

Mua

PNJ – Mở rộng chiếm lĩnh thị trường

BSC

Khuyến nghị

Giá mục tiêu	117,200
Giá đóng cửa	96,700
Upside	21,1 %

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr cp)	98.3
Vốn hóa (tỷ đ)	9,041.2
Giá cao nhất 52 tuần	100,000
Khối lượng giao dịch bình quân 10 ngày (cp)	314,633

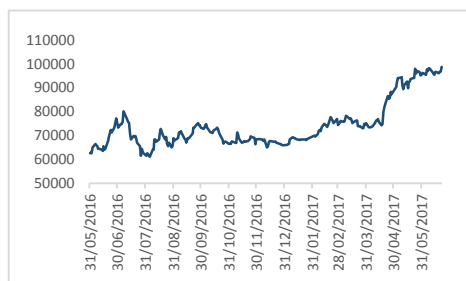
Cổ đông lớn (%)

Cao Thị Ngọc Dung	16.24%
Vinacapital Investment	11.28%
AIMS ASSET MANAGEMENT	5.63%
VOF INVESTMENT LTD	3.91%
VIETNAM INVESTMENT LTD	3.80%

Diễn biến giá

	1M	3M	1Y
PNJ	23.0%	22.7%	53.3%
VN-Index	2.4%	2.8%	16.5%

Diễn biến giá



Phan Quốc Bửu
buupq@bsc.com.vn
+84 915081230

Tổng quan về công ty: Doanh nghiệp bán lẻ nữ trang vàng số 1 Việt Nam. Thị phần mảng bán lẻ chuỗi đạt 26.5%. Vốn hóa thị trường đạt 7,508 tỷ. Mục tiêu giữ vững vị thế, tiếp tục mở rộng nhằm chiếm lĩnh thị phần tại Việt Nam

Link báo cáo cũ:

<https://www.bsc.com.vn/Pages/DownloadReport.aspx?ReportID=1000423>

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PNJ với giá mục tiêu cho năm 2018 là **117,200 đồng/cp**, upside 21.1% (so với mức giá 96,700 đồng/cp ngày 21/06/2017), chúng tôi sử dụng phương pháp P/E và phương pháp FCFF để định giá cổ phiếu PNJ. Tỷ lệ lần lượt là 50% cho FCFF và 50% cho P/E.

Điểm nhấn đầu tư

- Thị phần số 1 về chuỗi bán lẻ nữ trang tại Việt Nam (khoảng 26.5%), sở hữu mạng lưới bán lẻ lớn nhất cả nước.
- Khó khăn đã qua – Tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi.
- Hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng tốt, LN cốt lõi Q1/2017 tăng 30.9% yoy.
- Thông qua phương án phát hành 9,83 triệu cp riêng lẻ.

Catalyst

- Kế hoạch mở rộng chuỗi cửa hàng nhằm giành thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ.
- Xu hướng chuyển đổi từ vàng miếng sang vàng trang sức.

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro từ chính sách do ngành vàng trang sức chịu sự quản lý chặt chẽ từ NHNN
- Rủi ro từ việc mở rộng cửa hàng quá nhanh nhưng không kiểm soát được chi phí dẫn đến hiệu quả hoạt động chưa cao.

Các chỉ tiêu tài chính	2016	2017F	2018F	2019F
DTT(tỷ đ)	8.565	9.958	11.979	14.283
% tăng trưởng	11,1%	16,3%	20,3%	19,4%
Tổng tài sản	3.588	4.614	5.707	7.152
Vốn chủ sở hữu	3.588	4.614	5.707	7.152
Vốn điều lệ	1.081	1.081	1.081	1.081
LN gộp (tỷ đ)	1.411	1.747	2.165	2.640
LN sau thuế	450	660	863	1.082
Biên LN gộp cốt lõi (%)	16,5%	17,5%	18,1%	18,5%
ROE (%)	30%	32%	32%	30%
ROA (%)	13%	14%	15%	15%

Tổng quan ngành và doanh nghiệp

Chúng tôi khuyến nghị **Mua** cổ phiếu PNJ với giá mục tiêu **117,200 đồng/cp, upside 21%**, (so với mức giá 96,700 đồng/cp ngày 21/06/2017) dựa trên các yếu tố sau:

Vị thế dẫn đầu ngành trang sức bán lẻ	PNJ là nhà bán lẻ nữ trang hàng đầu Việt Nam. Hiện tại, thị trường vàng Việt Nam còn khá phân mảnh. Trong đó PNJ hiện tại đang chiếm 26.5% thị phần chuỗi doanh nghiệp có thương hiệu, tuy nhiên chuỗi doanh nghiệp chỉ chiếm 20% thị phần vàng cả nước, do đó thị phần PNJ tương đương với 5,3% thị phần toàn thị trường, cao hơn so với các doanh nghiệp nữ trang khác (Doji, SJC, Bảo Tín Minh Châu). Về độ phủ thị trường, PNJ đã có chi nhánh tại 47/63 tỉnh thành phố bao gồm cả thành phố lớn và thành phố cấp 2.
Kế hoạch mở rộng chuỗi cửa hàng nhằm giành thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ	- Mở thêm 81 cửa hàng, nâng lên 300 cửa hàng đến năm 2018. Tính đến năm 2016, PNJ đã mở được 219 cửa hàng từ mức 131 cửa hàng năm 2010, tương đương CAGR đạt 8,9% giai đoạn 2010-2016. Dự kiến đến năm 2018, PNJ sẽ tiếp tục triển khai mở rộng thêm 81 cửa hàng để giành lấy thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ. Số lượng cửa hàng của PNJ hiện đang gấp 4.6 lần số lượng cửa hàng của doanh nghiệp thứ 2 là SJC. - Năng lực sản xuất đủ phục vụ cho việc mở rộng cửa hàng do mới vận hành khoảng 75% công suất thiết kế. Tổng công suất hiện tại của PNJ là 4-4.5 triệu sản phẩm một năm, trong đó mức độ tiêu thụ năm 2016 chỉ đạt khoảng 2.2 triệu sản phẩm, tương đương khoảng 55% công suất.
Khó khăn đã qua – Tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi.	- Thoái vốn các khoản đầu tư ngoài ngành– Tập trung hoạt động kinh doanh cốt lõi. Trong vòng 5 năm kể từ 2010-2015, PNJ đã thoái vốn hầu hết các khoản đầu tư ngoài ngành như xăng dầu, ngân hàng, dịch vụ khách sạn và bất động sản. BLNG được cải thiện rõ nét sau khi PNJ thoái vốn khỏi các mảng khác và tập trung tăng tỷ trọng bán lẻ vàng nữ trang trong cơ cấu doanh thu, cải thiện từ mức 8.9% trong năm 2012 lên mức 16.5% năm 2016. - PNJ đã hoàn thành trích lập dự phòng 100% khoản đầu tư vào DAB. Cụ thể, năm 2015 và Q1/2016, PNJ lần lượt trích lập 340 tỷ và 38 tỷ đồng, do đó rủi ro về khoản đầu tư DAB đã cơ bản được loại trừ.
Hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng tốt	- Doanh thu ngành vàng trang sức (chiếm 80.3% cơ cấu DT) ghi nhận mức tăng trưởng CAGR đạt 17.4% trong giai đoạn 2012 - 2016. Sau khi loại trừ các khoản lãi/lỗ tài chính (one-off), lợi nhuận ròng của PNJ năm 2016 đạt 507.9 tỷ đồng (+22.4% YoY). Biên lợi nhuận ròng cốt lõi cũng có mức tăng trưởng liên tục từ 2.2% trong năm 2013 lên 5.9% năm 2016. - Kết quả kinh doanh hoạt động cốt lõi sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh từ năm 2017. BSC dự báo lợi nhuận sau thuế của PNJ đạt 659.6 tỷ đồng vào năm 2017 (+46.4% YoY), tương đương EPS là 5,114 đồng/cp (Sau khi trừ quỹ khen thưởng phúc lợi là 10%).
Phân tích rủi ro	Rủi ro đầu tư: (1) Rủi ro từ chính sách do ngành vàng trang sức chịu sự quản lý chặt chẽ từ NHNN; (2) Rủi ro từ việc mở rộng cửa hàng quá nhanh nhưng không kiểm soát được chi phí dẫn đến hoạt động chưa đạt hiệu quả cao.

Tổng quan hoạt động kinh doanh PNJ

PNJ được thành lập từ năm 1988, tiền thân là cửa hàng kinh doanh vàng bạc nhỏ trực thuộc UBND Quận Phú Nhuận. Trải qua 28 năm hình thành và phát triển, PNJ đã trở thành nhà bán lẻ nữ trang hàng đầu Việt Nam. Nghị định 24 về quản lý thị trường vàng được ban hành từ đầu năm 2012 là bước ngoặt giúp cho PNJ mạnh dạn triển khai chiến lược thay đổi cơ cấu doanh thu rõ rệt, tập trung vào mảng vàng trang sức làm hoạt động cốt lõi.

Cơ cấu doanh thu của KSB được đóng góp từ các mảng chính sau: (1) Vàng trang sức (2) Bạc trang sức (3) Vàng miếng.

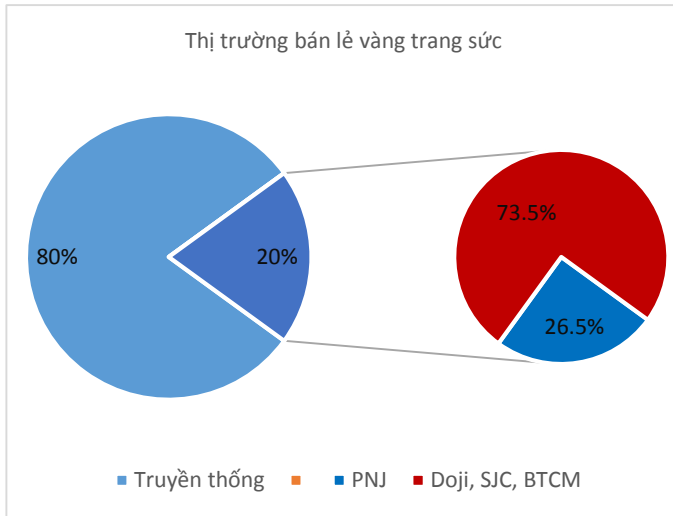
- **Mảng vàng trang sức là trọng tâm cốt lõi cho mục tiêu tăng trưởng dài hạn của PNJ.** Năm 2016, doanh thu mảng vàng trang sức của PNJ đạt 6,877 tỷ đồng (+14.9% YoY), tốc độ tăng trưởng kép doanh thu bình quân CAGR của mảng này trong giai đoạn 2012-2016 đạt 17.4%. Biên lợi nhuận gộp mảng này cũng được cải thiện dần qua các năm từ mức 11% trong năm 2012 lên mức 19.3% năm 2016.
- **Mảng bạc trang sức tiếp tục duy trì phát triển.** Doanh thu từ mảng này năm 2016 đạt 170 tỷ đồng (+22% YoY). Tuy đóng góp vào tỷ trọng doanh thu khá thấp, tuy nhiên BSC cũng kì vọng rằng tiềm năng mảng này khá khả quan nhờ vào tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân đều đạt trên 35%/ tháng tính từ T6 -> T12/2016.
- **Tỷ trọng mảng vàng miếng trong cơ cấu doanh thu ngày càng bị thu hẹp** từ mức 19.9% năm 2015 xuống mức 17.5% trong năm 2016. Doanh thu mảng vàng miếng năm 2016 đạt 1,618 tỷ đồng (+6% YoY), do biên lợi nhuận gộp mảng này khá thấp chỉ đạt 0.9% do đó chúng tôi cho rằng PNJ sẽ thu hẹp dần mảng này lại, do hiệu quả đầu tư không cao.

Cơ cấu LN cốt lõi của PNJ	2012	2013	2014	2015	2016
DT Vàng trang sức	3.619	2.235	3.489	4.599	6.769
Bán lẻ	1,550	1,609	2,230	3,240	4,087
Bán sỉ	2,069	626	1,259	1,359	2,628
% BNLG	14%	12%	15.2%	19%	19.5%
DT Bạc trang sức	140	120	135	139	170
% BNLG	66%	61%	59%	82%	75%
DT Vàng miếng	2.590	3.265	2.001	1.534	1.517
% BNLG	1,0%	0,4%	0,4%	0,7%	0,9%

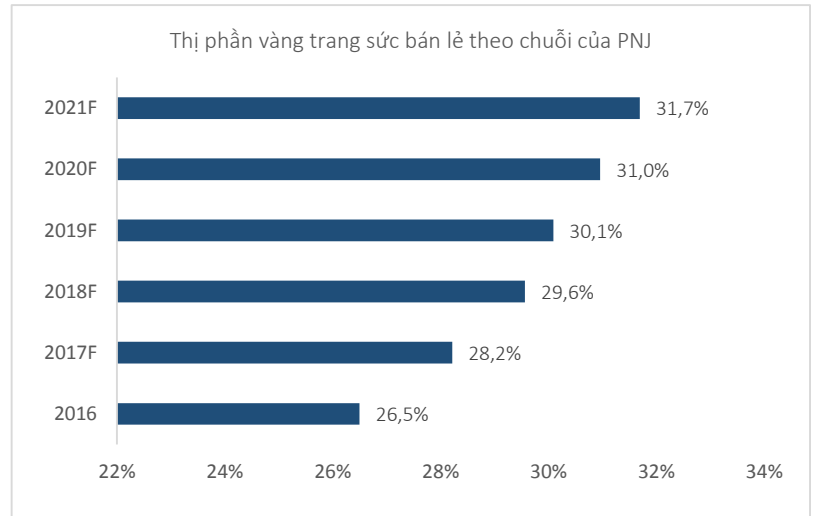
Thông qua phương án phát hành 9,83 triệu cp riêng lẻ, tỷ lệ pha loãng tương ứng là 10%. Hiện PNJ đang chờ UBCKNN chấp thuận phương án phát hành cp riêng lẻ nhằm mục đích tăng vốn. Giá phát hành tối thiểu sẽ không thấp hơn 10% -15% giá đóng cửa tại ngày được UBCKNN chấp nhận. Mục đích phát hành nhằm bổ sung nguồn vốn phát triển chuỗi cửa hàng bán lẻ. Room nước ngoài của PNJ hiện tại đã kín tương đương mức tối đa 49%. Chúng tôi sẽ giả định PNJ sẽ phát hành thành công số lượng cổ phiếu chào bán riêng lẻ trong năm 2017, do đó vốn góp chủ sở hữu năm 2017 sẽ tăng lên 1,081 tỷ đồng (+10% YoY)

Điểm nhấn đầu tư

Điểm nhấn 1: Nhà bán lẻ nữ trang hàng đầu VN với thị phần bán lẻ trang sức đạt 26.5% Dẫn đầu ngành bán lẻ vàng trang sức. Hiện tại, thị trường vàng Việt Nam còn khá phân mảnh. Theo ước tính của Hiệp hội Kinh doanh vàng Việt Nam, các chuỗi cửa hàng của các doanh nghiệp lớn chỉ chiếm khoảng 20%, còn lại 80% thị phần thuộc về các cửa hàng nhỏ lẻ (Ước tính khoảng 7,000 cửa hàng). Trong đó PNJ hiện tại đang chiếm 26.5% thị phần trong số 20% nói trên, tương đương với 5.3% thị phần toàn thị trường, cao hơn rất nhiều so với các doanh nghiệp nữ trang khác (Doji, SJC, Bảo Tín Minh Châu). Do đó, chúng tôi cho rằng PNJ còn khá nhiều dư địa tăng trưởng, nâng cao thị phần trong tương lai. Theo đó, BSC dự báo thị phần trang sức bán lẻ theo chuỗi của PNJ sẽ tăng lên khoảng 31.7% vào năm 2021.



Nguồn: PNJ, Hiệp hội kinh doanh vàng VN



Nguồn: PNJ, BSC research

Thị phần PNJ chia theo vùng miền có sự phân hóa khá rõ nét .

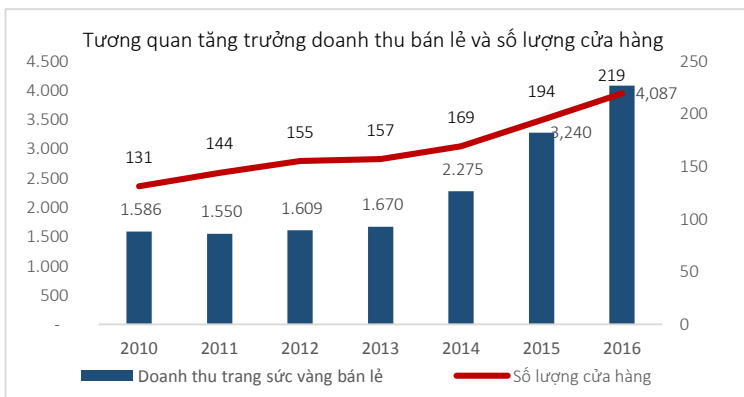
- **Tại miền Trung – miền Nam – miền Tây**, PNJ đều chiếm vị trí số 1 về thị phần ở cả 3 thị trường theo sau đó là Doji và SJC ở miền Trung và miền Nam, và Ngọc Thẩm LTD ở miền Tây.
- **Tại miền Bắc**, do đặc thù về lối sống và tập quán ở đây sử dụng những thương hiệu quen thuộc và đòi hỏi cao về thiết kế mức độ thời trang, PNJ hiện đang đứng thứ 3 về thị phần tại đây (top 1 là Bảo Tín Minh Châu).

Khả năng đáp ứng nhu cầu ngày càng khắt khe của người tiêu dùng nhờ lực lượng thiết kế và thợ kim hoàn có tay nghề cao. Với đặc thù của ngành bán lẻ trang sức, đội ngũ thiết kế và thợ kim hoàn đóng vai trò then chốt trong sự thành công của doanh nghiệp. PNJ hiện đang đầu tư nguồn lực lớn để phát triển đội ngũ này với hơn 1,000 thợ kim hoàn lành nghề. Nhu cầu về mẫu mã thiết kế và chất lượng sản phẩm của người tiêu dùng ngày càng khắt khe hơn. Theo báo cáo của Nielsen, người tiêu dùng Việt Nam đang có xu hướng tiêu dùng nhiều hơn với sản phẩm có thương hiệu uy tín, chất lượng cao.

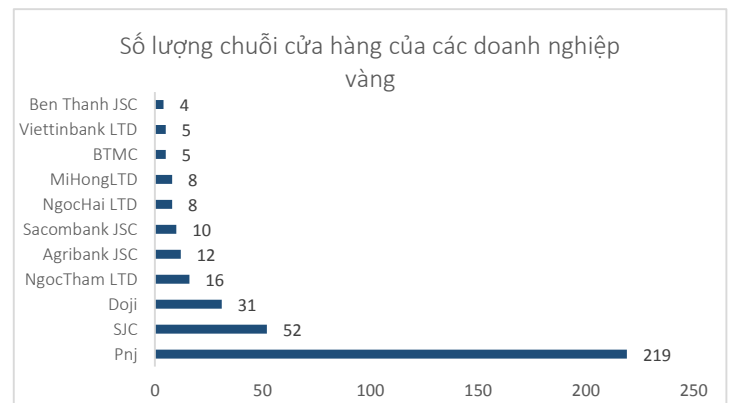
Điểm nhấn 2: Kế hoạch mở rộng chuỗi cửa hàng ồ ạt nhằm giành thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ

Số lượng cửa hàng lớn, độ phủ cao và đang tăng. Đối với mảng bán lẻ, điều kiện quan trọng nhất giúp doanh nghiệp chiếm được thị phần chính là (1) *hệ thống cửa hàng bán lẻ*, (2) *độ phủ thị trường*. Tính đến năm 2016, PNJ đã mở được 219 cửa hàng (+13% YoY) từ mức 131 cửa hàng năm 2010, tương đương với CAGR đạt 8,9% giai đoạn 2010-2016. Số lượng cửa hàng của PNJ hiện đang gấp 4.2 lần số lượng cửa hàng của doanh nghiệp thứ 2 là SJC (52 cửa hàng). Về độ phủ của thị trường, PNJ đã có các chi nhánh cửa hàng trên 47/63 tỉnh thành phố bao gồm cả thành phố lớn và thành phố cấp 2.

PNJ sẽ tiếp tục triển khai kế hoạch mở rộng thêm nhiều cửa hàng nhằm giành lấy thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ, dự kiến đến năm 2018 số lượng cửa hàng dự kiến sẽ đạt 300. BSC dự báo đến năm 2021F, tổng số lượng cửa hàng dự kiến sẽ đạt 390 cửa hàng, tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2016-2021 đạt 11%.



Nguồn: PNJ, BSC research

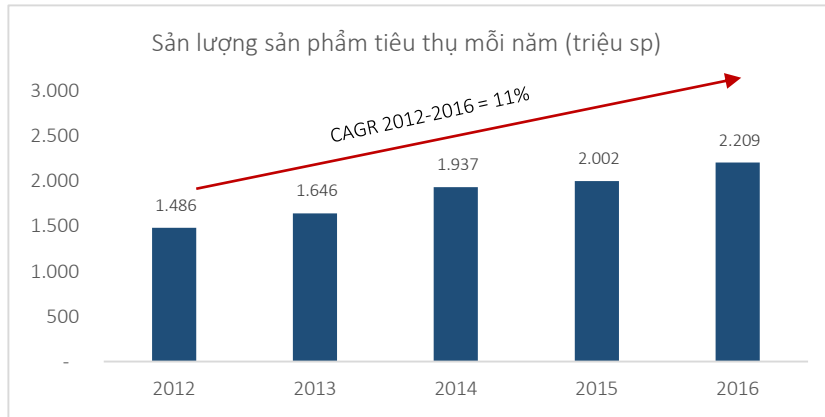


Nguồn: PNJ, BSC research

Với lợi thế sẵn có tại miền Nam, miền Trung và miền Tây, PNJ tiếp tục tập trung đẩy mạnh phát triển kênh bán lẻ ở các khu vực này, bao gồm, khu vực thành phố lớn và thành phố cấp 2. Về hệ thống cửa hàng:

- *Khó khăn lớn nhất của PNJ trong kế hoạch mở rộng chuỗi cửa hàng là tìm mặt bằng.* Nielsen là bên thứ ba uy tín được PNJ lựa chọn để nghiên cứu khảo sát thị trường. Điều kiện để PNJ có thể mở cửa hàng dựa trên một số yếu tố chính sau:
 - (1) Ưu tiên tìm những cửa hàng mặt phố với mặt tiền rộng, ngay ngã tư – ngã ba, góc đường.
 - (2) Mật độ dân số của các khu vực đó.
 - (3) Thu nhập bình quân từ class B trở lên (Thu nhập trung bình hàng tháng của class B dao động từ mức 7.5 triệu – 15 triệu/tháng)
- Một cửa hàng mở mới của PNJ sẽ chia làm 2 giai đoạn (1) Thời gian trưởng thành: 12 -> 18 tháng, (2) Thời gian đạt điểm hòa vốn (Break-even point) là 3 – 4 năm. Trong đó, vốn đầu tư ban đầu là 16.5 tỷ đồng/cửa hàng với 1.5 tỷ đồng là Capex và 15 tỷ đồng là vốn lưu động.

Sản lượng tiêu thụ tăng cao, CAGR trong giai đoạn 2012 -2016 là 11% cao hơn nhu cầu về đồ trang sức tại Việt Nam với mức tăng trưởng CAGR là 10.1% . Cụ thể năm 2016, PNJ tiêu thụ được 2,209 triệu sản phẩm (+10.3% YoY). Nhờ vào đầu tư công nghệ chế tác vàng, tỷ lệ hao hụt vàng của PNJ trong quá trình chế tác giảm xuống mức <1%.



Nguồn: BSC, PNJ

Năng lực sản xuất đủ để phục vụ cho việc mở rộng cửa hàng. Tổng công suất thiết kế hiện tại của PNJ là 4-4.5 triệu sản phẩm một năm. Mức độ sản xuất hiện tại chỉ đạt khoảng 3 triệu sản phẩm, tương đương khoảng 75% công suất. PNJ hiện tại vẫn chưa khai thác hết công suất là do một số nguyên nhân sau:

- (1) Nhu cầu thị trường hiện tại vẫn chưa đạt tới ngưỡng công suất tối đa, số lượng sản phẩm tiêu thụ của PNJ năm 2016 là khoảng 2.2 triệu sp, tương đương 55% CSTK.
- (2) 25% công suất chưa khai thác sẽ được PNJ dự phòng cho những đơn đặt hàng lớn từ nước ngoài/trong nước, khi thị trường có nhu cầu đột biến và cho kế hoạch mở rộng cửa hàng trong tương lai

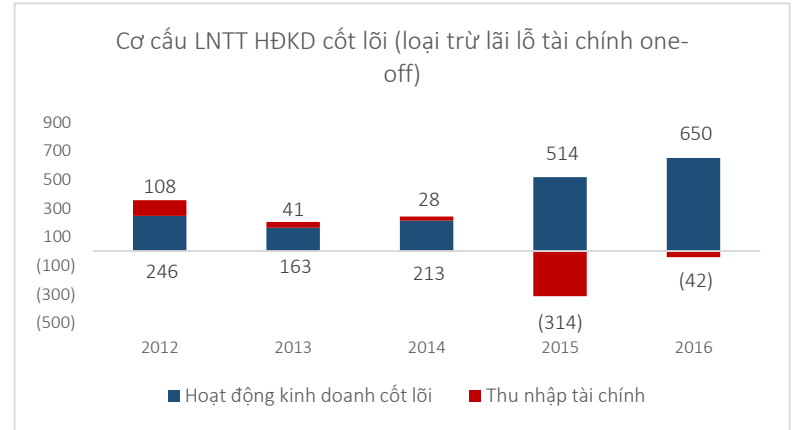
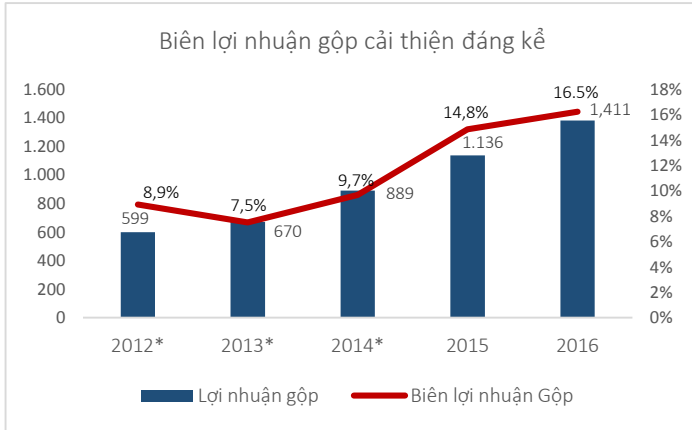
Điểm nhấn 3: Giai đoạn khó khăn đã qua – Tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi.

Thoái vốn các khoản đầu tư ngoài ngành. Trong vòng 5 năm kể từ 2010-2015, PNJ đã thoái vốn hầu hết các khoản đầu tư ngoài ngành như xăng dầu, ngân hàng, dịch vụ khách sạn và cả bất động sản. Trong năm 2016, PNJ đã thoái vốn khoản đầu tư cuối cùng là Đông Á Land, ghi nhận mức lỗ do thanh lý các khoản đầu tư là 19.6 tỷ đồng. Kế hoạch ban lãnh đạo sẽ tiếp tục tập trung mảng kinh doanh cốt lõi là vàng- bạc trang sức, đây là mảng có tốc độ tăng trưởng mạnh trong những năm trở lại đây và có mức BLNG tốt hơn. Biên lợi nhuận gộp (BLNG) được cải thiện rõ nét từ mức 8.9% trong năm 2012 lên mức 16.5% năm 2016 nhờ vào các yếu tố sau

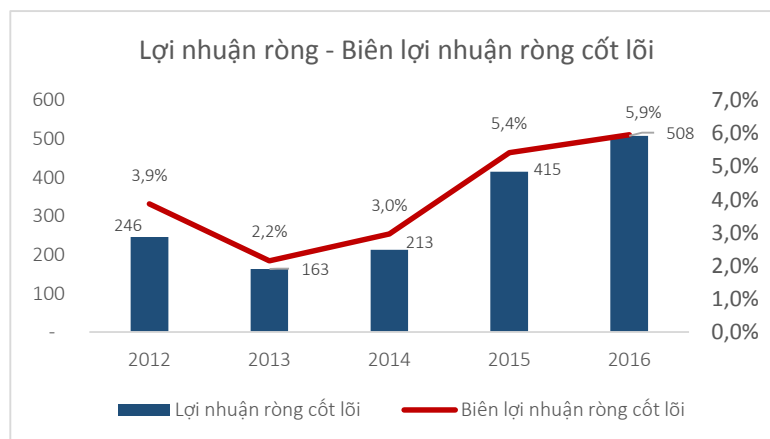
- (1) Thoái vốn khỏi các ngành nghề không cốt lõi như xăng dầu, bất động sản (BLNG nhóm này khá thấp dao động khoảng 3% - 5%)
- (2) Giảm tỷ trọng mảng vàng miếng xuống còn 17.7% năm 2016 từ 74.8% năm 2010, do mảng này có biên lợi nhuận thấp khoảng 3%.

- (3) Trong khi đó, PNJ tăng tỷ trọng DT mảng vàng trang sức/DTT năm 2016 lên mức 80.3% với mức BLNG cao đạt 19.5%.

BSC cho rằng BLNG của PNJ sẽ tiếp tục được cải thiện trong những năm tới nhờ vào việc thay đổi tỷ trọng cơ cấu doanh thu. Cụ thể, tỷ trọng mảng vàng trang sức sẽ tăng lên chiếm 82.6% cơ cấu DT năm 2017. BSC dự phóng biên lợi nhuận gộp năm 2017 của PNJ năm 2017 sẽ tăng lên 17.5% từ mức 16.5% năm 2016.



Tốc độ tăng trưởng kép CAGR của lợi nhuận ròng cốt lõi đạt 20% trong giai đoạn 2012-2016. BSC cho rằng để đánh giá khách quan và chính xác hơn về tiềm năng tăng trưởng của PNJ, chúng tôi sẽ loại bỏ các khoản lỗ hoạt động tài chính (Dự phòng DAB và chuyển nhượng 1 số dự án bất động sản) và doanh thu ngoài ngành. Sau khi loại trừ các khoản lãi/lỗ tài chính (one-off), lợi nhuận ròng của PNJ năm 2016 đạt 508 tỷ đồng (+22.4% YoY). Biên lợi nhuận ròng cốt lõi cũng có mức tăng trưởng liên tục từ 2.2% trong năm 2013 lên 5.9% năm 2016.



Đã hoàn thành trích lập dự phòng toàn bộ cho khoản đầu tư tài chính vào DAB. Tính đến thời điểm hiện tại, PNJ chỉ còn duy nhất khoản đầu tư vào ngân hàng Đông Á là chưa thoái vốn được do DAB đang bị kiểm soát đặc biệt. Tuy nhiên, PNJ đã trích lập dự phòng 100% khoản đầu tư này với tổng chi phí dự phòng là 378 tỷ đồng, Nếu loại

trừ việc trích lập và các thu nhập/chi phí tài chính khác thì LNTT cốt lõi 2015 và 2016 lần lượt là 514 tỷ đồng (+141% YoY) và 650 tỷ đồng (+26.5% YoY). Do đó, rủi ro về khoản đầu tư DAB đã cơ bản được loại trừ.

KQKD hợp nhất Q1/2017 của PNJ tăng trưởng mạnh nhờ vào tăng trưởng vàng trang sức và không còn khoản dự phòng cho DAB. Doanh thu thuần Q1/2017 đạt 3,117 tỷ đồng (+31.2% YoY), hoàn thành 30.6% so với kế hoạch đặt ra chủ yếu nhờ vào (1) Tăng trưởng doanh thu các cửa hàng hiện hữu cao hơn, (2) Nhu cầu tiêu thụ vàng-bạc trang sức ở quý 1 thường cao do yếu tố mùa vụ (Lễ, tết, ngày thần tài, 14/2, 8/3...). Lợi nhuận gộp Q1/2017 đạt 541.6 tỷ đồng, tăng 31% so với cùng kỳ. Tỷ lệ lợi nhuận gộp tương ứng đạt 17.3%, giảm 0,46% từ mức 17.8% Q1/2016 Chi phí tài chính Q1/2017 giảm 82% so với cùng kỳ xuống còn 19.1 tỷ đồng. Nếu loại trừ khoản dự phòng cho DAB, lợi nhuận trước thuế cốt lõi của PNJ tăng 30.9% YoY so với cùng kỳ. Lợi nhuận sau thuế Q1/2017 đạt 246.3 tỷ đồng (+104.6% YoY), tương ứng hoàn thành 41% kế hoạch kinh doanh 2017.

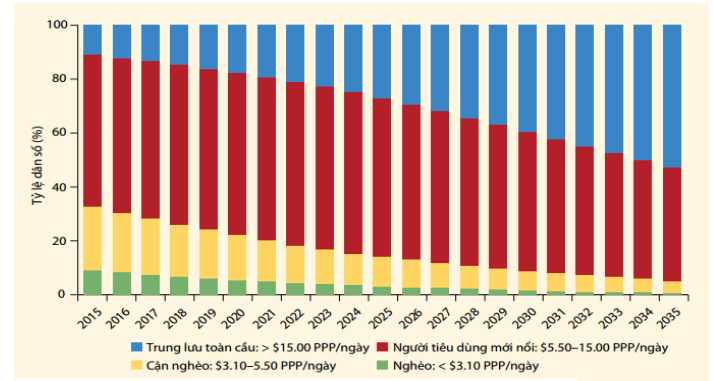
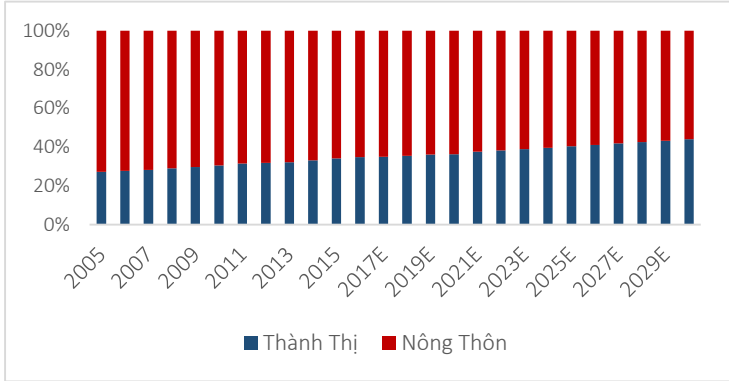
Tổng quan ngành chế tác và bán lẻ nữ trang Việt Nam

Ngành chế tác và bán lẻ vàng trang sức còn nhiều tiềm năng tăng trưởng nhờ vào lợi thế nhân khẩu học của Việt Nam.

Chúng tôi tin rằng sự chuyển biến mạnh mẽ về nhân khẩu học của Việt Nam là một trong những động lực chính cho sự tăng trưởng bền vững của mảng bán lẻ nói chung và mảng trang sức nói riêng. Một số yếu tố chúng tôi cho là đóng vai trò then chốt cho sự tăng trưởng nói trên là:

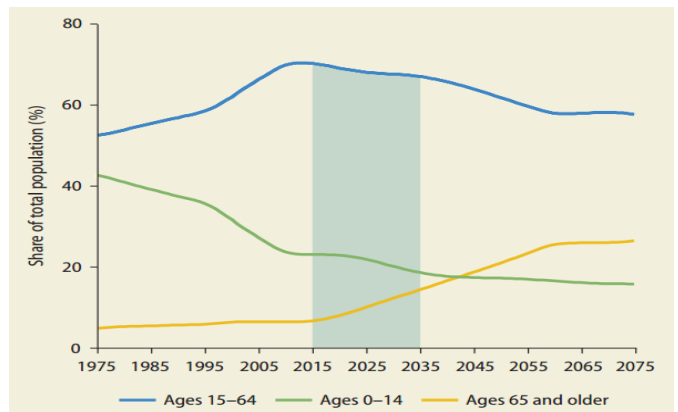
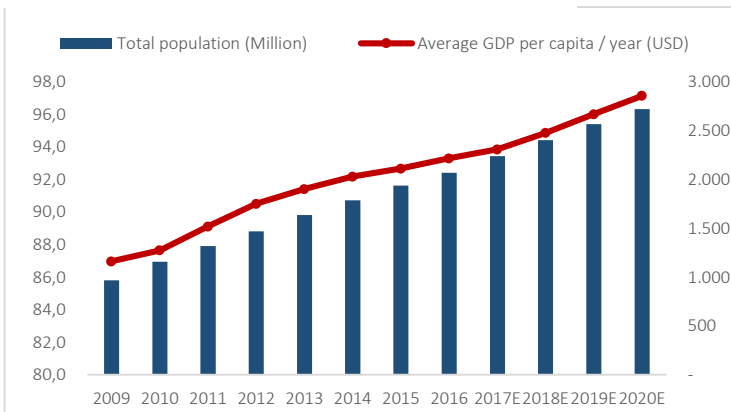
- **Tốc độ tăng dân số ổn định.** Theo báo cáo dân số 2014-2049, GSO cũng dự báo dân số Việt Nam tiếp tục tăng trưởng ổn định trong giai đoạn tiếp theo, ước tính đến năm 2030, tổng dân số Việt Nam sẽ đạt 102.9 triệu người, CAGR giai đoạn 2017 – 2030 đạt 2.5%.
- **Ơ cấu dân số vàng.** Hiện tại, tỷ lệ dân số trên 15 tuổi vẫn chiếm 75% cơ cấu dân số và xu hướng già hóa dân số được dự báo tiếp tục xảy ra. BSC cho rằng với tốc độ tăng trưởng ổn định, cơ cấu dân số vàng sẽ là nền tảng vững chắc cho nhu cầu tiêu dùng bán lẻ trong giai đoạn tiếp theo.
- **Tầng lớp trung lưu tăng nhanh.** Theo báo cáo tổng quan Việt Nam 2035 của bộ kế hoạch đầu tư và World Bank, quy mô nền kinh tế Việt Nam hiện tại ước đạt 200 tỉ USD sẽ đạt khoảng gần 1,000 tỉ USD vào năm 2035, dự kiến trên một nửa dân số Việt Nam sẽ gia nhập tầng lớp trung lưu toàn cầu (>\$15.00PPP/ngày) với mức tiêu dùng > 15USD /ngày.

- **Tốc độ đô thị hóa ngày càng tăng nhanh.** Ước tính đến năm 2030, tỷ lệ dân số thành thị sẽ đạt 45.3% cơ cấu dân số, tăng 13.2% từ mức 32.1% năm 2016. Ngoài ra, GDP đầu người cũng được dự báo tăng trưởng ổn định đạt 2,855 USD/người/năm vào năm 2020, tăng 28.9% so với năm 2016.



Nguồn: BSC, GSO, Dự báo dân số VN 2014-2049, World Bank

Nguồn: BSC, GSO, Dự báo dân số VN 2014-2049, World Bank



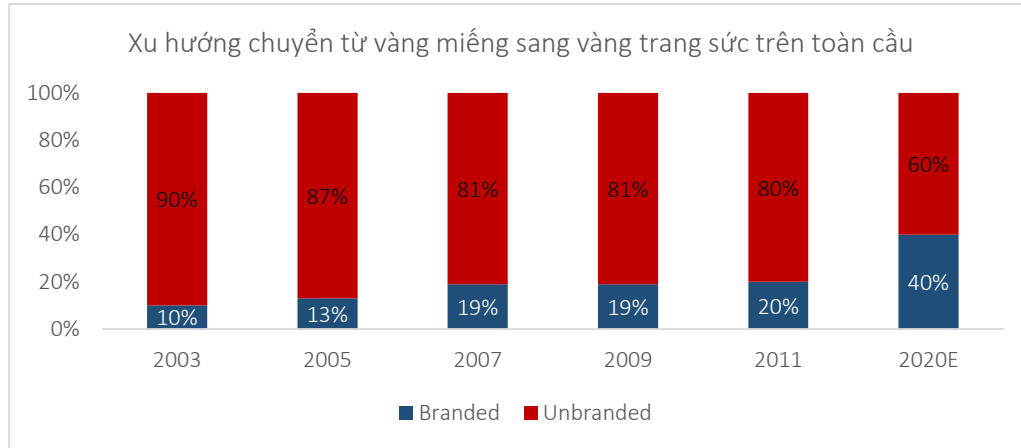
Dư địa tăng trưởng vàng trang sức của PNJ còn khá lớn. Tỷ lệ tiêu thụ vàng/ GDP đầu người của Việt Nam khá cao đạt 0.1%, đứng sau Trung Quốc và Ấn Độ cho thấy nhu cầu tiêu thụ vàng của mỗi người dân Việt Nam khá cao do truyền thống văn hóa, tập quán. Tuy nhiên, tỷ lệ tiêu thụ vàng trang sức của Việt Nam lại khá thấp so với khu vực, chỉ khoảng 25%. PNJ hiện tại là doanh nghiệp có thị phần vàng lớn nhất tại Việt Nam nhưng chỉ chiếm 5.6%. BSC cho rằng với sức mua vàng của người dân VN ở mức cao trong khi đó xu hướng chuyển dịch từ vàng miếng sang vàng trang sức khá rõ ràng thì dư địa tăng trưởng của PNJ còn khá lớn.

	Tiêu thụ vàng / người (USD)	GDP PPP/ người	% tiêu thụ vàng/GDP đầu người	Vàng trang sức / Tổng tiêu thụ vàng (%)	Thị phần của DN lớn nhất ngành
Indonesia	5.7	11,699	0.05%	66%	N/A
Việt Nam	6.2	6,422	0.10%	25%	5.6% - PNJ
Thai Land	6.7	16,835	0.04%	14%	2% - Jubilee Enterprise
Malaysia	10.2	27,234	0.04%	54%	13% - Poh Kong
India	19	6,658	0.3%	77%	7% - PCJ
Trung Quốc	20.9	15,424	0.14%	80%	12.6% - Chow Tai Fook

Singapore	85.7	87,082	0.10%	67%	N/A
HongKong	26.3	58,095	0.05%	97%	18% - Chow Tai Fook

Xu hướng tiêu dùng chuyển đổi từ vàng trang sức không thương hiệu sang vàng trang sức có thương hiệu.

Hiện tại, mức độ thâm nhập của đồ trang sức có thương hiệu là khá thấp tại thị trường Việt Nam khi hầu hết 80% thị phần thuộc về các cửa hàng nhỏ lẻ không có thương hiệu. Theo báo cáo của McKinsey analysis, thị phần của những cửa hàng có thương hiệu trên toàn thế giới được dự báo đến năm 2020 sẽ đạt 40%, tăng từ mức 10% năm 2003, 60% phần còn lại thuộc về các cửa hàng nhỏ lẻ không có thương hiệu.



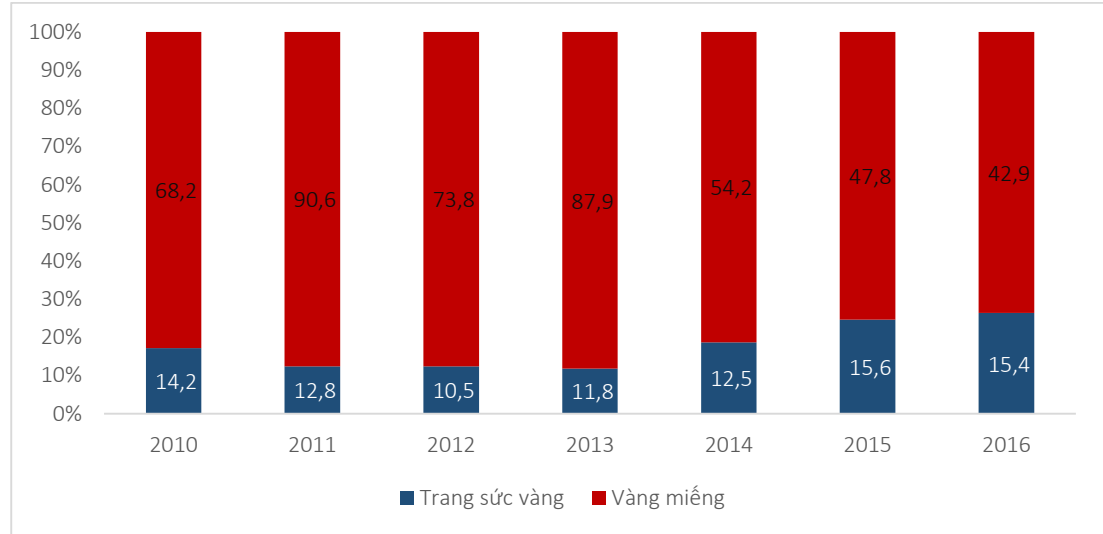
Nguồn: Mc Kinsey Analysis report & survey, BSC

BSC nhận thấy xu hướng chuyển đổi mạnh mẽ từ vàng trang sức không có thương hiệu sang vàng có thương hiệu tại Việt Nam chủ yếu do:

- (1) Thị hiếu của người tiêu dùng cao hơn đặc biệt lớp dân số trẻ nhờ vào mức sống bình quân được cải thiện
- (2) Truyền thống sử dụng vàng làm đồ trang sức tại Việt Nam do đó nhu cầu về nữ trang cho các dịp Valentine, đám cưới – đám hỏi hay các dịp sinh nhật, 8-3 sẽ vẫn tiếp tục duy trì mức cao.

Sức ép từ thay đổi của các chính sách/nghị định tác động mạnh lên các cửa hàng nhỏ lẻ và tạo ra cơ hội tốt cho PNJ mở rộng thêm thị phần. Nghị định 24 và thông tư 22 lần lượt được ban hành lần lượt trong năm 2012 và năm 2014 để quản lý chặt chẽ hơn thị trường vàng miếng và vàng trang sức, cụ thể vàng trang sức phải đáp ứng đủ những yêu cầu về điều kiện sản xuất. Với quy định kể trên, trang sức vàng mỹ nghệ muốn được lưu thông trên thị trường thì phải đáp ứng tiêu chuẩn và nhãn mác đã được quy định cụ thể. Theo ước tính của hiệp hội vàng Việt Nam, số lượng cửa hàng nhỏ lẻ kinh doanh trong mảng trang sức hiện nay khoảng 7,000 cửa hàng, giảm xuống từ mức 12,000 cửa hàng trong giai đoạn trước khi nghị định 24 và thông tư 22 được ban hành. Vì vậy, chúng tôi cho rằng đây là cơ hội cho PNJ chiếm được thị phần từ các nhà sản xuất nhỏ lẻ.

Nhu cầu vàng trang sức của Việt Nam đang tăng dần qua các năm. Cụ thể, theo số liệu của WGC, nhu cầu vàng trang sức tăng từ 10.5 tấn trong năm 2012 lên 15.4 tấn trong năm 2016, trong khi cơ cấu vàng miếng đang trong xu hướng giảm dần. BSC cho rằng xu hướng này sẽ tiếp tục duy trì trong tương lai.

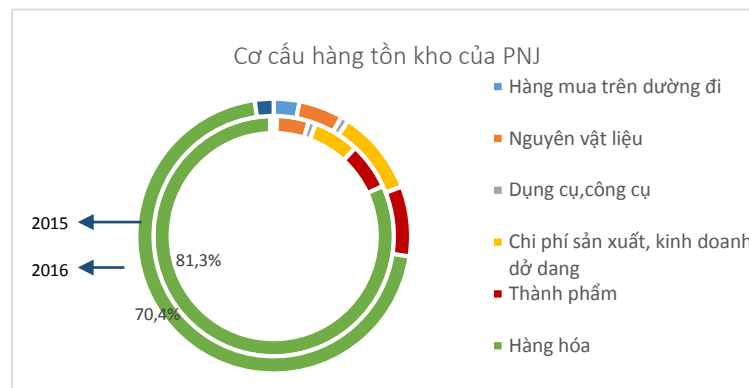


Nguồn: BSC, Hiệp Hội Vàng Việt Nam

Tình hình tài chính

Nhìn chung tình hình tài chính của PNJ tương đối tốt, thông qua các chỉ số thanh khoản tài chính, các khoản phải thu, phải trả và nợ đều ở mức an toàn. Chúng tôi sử dụng nhóm doanh nghiệp kinh doanh vàng trang sức khu vực Châu Á có mức vốn hóa trong phạm vi +/- 50% so với PNJ.

Tỷ trọng tài sản ngắn hạn liên tục tăng dần, chiếm tỷ trọng chủ yếu trong cơ cấu tài sản. Trong giai đoạn 2012-2016, tỷ trọng tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản của PNJ tăng dần từ mức 53% năm 2012 lên mức 86% năm 2016, chủ yếu là hàng tồn kho. Theo chúng tôi đánh giá, hàng tồn kho của PNJ chủ yếu là hàng hóa thành phẩm (vàng nguyên liệu, trang sức) chiếm trung bình khoảng 70% cơ cấu hàng tồn kho. Do các thành phẩm này đều có tính thanh khoản khá cao có thể luân chuyển tương đương tiền mặt, vì vậy chúng tôi cho rằng đây là đặc thù của ngành, rủi ro về thanh khoản, công nợ của PNJ hầu như không có.



	2012	2013	2014	2015	2016	Nhóm so sánh
Hiệu quả hoạt động (x)						
Vòng quay hàng tồn kho	15.5	8.8	6.0	3.4	2.9	2.9
Vòng quay khoản phải thu	250.1	137.4	124.3	129.4	159.9	19.9
Vòng quay khoản phải trả	126	84	66	40	26	7.9
Chỉ số thanh khoản (x)						
Thanh toán hiện thời	1.19	1.21	1.31	1.43	1.53	2.0x
Thanh toán nhanh	0.49	0.45	0.11	0.08	0.133	1.1
Khả năng sinh lời (%)						
ROE	24.0%	12.3%	18.7%	5.7%	30%	10.9%
ROA	11.7%	5.5%	8.6%	2.5%	13%	5.3%
Khả năng thanh toán (%)						
Nợ/TTS	46%	44%	45%	42%	42%	
Nợ/VCSH	95%	98%	98%	96%	101%	

Các chỉ số hoạt động. Xét trong giai đoạn 2012-2016, chu kỳ chuyển đổi tiền mặt trung bình là 67 ngày (tốt hơn so với trung bình nhóm so sánh là 161 lần)

- Vòng quay hàng tồn kho trung bình là 7.3 lần (tốt hơn so với mức trung bình nhóm so sánh – 2.9 lần), vòng quay hàng tồn kho năm 2016 giảm còn 2.9 lần chủ yếu do PNJ bắt đầu đẩy nhanh mở rộng thêm 25 cửa hàng mới, nâng tổng số cửa hàng lên con số 219.
- Vòng quay các khoản phải thu trung bình là 159.4 lần (tốt hơn trung bình nhóm so sánh là 19.9 lần), liên tục cải thiện trong thời gian gần đây, năm 2016 đạt 126.2 lần. Theo chúng tôi quan sát thấy, các khoản phải thu của PNJ khá thấp do đặc thù của ngành trang sức bán lẻ là mua bán trực tiếp trên thị trường và thanh toán ngay do đó công nợ hầu như không đáng kể.
- Vòng quay khoản phải trả trung bình là 68.1 lần (kém hơn/ trung bình nhóm so sánh – 7.9 lần), có xu hướng giảm dần trong ba năm nay xuống còn 25 lần năm 2016. Khoản phải trả chính của PNJ chủ yếu là các đối tác nhập khẩu nguyên liệu kim cương đá quý từ Hong Kong như Forte Jewellery Sherenuj Fareast.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2017 và định giá

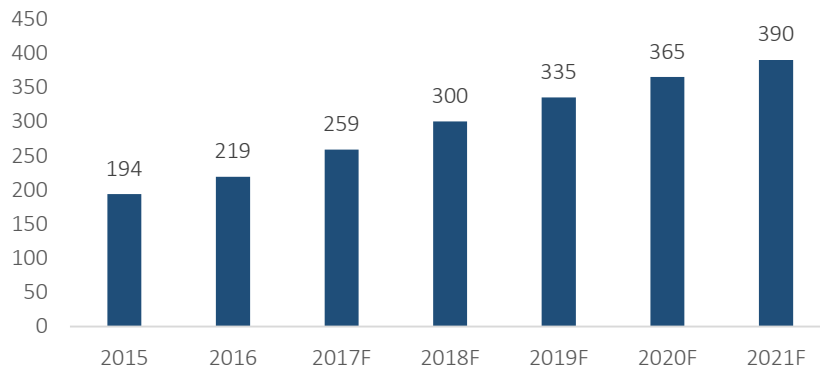
Dự báo kết quả kinh doanh.

Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự báo như sau:

Với mảng vàng trang sức.

- **Kênh bán lẻ.** Chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh thu mảng vàng trang sức bán lẻ của Việt Nam sẽ tiếp tục khả quan trong những năm tiếp theo dựa theo 1 số căn cứ giả định sau:
 1. Dựa trên kế hoạch công ty đặt ra đến năm 2018, số lượng cửa hàng dự kiến là 300 và mục tiêu 31.5% thị phần vào năm 2021. Chúng tôi đưa ra số lượng cửa hàng dự báo như sau:

Số lượng cửa hàng bán lẻ của PNJ



Nguồn: PNJ, BSC Research

2. Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng doanh thu cửa hàng hiện hữu (SSSG) trong giai đoạn 2017-2021 là 12% (tương đương với mức PNJ đề ra trong kế hoạch)

Với những giả định như trên chúng tôi ước tính. BSC dự báo doanh thu kênh bán lẻ vàng trang sức sẽ đạt 2017 đạt 5,298 tỷ đồng (+29.6% YoY) và đạt 13,167 tỷ đồng vào năm 2021, CAGR giai đoạn 2017F-2021F đạt 20.7%.

- **Kênh bán sỉ vàng trang sức.** Đối tượng khách hàng nhắm đến của kênh bán sỉ là các doanh nghiệp vàng- bạc trang sức khác trong thành phố với mục đích là giữ mối quan hệ và được cập nhật thông tin nhanh chóng. Biên lợi nhuận kênh này khá thấp chỉ khoảng 3% cùng với kế hoạch giảm dần tỷ trọng mảng này. Chúng tôi giả định mức tăng trưởng bình quân của kênh này là 10%, doanh thu dự kiến năm 2017 đạt 2,950 tỷ đồng (+10% YoY) và đạt 4,320 tỷ đồng vào năm 2021, CAGR giai đoạn 2017F-2021F đạt 10%.

Mảng bạc trang sức. Hiện tại mảng bạc trang sức vẫn chiếm tỷ trọng khá thấp trong cơ cấu DT của PNJ dao động trong khoảng 2.0% -2.2%. Chúng tôi dự báo rằng PNJ sẽ tăng dần cơ cấu tỷ trọng của mảng này do BLNG của mảng này

khá cao, năm 2016 là 75%. Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng trong giai đoạn 2017-2018 là 30% và trong giai đoạn 2019-2021 là 25%, doanh thu trang sức bạc dự kiến đạt 221 tỷ đồng năm 2017 và đạt 561 tỷ đồng năm 2022, CAGR giai đoạn 2017-2021 đạt 26%.

Mảng vàng miếng. Do ảnh hưởng siết chặt quản lý vàng từ thông tư nghị định 24 và thông tư 22, chúng tôi dự báo tăng trưởng mảng này chỉ khoảng 2% và tỷ trọng đóng góp vào doanh thu sẽ giảm dần tương ứng từ mức 17.7% năm 2016 xuống còn 8.3% năm 2021. Doanh thu năm 2017 dự kiến đạt 1,548 tỷ đồng và đạt 1,675 tỷ đồng năm 2022.

Lợi nhuận trước thuế 2017 dự báo đạt 824.4 tỷ đồng (+39.6% YoY). Lợi nhuận sau thuế đạt 659.6 tỷ đồng (+46.4% YoY), tương đương EPS 2017 là 5,763 đồng/cp (sau khi loại trừ quỹ khen thưởng phúc lợi). Với mức giá ngày 06/06/2017 là VND 97,600, PNJ đang giao dịch tại mức P/E forward là 16.9 lần.

Định giá.

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E và phương pháp FCFF để định giá cổ phiếu PNJ cho năm 2018. Tỷ lệ lần lượt là 50% cho FCFF và 50% cho P/E. Chúng tôi cũng đã giả định rằng năm 2017, PNJ phát hành thành công 9,8 triệu cổ phiếu cho đối tác chiến lược.

I. Phương pháp FCFF gồm 2 giai đoạn – Giá hợp lý 119,315 VND/cp

- Giai đoạn 1 (2016-2021): PNJ tăng trưởng mở rộng chuỗi cửa hàng giúp cho thị phần kênh bán lẻ vàng trang sức đạt 31.7% năm 2021.
- Giai đoạn 2 (từ năm 2021 trở đi): Giả định doanh nghiệp tăng trưởng trong dài hạn ở mức $g = 3\%$.

		Giả định	Kết quả
Risk free – Trái phiếu chính phủ 5 năm		5yr	6,10%
MRP – lãi suất thị trường		Damodaran	8,43%
Beta : Mức trung bình ngành vàng trang sức			0,93
Re			13.96%

WACC calculation	Cost	Weight	Weighted cost
Re	13,6%	54,93%	7,47%
Rd	6,50%	45,07%	2,93%
Tax rat	20%		
D/E structure - Company	95%		
D/E structure - Industry	82%		
WACC			10.01%

Theo đó định giá FCFF như sau:

FCFF (VNDb)	2017	2018	2019	2020	2021
Lợi nhuận cho cổ đông	660	863	1.082	1.333	1.618
+ Khấu hao	83	103	121	116	108
+ Lãi vay (1-t)	77	89	105	124	145
- Thay đổi trong vốn lưu động	(268)	(514)	(597)	(656)	(719)
- Thay đổi trong vốn đầu tư TSCĐ	(71)	(84)	(86)	(85)	(99)
FCFF	481	456	625	832	1.053
5-yr PV of FCFF	437	377	469	568	654
Total FCFF		2.068			
Terminal value		15.466			
PV of terminal value		11.615			
Total PV of FCFF		13.683			
+ Tiền mặt		2.200			
- Nợ vay		1.415			
Dòng tiền cho chủ sở hữu		12.898			
Số lượng cổ phiếu (triệu)		108,1			
Giá CP		119.315			

II. Phương pháp P/E – Giá hợp lý 115,000 VND/cp

Theo thống kê các doanh nghiệp cùng ngành với PNJ trên toàn cầu của Bloomberg thì mức PE trung bình nhóm so sánh là 16.0x, mức này cũng tương đương với mức P/E của 1 số doanh nghiệp bán lẻ trong thị trường Việt Nam như MWG (15.9x lần) hay thấp hơn mức P/E mà PNJ hiện đang được định giá là 16.7x. EPS 2017=5,763. Do đó giá trị hợp lý cho phương pháp P/E là 115,000 VND.

Theo đó, giá hợp lý cho PNJ năm 2018 là VND 117,200, upside 21.1% (so với mức giá 96,700 đồng/cp ngày 21/06/2017),

Rủi ro đầu tư

Rủi ro từ chính sách do ngành vàng trang sức chịu sự quản lý chặt chẽ từ NHNN. Hiện tại ngân hàng nhà nước là cơ quan có thẩm quyền cao nhất trong việc ban hành cũng như quản lý thị trường vàng hiện tại của nước ta. Vì vậy, bất kỳ sự thay đổi nào trong chính sách quản lý cũng như định hướng thị trường vàng trong kế hoạch tương lai đều đặc biệt nhạy cảm với thị trường vàng nói chung và PNJ nói riêng. Tuy nhiên quan điểm chúng tôi hiện tại thì những chính sách đang được ban hành hiện tại ảnh hưởng khá tích cực đến các doanh nghiệp bán lẻ như PNJ.

Rủi ro từ việc mở rộng cửa hàng quá nhanh nhưng không kiểm soát được chi phí dẫn đến hoạt động chưa đạt hiệu quả cao. Chiến lược mở cửa hàng liên tục là điểm mấu chốt cho sự tăng trưởng trong tương lai của PNJ. Tuy nhiên, nếu không quản lý các chi phí tốt như chi phí nhân viên, chi phí bán hàng và các chi phí đi kèm khác thì sẽ dẫn đến hiệu suất kinh doanh không cao, hoặc trường hợp mở các cửa hàng quá gần nhau dẫn đến hiện tượng tự tước đoạt doanh thu.

Phụ lục 01: Bảng cân đối kế toán

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	3.103	4.135	5.239	6.709	8.491	10.596
Tiền và tương đương tiền	155	936	1.415	2.171	3.170	4.418
Hàng tồn kho	2.839	3.082	3.684	4.370	5.123	5.948
Phải thu khách hàng	63	64	77	92	108	126
Khác	46	53	64	76	89	104
Tài sản dài hạn	485	479	468	443	422	425
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	-
Phải thu dài hạn	26	26	26	26	26	26
Tài sản cố định ròng	416	403	384	350	319	309
Khác	36	41	50	59	70	82
Tổng tài sản	3.588	4.614	5.707	7.152	8.913	11.021
Nợ phải trả	2.088	2.552	2.979	3.538	4.164	4.850
Nợ ngắn hạn	2.022	2.467	2.881	3.423	4.030	4.695
Phải trả ngắn hạn	326	278	343	406	474	549
Vay ngắn hạn	1.449	1.905	2.200	2.616	3.085	3.599
Khác	247	283	339	402	471	547
Nợ dài hạn	66	85	97	115	134	155
D. Vốn chủ sở hữu	1.500	2.062	2.728	3.614	4.750	6.172
Vốn chủ sở hữu	983	1.081	1.081	1.081	1.081	1.081
Tổng cộng nguồn vốn	3.588	4.614	5.707	7.152	8.913	11.021

Phụ lục 02: Báo cáo kết quả kinh doanh

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	8.565	9.958	11.979	14.283	16.818	19.607
Giá vốn hàng bán	7.153	8.210	9.814	11.643	13.649	15.848
Lợi nhuận gộp	1.411	1.747	2.165	2.640	3.169	3.759
Chi phí bán hàng	554	661	795	948	1.117	1.302
Chi phí QLDN	133	170	205	244	288	335
LN từ hoạt động kinh doanh	858	1.086	1.370	1.692	2.052	2.457
Doanh thu tài chính	1	5	5	25	38	57
Chi phí tài chính	431	182	98	112	133	157
Chi phí lãi vay	81	73	96	111	132	155
Lãi/ (lỗ) từ liên doanh	1	(1)	-	-	-	-
Lãi/ (lỗ) khác	(11)	43	1	1	1	1
Lợi nhuận trước thuế	187	591	824	1.079	1.353	1.666
Chi phí thuế thu nhập DN	140	165	216	271	333	405
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
LNST	450	660	863	1.082	1.333	1.618
EBITDA	892	1.169	1.473	1.813	2.168	2.565
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	4.584	5.491	7.185	9.009	11.096	13.472

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về Vĩ mô, ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>

