

# BÁO CÁO CẬP NHẬT CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ)

## Báo cáo cập nhật 24/07/2018

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	137.900
Tiềm năng tăng giá	48%
Cổ tức (VND)	1.800
Lợi suất cổ tức	1,89%

### Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



### Thông tin cổ phiếu, ngày 24/07/2018

Giá hiện tại (VND)	93.100
Số lượng CP niêm yết	162.139.324
Vốn điều lệ (tỷ VND)	1621,39
Vốn hóa TT (tỷ VND)	15.419
Khoảng giá 52 tuần (VND)	63.900-137.100
% Sở hữu nước ngoài	49%
% Giới hạn sở hữu NN	49%

### Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2015	2016	2017
EPS (vnd)	614	4.126	6.705
Cổ tức (vnd)	1.500	1.800	2.000
ROA(%)	2,6%	13,7%	17,9%
ROE(%)	5,7%	30,1%	24,6%

### Hoạt động kinh doanh chính

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) là công ty chế tác và bán lẻ trang sức giữ vị trí số 1 trong phân khúc trung và cao cấp tại Việt Nam với hệ thống bán lẻ lên tới 281 cửa hàng.

Nguồn: MBS tổng hợp

## Tập trung vào trạng sức kênh lẻ, lãi quý II của PNJ tăng 40%

- **Kết quả kinh doanh Q2 2018 khả quan** với tăng trưởng 37% doanh thu thuần và 39,5% lợi nhuận sau thuế so với cùng kỳ, đạt tương ứng 3.217 tỷ đồng và 180 tỷ đồng. Tính chung 6 tháng đầu năm, doanh thu PNJ tăng 34% đạt 7.357 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế theo đó thu về 517 tỷ đồng, tăng trưởng 37%.
- **Kế hoạch đề ra cho năm 2018, công ty đặt chỉ tiêu doanh thu 13.727 tỷ doanh thu và 882,4 tỷ lợi nhuận sau thuế.** Như vậy, PNJ đã thực hiện được 59% kế hoạch lợi nhuận năm sau 6 tháng.
- **Theo thông tin mới được Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM công bố, mã cổ phiếu PNJ sẽ được thêm vào danh mục thành phần chỉ số VN30 kỳ tháng 7/2018.** Điều này cho thấy chất lượng của cổ phiếu PNJ cũng như chất lượng quản trị, kinh doanh tốt của doanh nghiệp.
- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PNJ với giá mục tiêu 12 tháng là 137.900 đồng/cổ phiếu. Doanh thu và LNST ước tính đạt 13.739 tỷ đồng và 883 tỷ đồng.

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018F
DTT ( tỷ VNĐ)	7.706	8.565	10.977	13.739
% tăng trưởng		11,14%	28,17%	25,16%
LNST ( tỷ VNĐ)	76	450	725	883
% tăng trưởng		496,31%	60,9%	21,79%
Biên LNR (%)	0,98%	5,26%	6,60%	6,43%
EPS (VNĐ)	614	4.126	6.705	5.289 <sup>(*)</sup>
Vốn điều lệ	983	983	1.081	1.621

(\*) EPS giảm do pha loãng cổ phiếu

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PNJ của CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận với giá mục tiêu 137.900 đồng/cổ phiếu, **tăng 48%** so với mức giá 93.100 đồng ngày 24/07/2018.

Nhìn chung hoạt động kinh doanh của PNJ vẫn tương đối tích cực với doanh thu và LNST duy trì trạng thái năm nay cao hơn năm trước. Đồng thời tiềm năng của ngành bán lẻ trang sức vẫn còn, trong khi PNJ vẫn chưa có đối thủ xứng tầm, cho thấy trong trung và dài hạn, PNJ vẫn còn khả năng tăng trưởng tích cực. Ở mức giá hiện tại ngày 24/07/2018 là 93.100 đồng, P/E trailing của PNJ là 18,x (theo EPS 4 quý gần nhất là 7.720 đồng), trong khi đó P/E forward 2018 khoảng 24 lần, cao hơn so với bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực. **Mặc dù vậy, với vị thế là công ty chế tác & bán lẻ trang sức số 1 trong phân khúc trung và cao cấp tại Việt Nam, chúng tôi cho rằng mức P/E này là hoàn toàn xứng đáng. PNJ vẫn là cơ hội tốt cho các nhà đầu tư trong tương lai.**

### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- **Việt Nam là thị trường bán lẻ hấp dẫn hàng đầu thế giới.** Theo kết quả khảo sát thường niên về Chỉ số phát triển bán lẻ toàn cầu năm 2017 (GRDI) của Hãng tư vấn A.T. Kearney, Việt Nam đã vượt các thị trường đông dân như Indonesia (vị trí thứ 8). havi các nước có thị trường bán lẻ tốt trong những năm qua như Saudi Arabia

(thứ 11), Kazakhstan (thứ 16), Philippines (vị trí 18), Thái Lan (thứ 30).

- **Giá vàng dự báo tăng trong điều kiện triển vọng kinh tế khả quan tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của PNJ trong tương lai.** Cụ thể, giá vàng thế giới được dự báo sẽ tiếp tục tăng nhẹ trong giai đoạn 2018 – 2021 với mức tăng bình quân năm 2%.
- **Nhu cầu tiêu thụ vàng trang sức gia tăng** với tốc độ tăng trưởng bình quân 10%/năm trong giai đoạn 2013 – 2017. Song song với đó, tỷ lệ nhóm người tiêu dùng thuộc phân khúc trung & thượng lưu ở Việt Nam được dự báo tăng lên từ 14% lên 34% dân số năm 2020.
- **Hệ thống cửa hàng bán lẻ PNJ liên tục tăng trưởng.** PNJ định hướng đến 2020 sẽ đạt quy mô 500 cửa hàng. Với việc mở rộng hệ thống phân phối, kỳ vọng sẽ hỗ trợ PNJ gia tăng được thị phần bán lẻ và thực hiện mục tiêu lấy được thị phần từ các doanh nghiệp nhỏ lẻ.
- **Đầu tư, triển khai các nền tảng công nghệ thông tin:** PNJ dự kiến sẽ chi đầu tư 6,5 triệu USD cho hệ thống ERP và 1,8 triệu USD cho 2 hệ thống CRM (Customer Relationship Management), RFID (Radio Frequency Identification) nhằm tối ưu hóa hoạt động quản lý chuỗi cung ứng, quản lý kênh phân phối, quản trị rủi ro,... Dự kiến sẽ đầu tư và sử dụng trong năm 2018 và 2019, đây sẽ là các công cụ hỗ trợ giúp PNJ phát triển phân khúc khách hàng, nắm bắt nhu cầu thị hiếu nhằm đẩy mạnh doanh thu.
- **Đẩy mạnh kinh doanh mảng đồng hồ từ năm 2019.** PNJ kỳ vọng tương lai kinh doanh đồng hồ sẽ mang về khoản lợi nhuận lớn cho PNJ khi thị trường đồng hồ trong nước được đánh giá là “rất bất nháo”.
- **Theo thông tin mới được Sở Giao dịch chứng khoán TP.HCM công bố, mã cổ phiếu PNJ sẽ được thêm vào danh mục thành phần chỉ số VN30 kỳ tháng 7/2018. Điều này cho thấy chất lượng của cổ phiếu PNJ cũng như chất lượng quản trị, kinh doanh tốt của doanh nghiệp.**

## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá mục tiêu của cổ phiếu PNJ dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền. Mức giá mục tiêu 137.900 đồng tương đương mức P/E forward 24 lần (theo EPS ước tính 2018 – tính EPS trên số lượng cổ phiếu đang lưu hành là 162,1 triệu).

## RỦI RO ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU

- **Rủi ro pha loãng.** PNJ đặt kế hoạch phát hành thêm gần 60 triệu cổ phiếu trong năm 2018, nâng tổng số lượng cổ phiếu lên gần 167 triệu cổ phiếu. Việc tăng vốn sẽ ảnh hưởng đến mức thu nhập trên cổ phần của cổ đông.
- **Sự gia nhập của các đối thủ cạnh tranh tác động đến hiệu quả kinh doanh của PNJ.** Sự hấp dẫn của thị trường bán lẻ Việt Nam nói chung và trang sức nói riêng mở ra cơ hội cho nhiều doanh nghiệp tham gia vào sân chơi này. Bên cạnh đó, thuế suất nhập khẩu vàng, trang sức, mỹ nghệ tiến tới giảm 0% khi các Hiệp định thương mại tự do có hiệu lực khiến rào cản gia nhập ngành trở nên kém đi. Do vậy, PNJ không chỉ cạnh tranh với các công ty trong nước (Doji, Bảo Tín Minh Châu, SJC... và các cửa hàng nhỏ lẻ) mà còn chịu áp lực cạnh tranh với các doanh nghiệp nước ngoài.

Để hạn chế rủi ro cạnh tranh cao, PNJ tập trung đầu tư mở rộng hệ thống bán lẻ và hệ thống công nghệ thông tin giúp tối đa hóa hiệu quả hoạt động của Công ty. Chia sẻ về tầm nhìn mô hình bán lẻ đa kênh Omni channel, đại diện PNJ cho biết hệ thống kết nối online và offline đang được xây dựng, nhằm cung cấp dữ liệu kịp thời để duy trì tương tác với khách hàng, từ đó tăng tính trung thành và tần suất quay trở lại của khách hàng đối với PNJ.

## THÔNG TIN CẬP NHẬT HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 2:1

Theo kế hoạch đưa ra đầu năm 2018, PNJ quyết định thưởng cổ phiếu 50% tương đương phát hành 54 triệu cổ phiếu. Số lượng cổ phiếu tăng lên 162,1 triệu. Vốn điều lệ tăng từ 1.081 tỷ đồng lên 1.621 tỷ đồng.

Trong năm nay, PNJ còn dự kiến phát hành cổ phiếu ESOP với giá 20.000 đồng/cổ phiếu cho CBNV với số lượng cổ phiếu dự kiến 4,86 triệu cổ phiếu. Công ty quy định 30% số lượng cổ phiếu hạn chế chuyển nhượng trong vòng 12 tháng, 30% trong vòng 24 tháng & 40% trong vòng 36 tháng kể từ ngày hoàn thành đợt phát hành.

### Kết quả kinh doanh Q2/2018

BCTC quý II của Công ty cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) cho thấy sự tăng trưởng mạnh về cả doanh thu và lợi nhuận. Trong đó, doanh thu quý II tăng 37% lên 3.217 tỷ đồng. Theo PNJ, yếu tố tăng doanh thu vẫn tập trung mạnh vào trang sức vàng kênh lẻ. Tăng trưởng doanh thu đối với nhóm cửa hàng cũ là 24%, trong khi đó 63 cửa hàng mở mới từ quý 3 năm trước đóng góp tăng trưởng 13% doanh số.

Lợi nhuận gộp trong quý 2/2018 của PNJ đạt gần 583 tỷ đồng, tương ứng biên lợi nhuận gộp 18,12%, cao hơn đáng kể so với mức 17,06% quý 2 năm trước. Đây cũng là quý thứ 2 liên tiếp PNJ đạt biên lợi nhuận gộp trên 18%. Việc thay đổi cơ cấu sản phẩm, tập trung vào các dòng nữ trang cao cấp đang mang lại kết quả tích cực cho PNJ.

Trong kỳ, chi phí tài chính suy giảm nhưng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp lại tăng mạnh. Chi phí tài chính (chủ yếu là chi phí lãi vay) trong kỳ của PNJ giảm 20% còn 13,73 tỷ đồng. Tuy vậy, chi phí bán hàng tăng 45% lên 268,91 tỷ đồng; chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 73% lên 73,7 tỷ đồng. Kết quả, PNJ báo lãi sau thuế đạt 180 tỷ đồng, cao hơn 40% so với kết quả quý II/2017.

**Lũy kế 6 tháng đầu năm, doanh thu PNJ tăng 34% đạt 7.357 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế theo đó thu về 517 tỷ đồng, tăng trưởng 37%.**

Chỉ tiêu	Q2/2018	Q2/2017	Thay đổi	6T2018	6T2017	Thay đổi
<b>Doanh thu thuần</b>	3217	2345	37%	7357	5476	34%
<b>Giá vốn</b>	2635	1945	35%	6004	4525	33%
<b>LNG</b>	583	400	46%	1353	951	42%
<b>CPTC</b>	14	17	-18%	28	36	-22%
<b>CPBH</b>	269	186	45%	551	369	49%
<b>CP QLDN</b>	74	43	72%	134	82	63%
<b>LNTT</b>	228	162	41%	648	473	37%
<b>LNST</b>	180	129	40%	517	378	37%
<b>EPS</b>	1113	1312	-15%	3187	3843	-17%

Đến cuối quý II, tổng tài sản của PNJ tăng 600 tỷ so với đầu năm lên 5.095 tỷ đồng, chủ yếu là tăng khoản mục hàng tồn kho từ 3.402 tỷ đồng lên 3.936 tỷ đồng. Việc tăng hàng tồn kho có khả năng do công ty đang đẩy mạnh khai thác thị trường miền Bắc cũng như chuẩn bị cho mảng kinh doanh đồng hồ đã được đề cập tại Đại hội thường niên 2018.

Nợ phải trả tại cuối tháng 6 là 1.807 tỷ đồng, chiếm 35% tổng nguồn vốn. Vốn chủ sở hữu tăng mạnh lên 3.288 tỷ đồng do công ty mới thực hiện tăng góp chủ sở hữu từ 1.081 tỷ lên 1.621 tỷ đồng.

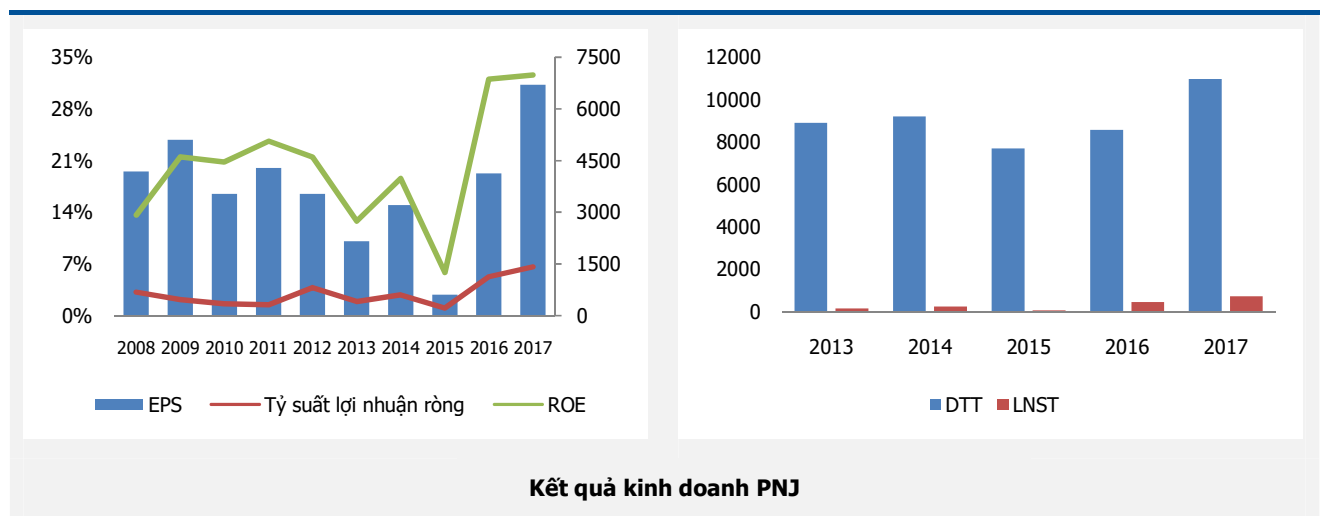
Như vậy, so với kế hoạch năm PNJ đã thực hiện được 59% kế hoạch lợi nhuận năm sau 6 tháng.

## Kế hoạch kinh doanh năm 2018

- **Đặt kế hoạch doanh thu thuần 13.727 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 882 tỷ đồng, tăng 25% và 22% so với thực hiện 2017.** Để thu về những con số trên, PNJ đặt kế hoạch mở mới thêm ít nhất 40 cửa hàng và mục tiêu đến 30/4/2018 sẽ nâng tổng số cửa hàng đạt mức 300 cửa hàng, đồng thời cố gắng duy trì tỷ lệ tăng trưởng doanh thu cửa hàng (SSSG) như năm 2017 là khoảng 21%.
- PNJ tiếp tục định hình lại các chuẩn mực hoạt động kinh doanh trong ngành kim hoàn khi đẩy mạnh hoạt động bán lẻ.
- Đầu tư, triển khai các nền tảng công nghệ thông tin: PNJ dự kiến sẽ chi đầu tư 6,5 triệu USD cho hệ thống ERP và 1,8 triệu USD cho 2 hệ thống CRM (Customer Relationship Management), RFID (Radio Frequency Identification) nhằm tối ưu hóa hoạt động quản lý chuỗi cung ứng, quản lý kênh phân phối, quản trị rủi ro,... Dự kiến sẽ đầu tư và sử dụng trong năm 2018 và 2019, đây sẽ là các công cụ hỗ trợ giúp PNJ phát triển phân khúc khách hàng, nắm bắt nhu cầu thị hiếu nhằm đẩy mạnh doanh thu.

## KQKD 2017 tăng trưởng mạnh

KQKD 2017 tăng trưởng mạnh với 10.977 tỷ đồng doanh thu và 725 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng tương ứng 28% và 60% YoY. Các chỉ số phản ánh khả năng sinh lời tăng mạnh và ghi nhận giá trị cao nhất trong các năm, cụ thể EPS đạt 6.705 đồng, tỷ suất lợi nhuận gộp 17,42%, tỷ suất lợi nhuận ròng 6,6%, ROE 32,58%. Tỷ lệ chi trả cổ tức 20% trên mệnh giá.



*Nguồn: PNJ*

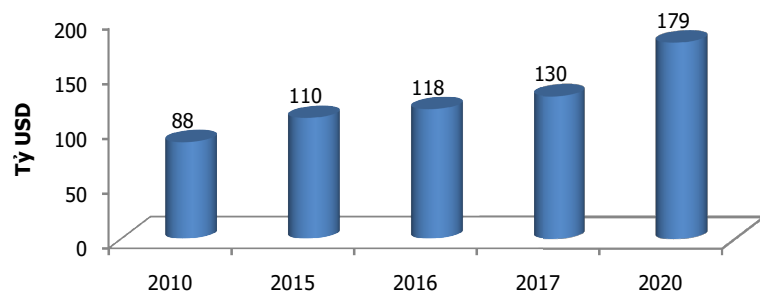
Hoạt động kinh doanh bán lẻ trang sức vàng đóng góp lớn vào sự tăng trưởng của PNJ với tỷ lệ hơn 50% trong cơ cấu doanh thu, tăng 36,5% so với năm 2016. Số lượng cửa hàng phát triển mới đạt 54 cửa hàng, nâng tổng số cửa hàng lên 269, có mặt tại 48/63 tỉnh thành cả nước.

Cơ cấu vốn khá an toàn với tỷ lệ nợ/tổng tài sản có xu hướng giảm, từ 0,58 lần năm 2016 xuống còn 0,34 lần năm 2017. Áp lực trả lãi với PNJ là không lớn. Năm 2017, lưu chuyển tiền ròng từ hoạt động SXKD được cải thiện với ghi nhận giá trị dương 107 tỷ đồng sau khi ghi nhận mức thâm hụt 23 năm 2016.

## ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

### Bán lẻ Việt Nam: Thị trường hấp dẫn hàng đầu thế giới

Thị trường bán lẻ Việt Nam được đánh giá là miếng bánh hấp dẫn, đang có sự tăng trưởng nóng và sẽ giữ xu hướng đi lên trong thời gian tới. Theo kết quả khảo sát thường niên về Chỉ số phát triển bán lẻ toàn cầu năm 2017 (GRDI) của Hãng tư vấn A.T. Kearney, Việt Nam đã tăng 5 bậc lên vị trí thứ 6 trong bảng xếp hạng. Hiện Việt Nam chỉ đứng sau các thị trường lớn là Ấn Độ, Trung Quốc, Malaysia, Thổ Nhĩ Kỳ và các Tiểu vương quốc Ả-rập thống nhất (UAE). Như vậy, Việt Nam đã vượt các thị trường đông dân như Indonesia (vị trí thứ 8), hay các nước có thị trường bán lẻ tốt trong những năm qua như Saudi Arabia (thứ 11), Kazakhstan (thứ 16), Philippines (vị trí 18), Thái Lan (thứ 30). Điều này cho thấy thị trường bán lẻ trong nước có sức hút trở lại đối với các nhà đầu tư nước ngoài



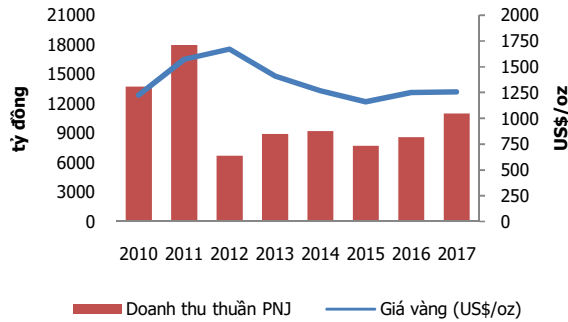
Quy mô thị trường bán lẻ Việt Nam

Nguồn: FPT

### Giá vàng dự báo tăng nhẹ trong điều kiện triển vọng kinh tế khả quan sẽ tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của PNJ trong tương lai

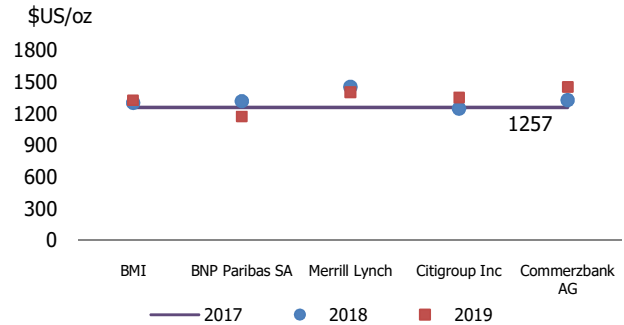
**Bên cạnh các yếu tố về tăng trưởng kinh tế và mức thu nhập, thực tế cho thấy kết quả kinh doanh của PNJ có diễn biến khá tương đồng với biến động giá vàng.** Cụ thể, giai đoạn 2010 - 2011 là giai đoạn Công ty đạt mức doanh thu cao nhất trước khi ghi nhận giảm do tác động xấu từ nền kinh tế, cũng là thời điểm giá vàng ở mức cao. Bước sang giai đoạn 2015 - 2017, giá vàng thế giới tăng trở lại với mức tăng bình quân 4,1%/năm. Cùng với sự ổn định của nền kinh tế sau giai đoạn khủng hoảng, doanh thu bán hàng của PNJ ghi nhận tăng trưởng khả quan, bình quân 19%/năm.

Thông tin tổng hợp từ Bloomberg cho thấy giá vàng thế giới được dự báo sẽ tiếp tục tăng nhẹ trong giai đoạn 2018 - 2021 với mức tăng bình quân năm 2%. Trong khi đó, kinh tế trong nước dự kiến tăng trưởng 6,5% từ năm 2018 đến năm 2020, cao hơn mức trung bình của khu vực và thế giới, theo WB. Báo cáo Triển vọng phát triển châu Á 2018 của Ngân hàng Phát triển châu Á (ADB) cũng cho rằng Việt Nam sẽ tiếp tục đạt kết quả tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ GDP 7,1% năm 2018, nằm trong top 3 nền kinh tế tăng trưởng nhanh nhất khu vực.



**Tương quan giá vàng và doanh thu PNJ**

Nguồn: PNJ, Hội đồng vàng thế giới WGC



**Dự báo giá vàng giai đoạn 2018 – 2019**

Nguồn: Bloomberg

## Nhu cầu tiêu thụ vàng trang sức gia tăng song hành với triển vọng kinh tế

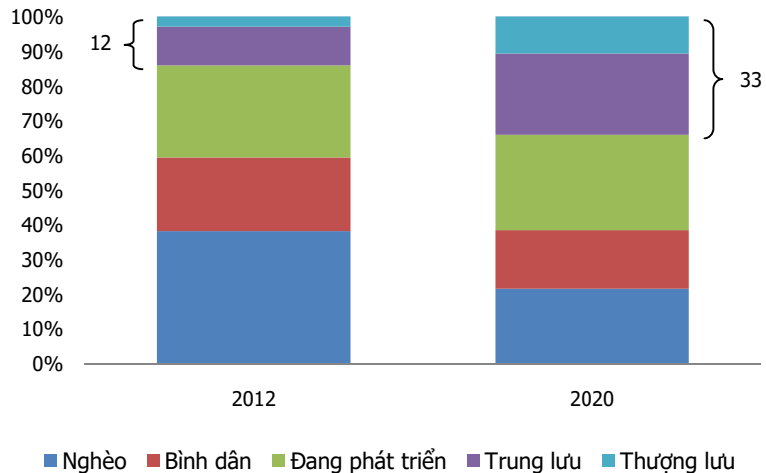
Theo Hội đồng vàng thế giới WGC, Việt Nam là thị trường tăng trưởng nhu cầu vàng trang sức mạnh nhất trong khu vực với mức tăng 7% trong năm 2017, trong khi con số này tại 2 quốc gia tiêu thụ vàng hàng đầu thế giới là Trung Quốc & Ấn Độ ghi nhận mức tăng lần lượt 3% và 12%. Nền kinh tế trong nước có những dấu hiệu hồi phục từ năm 2013 khiến cho **nhu cầu tiêu thụ vàng trang sức tăng đều qua các năm với tỷ lệ tăng trưởng bình quân 10%/năm trong giai đoạn 2013 – 2017, mức cao nhất so với các quốc gia châu Á.**

Đv: tấn	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017/2016 YoY (%)	2013 – 2017 CAGR (%)
Ấn Độ	661.7	619.3	595.2	617.4	627.5	662.3	504.5	562.7	+12	-1
Trung Quốc	492.7	606.6	654.2	1,031.3	875.3	811.9	678.5	697.5	+3	+1
Nhật Bản	20.8	15.9	16.1	17.0	16.4	16.5	16.9	16.6	-2	+1
Indonesia	33.4	33.4	35.2	41.2	36.5	38.9	38.4	38.6	+1	+2
Malaysia	10.5	8.2	8.4	10.5	10.2	8.4	7.8	7.3	-6	-3
Singapore	8.5	8.9	9.7	14.3	14.0	12.2	12.1	11.8	-2	+4
Hàn Quốc	17.8	18.6	16.6	22.9	22.9	25.6	24.1	22.7	-6	+6
Thái Lan	7.1	6.9	9.1	14.9	12.4	12.2	11.8	11.4	-3	+5
<b>Việt Nam</b>	<b>14.2</b>	<b>12.8</b>	<b>10.5</b>	<b>11.8</b>	<b>12.5</b>	<b>15.6</b>	<b>15.4</b>	<b>16.5</b>	<b>+7</b>	<b>+10</b>

**Nhu cầu tiêu thụ vàng trang sức tại 1 số quốc gia châu Á**

Nguồn: Hội đồng Vàng Thế giới

Cùng với sự phát triển về kinh tế, **nhóm người tiêu dùng thuộc phân khúc trung & thượng lưu ở Việt Nam được dự báo tăng lên mức từ 12 triệu người năm 2012 lên 33 triệu người vào năm 2020**, chiếm tương ứng từ 14% lên 34% dân số cả nước. Sức mua hàng hóa xa xỉ từ đó sẽ tăng lên rõ rệt.



**Tăng trưởng dân số theo thu nhập**

*Nguồn: BMI & BCG*

## Đẩy mạnh mảng kinh doanh đồng hồ từ năm 2019

Sự tăng lên về thu nhập khiến đồng hồ không đơn giản chỉ là thiết bị xem thời gian mà còn trở thành một loại trang sức trong việc thể hiện phong cách, đẳng cấp và địa vị của người dùng. Tuy nhiên, thị trường đồng hồ trong nước trên thực tế còn khá nhiều bất cập với tình trạng hàng lậu, nhái đơn xen trong khi chưa có sự hiện diện của bất kỳ chuỗi bán lẻ nào. Người tiêu dùng gặp nhiều khó khăn khi lựa chọn mua đồng hồ.

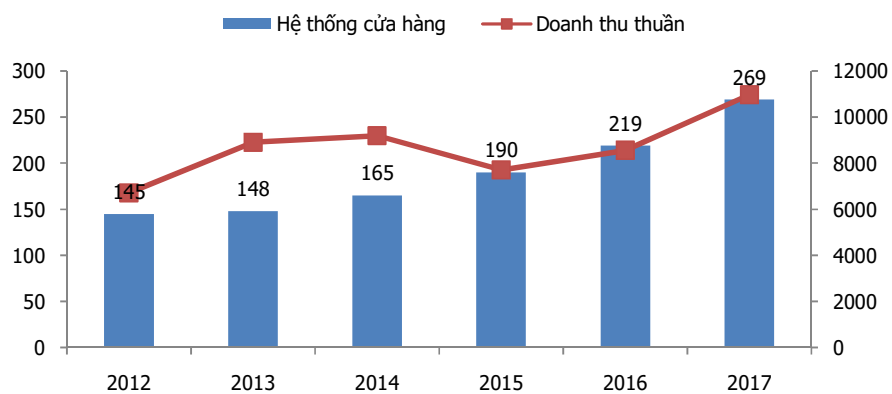
Nắm bắt được tâm lý này, PNJ đã triển khai mảng kinh doanh đồng hồ trong 5 năm qua, bán đơn lẻ trong các cửa hàng trang sức, và đem lại kết quả khả quan. PNJ dự kiến cuối năm 2018 sẽ mở 20 cửa hàng signature bán đồng hồ có thương hiệu riêng, kết hợp với kênh bán hàng online. PNJ kỳ vọng tương lai kinh doanh đồng hồ sẽ mang về khoản lợi nhuận lớn cho PNJ khi thị trường đồng hồ trong nước được đánh giá là "rất bất nháo".

## Hệ thống cửa hàng liên tục tăng trưởng

Để đáp ứng nhu cầu vàng trang sức ngày càng tăng, PNJ chủ trương đầu tư hệ thống công nghệ & hệ thống cửa hàng bán lẻ nhằm tiếp cận gần hơn với nhu cầu khách hàng, phân tích thị hiếu người tiêu dùng qua đó linh động trong việc sản xuất.

Hiện tại, PNJ đang sở hữu xí nghiệp chuyên sản xuất nữ trang lớn nhất Việt Nam trên mặt bằng 3.500 m<sup>2</sup> bao gồm 6 tầng với hơn 1.000 công nhân làm việc. Mỗi năm xí nghiệp cung cấp 4 triệu sản phẩm. Toàn bộ máy móc sản xuất của PNJ đều sử dụng công nghệ từ Italia và Đức, hai cường quốc trong ngành công nghiệp sản xuất nữ trang. Năng lực sản xuất vượt trội đảm bảo cung ứng cho hệ thống cửa hàng thương hiệu PNJ trên toàn quốc mà theo định hướng đến 2020 sẽ đạt quy mô 500 cửa hàng, đặc biệt là đủ công suất phục vụ cho các mục tiêu tham vọng như việc đưa sản phẩm của PNJ vào 12.000 tiệm vàng trên cả nước.

PNJ lên kế hoạch mở thêm 40 cửa hàng trong năm 2018, đầu tư hệ thống công nghệ thông tin với mức đầu tư dự kiến 8,3 triệu USD trong 2 năm 2018 và 2019. Chúng tôi đánh giá cao động thái này của Công ty trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt với sự gia nhập của các đối thủ cạnh tranh trong & ngoài nước, đặc biệt khi các Hiệp định thương mại tự do có hiệu lực đối với thuế suất nhập khẩu vàng trang sức, mỹ nghệ giảm xuống 0%.



**Tương quan hệ thống cửa hàng PNJ & doanh thu PNJ**

*Nguồn: PNJ*



## MÔ HÌNH DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

### Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2018

**Cho năm 2018, chúng tôi dự báo doanh thu thuần & LNST của PNJ đạt 13.739 tỷ đồng, LNST 883 tỷ đồng. EPS dự kiến đạt 5.289 đồng, giảm do số lượng cổ phiếu tăng mạnh.**

Kết quả dự phóng dựa trên các giả định:

- Tăng trưởng doanh thu từ kinh doanh lẻ trang sức vàng 35% trong khi doanh thu từ kinh doanh trang sức bạc và các hoạt động khác (chế tác, sản xuất & kinh doanh sỉ, kinh doanh trực tuyến) tăng 15%.
- Kết quả kinh doanh Q2 2018 khả quan với tăng trưởng 37% doanh thu thuần và 39,5% lợi nhuận sau thuế so với cùng kỳ, đạt tương ứng 3.217 tỷ đồng và 180 tỷ đồng. Tính chung 6 tháng đầu năm, doanh thu PNJ tăng 34% đạt 7.357 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế theo đó thu về 517 tỷ đồng, tăng trưởng 37%.
- Tỷ lệ chia cổ tức tiền mặt 18% năm 2018.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN/doanh thu tăng từ 8,8% năm 2017 lên 9,5% năm 2018 do mở rộng hệ thống cửa hàng bán lẻ.

### Định giá cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) để xác định giá mục tiêu của cổ phiếu PNJ.

Các dữ liệu đầu vào giả định chính:

- Tăng trưởng bình quân năm doanh thu thuần 23% trong giai đoạn 2018 – 2022
- Tỷ lệ tăng trưởng cửa hàng bán lẻ bình quân 16%/năm
- Tỷ lệ chia cổ tức tiền mặt 20% từ năm 2019
- Tốc độ tăng trưởng bền vững sau năm 2022 là 2,5%.

Đơn vị: Tỷ đồng	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIAT	917	1,123	1,411	1,758	2,161
(+) Khấu hao	54	69	76	84	96
(-) Chi đầu tư TSCĐ và TSDH khác	(127)	(127)	(82)	(91)	(107)
(-) Thay đổi VLĐ ngoài tiền mặt	386	(429)	(60)	(614)	(78)
<b>FCF</b>	<b>1,230</b>	<b>636</b>	<b>1,346</b>	<b>1,137</b>	<b>2,072</b>
WACC					
Kỳ chiết khấu	0.67	1.67	2.67	3.67	4.67
Hệ số chiết khấu	0.93	0.84	0.76	0.68	0.61
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền</b>	<b>1,146.7</b>	<b>533.6</b>	<b>1,016.6</b>	<b>773.0</b>	<b>1,268.5</b>
Tổng PV (FCF)	4,738.4				
(+) Giá trị hiện tại của dòng tiền sau 2022	15,140.4				
(+) Tiền và tương đương tiền	1,214.1				
(-) Nợ	781.9				
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	0.0				
<b>Giá trị công ty (Tỷ đồng)</b>	<b>20,311.0</b>				
Số lượng CP lưu hành (triệu cổ phiếu)	162.10				
Chi phí vốn chủ sở hữu	12%				
Dividend yield	2%				
<b>Giá trị cổ phần (đồng)</b>	<b>137,916</b>				

#### Lãi suất chiết khấu

Beta	0.90
Lãi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm	3.3%
Tỷ suất sinh lời thị trường	12.5%
<b>WACC</b>	<b>11.1%</b>

Tên	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	P/E
PADINI HOLDINGS BERHAD	17.500	19,8x
V-GRASS FASHION CO LTD-A	14.300	17,4x
<b>Median</b>		<b>18,6x</b>

*Nguồn: Bloomberg, MBS Research*

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PNJ của CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận với giá mục tiêu **137.900 đồng/cổ phiếu, tăng 48% so với mức giá 93.100 đồng ngày 24/07/2018.**

Nhìn chung hoạt động kinh doanh của PNJ vẫn tương đối tích cực với doanh thu và LNST duy trì trạng thái năm nay cao hơn năm trước. Đồng thời tiềm năng của ngành bán lẻ trang sức vẫn còn, trong khi PNJ vẫn chưa có đối thủ xứng tầm, cho thấy trong trung và dài hạn, PNJ vẫn còn khả năng tăng trưởng tích cực. Ở mức giá hiện tại ngày 24/07/2018 là 93.100 đồng, P/E trailing của PNJ là 18,x (theo EPS 4 quý gần nhất là 7.720 đồng), trong khi đó P/E forward 2018 khoảng 24 lần, cao hơn so với bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực. **Mặc dù vậy, với vị thế là công ty chế tác & bán lẻ trang sức số 1 trong phân khúc trung và cao cấp tại Việt Nam, chúng tôi cho rằng mức P/E này là hoàn toàn xứng đáng. PNJ vẫn là cơ hội tốt cho các nhà đầu tư trong tương lai.**

**TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH				CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH			
Đvt: Tỷ VNĐ					2015	2016	2017
	2015	2016	2017	Hệ số đánh giá thu nhập			
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7.706</b>	<b>8.565</b>	<b>10.977</b>	EPS	614	4.126	6.705
Giá vốn hàng bán	-6.538	-7.153	-9.065	BVPS	13.383	15.267	27.285
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.168</b>	<b>1.411</b>	<b>1.912</b>	PE	283,5	42,17	25,95
Doanh thu hoạt động tài chính	1	5	9	PB	13	11,4	6,38
Chi phí tài chính	-431	-182	-56	<b>Hệ số khả năng sinh lời</b>			
Trong đó: Chi phí lãi vay	-81	-73	-55	Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,16%	16,48%	17,42%
Chi phí bán hàng	-424	-554	-775	Tỷ suất LNTT	2,43%	6,90%	8,27%
Chi phí QLDN	-118	-133	-188	Tỷ suất lợi nhuận ròng	0,98%	5,26%	6,60%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	<b>197</b>	<b>548</b>	<b>901</b>	ROE	5,7%	30,1%	24,6%
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	1	-1	-	ROA	2,6%	13,7%	17,9%
Lợi nhuận khác	-11	43	6	Tăng trưởng doanh thu thuần	-16,23%	11,14%	28,17%
Lợi nhuận trước thuế	<b>187</b>	<b>591</b>	<b>907</b>	Tăng trưởng LNST ròng	-70,48%	496,31%	60,90%
Thuế TNDN hiện thời	-114	-140	-182	<b>Hệ số khả năng thanh toán</b>			
Thuế TNDN hoãn lại	2	0	0	Tỷ số thanh toán hiện hành	1,43	1,53	2,62
Lợi nhuận sau thuế	<b>76</b>	<b>450</b>	<b>725</b>	Tỷ số thanh toán nhanh	0,05	0,11	0,17
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	Tỷ số thanh toán tiền mặt	0,02	0,08	0,12
LNST công ty mẹ	<b>76</b>	<b>450</b>	<b>725</b>	<b>Hệ số về hiệu quả hoạt động</b>			
				Vòng quay khoản phải thu	1,4	1,5	1,3
				Vòng quay hàng tồn kho	119,2	145,2	137,0
				Vòng quay phải trả nhà cung cấp	10,7	16,7	11,2
				<b>Hệ số về cơ cấu vốn</b>			
				Nợ / Tổng tài sản (lần)	0,56	0,58	0,34
				Nợ / Vốn chủ sở hữu (lần)	1,26	1,39	0,52
				Vay dài hạn / Tổng tài sản	0,02	0,02	0,01
BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN							
Đvt: Tỷ VNĐ							
	2015	2016	2017				
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>2.265</b>	<b>3.103</b>	<b>3.896</b>				
Tiền và tương đương tiền	38	155	175				
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	160				
Các khoản phải thu	47	63	85				
Hàng tồn kho	2.135	2.839	3.402				
Tài sản ngắn hạn khác	45	46	74				
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>711</b>	<b>485</b>	<b>596</b>				
Phải thu dài hạn	21	26	43				
Tài sản cố định	486	416	487				
Đầu tư tài chính dài hạn	167	-	-				
Tài sản dài hạn khác	30	36	56				
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>2.976</b>	<b>3.588</b>	<b>4.492</b>				
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>1.661</b>	<b>2.088</b>	<b>1.543</b>				
Nợ ngắn hạn	1.581	2.022	1.489				
Nợ dài hạn	79	66	54				
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>1.315</b>	<b>1.500</b>	<b>2.950</b>				
Vốn đầu tư của CSH	983	983	1.081				
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	877				
Lãi chưa phân phối	113	374	772				
Vốn và quỹ khác	220	144	220				
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-				
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>2.976</b>	<b>3.588</b>	<b>4.492</b>				

**Liên hệ trung tâm nghiên cứu:**

**Chuyên viên phân tích:**

**Nguyễn Quỳnh Hoa** Email: [hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn](mailto:hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn)

**Phạm Văn Quỳnh** Email: [Quynh.phamvan@mbs.com.vn](mailto:Quynh.phamvan@mbs.com.vn)

**Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn**

**Email:** [Son.tranhoang@mbs.com.vn](mailto:Son.tranhoang@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

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	$\leq -20\%$

#### **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) và Công ty CP Việt R,E,M,A,X (Viet R,E,M). 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;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**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.

#### **MBS HỢI 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)