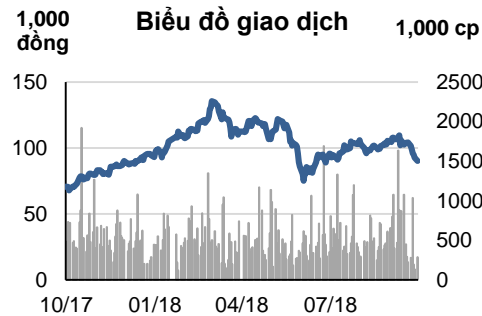


**PNJ (HOSE) CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ) – Vượt trội trong thị trường ngành**

**Đánh giá TRUNG LẬP**

**Trang sức vàng/bạc**

<b>Giá thị trường (VND)</b>	<b>97,000</b>
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>	<b>97,700</b>
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm</i>	<i>0.7%</i>
<i>Suất sinh lợi cổ tức</i>	<i>2.1%</i>
<b>Suất sinh lợi bình quân năm</b>	<b>2.8%</b>



**Diễn biến giá cổ phiếu (%)**

	<b>YTD</b>	<b>1T</b>	<b>3T</b>	<b>12T</b>
<b>Tuyệt đối</b>	7%	-8%	2%	38%
<b>Tương đối</b>	13%	2%	5%	26%

*Nguồn: Bloomberg, so với VNI*

**Thông kê 31/10/2018**

<b>Thấp/Cao 52 tuần (VND)</b>	67,800-135,700
<b>SL lưu hành (triệu cp)</b>	162
<b>Vốn hóa (tỷ đồng)</b>	15,727
<b>Vốn hóa (triệu USD)</b>	674
<b>% khối ngoại sở hữu</b>	49%
<b>SL cp tự do (triệu cp)</b>	104
<b>KLGD TB 3 tháng (cp)</b>	529,308
<b>VND/USD</b>	23,344
<b>Index: VNIndex / HNX</b>	915/105

*Nguồn: Bloomberg*

**Cơ cấu sở hữu 31/10/2018**

<b>Mrs. Dung Cao &amp; GD</b>	15.8%
<b>Dragon Capital Group</b>	9.0%
<b>Vinacapital Group</b>	8.9%
<b>Ban quản trị &amp; công đoàn</b>	8.3%
<b>Khác</b>	58.0%

*Nguồn: Stoxplus, KISVN*

**Nguyễn Hoàng Hà**

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1463  
[ha.nh@kisvn.vn](mailto:ha.nh@kisvn.vn)  
[www.kisvn.vn](http://www.kisvn.vn)

**Thuận lợi:**

- PNJ là công ty sản xuất/bán lẻ trang sức vàng số 1 Việt Nam với xấp xỉ 6% thị phần, sở hữu chuỗi 243 cửa hàng trang sức vàng rộng khắp Việt Nam và đội ngũ hơn 1,000 thợ kim hoàn và nghệ nhân thiết kế hàng đầu Việt Nam.
- Tỷ trọng tiêu thụ vàng trang sức ngày càng lấn át vàng miếng kể từ Nghị định 24 năm 2012. 80% thị phần các cửa hàng vàng nhỏ lẻ sẽ ngày càng thu hẹp nhờ quy định của Thông tư 22/2013. PNJ dự định mở đến hơn 320 cửa hàng vàng vào cuối 2021.
- Đội ngũ lãnh đạo có năng lực quản trị xuất chúng, tầm nhìn xa và liên tục đổi mới.
- Hiệu quả vượt trội với ROE cao hơn 30% đều đặn, SSSG trên 20%, nợ vay thấp, vòng quay hàng tồn kho xấp xỉ 3 lần/năm.
- 3Q2018: Doanh thu thuần tăng 35.5% YoY, lợi nhuận sau thuế tăng 37.8% YoY, SSSG đạt 23%, biên LN gộp hợp nhất cải thiện từ 17.5% lên 18.6%. EPS trailing đạt 5,090đ.
- Chúng tôi dự phóng cần trọng doanh thu và lợi nhuận 2019 của PNJ lần lượt đạt 16,103 tỷ và 1,205 tỷ, tăng trưởng 17.9% và 21.2% YoY. EPS forward 2019 đạt 6,500đ/cp.

**Rủi ro:**

- Ngành tiêu dùng xa xỉ phụ thuộc rất lớn vào chu kỳ kinh tế.
- Mối đe dọa dài hạn đến từ sự thay đổi hành vi tất yếu của thế hệ Millennials. Các hãng trang sức hàng đầu thế giới như Tiffany, Richemont, Chow Tai Fook đều có doanh thu đi ngang hoặc sụt giảm nhiều năm qua bất chấp nỗ lực chuyển hóa sang kênh digital.
- Mảng bán lẻ đồng hồ mới của PNJ còn chậm tiến độ, tập trung vào khách hàng nữ giới trong khi thói quen tiêu dùng của nhóm này chưa thể thay đổi nhanh chóng.
- Room sở hữu nước ngoài đã full ở mức 49%, khó có khả năng mở room.
- Hiệu ứng lo ngại tâm lý của giới đầu tư do người có liên quan đến ban lãnh đạo PNJ bị truy tố trong Đại án Ngân hàng Đông Á.
- P/E trailing 12 tháng 19 lần, cao hơn so với trung bình các hãng trang sức Châu Á (15x), và VNIndex (16x)

**Định giá:**

- Sử dụng mức trung bình P/E lịch sử 5 năm của PNJ đã điều chỉnh và EPS forward 2019, chúng tôi ước tính mức giá mục tiêu cuối 2019 của PNJ là 97,700đ/cp. Tổng mức sinh lời là 2.8%, bao gồm 2,000đ cổ tức tiền mặt dự kiến. **Khuyến nghị TRUNG LẬP.**

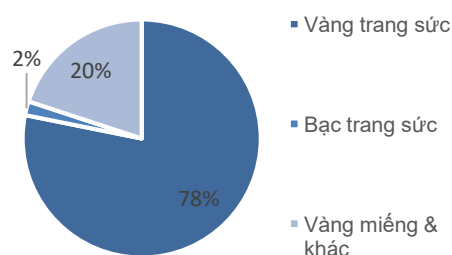
<b>Tỷ đồng</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
DT Thuần (tỷ đồng)	8,565	10,977	13,663	16,103	18,063
<i>Tăng trưởng (%)</i>	11.1%	28.2%	24.5%	17.9%	12.2%
LN hoạt động (tỷ đồng)	724	949	1,277	1,543	1,752
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	8.5%	8.6%	9.3%	9.6%	9.7%
LNST (tỷ đồng)	451	725	995	1,205	1,376
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	5.3%	6.6%	7.3%	7.5%	7.6%
SLCP lưu hành (triệu cp)	98	108	162	167	172
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2,503	4,027	5,525	6,500	7,206
<i>Tăng trưởng (%)</i>	496.3%	60.9%	37.2%	17.6%	10.9%
ROE (%)	32.0%	32.6%	30.7%	30.9%	29.2%
Nợ ròng/VCSH (%)	90%	19%	20%	7%	-7%
PE (x)	36.0	22.4	16.3	13.9	12.5
PB (x)	5.9	3.3	4.1	3.4	2.8
EV/EBITDA (x)	17.5	14.2	10.3	8.8	8.2
Cổ tức (VND)	2,500	1,700	2,000	2,000	2,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2.8%	1.9%	2.2%	2.2%	2.2%

## 1. Kết quả kinh doanh 3Q2018 và tình hình tài chính của PNJ

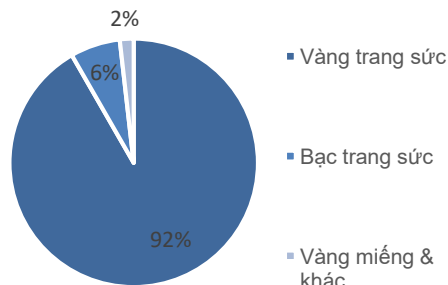
Đơn vị: tỷ đồng	3Q-2017	3Q2018	yoy
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7,755</b>	<b>10,508</b>	<b>+35%</b>
Trang sức vàng	6,025	8,365	+39%
Trang sức bạc	154	202	+31%
Vàng miếng & mảng khác	1,576	1,940	+23%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,347</b>	<b>1,953</b>	<b>+45%</b>
Trang sức vàng	1,166	1,791	+54%
% Biên LN gộp	19.4%	21.4%	
Trang sức bạc	107	127	+18%
% Biên LN gộp	69.5%	62.8%	
Vàng miếng & mảng khác	74	35	-53%
% Biên LN gộp	4.7%	1.8%	
Chi phí bán hàng	552	819	+48%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	129	227	+76%
% Chi phí hoạt động/doanh thu	8.8%	10.0%	
<b>EBIT</b>	<b>666</b>	<b>907</b>	<b>+36%</b>
Lợi nhuận tài chính	(41)	(39)	
Lợi nhuận khác	6	1	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>631</b>	<b>869</b>	<b>+38%</b>
Thuế suất	(127)	(175)	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>504</b>	<b>694</b>	<b>+38%</b>
% hoàn thành KH LNST 2018		79%	
<b>EPS trailing 12 tháng hiệu chỉnh</b>		<b>5,090</b>	

Nguồn: PNJ AM, KISVN research

Cơ cấu doanh thu  
PNJ 3Q2018



Cơ cấu lợi nhuận gộp  
PNJ 3Q2018



▪ Cập nhật kết quả kinh doanh PNJ 3Q2018:

3Q2018, cả doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của PNJ tăng kỷ lục +35% và +38% so với cùng kỳ, lần lượt đạt 10,500 tỷ đồng và 700 tỷ đồng.

Trong đó, động lực tăng trưởng lớn nhất của PNJ đã, đang và sẽ chính là **mảng vàng trang sức** chủ đạo - chiếm tỷ trọng 92% tổng lợi nhuận gộp và gần 100% tăng trưởng lợi nhuận của PNJ. Theo ban lãnh đạo, mức doanh số và lợi nhuận tăng vọt của PNJ trong 9 tháng đầu năm 2018 có thể được giải thích bởi 3 nguyên nhân:

(1) Tăng trưởng doanh thu trên mỗi cửa hàng trang sức vàng hiện hữu – “SSSG – same store sales growth” – vẫn tiếp tục duy trì ở mức khá cao +23% YoY. Sự kết hợp của việc: giá mỗi đơn hàng tăng 15% YoY, đạt mức 17 triệu đồng/đơn hàng trung bình; tốc độ tăng khách hàng mới đạt +50% YoY; lượng quay lại của khách hàng cũ và mức độ trung thành tăng +58% YoY đã tạo nên mức tăng trưởng doanh số khá tốt cho các cửa hàng vàng hiện hữu.

(2) Tiếp tục mở mới thêm 41 cửa hàng bán lẻ, hiện đạt 243 cửa hàng PNJ Gold. Một nửa trong số đó nằm ở các trung tâm thương mại (TTTM), đón đầu xu hướng của giới trẻ và các gia đình hiện đại. Ban lãnh đạo chia sẻ sẽ tiếp tục mở thêm cửa hàng ở những vị trí tốt, dàn trải đều ở cả đô thị lớn truyền thống như TPHCM, Đồng Nai, Bình Dương, các thành phố cấp 2 và khu vực phía Bắc khó khăn trước đây.

(3) Ra mắt nhiều bộ sưu tập trang sức đá quý và vật phẩm phong thủy cao cấp hơn với thiết kế đẹp mắt, cải thiện biên lợi nhuận gộp của mảng vàng trang sức lên 21.4%, cao nhất trong 3 năm qua.

Xét về các mảng còn lại, mảng trang sức bạc sau giai đoạn thu hồi sản phẩm và tái định vị nửa đầu 2018, hiện đã đem về lợi nhuận gộp 127 tỷ đồng, tăng +18% YoY, tiếp tục đóng góp khoảng 6%-7% tổng lợi nhuận gộp của công ty. Ban lãnh đạo PNJ chủ trương không mở thêm cửa hàng PNJ Silver (hiện đạt 63 cửa hàng) kể từ đầu năm vì doanh số trung bình/cửa hàng bạc tương đối thấp.

Mảng bán buôn vàng miếng sẽ tiếp tục thu hẹp do thị trường chung thu hẹp cũng như định hướng tập trung sang mảng vàng trang sức của ban lãnh đạo. Dịch vụ kiểm định và thương mại đồng hồ vẫn còn chiếm tỷ trọng nhỏ và chưa ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận gộp cho đến ít nhất 5-7 năm sau trên quan điểm của chúng tôi.

3Q2018, tổng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) của PNJ tăng mạnh +54% YoY, đạt trên 1,000 tỷ đồng do hoạt động mở mới cửa hàng và khấu hao hệ thống ERP/Digital trị giá 8.3 triệu USD đã triển khai nửa đầu năm. Đây không hẳn là mức chi phí hoàn hảo, song được kiểm soát tương đối sát với doanh số và lợi nhuận. Tỷ lệ SG&A/doanh thu đạt 10%, tăng 1.2 điểm phần trăm so với mức 8.8% cùng kỳ.

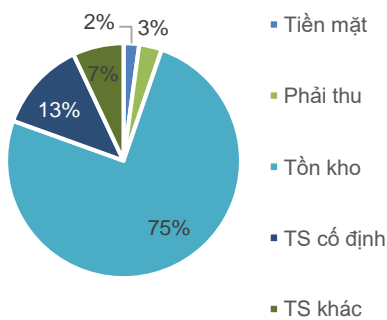
Như vậy, PNJ đã hoàn thành gần 80% kế hoạch lợi nhuận sau thuế của năm 2018, EPS trailing đạt 5,090đ. 4Q2018. chúng tôi tin rằng công ty có thể dễ dàng vượt kế hoạch năm 2018 nhờ yếu tố mùa vụ (mùa cưới) và sự đóng góp lợi nhuận của các cửa hàng mở mới từ đầu năm.

▪ **Phân tích tình hình tài chính PNJ 3Q2018:**

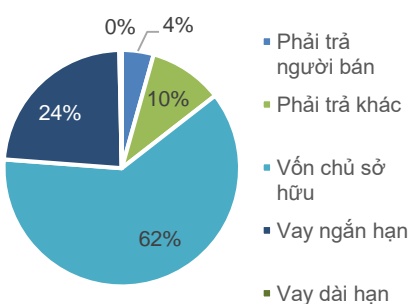
Theo báo cáo tài chính 3Q2018 của PNJ, cơ cấu tài sản của PNJ khá đặc thù với lượng tiền mặt ít ỏi, chỉ đạt 120 tỷ đồng- chiếm 2% tổng tài sản. Thay vào đó, đến 75% tài sản của công ty trị giá hơn 4,100 tỷ đồng nằm ở khoản mục hàng tồn kho (phần lớn là trang sức hàng hóa và nguyên vật liệu vàng). Còn lại, hơn 20% tài sản của PNJ nằm ở nhà xưởng và quyền sử dụng đất trị giá 700 tỷ đồng, các khoản phải thu và trả trước dài hạn.

Thoạt nhìn, mức độ tập trung tài sản vào hàng tồn kho, dẫn đến lượng tiền mặt dự trữ thấp so với nợ vay, là khá rủi ro. Song, khi so sánh với các công ty cùng ngành trên thế giới, chúng tôi cho rằng mức tồn kho trên **không quá rủi ro**, vì (1) 90% tồn kho trang sức của PNJ có thanh khoản cao, giá trị ổn định và có thể đem nấu lại để chế tác thành sản phẩm mới – không bị hao hụt giá trị nhiều (2) Vòng quay hàng tồn kho của PNJ ở mức 2.5-3 lần/năm, cao hơn rất nhiều so với các hãng trang sức cùng ngành hàng đầu thế giới như Tiffany, Chow Tai Fook, Luk Fook.. (0.5-2.0 lần/năm)

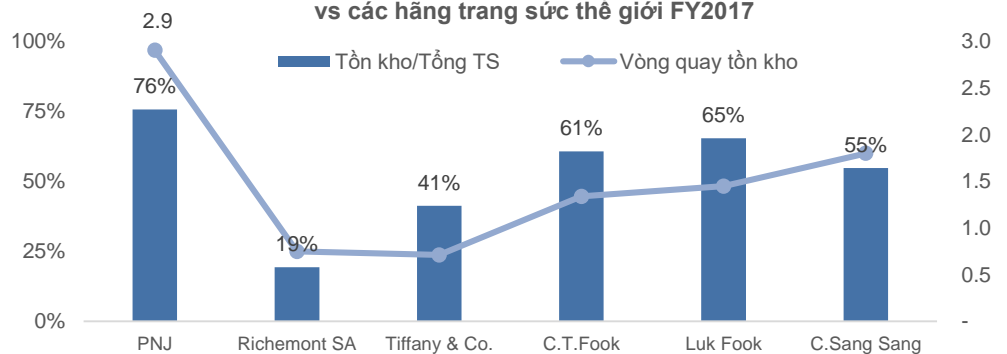
**Cơ cấu tài sản PNJ 3Q2018**



**Cơ cấu nguồn vốn PNJ 3Q2018**



**So sánh hiệu quả quản trị tồn kho của PNJ vs các hãng trang sức thế giới FY2017**



Nguồn: Bloomberg, KISVN

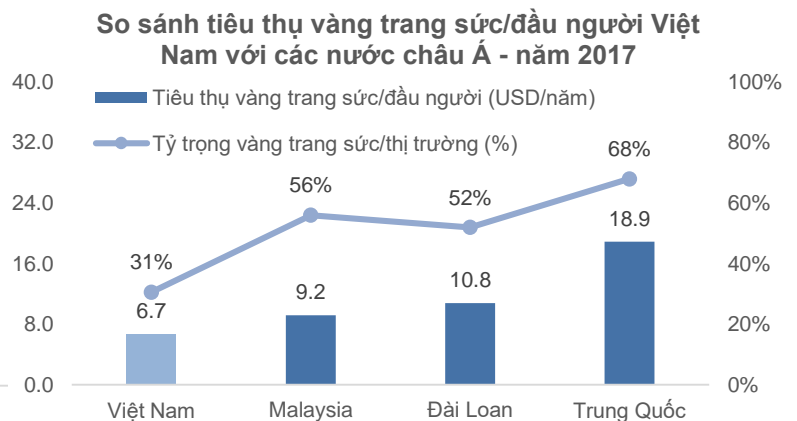
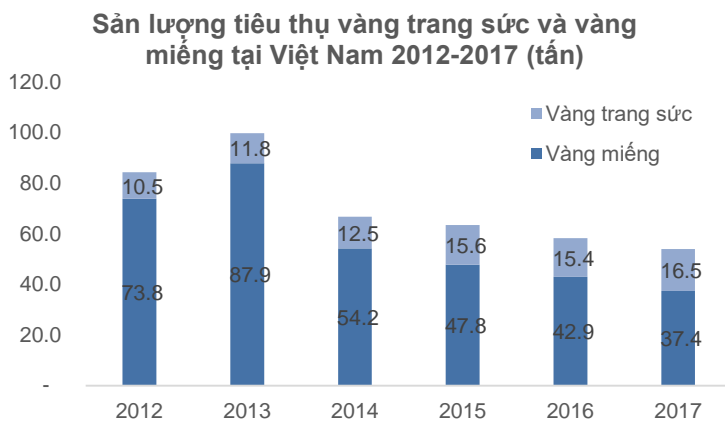
Về cơ cấu nguồn vốn, PNJ gia tăng vay nợ ngắn hạn đáng kể từ đầu 2018 để tài trợ cho vốn lưu động, từ mức xấp xỉ 850 tỷ đồng lên gần 1,300 tỷ đồng hiện tại 3Q2018. Tuy nhiên, do dư nợ vay ngắn hạn của PNJ chỉ bằng 40% vốn chủ, lãi suất vay ngắn hạn của PNJ chỉ thấp ở mức xấp xỉ 5%, và hơn 70% dư nợ được đảm bảo bằng hàng tồn kho, nên chúng tôi cho rằng mức vay nợ ngắn hạn trên gần như không rủi ro. Vốn chủ sở hữu của PNJ đạt gần 3,400 tỷ đồng, tương ứng giá trị sổ sách/cp đạt 21,000 đồng/cổ phiếu. ROE luôn đạt mức vượt trội trên 30% một cách đều đặn.

## 2. Triển vọng các mảng kinh doanh chính và dự phóng của KIS

### 2.1 Trang sức vàng: Thị trường ngách còn nhiều tiềm năng dù rủi ro dài hạn là hiện hữu

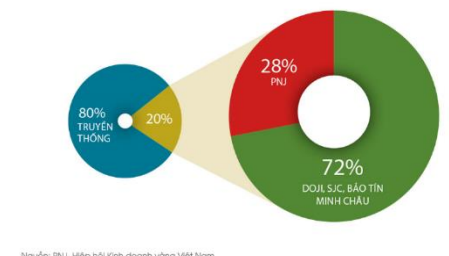
Kể từ Nghị định 24-NĐCP năm 2012 về việc siết chặt quản lý vàng miếng, cộng với việc thu nhập của giới trung lưu Việt Nam tăng trưởng phi mã sau giai đoạn khủng hoảng 2008-2012, nhu cầu tiêu thụ vàng trang sức tại Việt Nam đã tăng trưởng đều đặn 9.5% CAGR lên 16.5 tấn tính đến cuối 2017 – chiếm 30% tổng lượng tiêu thụ trên thị trường vàng so với tỷ trọng nhỏ bé 12% của 5 năm trước đó.

Hơn nữa, với văn hóa tặng quà cưới, nhu cầu gìn giữ trang sức giá trị chống lạm phát và xu hướng thích thể hiện bản thân của người châu Á, chúng tôi cho rằng Việt Nam cũng sẽ sớm lấp đầy khoảng cách tiêu thụ vàng trang sức/dầu người so với các nước phát triển có truyền thống tiêu thụ vàng trang sức lâu đời như Trung Quốc, Đài Loan, Malaysia, Singapore, v.v



Nguồn: Hội đồng Vàng Thế giới - WGC

Với bối cảnh triển vọng như vậy, trong nội tại thị trường vàng trang sức, cơ hội cho PNJ cũng vẫn còn rất lớn khi có đến 80% thị phần bị chiếm lĩnh bởi 12,000 cửa hàng trang sức nhỏ lẻ địa phương. Xét đến việc Thông tư 22/2013 siết chặt quản lý hàm lượng vàng trong trang sức của các cửa hàng nhỏ lẻ và việc khách hàng ngày càng chú trọng các thương hiệu uy tín như PNJ, chúng tôi cho rằng việc PNJ mở rộng địa bàn và chiếm lĩnh thị phần của nhóm này chỉ là vấn đề thời gian – xét đến lợi thế cạnh tranh về đội ngũ thiết kế sáng tạo hàng đầu, 1,000 thợ chế tác kim hoàn cao cấp và hệ thống gần 300 cửa hàng rộng khắp của PNJ.

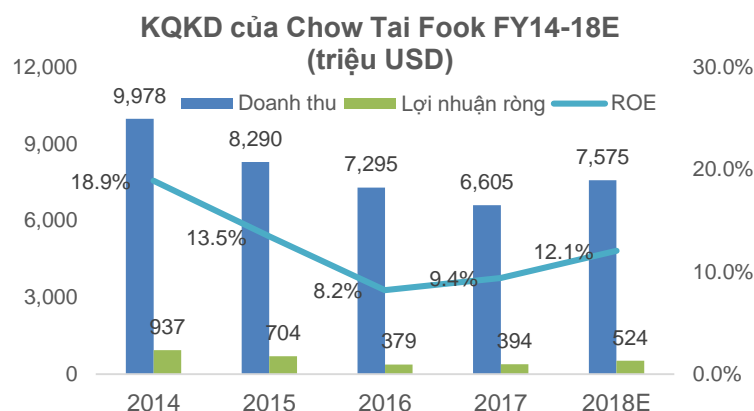
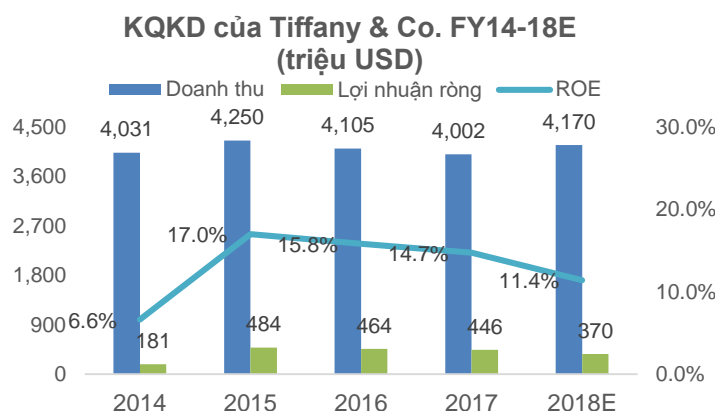


Nguồn: PNJ-Hiệp hội Kinh doanh vàng Việt Nam

Tuy nhiên, không thể chối cãi được **rủi ro dài hạn** của ngành trang sức Việt Nam nói chung và PNJ nói riêng chính là xu hướng tiêu thụ trên thế giới đang đi ngược lại.

Theo nghiên cứu của Deloitte năm 2017 về xu hướng tiêu dùng hàng xa xỉ (luxury) của thế hệ Millennials toàn cầu, thế hệ Y này đang có sự thay đổi hành vi chóng mặt: đối với mặt hàng xa xỉ, họ không còn quan tâm đến thương hiệu và tầm ảnh hưởng của các đoạn quảng cáo bởi người nổi tiếng như trước nữa. Chất lượng sản phẩm, sự độc đáo trong thiết kế và giá cả hợp lý là các yếu tố được ưu tiên nhiều hơn.

Các hãng trang sức và hàng xa xỉ truyền thống lâu đời như Richemont, Tiffany và Chow Tai Fook dù đã nỗ lực chuyển mình sang digital, song với giá cả quá cao do yếu tố thương hiệu và các mẫu thiết kế ít đổi mới liên tục, độc đáo, đã dẫn đến việc doanh số và lợi nhuận hoạt động của các hãng này hầu như chỉ đi ngang hoặc sụt giảm trong 5 năm vừa qua:



Nguồn: Bloomberg, KISVN

Trao đổi với ban lãnh đạo PNJ về xu hướng sụt giảm của thế giới này sẽ đe dọa đến PNJ ra sao, họ tin rằng tiềm năng cho mức tăng trưởng 2 chữ số của PNJ vẫn có thể đảm bảo ít nhất trong 5 năm tới.

Ban lãnh đạo PNJ giải thích rằng yếu tố địa chính trị tại Trung Quốc và sự sụt giảm giá dầu thế giới (ảnh hưởng đến nhóm khách hàng Trung Đông) đã làm giảm nhu cầu tiêu thụ trang sức chung toàn cầu trong ngắn hạn. Tuy nhiên, ban lãnh đạo cũng đồng tình rằng sau một thời gian, xu hướng giảm tiêu dùng xa xỉ của thế hệ Millennials là tất yếu - do đó việc duy trì tăng trưởng phụ thuộc vào khả năng làm mới sản phẩm liên tục và mở rộng sang cách ngành hàng khác của PNJ.

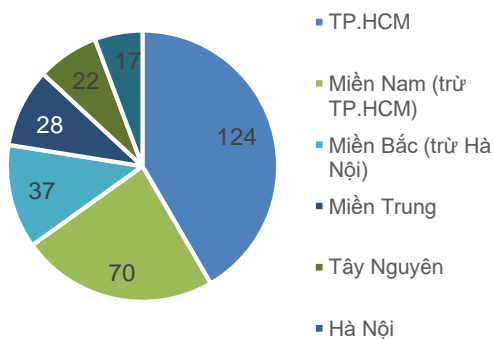
**Hành động của PNJ:**

- *Mở rộng chuỗi cửa hàng:*

Trước bối cảnh thuận lợi trong ngắn hạn, ban lãnh đạo PNJ tiếp tục định hướng mở rộng chuỗi bán lẻ với 41 cửa hàng mới kể từ đầu năm 2018. Chúng tôi tin tưởng vào chiến lược mở cửa hàng khá đúng đắn của ban lãnh đạo PNJ: (1) Tiếp tục mở rộng vào các trung tâm thương mại ở các đô thị lớn để đón đầu khách hàng giới trẻ và các gia đình hiện đại (2) Tiếp tục mở rộng thị trường phía Bắc (tăng trưởng cao hơn gấp rưỡi so với miền Nam) và các tỉnh thành cấp 2 còn bỏ ngỏ.

Cuối 2Q2018, đến gần 200 cửa hàng của PNJ đang được đặt ở TPHCM (120 cửa hàng) và các tỉnh Đông Nam Bộ lân cận – chiếm 70% tổng lượng cửa hàng, còn bỏ ngỏ dư địa rất lớn ở phía Bắc và các tỉnh cấp 2 còn lại. Ban lãnh đạo đặt mục tiêu mở rộng thêm, đạt 400 cửa hàng bán lẻ vàng & bạc trang sức cuối 2021.

**Phân bố cửa hàng PNJ theo vùng miền 2Q2018**



## - Tiếp tục tăng SSSG:

CEO PNJ tự hào vào dự án ERP/Digital Transformation, giúp nghiên cứu khách hàng tốt hơn bằng tập dữ liệu lớn thông qua camera theo dõi hành vi tại cửa hàng và dự đoán hành vi mua hàng. Ngoài ra, công ty còn tiếp tục đẩy mạnh đầu tư vào đội ngũ thiết kế - kim hoàn sáng tạo ra các bộ sưu tập và dòng sản phẩm mới – thứ đã giúp PNJ khác biệt trong hơn 20 năm vừa qua.

Chúng tôi đánh giá rất cao tầm nhìn xa và khả năng dự trù của ban lãnh đạo PNJ với những giải pháp và định hướng đúng đắn, thiết thực. Với các luận điểm trên, trong ngắn hạn trước bối cảnh chính trị - kinh tế vĩ mô bất ổn, chúng tôi dự phóng doanh thu/cửa hàng trung bình & biên lợi nhuận gộp của nhóm cửa hàng vàng trang sức PNJ đi ngang trong 2 năm tới do các cửa hàng mở mới khó có thể hoạt động tốt như giai đoạn kinh tế thịnh vượng 2017-2018 và SSSG sẽ tăng trưởng chậm lại. Lượng cửa hàng PNJ Gold sẽ đạt trên 320 cửa hàng cuối 2021 như kế hoạch – song tốc độ mở sẽ có xu hướng giảm dần vì cạnh tranh mặt bằng gay gắt:

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Doanh thu vàng trang sức</b>	<b>6,571</b>	<b>8,233</b>	<b>11,289</b>	<b>13,527</b>	<b>15,267</b>
<i>Tăng trưởng (%)</i>	9.7%	25.3%	37.1%	19.8%	12.9%
Số cửa hàng đầu kỳ		154	202	252	292
Cửa hàng mới		48	50	40	30
Số cửa hàng cuối kỳ	154	202	252	292	322
Doanh thu/cửa hàng/tháng trung bình (tỷ VND)	3.56	3.85	4.14	4.14	4.14
<i>Tăng trưởng (%)</i>		8.4%	7.5%	0.0%	0.0%
<b>Lợi nhuận gộp mảng vàng trang sức</b>	<b>1,115</b>	<b>1,702</b>	<b>2,417</b>	<b>2,896</b>	<b>3,269</b>
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	17.0%	20.7%	21.4%	21.4%	21.4%

## 2.2 Trang sức bạc, vàng miếng & đồng hồ: Duy trì ổn định

### Mảng bạc trang sức:

Vì đặc thù giá bán thấp và tập khách hàng là những thanh thiếu niên trẻ tuổi chưa có thu nhập (thế hệ Z), doanh thu/cửa hàng của chuỗi cửa hàng này tương đối thấp so với cửa hàng vàng, chỉ đạt tầm 300-350 triệu/tháng (bằng 1/10 cửa hàng PNJ Gold). Dù vậy, biên lợi nhuận gộp của mảng này khá cao – đạt hơn 70% đều đặn.

Sau giai đoạn thu hồi sản phẩm và tái cơ cấu lại các bộ sưu tập bạc nửa đầu 2018 dẫn đến kết quả kinh doanh kém, nay sau 9 tháng 2018, lợi nhuận gộp của mảng PNJ Silver đã hồi phục và đóng góp gần 7% tổng lợi nhuận gộp của PNJ. Ban lãnh đạo chủ đích giữ số lượng cửa hàng bạc ổn định ở mức 60-70 mà không mở thêm nhằm giữ tiếp cận với tập khách hàng thế hệ Z.

Chúng tôi dự phóng doanh số mảng bạc trang sức tăng trưởng đều 14% CAGR trong những năm tới, doanh thu trung bình mỗi cửa hàng tăng nhẹ 6.4% trong khi biên lợi nhuận gộp sẽ được giữ vững ở vùng 73%-74%.

### Mảng vàng miếng:

Như phân tích của chúng tôi ở phía trên, kể từ Nghị định 24 năm 2012, chúng tôi cho rằng cả thị trường vàng miếng nói chung và mảng bán buôn vàng miếng nói riêng của PNJ sẽ tiếp tục thu hẹp – hiện chỉ còn chiếm 3% lượng hàng tồn kho.

Do bất ổn chính trị - kinh tế vĩ mô, nhu cầu tích trữ vàng miếng của khách hàng sắp tới có thể tăng, song mức lợi nhuận gộp chúng tôi cho là không đáng kể (chỉ xấp xỉ 1%-2% tổng lợi nhuận gộp PNJ). Chúng tôi dự phóng doanh số mảng này chỉ tăng nhẹ 7%, biên lợi nhuận gộp giữ vững ở mức 2.1%.

**Mảng bán lẻ đồng hồ:**

Theo chia sẻ của ban lãnh đạo PNJ, dự án mở cửa hàng flagship cho mảng đồng hồ còn chậm tiến độ do khó tìm mặt bằng phù hợp. Hiện công ty đã thuê lại 1 địa điểm



ở góc đường Điện Biên Phủ, Hai Bà Trưng, Q.1, TPHCM và sẽ triển khai cửa hàng đầu tiên trong 4Q2018.

Theo danh mục sản phẩm công ty đã công bố trên website, chúng tôi nhận thấy có khoảng 560 sản phẩm đồng hồ nữ, khoảng 360 sản phẩm

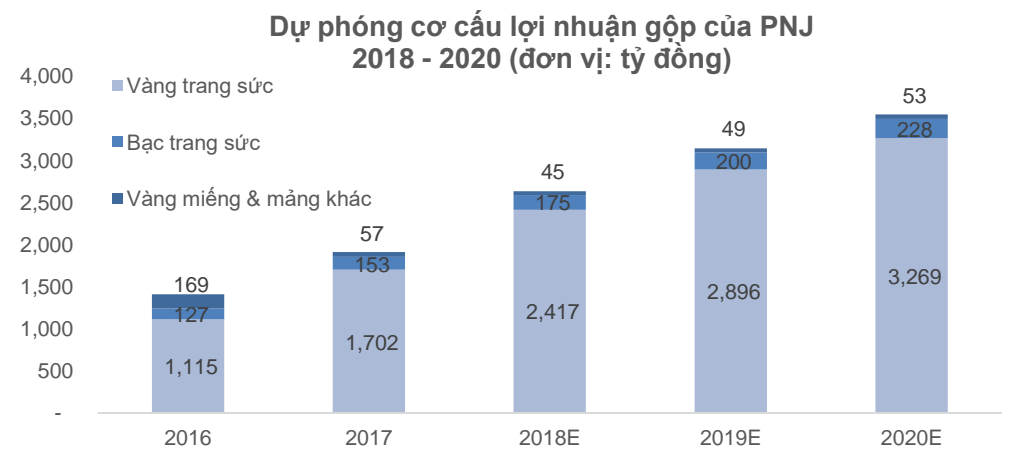
đồng hồ nam, tương ứng tỷ lệ 60:40 – chủ yếu tập trung vào tập khách hàng nữ giới trung thành với PNJ. Trong khi đó, theo thống kê của Euromonitor về thị trường tiêu thụ đồng hồ xa xỉ trên thế giới năm 2015, thị trường đồng hồ nữ đạt 10.5 tỷ USD trong khi đồng hồ nam đạt 17.5 tỷ USD, tương ứng tỷ lệ ngược lại là 38:62.

Ở Việt Nam, một cách chủ quan, chúng tôi nhận thấy tỷ lệ nữ giới nội địa sử dụng đồng hồ trang sức như châu Âu, châu Mỹ thậm chí có thể thấp hơn con số trên. Hầu hết người tiêu dùng trong mảng đồng hồ tại Việt Nam là nam giới, trong khi danh mục sản phẩm của PNJ cho nhóm này chưa thực sự khác biệt với các chuỗi bán lẻ đồng hồ khác.

Do đó, chúng tôi cho rằng mảng bán lẻ mới này của PNJ cần thêm thời gian để thử nghiệm và chứng minh hiệu quả tác động lớn vào tổng lợi nhuận gộp PNJ trước khi chúng tôi có thể phân tích và dự phóng sâu hơn.

**2.3 Dự phóng cơ cấu lợi nhuận gộp của PNJ 2018 - 2020**

Chúng tôi tin rằng mảng vàng trang sức sẽ đóng góp lợi nhuận chính yếu và là đầu tàu tăng trưởng chủ đạo cho PNJ trong vòng ít nhất 5 năm tới. Các mảng trang sức bạc và bán buôn vàng miếng sẽ được duy trì ổn định. Mảng bán lẻ đồng hồ mới đang



trong quá trình thử nghiệm và có phần chậm tiến độ nên chúng tôi không đề cập trong phần dự phóng này. Đến 2020, chúng tôi dự phóng mảng vàng trang sức sẽ chiếm chủ đạo 92% lợi nhuận gộp, 6% thuộc về mảng bạc trang sức, và 2% còn lại thuộc về mảng bán buôn vàng miếng cộng với các mảng khác.

### 3. Định giá

Sau khi đã điều chỉnh trích lập dự phòng lợi nhuận cho khoản đầu tư vào NH Đông Á năm 2015 & 2016, chúng tôi tính toán ra được mức trung bình P/E lịch sử 5 năm của PNJ là 15.0 lần, đây là mức tương đối hợp lý và sát với định giá P/E trung bình của nhóm các hãng trang sức hàng đầu châu Á là 15.1 lần như bảng dưới đây:



Mã cổ phiếu	Quốc gia	Tên công ty	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	Tỷ lệ P/E	Tỷ suất ROE
1929 HK Equity	HONG KONG	Chow Tai Fook Jewellery Group Ltd	8,695	16.7	12.6
600612 CH Equity	CHINA	Lao Feng Xiang Co Ltd	2,300	15.8	20.2
590 HK Equity	HONG KONG	Luk Fook Holdings International Ltd	1,920	11.0	14.5
116 HK Equity	HONG KONG	Chow Sang Sang Holdings Internatio	1,095	7.9	11.0
002574 CH Equity	CHINA	Zhejiang Ming Jewelry Co Ltd	363	27.4	2.8
PCJL IN Equity	INDIA	PC Jeweller Ltd	273	3.7	14.4
3606 JP Equity	JAPAN	Renown Inc	101	12.2	4.0
<b>Bình quân giá quyền theo vốn hóa</b>				<b>15.1</b>	

Nguồn: Bloomberg, KISVN

Vì lí do đó, chúng tôi quyết định sử dụng mức P/E trung bình lịch sử 5 năm của PNJ là 15.0 lần và EPS forward 2019 là 6,500 đồng, dẫn đến mức giá mục tiêu cuối 2019 của PNJ là **97,700đ/cp**. Tổng mức sinh lời là 2.8% so với mức giá đóng cửa 97,000đ cuối phiên 31/10/2018, bao gồm 2,000đ cổ tức tiền mặt.

Mặc dù PNJ là một doanh nghiệp tuyệt vời trong thị trường trang sức ngách với lợi thế cạnh tranh bền vững và đội ngũ quản trị có năng lực cao, song mức định giá 19x P/E trailing 12 tháng đã phản ánh khá nhiều kỳ vọng của giới đầu tư cho các kế hoạch tăng trưởng của công ty trong 2-3 năm tới, trong khi đó các rủi ro bất ngờ nếu xảy ra thì chưa được tính đến. Chúng tôi sẽ cập nhật lại dự phóng của mình nếu PNJ có thể tiếp tục tăng trưởng vượt bậc trong những quý tới. **Khuyến nghị TRUNG LẬP.**



MÔ HÌNH TÀI CHÍNH PNJ		Vốn hóa: 15,700 tỷ đồng			
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E	
Doanh thu thuần	8,565	10,977	13,663	16,103	
<i>Tăng trưởng (%)</i>	11.1%	28.2%	24.5%	17.9%	
GVHB	7,153	9,065	11,025	12,958	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	16.5%	17.4%	19.3%	19.5%	
Chi phí BH & QLDN	687	963	1,360	1,603	
EBITDA	759	988	1,348	1,620	
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	8.9%	9.0%	9.9%	10.1%	
Khấu hao	34	39	71	77	
Lợi nhuận từ HĐKD	724	949	1,277	1,543	
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	8.5%	8.6%	9.3%	9.6%	
Chi phí lãi vay ròng	68	46	37	39	
<i>% so với nợ ròng</i>	5.3%	4.8%	5.9%	7.7%	
<i>Khả năng trả lãi vay(x)</i>	11	21	35	40	
Lãi/lỗ khác	-66	5	5	5	
Thuế	140	183	250	303	
<i>Thuế suất hiệu dụng (%)</i>	23.7%	20.1%	20.1%	20.1%	
Lợi nhuận ròng	451	725	995	1,205	
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	5.3%	6.6%	7.3%	7.5%	
LN cho công ty mẹ	451	725	995	1,205	
Số lượng CP (triệu)	98	108	162	167	
EPS hiệu chỉnh (VND)	2,503	4,027	5,525	6,500	
<i>Tăng EPS (%)</i>	496.3%	60.9%	37.2%	17.6%	
Cổ tức (VND)	2,500	1,700	2,000	2,000	

$EBITDA = DT\ thuần - (GVHB - Khấu\ hao) - Chi\ phí\ BH\ \&\ QLDN$

$EBIT = EBITDA - Khấu\ hao$

$Chi\ phí\ lãi\ vay\ ròng = Chi\ phí\ lãi\ vay - lãi\ tiền\ gửi$

$Lãi/lỗ\ khác\ gồm\ lãi/lỗ\ hoạt\ động\ tài\ chính, lãi\ lỗ\ từ\ LDLK\ và\ lãi/lỗ\ khác$

$Tỷ\ lệ\ trả\ cổ\ tức = Cổ\ tức\ đã\ trả / LN\ ròng\ cho\ công\ ty\ mẹ$

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019E
Thay đổi vốn lưu động	550	580	500	400
Capex	87	115	314	100
Dòng tiền khác	-269	63	63	63
Dòng tiền tự do	117	5	188	720
Phát hành cp	0	975	0	0
Cổ tức	246	185	324	334
Thay đổi nợ ròng	129	-795	136	-386
Nợ ròng cuối năm	1,353	557	693	308
Giá trị doanh nghiệp (EV)	13,244	14,039	13,903	14,289
Tổng VCSH	1,500	2,950	3,521	4,271
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
VCSH	1,500	2,950	3,521	4,271
Giá trị sổ sách/cp (VND)	15,267	27,285	21,732	25,599
<i>Nợ ròng / VCSH (%)</i>	90%	19%	20%	7%
<i>Nợ ròng / EBITDA (x)</i>	1.8	0.6	0.5	0.2
Tổng tài sản	3,588	4,492	5,163	5,648

$Nợ\ ròng = Nợ - Tiền\ \&\ tương\ đương\ tiền$

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018E	2019E
<i>ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)</i>	32%	33%	31%	31%
<i>ROA (%)</i>	13%	16%	19%	21%
<i>ROIC (%)</i>	19%	24%	27%	28%
<i>WACC (%)</i>	10%	13%	13%	14%
<i>PER (x)</i>	36.0	22.4	16.3	13.9
<i>PBR (x)</i>	5.9	3.3	4.1	3.4
<i>PSR (x)</i>	1.7	1.3	1.1	0.9
<i>EV/EBITDA (x)</i>	17.5	14.2	10.3	8.8

## 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 Khách hàng Định chế

### Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng  
Tổ chức  
(+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.