là 12,97 lần.

Quan điểm đầu tư – Tiếp tục duy trì đánh giá Năm giữ. Giá cổ phiếu PNJ đã tăng 65,72% so với đầu năm. Và hiện định giá đã không còn rẻ. Khả năng bán cổ phần Đông Á Land có thể sẽ là động lực giúp giá cổ phiếu tăng ngắn hạn với tăng trưởng doanh thu mỗi cửa hàng chậm lại cho thấy tăng trưởng có lẽ đã đạt đến điểm bão hòa. Cho dù vậy câu chuyện tăng trưởng dài hạn vẫn giữ nguyên trong đó PNJ nắm 25% thị phần sản phẩm có thương hiệu trong khi thị trường sản phẩm không có thương hiệu cũng có một số cơ hội. Tuy nhiên NĐTNN sẽ gặp khó khăn khi mua vào cổ phiếu PNJ do công ty hiện chưa có kế hoạch nơi room do lo ngại có thể nảy sinh những hạn chế đối với hoạt động bán lẻ của công ty.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

BÁO CÁO NGẮN

Thứ hai, ngày 19 tháng 9 năm 2016

BÁO CÁO TÀI CHÍNH	2014	2015	2016F	2017F
Doanh thu	9.199.218	7.708.353	8.336.377	9.248.525
Giá vốn hàng bán	8.309.983	6.537.985	6.851.868	7.521.772
Lợi nhuận gộp	889.236	1.170.368	1.484.510	1.726.753
Thu nhập tài chính thuần	-71.515	-429.475	-234.751	-143.029
Chi phí quản lý & bán hàng	484.573	541.479	696.187	815.558
Lợi nhuận từ HĐKD	333.148	199.414	553.572	768.166
EBITDA	435.674	659.340	814.751	952.186
Lợi nhuận trước thuế	335.034	197.323	593.763	765.141
Lợi nhuận sau thuế	255.872	152.303	466.298	600.885
NPATMI	255.872	152.303	466.298	600.885
EPS (VND)	2.914	1.395	4.026	5.503

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2014	2015	2016F	2017F
Tài sản ngắn hạn	1.830.871	2.265.185	2.371.596	2.831.656
Tiền & các khoản tương đương tiền	272.305	37.885	1.097	54.237
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	65	65	65
Khoản phải thu ngắn hạn	71.325	47.171	52.665	57.814
Hàng tồn kho	1.437.416	2.135.225	2.266.581	2.662.750
Tài sản ngắn hạn khác	49.825	44.839	51.189	56.790
Tài sản dài hạn	996.880	682.608	887.226	969.572
Tài sản cố định	452.468	486.103	513.152	538.772
Đầu tư vào BĐS	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn	531.864	166.666	351.154	405.372
Tài sản dài hạn khác	12.547	29.839	22.920	25.428
Lợi thế thương mại	-	-	-	-
Tổng tài sản	2.827.751	2.947.793	3.258.822	3.801.228
Nợ	1.532.149	1.580.940	1.704.961	1.957.198
Nợ ngắn hạn	1.394.565	1.501.708	1.627.775	1.871.611
Nợ dài hạn	137.584	79.232	77.186	85.587
Vốn chủ sở hữu	1.296.523	1.394.350	1.553.861	1.844.029
Vốn cổ phần	755.970	982.746	982.746	982.746
LN giữ lại & quỹ khác	540.552	411.604	571.115	861.283
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	2.828.672	2.975.289	3.258.822	3.801.228

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2014	2015	2016F	2017F
Lưu chuyển tiền từ HĐKD	(118.490)	73.705	396.455	320.953
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	(3.021)	(43.681)	(70.043)	(62.637)
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	(114.006)	(29.846)	(196.549)	(196.549)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(235.516)	179	129.863	61.767
Tiền & các khoản tương đương tiền đầu kì	507.822	272.305	37.885	1.097
Ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái quy đổi ngoại tệ	-	-	-	-
Tiền & các khoản tương đương tiền cuối kì	272.305	272.484	167.748	62.864

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2014	2015	2016F	2017F
Định giá				
EPS (VND)	3.208	1.395	4.026	5.503
EBITDA (triệu đồng)	435.674	659.340	814.751	952.186
BVPS (VND)	17.150	14.188	15.812	18.764
DPS (VND)	2.500	1.500	1.500	2.000
P/E (x)	(1.567)	750	4.034	3.266
EV/EBITDA (x)	121.962	78.437	84.828	94.110
P/B (x)	14	23	18	13
Lợi suất cổ tức (%)	9	7	10	9
Khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9,7%	15,2%	17,8%	18,7%
Tỷ suất EBITDA	4,7%	8,6%	9,8%	10,3%
Tỷ suất LNTT	3,6%	2,6%	7,1%	8,3%
Tỷ suất LNST	2,6%	2,0%	5,6%	6,5%
Tỷ trọng chi phí quản lý & bán hàng/ doanh thu (%)	5,3%	7,0%	8,4%	8,8%
ROE (%)	23,7%	23,6%	21,5%	21,5%
ROA (%)	19,6%	11,3%	31,6%	35,4%
Khả năng thanh khoản				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,3	1,5	1,5	1,5
Hệ số thanh toán nhanh	0,3	0,1	0,1	0,1
Cơ cấu vốn				
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu	0,98	0,90	0,94	0,90
Tổng nợ/ Tổng tài sản	0,54	0,53	0,52	0,51
Hệ số chi trả lãi vay	5,08	7,76	6,86	8,48
Hiệu quả hoạt động				
Số ngày phải thu (ngày)	2,92	2,81	2,19	2,18
Số ngày tồn kho (ngày)	50,09	84,58	96,36	97,27
Số ngày phải trả (ngày)	4,98	7,84	6,36	4,51
Chu kì kinh doanh (ngày)	48,03	79,55	92,19	94,93

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Khi sử dụng các nội dung đã được HSC chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Khuyến cáo này và theo quy định của pháp luật.

GIẢI THÍCH CÁC MỨC ĐÁNH GIÁ CỔ PHIẾU

MUA: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung trên 10%/năm
KHẢ QUAN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung 10%/năm
GIỮ: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích bằng với thị trường chung
KÉM KHẢ QUAN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung 10%/năm
BÁN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung trên 10%/năm



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T : (+84 8) 3 823 3299
F : (+84 8) 3 823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 4 & 5, 66A Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm
T : (+84 4) 3 933 4693
F : (+84 4) 3 933 4822

E: info@hsc.com.vn **W:** www.hsc.com.vn