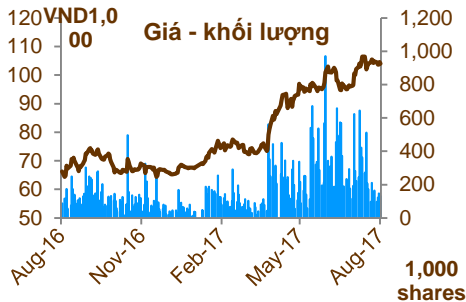


## Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG HOSE: PNJ

Kinh doanh vàng bạc đá quý

Giá thị trường (VND)	104.000
Giá mục tiêu (VND)	123.000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	18%
Suất sinh lợi cổ tức	2%
Suất sinh lợi bình quân năm	20%



### Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	59%	8%	9%	57%
Tương đối	43%	8%	6%	40%

Nguồn: Stoxplus, so với VNI

### Thông kê

25/08/2017

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	64k-104k
SL lưu hành (triệu cp)	108
Vốn hóa (tỷ đồng)	11,242
Vốn hóa (triệu USD)	501
% khối ngoại sở hữu	49.0%
SL cp tự do (triệu cp)	83.1
KLGD TB 3 tháng (cp)	125mn
VND/USD	22,442
Index: VNIndex / HNX	771/101

Nguồn: Stoxplus

### Cơ cấu sở hữu

25/08/2017

Cao Thi Ngoc Dung	10.14%
LGM Investments Limited	4.98%
VOF Investment Limited	3.97%
Vietnam Investment Limited	3.80%
Route One Investment Company	3.72%

Nguồn: Stoxplus

## Công ty Cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HSX: PNJ): Giữ sự tăng trưởng ấn tượng.

### Thuận lợi:

- Phú Nhuận tiếp tục kế hoạch mở rộng chuỗi cửa hàng bán lẻ. Công ty đã tăng hệ thống bán lẻ lên 237 cửa hàng trong 6 tháng 2017, gấp 4.4 lần so với đối thủ cạnh tranh thứ hai.
- Tăng trưởng doanh thu trên cùng cửa hàng (SSSG) đạt 28% với cửa hàng vàng và 34% cửa hàng bạc. Chúng tôi cho rằng SSSG của PNJ sẽ ở mức cao trong thời gian tới.
- Trong nửa đầu 2017, Phú Nhuận ghi nhận 5,476 tỷ doanh thu và 377 tỷ lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng tương ứng 39% và 54% so cùng kỳ. Công ty đã hoàn thành 53% kế hoạch doanh thu và 63% kế hoạch lợi nhuận 2017.

### Bất lợi:

- Chính phủ hạn chế 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.

**Định giá:** So với [báo cáo PNJ lần đầu](#), chúng tôi điều chỉnh tăng 10% dự phóng lợi nhuận ròng của PNJ lên 686 tỷ đồng, chủ yếu do tăng SSSG. EPS 2017 dự phóng là 6,158 đồng. Tại mức giá 103k/cp, PNJ được giao dịch mức 16.7 lần lợi nhuận 2017. Dựa trên phương pháp so sánh định giá P/E với các công ty nữ trang trong khu vực Châu Á và Australia. Chúng tôi đánh giá cổ phiếu PNJ tại mức 123k VND trên mỗi cổ phần cuối năm 2017. Tính thêm 2% lợi suất cổ tức, lợi nhuận kỳ vọng đạt 20%. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017E	2018E
DT Thuần (tỷ đồng)	9,199	7,706	8,565	10,982	13,608
Tăng trưởng (%)	3%	-16%	11%	28%	24%
LN hoạt động (tỷ đồng)	405	627	724	933	1,154
Biên lợi nhuận (%)	4%	8%	8%	8%	8%
LN khác	0	-359	-62	-	7
LNST (tỷ đồng)	256	76	451	686	900
Biên lợi nhuận (%)	3%	1%	5%	6%	7%
SLCP lưu hành (triệu cp)	76	98	98	108	108
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2,673	565	4,381	6,158	8,137
Tăng trưởng (%)	49%	-79%	675%	41%	32%
ROE (%)	20%	6%	32%	31%	27%
Nợ ròng/VCSH (%)	95%	93%	90%	21%	20%
PE (x)	38.5	182.2	23.5	16.7	12.7
PB (x)	6.01	7.70	6.75	3.75	3.05
EV/EBITDA (x)	26.1	17.3	15.1	11.1	9.1
Cổ tức (VND)	3,200	300	2,500	1,800	2,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3%	0%	2%	2%	2%

## Hoàng Thế Trung, CPA

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1457

trung.ht@kisvn.vn

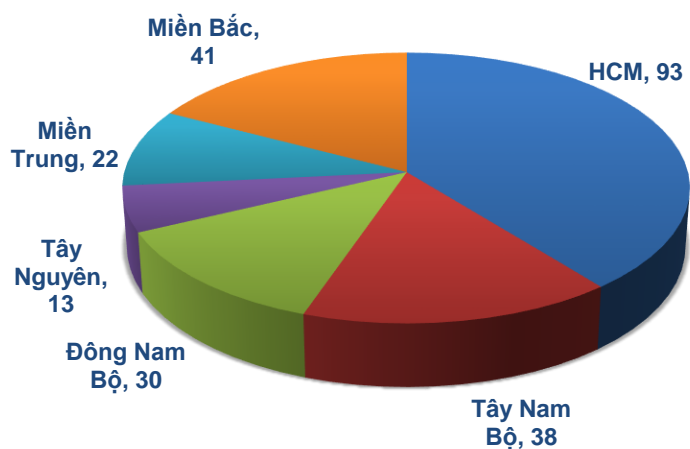
www.kisvn.vn

## Hệ thống bán lẻ nữ trang lớn nhất

Trong nửa đầu 2017, Phú Nhuận tiếp tục mở rộng hệ thống bán lẻ để chiếm thêm thị phần. Công ty mở mới 22 cửa hàng và đóng cửa 4 cửa hàng, tăng số cửa hàng lên 237. Hệ thống cửa hàng của Phú Nhuận gấp 4.4 lần đối thủ cạnh tranh thứ 2 là SJC. Kế hoạch công ty sẽ tiếp tục mở rộng lên 300 cửa hàng bán lẻ vào tháng 4/2018. Chi phí trung bình đầu tư cho một cửa hàng khoảng 17 tỷ đồng, bao gồm 1.5 tỷ cho CAPEX và 15.5 tỷ đồng cho vốn lưu động. Với khả năng tài chính và kinh nghiệm sẵn có, chúng tôi tin rằng Phú Nhuận có thể hoàn thành được kế hoạch nâng cao số cửa hàng bán lẻ và duy trì vị trí dẫn đầu của ngành trang sức Việt Nam.

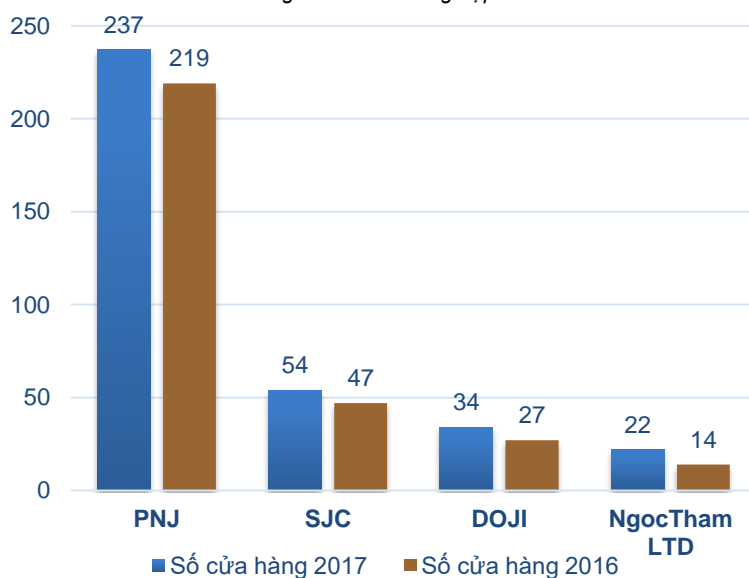
**Phân bố 237 cửa hàng PNJ**

*Nguồn: PNJ*



**Số cửa hàng các hệ thống nữ trang lớn**

*Nguồn: KISVN tổng hợp*

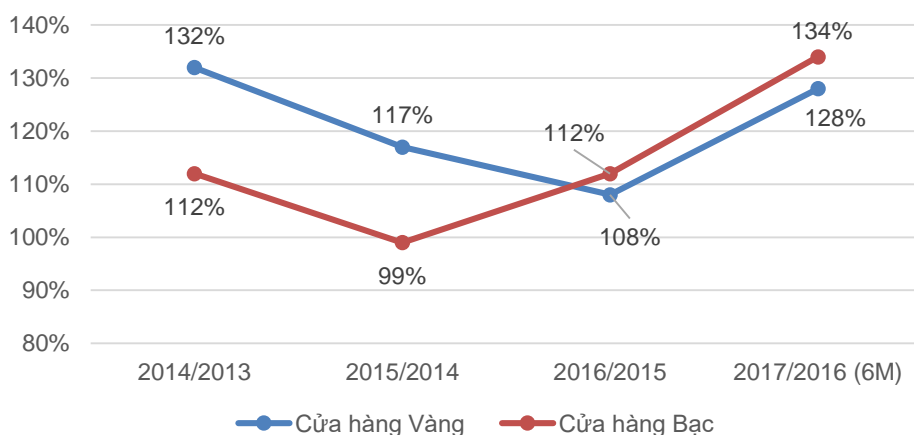


## Tăng trưởng doanh thu trên cùng cửa hàng (SSSG) vượt quá dự đoán

Trong báo cáo trước, chúng tôi ước tính SSSG của Phú Nhuận đạt khoảng 10%/năm. Tuy nhiên trong 6 tháng 2016, SSSG (ở cửa hàng mở trên 1 năm) được báo cáo tăng 28% ở cửa hàng vàng và 34% ở cửa hàng bạc. Sự tăng trưởng ấn tượng đến từ việc giành thêm được thị phần, đồng thời cải thiện được hệ thống cung ứng nội bộ. Theo đó, Phú Nhuận ước tính 70% thị phần của ngành trang sức vẫn còn thuộc về các cửa hàng gia đình nhỏ lẻ (giảm xuống từ mức 80% được ước tính vào cuối năm ngoái), điều này là cơ hội lớn cho các chuỗi thương hiệu lớn như Phú Nhuận. Ngoài ra, Phú Nhuận cũng cải thiện hệ thống cung ứng hàng hóa phục vụ bán hàng tốt hơn. Chúng tôi tin rằng SSSG sẽ duy trì mức cao trong thời gian tới.

SSSG của PNJ trong 4 năm

Nguồn: PNJ

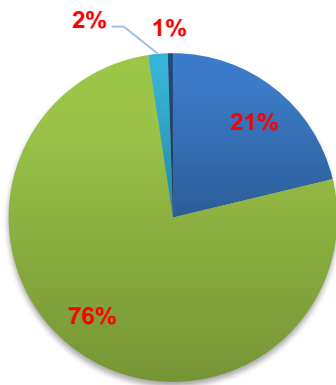


### Kết quả kinh doanh

Trang sức vàng vẫn đóng góp phần lớn cho kết quả kinh doanh Phú Nhuận với 76% doanh thu và 87% lợi nhuận gộp. Tỷ suất lợi nhuận gộp trang sức vàng là 19.6% trong nửa đầu 2017. Trong khi đó, trang sức bạc có mức tỷ suất lợi nhuận gộp rất cao là 70% và đóng góp 8% tổng lợi nhuận gộp của Phú Nhuận.

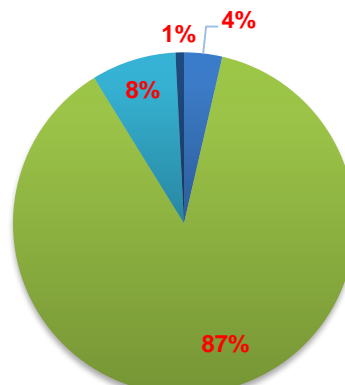
Cơ cấu doanh thu 6 tháng 2017

Nguồn: PNJ



Cơ cấu lợi nhuận gộp 6 tháng 2017

Nguồn: PNJ



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

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

Phú Nhuận ghi nhận 5,476 tỷ đồng doanh thu và 377 tỷ lợi nhuận sau thuế, hoàn thành 53% kế hoạch doanh thu và 63% kế hoạch lợi nhuận của 2017.

Chỉ tiêu (tỷ VND)	1H2016	1H2017	+/- (%)
Doanh thu	3,938	5,476	39%
Lợi nhuận gộp	699	933	33%
Chi phí tài chính	124 (*)	36	-71%
Chi phí hoạt động	324	436	35%
Lợi nhuận trước thuế	264	466	77%
Lợi nhuận sau thuế	245	377	54%

(\*) Bao gồm 80 tỷ chi phí dự phòng khoản đầu tư vào ngân hàng Đông Á

### Định giá

Phú Nhuận vừa hoàn thành phát hành cổ phần riêng lẻ thành công với mức giá 101k VND/ cổ phần, nhận về 975 tỷ đồng để mở rộng hệ thống cửa hàng. So với [báo cáo PNJ lần đầu](#), chúng tôi điều chỉnh tăng 10% dự phòng lợi nhuận ròng 2017 lên mức 686 tỷ đồng, nhờ sự tăng cao của SSSG. EPS 2017 dự phóng ở mức 6,158 đồng. Tại mức giá thị trường 103k/cổ phần, PNJ được giao dịch ở mức 16.7 lần lợi nhuận 2017 ước tính. Dựa vào phương pháp so sánh PE với các doanh nghiệp nữ trang khác trong Châu Á, chúng tôi định giá cổ phiếu PNJ ở mức **123k** vào cuối năm 2017. Cộng thêm 2% tỷ suất cổ tức, tổng lợi nhuận kỳ vọng 20%. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

Mã CK	Tên	Quốc gia	Vốn hóa (USDmn)	P/E
590 HK Equity	LUK FOOK HOLDINGS INTL LTD	HongKong	16,322	16.1
116 HK Equity	CHOW SANG SANG HLDG	HongKong	13,132	17.7
PCJL IN Equity	PC JEWELLER LTD	India	15,761	30.9
PAD MK Equity	PADINI HOLDINGS BERHAD	Malaysia	2,796	18.0
LOV AU Equity	LOVISA HOLDINGS LTD	Australia	323	24.8
MHJ AU Equity	MICHAEL HILL INTERNATIONAL L	Australia	381	14.5
RJEX IN Equity	RAJESH EXPORTS LTD	India	3,317	17.1
Trung bình P/E				20
EPS 2017 của PNJ				6,158
Định giá vào cuối 2017				123,000

Nguồn: Bloomberg, 23/08/2017

Báo cáo cập nhật – PNJ – TĂNG TỶ TRỌNG

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH PNJ	Giá TT: 103kVND	Giá MT: 123k VND	Vốn hóa: 11.242 tỷ VND	
Đơn: Tỷ đồng	2015	2016	2017E	2018E
Doanh thu thuần	7,706	8,565	10,982	13,608
Tăng trưởng (%)	-16%	11%	28%	24%
GVHB	6,538	7,153	9,163	11,330
Biên LN gộp (%)	15%	16%	17%	17%
Chi phí BH & QLDN	541	687	886	1,125
EBITDA	657	759	967	1,194
Biên lợi nhuận (%)	9%	9%	9%	9%
Khấu hao	30	34	34	41
Lợi nhuận từ HĐKD	627	724	933	1,154
Biên LN HĐKD (%)	8%	8%	8%	8%
Chi phí lãi vay ròng	81	72	76	34
% so với nợ ròng	7%	6%	6%	6%
Khả năng trả lãi vay(x)	8	10	12	34
Lãi/lỗ khác	-359	-62	-	7
Thuế	112	140	171	227
Thuế suất hiệu dụng (%)	60%	24%	20%	20%
Lợi nhuận ròng	75.6	450.5	685.8	899.7
Biên lợi nhuận (%)	1%	5%	6%	7%
Lợi ích CĐ thiểu số	-	-	-	-
LN cho công ty mẹ	76	451	686	900
Số lượng CP (triệu)	98	98	108	108
EPS hiệu chỉnh (VND)	565	4,381	6,158	8,137
Tăng EPS (%)	-79%	675%	41%	32%
Cổ tức (VND)	300	2,500	1,800	2,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	53%	57%	29%	25%

- 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

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2015	2016	2017E	2018E
Vòng quay phải thu (x)	212.61	270.52	270.52	270.52
Vòng quay HTK (x)	3.43	2.88	2.88	2.88
Vòng quay phải trả (x)	19.96	14.83	14.83	14.83
Thay đổi vốn lưu động	312	539	680	765
Capex	70	-78	80	90
Dòng tiền khác	306	93	-	-
Dòng tiền tự do	30	117	-40	85
Phát hành cp	-	-	975(*)	-
Cổ tức	23	246	195	216
Thay đổi nợ ròng	-7	129	-741	131
Nợ ròng cuối năm	1,224	1,353	612	743
Giá trị doanh nghiệp (EV)	11,346	11,475	10,734	10,865
Tổng VCSH	1,315	1,500	2,966	3,650
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
VCSH	1,315	1,500	2,966	3,650
Giá trị sổ sách/cp (VND)	13,383	15,267	27,441	33,763
Nợ ròng / VCSH (%)	93%	90%	21%	20%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.9	1.8	0.6	0.6
Tổng tài sản	2,976	3,588	4,314	5,128

- Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền
- (\*) Phú Nhuận phát hành 9.8 triệu cổ phần mới ở mức giá 101k VND/cp

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016	2017E	2018E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	6%	32%	31%	27%
ROA (%)	3%	14%	17%	19%
ROIC (%)	4.78%	15.49%	18.89%	19.64%
WACC (%)	9.05%	9.92%	13.20%	13.22%
PER (x)	182.2	23.5	16.7	12.7
PBR (x)	7.7	6.7	3.8	3.1
PSR (x)	1.3	1.2	0.9	0.7
EV/EBITDA (x)	17.3	15.1	11.1	9.1
EV/sales (x)	1.5	1.3	1.0	0.8
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0%	2%	2%	2%

**Liên hệ:****Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower  
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM  
Tel: (+84 28) 3914 8585  
Fax: (+84 28) 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 28) 3914 8585 (x1450)  
huy.hoang@kisvn.vn

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

Hoàng Thế Trung, CPA  
(+84 28) 3914 8585 (x1457)  
trung.ht@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –  
Dầu khí và Năng lượng**

Nguyễn Phong Danh  
(+84 28) 3914 8585 (x1459)  
danh.np@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –  
Hàng hóa và Logistics**

Võ Hoàng Bảo  
(+84 28) 3914 8585 (x1460)  
bao.vh@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –  
Dược và bán lẻ**

Nguyễn Hoàng Hà  
(+84 28) 3914 8585 (x1463)  
ha.nh@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –  
Tiêu dùng**

Nguyễn Thị Phúc An  
(+84 28) 3914 8585 (x1461)  
an.nt@kisvn.vn

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

Bạch An Viễn  
(+84 28) 3914 8585 (x1449)  
vien.ba@kisvn.vn

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

Lâm Hạnh Uyên  
(+84 28) 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.