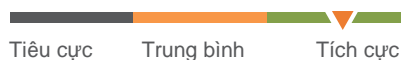


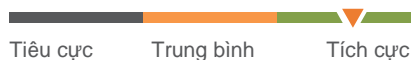
CÔNG TY CỔ PHẦN VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (HSX: PNJ)

Giá thị trường 52.000 VND	Giá mục tiêu 66.330 VND	Tỷ suất cổ tức 3,4%	Khuyến nghị Mua	Ngành Bán lẻ
-------------------------------------	-----------------------------------	-------------------------------	---------------------------	------------------------

Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá

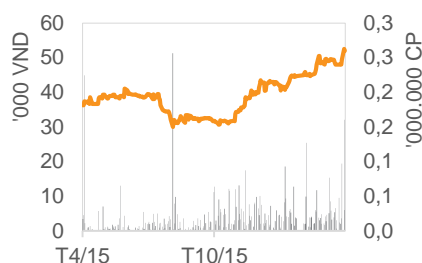


Ngày: 19/04/2016

Nguyễn Thanh Tuấn

tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

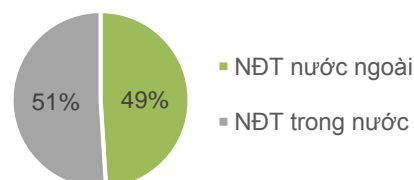
Diễn biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	52.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	29.950
KLGDĐQ 10 phiên (CP)	42.312
Thị giá vốn (tỷ VND)	5.159
SL CP đang lưu hành	98.273.868
Tỷ lệ Free Float	53%
Beta	0,53

Cơ cấu sở hữu



PNJ trên đường trở về mức định giá hợp lý: Dẫn đầu ngành bán lẻ trang sức với tăng trưởng ấn tượng trong 5 năm qua và tiềm năng phát triển rộng lớn nhưng rủi ro liên quan đến khoản đầu tư vào ngân hàng Đông Á hơn 395 tỷ là yếu tố đè nén giá cổ phiếu PNJ trong suốt một thời gian dài. Từ Q3/2015 và tính đến Q1/2016, PNJ đã trích lập dự phòng toàn diện cho khoản đầu tư này, kết thúc những rủi ro đối với hoạt động đầu tư tài chính và tập trung vào hoạt động cốt lõi. Giá cổ phiếu PNJ đã và sẽ có những bước hồi phục để phản ánh đúng với bản chất hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty.

PNJ là doanh nghiệp hàng đầu của ngành bán lẻ trang sức với thị phần ước tính đến 25%, nhận diện thương hiệu tốt và vươn đến tầm châu Á, hệ thống phân phối sâu rộng với 197 cửa hàng trên cả nước.

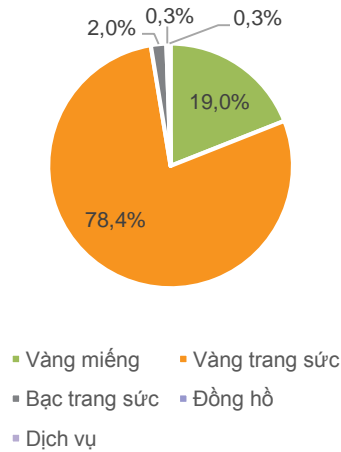
Lợi nhuận cốt lõi 2015 tăng trưởng 31,6%, dư địa tăng trưởng thị phần vẫn còn khi thị trường trang sức vàng đang bị xé lẻ bởi các doanh nghiệp nhỏ, các cửa hàng tư nhân, PNJ đang tích cực mở rộng mạng lưới với kế hoạch mở thêm 25 cửa hàng mới trong năm 2016.

Giải quyết triệt để việc đầu tư ngoài ngành: Đến quý I/2016, PNJ đã trích lập hoàn toàn 395/395 tỷ đồng đầu tư vào Ngân hàng Đông Á, thoái vốn khỏi mảng xăng dầu năm 2014 và sẽ thoái nốt khoản đầu tư vào bất động sản (Đông Á Land) trong năm nay.

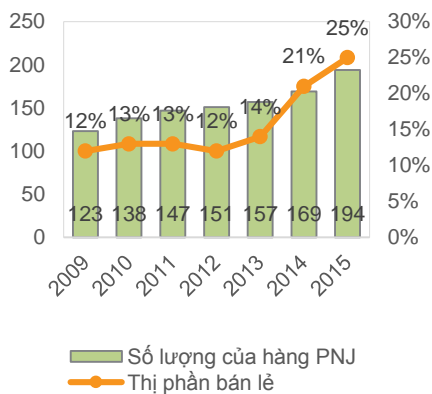
Kết quả kinh doanh quý I/2016 khả quan với doanh thu đạt 2.356 tỷ đồng (+12% yoy): doanh thu trang sức tăng trưởng 20%, lợi nhuận sau thuế đạt 119,7 tỷ đồng (+9% yoy), lợi nhuận cốt lõi tăng trưởng 64% so với cùng kỳ.

Mặc dù đã hồi phục khá mạnh, chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của cổ phiếu PNJ vẫn chưa phản ánh đầy đủ tiềm năng của công ty. Định giá cổ phiếu PNJ của chúng tôi là **66.300đ/cp**, cao hơn 29% so với thị giá tại ngày 13/04/2016. Những nhịp điều chỉnh sau đợt hồi phục mạnh có thể là cơ hội tốt để **mua vào** cổ phiếu PNJ, tuy nhiên thanh khoản khi giá cổ phiếu giảm thường không cao.

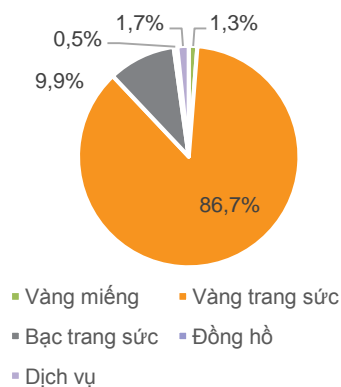
Cơ cấu doanh thu năm 2015



Tăng trưởng mảng bán lẻ vàng trang sức



Cơ cấu lợi nhuận gộp 2015



Nguồn: PNJ

Đơn vị: Tỷ đồng	2013A	2014A	2015A	2016F
Doanh thu thuần	8.914	9.919	7.708	8.946
Tăng trưởng yoy	32,7%	3,2%	-16,2%	16,1%
Lợi nhuận trước thuế	233	335	197	553
Lợi nhuận sau thuế	163	242	152	431
Tăng trưởng yoy	-35,9%	48,61%	-37,2%	183,0%

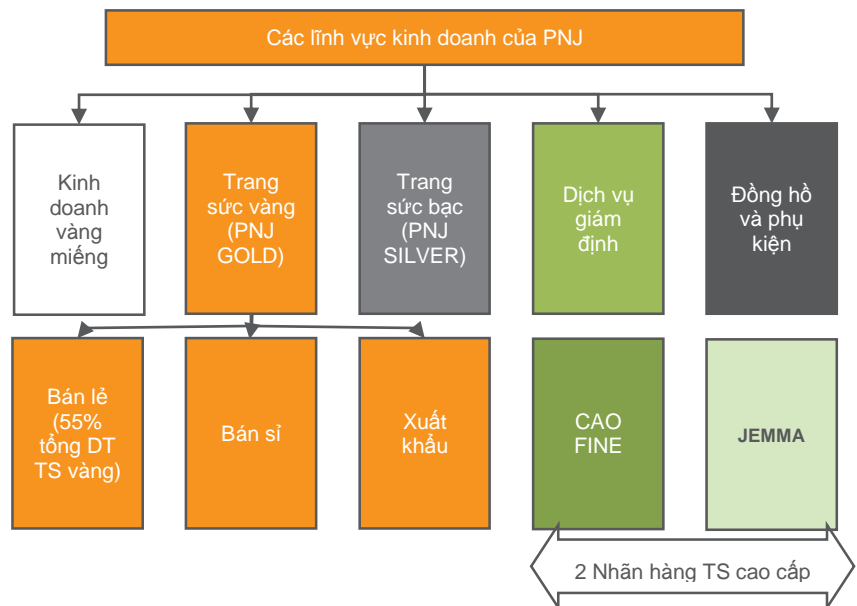
Nguồn: PNJ, VNDIRECT dự báo

PNJ là doanh nghiệp chế tác và bán lẻ trang sức hàng đầu Việt Nam với năng lực chế tác mạnh và hệ thống bán lẻ sâu rộng.

Tiền thân là Cửa hàng Kinh doanh Vàng bạc đá Quý Phú Nhuận, PNJ là một trong những doanh nghiệp tư nhân tiên phong trong lĩnh vực kinh doanh vàng trang sức trong cả nước.

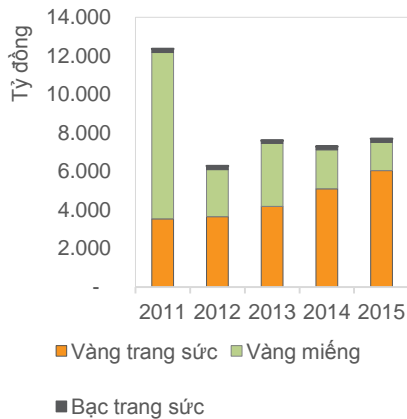
Việc xác định tầm nhìn ngay từ đầu là “trở thành nhà chế tác và bán lẻ trang sức hàng đầu”, PNJ chú trọng phát triển **mảng kinh doanh trang sức với biên lợi nhuận gộp cao (11-16%) thay vì tập trung kinh doanh vàng miếng (biên lợi nhuận gộp ~0,3%)**.

Thị phần bán lẻ tăng trưởng vượt bậc trong năm 2014-2015 nhờ việc mở rộng mạng lưới bán lẻ. Sau suốt thời gian duy trì thị phần ở mức 12-14%, PNJ đã tăng số cửa hàng bán lẻ từ 151 lên 194 cửa hàng (tăng 23%), nhờ tăng cường nhận diện thương hiệu, thị phần đã tăng vọt lên mức 25% năm 2015.

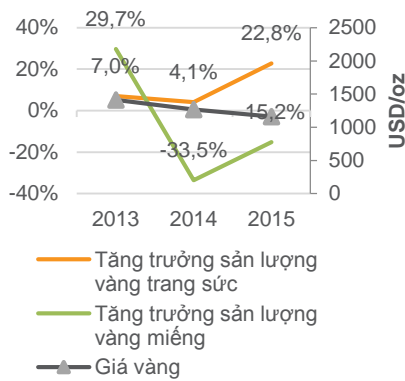


Thời gian trước đây, PNJ đầu tư ngoài ngành khá nhiều với các khoản đầu tư hơn 688 tỷ đồng vào ngân hàng (Ngân hàng Đông Á, bất động sản (Đông Á Land; BĐS M&C) và xăng dầu (SFG). Tuy nhiên với định hướng mới, PNJ đã hoàn thoái vốn khỏi mảng kinh doanh xăng dầu trong năm 2014, trích lập hết dự phòng cho Ngân hàng Đông Á, và dự kiến thoái vốn khỏi Đông Á Land trong năm 2016 để tập trung vào lĩnh vực kinh doanh cốt lõi.

Cơ cấu DT các mặt hàng chính

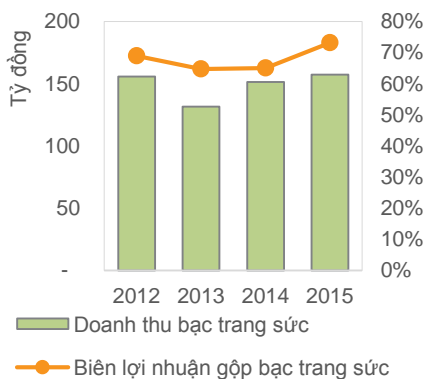


Tăng trưởng cầu về sản phẩm vàng của Việt Nam



Nguồn: PNJ, Hiệp hội vàng Thế giới

Doanh thu mảng bạc trang sức



Động lực tăng trưởng chính vẫn sẽ là mảng kinh doanh vàng trang sức (PNJ Gold) tuy nhiên ngành hàng bạc (PNJ Silver) có tiềm năng lớn với biên lợi nhuận gộp cao và ít cạnh tranh hơn.

Mảng kinh doanh chủ đạo của PNJ vẫn là vàng trang sức (bao gồm cả vàng trang sức bán sỉ và bán lẻ) với 78% doanh thu và 87% lợi nhuận gộp.

Dư địa tăng trưởng trong 3-5 năm tới vẫn còn rất rộng mở khi thị trường vàng trang sức bị xé lẻ bởi hơn 10.000 cửa hàng/cửa tiệm trên khắp cả nước, trong khi đó cầu về mặt hàng vàng trang sức vẫn tăng trưởng bất chấp giá vàng đi xuống.

Chúng tôi nhận định rằng mảng kinh doanh vàng trang sức của PNJ hoàn toàn có cơ sở để duy trì tăng trưởng 2 con số trong 3-5 năm tới nhờ tiếp tục đẩy mạnh hệ thống bán lẻ. Kế hoạch mở rộng của PNJ khá tham vọng với mục tiêu tăng gấp đôi diện tích sàn bán lẻ trong năm 2017 so với năm 2014 (tương đương với 338 cửa hàng so với năm 2014 có 169 cửa hàng) và chấp nhận chịu lỗ trong 18 tháng đầu đối với mỗi cửa hàng mở mới.

Tuy nhiên nhìn dài hạn hơn thì với thị phần thống lĩnh, PNJ sẽ không thể duy trì tăng trưởng bằng việc tăng số cửa hàng bán lẻ khi dự báo doanh thu bình quân từ mỗi cửa hàng sẽ giảm dần khi tiếp tục tăng diện tích bán lẻ.

Mảng vàng miếng với biên lợi nhuận thấp (~0,3%), đóng góp vào lợi nhuận gộp không đáng kể (3%), tỷ trọng đóng góp vào doanh thu cũng giảm dần qua các năm, tuy nhiên PNJ vẫn tiếp tục duy trì mảng kinh doanh truyền thống này. Đóng góp của mảng này đối với kết quả kinh doanh của PNJ sẽ khó được như giai đoạn trước năm 2012 khi thị trường vàng miếng hiện tại đang bị kiểm soát chặt chẽ bởi NHNN.

Mảng kinh doanh bạc trang sức với nhận diện thương hiệu PNJ Silver đang tích cực thay đổi, hướng đến đối tượng trẻ trung hơn, và chịu ít cạnh tranh hơn so với mảng kinh doanh vàng. Bên cạnh đó, với biên lợi nhuận cao (65-73%), việc chú trọng tăng trưởng PNJ Silver sẽ giúp lợi nhuận gộp của PNJ tăng trưởng mạnh khi PNJ Gold có thể sẽ gặp bão hòa trong 5-10 năm tới.

Với nền tảng vững chắc là công suất chế tác với công suất hơn 2 triệu sản phẩm/năm (bỏ xa đối thủ liền kề là SJC với 350.000 sản phẩm/năm) và đội ngũ thợ kim hoàn lành nghề, có thâm niên, PNJ hoàn toàn có thể đứng vững trước các đối thủ cạnh tranh khi nguồn nhân lực chính là rào cản gia nhập lớn nhất của ngành trang sức.

Với những nhận định nói trên, chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng bình quân 10%/năm trong vòng 5 năm tới cho PNJ.

Diễn biến giá vàng và biên lợi nhuận gộp mảng vàng trang sức



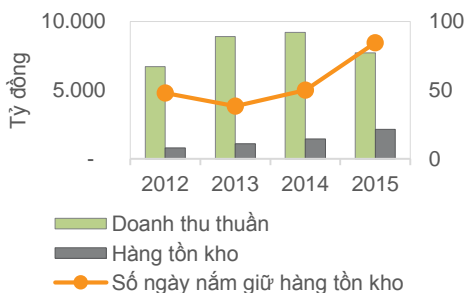
Nguồn: PNJ, Bloomberg

Một số khoản đầu tư ngoài ngành của PNJ hiện tại và trước đây

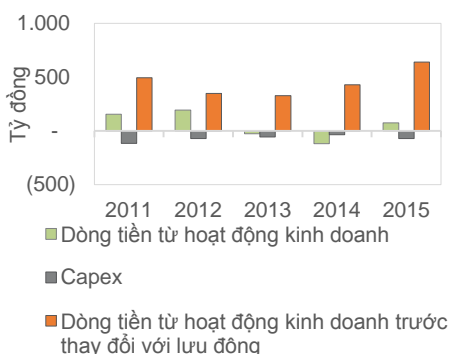
	Giá trị vốn góp	Tình trạng
Ngân hàng Đông Á	395 tỷ	Đã trích lập toàn bộ
Đông Á Land	91 tỷ	Dự kiến trích lập 30 tỷ trong năm 2015, tìm cơ hội thoái vốn
CTCP Nhiên liệu Sài Gòn	137 tỷ	Đã thoái vốn năm 2014
CTCP Bất động sản M&C	65 tỷ	Đã thoái vốn năm 2014

Nguồn: ĐHCĐ PNJ

Số ngày nắm giữ hàng tồn kho



Hàng tồn kho tăng gây áp lực lên vốn lưu động



Biến động của giá vàng không tác động lớn đối với PNJ.

Đối với mảng kinh doanh vàng trang sức, tỷ trọng giá vàng nguyên liệu trong giá thành sản xuất chỉ chiếm khoảng 15-30%. Việc tập trung vào thể mạnh thương hiệu và khác biệt trong mẫu mã giúp công ty tạo ra thặng dư cao hơn cho sản phẩm, đồng thời hạn chế rủi ro về giá nguyên liệu. Cách điều hành giá của PNJ cho phép giá sự biến động của giá vàng trong biên độ +/- 5% không ảnh hưởng đến giá bán.

Đối với mảng kinh doanh vàng miếng, việc giá vàng tăng có thể làm tăng sự sôi động của các giao dịch, giúp doanh thu mảng này tăng. Tuy nhiên như đã nói ở trên, biên lợi nhuận gộp của mảng này thấp và PNJ cũng không chú trọng phát triển.

Hoàn thành trích lập dự phòng cho Ngân hàng Đông Á và dự kiến thoái vốn khỏi Đông Á Land, rủi ro lớn nhất đối với PNJ đã qua đi.

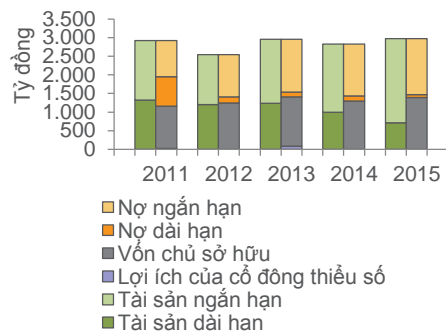
PNJ là cổ đông sáng lập của Ngân hàng Đông Á (thành lập năm 1992) và Đông Á Land (thành lập năm 2003). Trong năm 2015, việc Ngân Hàng Đông Á bị kiểm soát đặc biệt và đã từng xuất hiện tin đồn bị mua lại với giá 0 đồng khiến cổ phiếu PNJ đã có đợt giảm giá mạnh, PNJ đã phải trích lập hơn 300 tỷ cho số 7,69% cổ phần tại ngân hàng này cho năm tài chính vừa qua, PNJ đã trích lập nốt 84 tỷ trong quý I/2016. PNJ cũng lên kế hoạch trích lập hơn 30 tỷ cho Đông Á Land và nhiều khả năng sẽ thoái vốn thành công khỏi doanh nghiệp này ngay trong năm 2016. Với việc thoái vốn khỏi Đông Á Land, PNJ sẽ hoàn thành việc tái cấu trúc các khoản đầu tư ngoài ngành của mình (trước đó là mảng xăng dầu) và tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi theo đúng định hướng kinh doanh 2012-2022.

Đẩy mạnh mảng bán lẻ khiến hàng tồn kho và số ngày nắm giữ hàng tồn kho tăng mạnh, tạo áp lực lên vốn lưu động của PNJ

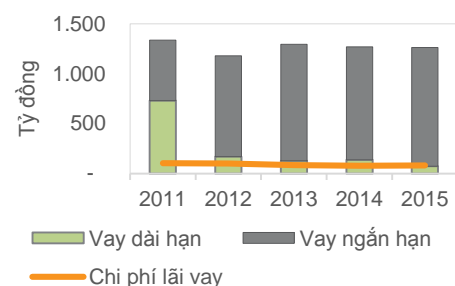
Với đặc thù của mảng bán lẻ trang sức phải lưu giữ hàng tồn kho thành phẩm lớn, việc tăng trưởng hệ thống phân phối đồng thời khiến hàng tồn kho của PNJ tăng mạnh, tăng số ngày nắm giữ hàng tồn kho từ 40 lên 80 ngày năm 2015. Điều này gây áp lực không nhỏ lên dòng tiền lưu động của doanh nghiệp khi 2 năm liên tiếp (2013-2014) dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của PNJ âm, và nhờ mức tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi ấn tượng năm 2015 mà PNJ mới có được dòng tiền dương 76 tỷ từ HKKD.

Hiện tại nguồn vốn chủ yếu của PNJ đến từ vốn vay ngắn hạn (1.189 tỷ đồng, tương đương 41% tổng tài sản). Trong bối cảnh ngân hàng không được cấp tín dụng để kinh doanh vàng, vốn lưu động là vấn đề khó khăn đối với các doanh nghiệp vàng, nhất là trong bối cảnh doanh nghiệp đang mở rộng bán lẻ như PNJ. Tuy nhiên, PNJ vẫn có thể xin cấp vốn để mua bạc, đá quý. Việc bổ sung được dòng tiền nhờ chuyển nhượng khu đất ở Thủ Khoa Huân và nhiều khả năng là việc thoái vốn từ Đông Á Land có thể giúp giảm áp lực vốn cho PNJ trong năm 2016.

Cơ cấu tài sản – nguồn vốn của PNJ



Cơ cấu nợ của PNJ



Kết quả kinh doanh quý I/2016 của PNJ

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1/2016	% yoy	% KH 2016
Doanh thu thuần	2.356	12%	27%
Doanh thu trang sức	1.820	20%	27%
Lợi nhuận gộp	415	45%	32%
LNST	119	9%	25%

Nguồn: ĐHCĐ PNJ

Nhiều yếu tố tích cực hỗ trợ đã giúp giá cổ phiếu PNJ tăng mạnh kể từ cuối năm 2015, tuy nhiên định giá vẫn hấp dẫn.

Kết quả kinh doanh quý I/2016 khả quan với lợi nhuận sau thuế tăng 9% (119 tỷ đồng sau khi trích lập dự phòng) nhờ doanh thu mảng trang sức tăng trưởng 20% so với cùng kỳ. PNJ cũng đã kịp mở thêm 6 cửa hàng bán lẻ mới trong tổng số kế hoạch mở thêm 25 cửa hàng năm 2016.

PNJ đã chuyển nhượng thành công dự án tại Thủ Khoa Huân, bên cạnh việc thu lại khoản lợi nhuận tài chính 40 tỷ, thương vụ này còn giúp PNJ bổ sung 165 tỷ đồng vốn lưu động, giúp doanh nghiệp chủ động hơn trong hoạt động tài chính của mình. Khoản lợi nhuận này chúng tôi dự báo sẽ được hạch toán vào quý II/2016.

Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh năm 2016 của PNJ tiếp tục khả quan với doanh thu thuần đạt 8.946 tỷ đồng (+16,1% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 431 tỷ đồng (+183% yoy), core EPS (loại trừ các doanh thu, lợi nhuận bất thường) đạt 5.331 đồng/CP. Mức giá hiện tại của PNJ tương đương với P/E dự phóng 9,8x; là mức giá hấp dẫn đối với 1 cổ phiếu đầu ngành, thương hiệu mạnh và tiềm năng tăng trưởng tốt.

Sử dụng phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền, định giá của chúng tôi đối với cổ phiếu **PNJ là 66.330 đồng/CP** với WACC 10,86% và dựa trên các giả định thận trọng. **Với tiềm năng tăng giá 25% so với mức giá hiện tại, chúng tôi cho rằng PNJ là khoản đầu tư hấp dẫn và việc nắm giữ với thời hạn hơn 1 năm hoàn toàn có thể đem lại mức sinh lời vượt trội so với VNINDEX.**

Một số giả định quan trọng của mô hình định giá:

Re (CAPM)	15,00%	E/V	0,57
Rd (cost of debt)	6,74%	D/V	0,43
Tax rate	20%	WACC	10,86%
		Tăng trưởng dài hạn	2%

Tóm tắt một số dự báo trong mô hình định giá

Đơn vị: tỷ đồng	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
Doanh thu thuần	9.199	7.708	8.946	10.298	11.354
Lợi nhuận gộp	889	1.170	1.373	1.563	1.723
Doanh thu tài chính	18	1	40	2	2
Chi phí tài chính	90	430	239	98	64
Chi phí lãi vay	79	81	114	91	57
Lợi nhuận trước thuế	335	197	553	753	874
Lợi nhuận sau thuế	242	152	431	603	699

PNJ chưa có kế hoạch nới room do việc tăng tỷ lệ sở hữu nước ngoài sẽ gây khó khăn trong việc mở rộng hệ thống bán lẻ. Do vậy PNJ sẽ không phải là cổ phiếu phù hợp cho câu chuyện nới room trong ngắn hạn dù PNJ được nhiều nhà đầu tư nước ngoài quan tâm và đã kín room.

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Trung Hiếu – Giám đốc Phân tích

Email: hieu.nguyen@vndirect.com.vn

Nguyễn Mai Phương, CFA – Giám đốc Chuyên môn

Email: phuong.nguyenmai@vndirect.com.vn

Nguyễn Thanh Tuấn – Chuyên viên Phân tích

Email: tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 – Nguyễn Thượng Hiền – Hà Nội

Điện thoại: (084) 43 972 4568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>