

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Ngày 04 tháng 04 năm 2017

PNJ – HOSE

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 04/04/2017)

Sàn giao dịch	HOSE
Số lượng CPLH	98.273.868
KL khớp lệnh trung bình 10 phiên	95.395
Thị giá	74.100
Giá khuyến nghị	91.890

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Trần Thị Thu Trang
ttttrang_hcm@vcbs.com.vn
+84-38 200 751 (Ext: 641)

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg
Page:<VCBS><go>

➤ Là doanh nghiệp với thị phần dẫn đầu trong lĩnh vực kinh doanh trang sức nhờ phát triển hệ thống cửa hàng phủ khắp 45 tỉnh thành. Cũng như những doanh nghiệp kinh doanh vàng khác, PNJ khởi nghiệp là một doanh nghiệp kinh doanh vàng miếng với tỷ trọng đóng góp lớn vào doanh thu của công ty. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh này mang lại mức biên lợi nhuận thấp và chịu sự kiểm soát của nhà nước. Đứng trước tình hình trên, PNJ đã thay đổi chiến lược kinh doanh, tập trung đẩy mạnh hoạt động kinh doanh trang sức với biên lợi nhuận cao. **Qua quá trình phát triển, hiện nay số cửa hàng của PNJ đã lên đến 220 cửa hàng, phủ rộng khắp 45 tỉnh thành, bỏ xa các đối thủ còn lại.** Thị trường vàng trang sức còn khá phân mảnh với 80% thị phần thuộc về các cơ sở kinh doanh quy mô nhỏ, chỉ còn lại 20% thị phần cho các doanh nghiệp lớn và có thương hiệu mạnh như PNJ, Doji, SJC. **Trong đó, thị phần của PNJ hiện chiếm 26,5% (số liệu cập nhật đến năm 2016) trong số 20% nói trên, như vậy thị phần chung của PNJ so với toàn thị trường chiếm khoảng 5,3% và đang là doanh nghiệp có thị phần cao nhất ngành.**

➤ Thoái vốn ngoài ngành, tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi. Mặc dù hoạt động kinh doanh chính luôn tăng trưởng tốt nhưng các khoản đầu tư tài chính thuộc nhiều ngành nghề khác nhau của PNJ không hiệu quả ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh của công ty. Trước tình hình đó, PNJ đang từng bước thực hiện quá trình tái cấu trúc, thoái vốn khỏi các lĩnh vực ngoài ngành và tập trung vào hoạt động kinh doanh chính. **Hiện PNJ chỉ còn duy nhất một khoản đầu tư vào Ngân hàng TMCP Đông Á với giá trị sổ sách 395,2 tỷ đồng. Trong năm 2016, công ty đã trích lập toàn bộ khoản dự phòng 84,7 tỷ đồng của DongA Bank, do đó trong năm nay, PNJ sẽ không còn bị ảnh hưởng tiêu cực bởi các khoản đầu tư này.**

➤ Thị trường trang sức Việt Nam còn khá nhiều tiềm năng đến từ 1) mức tiêu thụ vàng trang sức trên đầu người của Việt Nam còn thấp (6,5 USD/người) so với các nước trong khu vực và trên thế giới, (2) tốc độ tăng trưởng dân số bình quân khoảng 1,2% cùng cơ cấu dân số trẻ, trên 50% là nữ - là nguồn khách hàng tiềm năng trong lĩnh vực trang sức, (4) kinh tế tăng trưởng tốt cải thiện thu nhập bình quân đầu người tác động tích cực đến nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng trang sức (5) thị hiếu người tiêu dùng thay đổi, hướng đến các sản phẩm chất lượng với thương hiệu vững mạnh, khẳng định đẳng cấp.

➤ Sử dụng kết hợp các phương pháp định giá, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của một cổ phiếu PNJ là **91.890 đồng/cp**, so sánh với mức giá 74.100 đồng/cổ phiếu ngày 04/04/2017, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu PNJ trong dài hạn.

Tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017F
Doanh thu	8.914,18	9.199,22	7.706,04	8.564,59	9.708,73
% yoy	32,7%	3,20%	-16,23%	11,14%	13,36%
LNST	163,17	242,49	75,55	450,11	574,34
% yoy	-33,5%	48,61%	-68,85%	495,80%	27,60%
Biên LNG	7,51%	9,67%	15,16%	16,48%	18,11%
ROE	12,82%	19,30%	5,55%	32,80%	38,97%
EPS	2.239	3.208	568	4.383	5.260

Nguồn: VCBS tổng hợp

ĐẶC ĐIỂM HOẠT ĐỘNG

Tổng quan

PNJ tiền thân là Cửa hàng kinh doanh Vàng bạc Đá quý quận Phú Nhuận, được thành lập vào ngày 28/04/1988. Đến tháng 01/2004, PNJ chính thức chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần với tên gọi CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận và cổ phiếu PNJ được chính thức niêm yết trên sàn HOSE vào tháng 3/2009. PNJ là doanh nghiệp hoạt động chính trong lĩnh vực kinh doanh trang sức và vàng miếng. Giai đoạn trước năm 2015, công ty tập trung chủ yếu vào lĩnh vực kinh doanh vàng miếng với tỷ trọng doanh thu chiếm đến hơn 50% tổng doanh thu của PNJ, tuy nhiên từ năm 2015 trở đi, nhà nước chuyển sang độc quyền kinh doanh vàng miếng, PNJ đã chuyển hướng sang đẩy mạnh kinh doanh trang sức do những biến động của giá cả thị trường ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh vàng miếng, cũng như biên LNG thấp. Những doanh nghiệp khác cũng chịu ảnh hưởng một phần từ tình hình trên, do đó, cục diện ngành trang sức vàng thay đổi khi hầu hết các doanh nghiệp bắt đầu gia tăng kinh doanh những sản phẩm này. Do đó, doanh thu vàng miếng từ năm 2015 trở đi chỉ chiếm chưa đến 20% tổng doanh thu của PNJ.

Ngành nghề kinh doanh

Hoạt động kinh doanh của PNJ tập trung vào các mảng chính sau:

- (1) **Kinh doanh vàng miếng:** hoạt động kinh doanh truyền thống của PNJ nhưng vì biên LNG thấp (trên dưới 1% qua trao đổi với doanh nghiệp) và chịu ảnh hưởng từ sự biến động của giá vàng cũng như quản lý chặt chẽ của nhà nước, nên hoạt động kinh doanh bị ảnh hưởng tương đối nhiều. Do đó, kể từ năm 2015, công ty đã chuyển hướng tập trung sang mảng kinh doanh trang sức với biên lợi nhuận cao.
- (2) **Kinh doanh trang sức:** đây là hoạt động kinh doanh chủ đạo của PNJ, đóng góp đến gần 80% vào tổng doanh thu của công ty đồng thời có biên LNG cao nhất (gần 20%). Hiện công ty có 3 dòng trang sức chủ đạo, là trang sức vàng (PNJ Gold Jewellery) – nhắm vào đối tượng khách hàng là nữ có độ tuổi từ 25-45, có mức thu nhập và chi tiêu trung bình khá trở lên, trang sức bạc (PNJ Silver) – khách hàng trẻ, độ tuổi từ 15-25 và yêu thích thời trang, thương hiệu cao cấp CAO Fine Jewellery và thương hiệu cao cấp Jemma – nhắm vào những khách hàng có thu nhập cao và một số lượng nhỏ là quà tặng cho khách hàng. Ngoài ra PNJ còn kinh doanh phụ kiện thời trang, hàng tiêu dùng cao cấp và dịch vụ kiểm định vàng và đá quý. PNJ thực hiện kinh doanh trang sức thông qua ba kênh chính: bán lẻ, bán sỉ và xuất khẩu, trong đó bán lẻ vẫn là ngành hàng chủ lực và đóng góp phần lớn vào doanh thu của công ty.

Năng lực cạnh tranh – Vị thế đầu ngành trong lĩnh vực kinh doanh vàng bạc đá quý

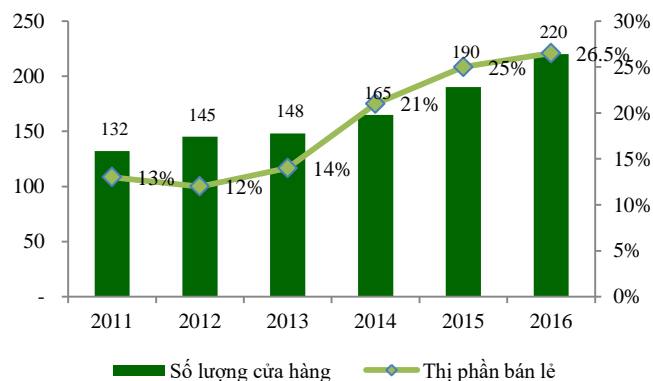
Nghiên cứu, thiết kế sản phẩm là một trong những thế mạnh rất lớn của PNJ, khẳng định thương hiệu và uy tín của doanh nghiệp. Đội ngũ thiết kế, sáng tạo của công ty có khoảng 85 nhân sự, và 100 nhân sự vận hành máy, mang đến cho PNJ một đội ngũ nhân lực mạnh và chất lượng cao. Do đặc thù ngành nghề nữ trang, tay nghề của người thợ kim hoàn là một trong những nhân tố quan trọng nhất, quyết định chất lượng sản phẩm và vị thế của doanh nghiệp trong ngành. Với một doanh nghiệp lớn như PNJ sở hữu một đội ngũ lực lượng kim hoàn có kinh nghiệm lâu năm, cộng với những chính sách đãi ngộ tốt cho người lao động, những yếu tố này góp phần củng cố vị thế dẫn đầu của PNJ trên thị trường trang sức hiện nay.

Sức mạnh thương hiệu khẳng định vị thế của PNJ trên thị trường trang sức hiện nay. Đối với các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh vàng bạc đá quý, thương hiệu là một trong những yếu tố vô cùng quan trọng khẳng định sức mạnh của doanh nghiệp. Những yếu tố quyết định thương hiệu của một doanh nghiệp bao gồm uy tín của doanh nghiệp, chất lượng sản phẩm, mức độ nhận biết sản phẩm và khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp. Có thể thấy, trên thị trường vàng hiện nay, mỗi doanh nghiệp đều sở hữu những thương hiệu vững mạnh và quen thuộc với người tiêu dùng. **Trong đó, PNJ là một**

trong những doanh nghiệp sở hữu thương hiệu vững mạnh nhờ (1) hệ thống cửa hàng rộng khắp với mức độ nhận biết dễ dàng, (2) sản phẩm đa dạng với 3 dòng chính PNJ Gold, PNJ Silver và dòng trang sức cao cấp CAO, Jemma phù hợp với mọi đối tượng khách hàng (3) chất lượng sản phẩm tốt cùng những thiết kế sáng tạo, tinh xảo. Nhờ những yếu tố trên, thương hiệu PNJ đã tạo được dấu ấn trong lòng khách hàng. Chiếm được tình yêu của khách hàng là chiếc vương miện quý giá nhất mà mọi thương hiệu muốn tới. 4 lần liên tiếp, PNJ đạt Thương hiệu Quốc gia do Bộ Công Thương phong tặng. Ngày 15/09/2016, công ty định giá thương hiệu hàng đầu thế giới Brand Finance (Anh Quốc) cũng đã công bố và trao chứng nhận Top 50 thương hiệu giá trị nhất Việt Nam năm 2016 cho PNJ, đây là lần thứ 2 liên tiếp PNJ có tên trong bảng xếp hạng này. Bên cạnh đó, cũng trong ngày 15/09/2016, tại Hồng Kông, PNJ đã vượt qua những doanh nghiệp lớn của khu vực Châu Á để vinh dự có mặt trong bảng đề cử chung kết hai hạng mục giải thưởng JNA Awards 2016 là Doanh nghiệp vượt trội trong năm – khu vực Châu Á và Doanh nghiệp Bán lẻ của năm. Đây là giải thưởng do tạp chí uy tín JNA (Jewellery News Asia) tổ chức bình chọn, được sánh như “Giải Oscar của ngành kim hoàn Châu Á.

Thị phần dẫn đầu trong lĩnh vực kinh doanh trang sức nhờ phát triển hệ thống cửa hàng rộng khắp. Xét về thị phần và quy mô sản xuất, hiện nay công ty đang có ba đối thủ chính là Công ty TNHH MTV Vàng bạc Đá quý Sài Gòn (SJC), Tập đoàn Đá quý Doji (Doji) và Công ty TNHH Vàng bạc Đá quý Bảo Tín Minh Châu. Tại thị trường miền Bắc, Bảo Tín Minh Châu vẫn đang là doanh nghiệp dẫn đầu do những đặc trưng trong phong cách thiết kế, cùng với văn hóa miền Bắc ưa thích tiêu dùng những thương hiệu địa phương. Tuy vậy, thị phần của PNJ tại thị trường này vẫn xếp thứ ba. Đối với các khu vực còn lại, PNJ luôn duy trì vị thế dẫn đầu mặc dù một số thị trường như miền Tây vẫn ưa thích thương hiệu địa phương như Ngọc Thảo. Hiện nay số cửa hàng của PNJ đã lên đến 220 cửa hàng, phủ rộng khắp 45 tỉnh thành, bỏ xa các đối thủ còn lại là Doji với 30 cửa hàng, SJC với 50 cửa hàng và Bảo Tín Minh Châu với 10 cửa hàng. Thị trường vàng trang sức còn khá phân mảnh với 80% thị phần thuộc về các cơ sở kinh doanh quy mô nhỏ, chỉ còn lại 20% thị phần cho các doanh nghiệp lớn và có thương hiệu mạnh như PNJ, Doji, SJC.. *Trong đó, thị phần của PNJ hiện chiếm 26,5% (số liệu cập nhật đến năm 2016) trong số 20% nói trên, như vậy thị phần chung của PNJ so với toàn thị trường chiếm khoảng 5,3% và đang là doanh nghiệp có thị phần cao nhất ngành.*

Số lượng cửa hàng và thị phần bán lẻ của PNJ

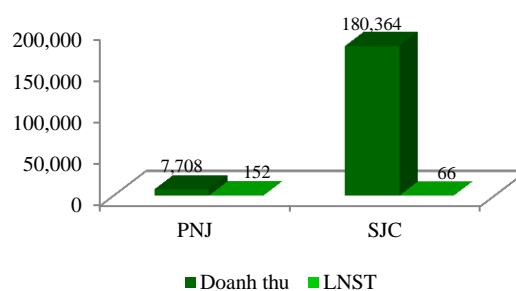


Nguồn: PNJ, VCBS tổng hợp

Chiến lược đúng đắn khi tập trung phát triển mảng trang sức với biên lợi nhuận cao và đáp ứng thị hiếu đang dần thay đổi của người tiêu dùng. Thị trường trang sức Việt Nam hiện nay có sự phân mảnh cao, với phần lớn thị phần đang thuộc về các doanh nghiệp nhỏ lẻ không có sự đầu tư lớn về mặt thương hiệu, chiếm đến khoảng 80% thị phần của thị trường trang sức. 20% còn lại thuộc về các thương hiệu lớn như PNJ, SJC, Bảo Tín Minh Châu... *Trong khi các đối thủ khác như SJC vốn là một doanh*

ngành lâu đời trong ngành, nhưng công ty vẫn tập trung vào mảng vàng miếng với mức biên lợi nhuận khá thấp (chưa đến 1%), thì PNJ đã nhìn thấy được xu hướng của người tiêu dùng ưa thích các sản phẩm trang sức với nhiều mẫu mã đa dạng, nên công ty đã đẩy mạnh phát triển mảng trang sức, đặc biệt là trang sức vàng với mức biên LN lên đến trên 25%. Do đó, mặc dù doanh thu của SJC cao hơn rất nhiều nhưng LNG của PNJ lại vượt trội hơn hẳn. Công ty hiện sở hữu Xí nghiệp nữ trang PNJ với công suất sản xuất đạt trên 4 triệu sản phẩm/năm và được đánh giá là một trong những xí nghiệp chế tác nữ trang lớn nhất khu vực Châu Á, đảm bảo đáp ứng được lượng sản phẩm trong vòng 10 năm (đến năm 2022). Chúng tôi đánh giá cao chiến lược này của PNJ, cùng với chiến lược phát triển hệ thống bán lẻ trong tương lai, lợi nhuận của công ty sẽ tăng trưởng tốt.

**So sánh DT và LNST của PNJ và SJC
2015 (tỷ đồng)**



Nguồn: PNJ, SJC

KQKD 2016

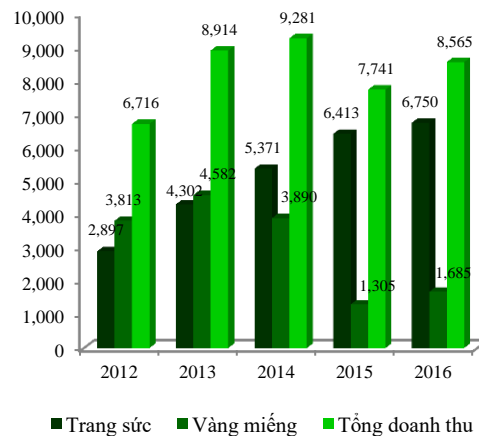
PNJ đã công bố BCTC kiểm toán soát xét năm 2016 với doanh thu và LNST thể hiện sự tăng trưởng rất tốt. Cụ thể, doanh thu thuần năm 2016 của PNJ đạt 8.564,6 tỷ đồng (+11,1% yoy) và LNST đạt 450,4 tỷ đồng (tăng gấp gần 5 lần sau khi điều chỉnh kết quả của năm 2015). Nguyên nhân chính dẫn đến sự tăng trưởng mạnh mẽ trong lợi nhuận của PNJ là do trong năm 2015, khoản đầu tư vào ngân hàng Đông Á phải trích lập dự phòng toàn bộ 100% với tỷ ảnh hưởng đến lợi nhuận chung của công ty trong năm 2015 và nửa đầu năm 2016. Q4.2016, PNJ đã ghi nhận khoản dự phòng cuối cùng với giá trị 16,9 tỷ đồng cho khoản đầu tư này, do đó, kết quả kinh doanh nửa cuối năm 2016 đã cải thiện rất tốt. Nếu loại trừ khoản dự phòng thì lợi nhuận năm 2016 của PNJ tăng trưởng 41,6% yoy.

*Xét về cơ cấu doanh thu theo sản phẩm, chúng tôi nhận thấy, kinh doanh trang sức vẫn chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu doanh thu của PNJ. Trong giai đoạn 2011-2016, cơ cấu doanh thu có sự chuyển dịch rõ nét, từ một doanh nghiệp với hơn 50% doanh thu đến từ kinh doanh vàng miếng, kể từ năm 2015 trở đi, kinh doanh trang sức đã trở thành mảng kinh doanh chủ lực khi đóng góp đến hơn 80% vào cơ cấu doanh thu chung của công ty. Điều này thể hiện hướng đi mới của PNJ với một chiến lược đúng đắn hơn, đó là tập trung vào kinh doanh trang sức với biên lợi nhuận cao thay vì vàng miếng với biên lợi nhuận thấp và tính cạnh tranh cao hơn. Xu hướng tiêu thụ vàng miếng ở Việt Nam cũng sụt giảm, mà thay vào đó là sự gia tăng trong nhu cầu tiêu thụ trang sức, đặc biệt là trang sức vàng. Xu hướng này vẫn tiếp tục trong năm 2016, với **doanh thu mảng trang sức của PNJ đạt 6.750 tỷ đồng, đóng góp 80,3% vào tổng doanh thu của công ty. Trong đó, mảng trang sức vàng đóng góp nhiều nhất vào cơ cấu doanh thu của PNJ, từ 8,6% trong năm 2011 đã tăng lên 47,9% trong năm 2016, đạt 4.100 tỷ đồng (+29,8% yoy).***

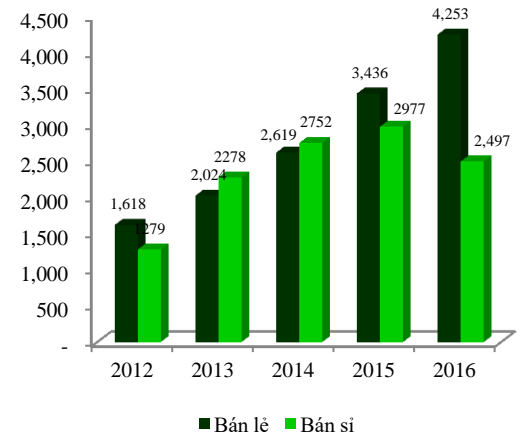
Xét về kênh phân phối, hiện nay PNJ có 3 kênh bán hàng chính là bán sỉ, bán lẻ và xuất khẩu, trong

đó, việc phát triển hai kênh bán hàng chủ đạo là bán sỉ và bán lẻ đã đem lại cho PNJ nhiều lợi thế, tuy vậy bán lẻ vẫn luôn được xác định là hoạt động kinh doanh mũi nhọn, tập trung nhiều nguồn lực và là mục tiêu phát triển lâu dài của công ty. **Năm 2016, doanh thu từ hoạt động bán lẻ đạt 4.253 tỷ đồng (+23,8% yoy), chiếm 61,8% trong cơ cấu doanh thu trang sức của PNJ và chiếm gần 50% tổng doanh thu của toàn công ty.** Tỷ lệ này đã tăng từ mức 9,9% trong năm 2011, cho thấy mức độ chú trọng cũng như định hướng phát triển của công ty. Trong khi đó, **2016 là một năm không mấy thuận lợi cho hoạt động bán sỉ khi doanh thu giảm 16,1% so với cùng kỳ, đạt 2.497 tỷ đồng, đóng góp 36,3% vào tổng doanh thu trang sức và 29% tổng doanh thu toàn công ty.** Từ ảnh hưởng giảm nhu cầu vàng miếng của thị trường vàng, ngày càng nhiều các doanh nghiệp kinh doanh trang sức với phương thức kinh doanh linh hoạt ra đời khiến thị trường trở nên cạnh tranh gay gắt hơn. **Mảng kinh doanh vàng miếng tăng trưởng 29,1% yoy, đạt 1.685 tỷ đồng và đóng góp 16,8% vào tổng doanh thu của công ty.**

**Doanh thu PNJ theo sản phẩm
2011 - 2016**



**Doanh thu PNJ theo kênh phân phối
2011-2016**

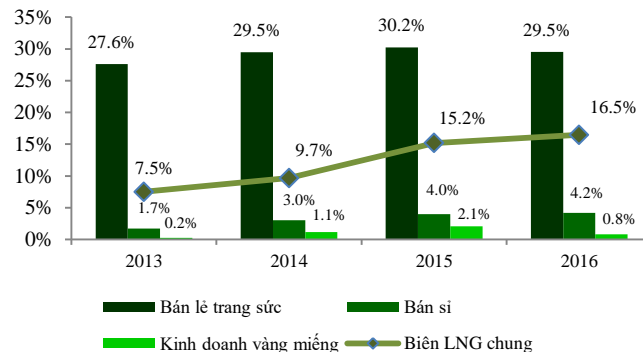


Nguồn: PNJ, VCBS tổng hợp

Trong năm 2016, PNJ đã không ngừng đẩy mạnh mở rộng mạng lưới, khai trương thêm 31 cửa hàng, nâng tổng số lượng cửa hàng lên 220 tại 45 tỉnh, thành trên toàn quốc. Con số này cao hơn ba đối thủ khác cộng lại bao gồm Doji với 30 cửa hàng, SJC với 50 cửa hàng và Bảo Tín Minh Châu với 10 cửa hàng. Nhờ sự tăng trưởng hệ thống cửa hàng, thị phần của PNJ luôn duy trì mức tốt từ năm 2014 đến nay và đạt 26,5% trong năm 2016.

Tỷ suất LNG đạt 16,5%, tăng nhẹ so với mức 15,2% trong năm 2015. Trong đó, tỷ suất LNG mảng bán lẻ giảm xuống còn 29,5% so với mức 30,2% trong năm 2015. Nguyên nhân được lý giải là do trong Q4.2016, công ty gia tăng khuyến mãi để bán hết bộ sưu tập cũ dẫn đến tỷ suất LNG trong quý 4 sụt giảm. Xét riêng từng nhóm sản phẩm, chúng tôi nhận thấy tỷ suất LNG của hoạt động kinh doanh trang sức luôn duy trì mức cao và tăng trưởng đều qua các năm. **Trong khi đó, kinh doanh vàng miếng vốn là mảng đem lại tỷ suất LNG khá thấp, chỉ đạt 0,83% trong năm 2016.** Vì tỷ trọng đóng góp không lớn trong doanh thu nên tỷ suất LNG chung của cả công ty không bị ảnh hưởng nhiều. Đây cũng là một điểm mạnh của PNJ so với các đối thủ khác như SJC, Bảo Tín Minh Châu, vốn tập trung vào lĩnh vực kinh doanh vàng miếng với biên lợi nhuận thấp. **Mảng bán sỉ có tỷ suất LNG tăng nhẹ so với năm 2015, đạt 4,2%.** Có thể nhận thấy từ năm 2015 trở đi, LNG của PNJ đã cải thiện khá tốt, nhờ việc tập trung mạnh vào kinh doanh các sản phẩm trang sức có giá trị và tỷ suất LNG cao nhằm cải thiện biên lợi nhuận chung.

Biên LNG của từng mảng kinh doanh 2013 - 2016



Nguồn: PNJ, VCBS tổng hợp

Thoái vốn ngoài ngành, tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi. Mặc dù hoạt động kinh doanh chính luôn tăng trưởng tốt nhưng các khoản đầu tư tài chính thuộc nhiều ngành nghề khác nhau của PNJ từ ngân hàng đến bất động sản không hiệu quả ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh của công ty. Điển hình như trong năm 2015, việc trích lập dự phòng 300,3 tỷ cho khoản đầu tư vào Ngân hàng TMCP Đông Á cùng khoản lỗ 39,2 tỷ đồng từ việc thoái vốn khỏi CTCP Địa Ốc Sài M&C đã khiến chi phí tài chính công ty tăng đột biến, ảnh hưởng đến lợi nhuận chung. Trước tình hình đó, PNJ đang từng bước thực hiện quá trình tái cấu trúc, thoái vốn khỏi các lĩnh vực ngoài ngành và tập trung vào hoạt động kinh doanh chính. Điển hình, vào tháng 10/2016, PNJ thực hiện thoái vốn thành công tại CTCP Địa Ốc Đông Á, thu hồi 64,3 tỷ đồng. Như vậy, khoản đầu tư này đã khiến công ty ghi nhận lỗ 17,7 tỷ đồng. **Hiện PNJ chỉ còn duy nhất một khoản đầu tư vào Ngân hàng TMCP Đông Á với giá trị sổ sách 395,2 tỷ đồng. Trong năm 2016, công ty đã trích lập toàn bộ khoản dự phòng 84,7 tỷ đồng của DongA Bank, do đó trong năm nay, PNJ sẽ không còn bị ảnh hưởng tiêu cực bởi các khoản đầu tư này.**

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Sức khỏe tài chính

Cơ cấu tài sản của PNJ nhìn chung không thay đổi lớn qua các năm, với tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn (86,5% trong năm 2015). Hiệu quả sử dụng tài sản giảm qua các năm, nguyên nhân chính đến từ sự gia tăng số lượng cửa hàng. Trong đó, **vòng quay hàng tồn kho giảm mạnh kể từ năm 2015 do thay đổi cấu trúc sản phẩm cùng chiến lược mở rộng cửa hàng.** Hàng tồn kho cũng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tài sản của PNJ, trung bình hơn 70% tổng tài sản. Tại thời điểm cuối năm 2016, số dư hàng tồn kho của công ty cũng tăng 32,9% ytd. Nguyên nhân khiến vòng quay hàng tồn kho của công ty duy trì mức thấp vì (1) **việc thay đổi cấu trúc sản phẩm, chuyển sang tập trung kinh doanh vàng trang sức thay vì vàng miếng như giai đoạn trước đây** khiến vốn quay vòng chậm hơn, do trước đây vàng miếng tuy mang lại biên LNG thấp nhưng là sản phẩm dễ bán, người tiêu dùng cũng có thể mua đi bán lại liên tục nên hàng tồn kho được quay vòng liên tục. Khi chuyển sang vàng trang sức, mức độ giao dịch thấp hơn hẳn do vàng trang sức không có tính chất đầu cơ. (2) **Với chiến lược mở rộng thị phần so với các đối thủ cạnh tranh, PNJ đã đẩy mạnh việc mở cửa hàng mới. Bên cạnh đó, những cửa hàng này lại nằm ở vị trí khá xa so với nhà máy, đòi hỏi công ty phải duy trì một lượng tồn kho lớn để đáp ứng đủ sản phẩm tiêu thụ cho mỗi cửa hàng.** Do đó, vòng quay hàng tồn kho của PNJ luôn duy trì mức thấp và có xu hướng giảm theo sự gia tăng của số lượng cửa hàng. Chúng tôi cho rằng việc này là phù hợp với chiến lược mở rộng của PNJ. Do đặc thù biến động giá liên tục của nguyên liệu vàng bạc theo giá thế giới, số ngày phải thu và phải trả bình quân của công ty khá thấp, lần lượt là 1,3

và 13,2 ngày,

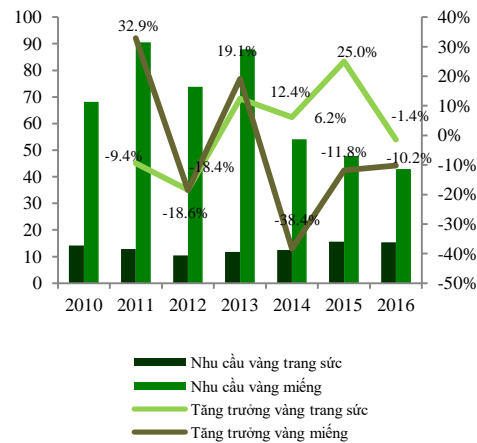
Cơ cấu nguồn vốn của PNJ gần như cân bằng, với tỷ trọng nợ/VCSH chiếm trung bình 0,9-1, trong đó phần lớn là nợ vay ngắn hạn và được tài trợ chủ yếu bằng hàng tồn kho. Tính đến cuối năm 2016, dự nợ vay ngắn hạn của PNJ đạt 1.448,9 tỷ đồng (+21,8% ytd) và dự nợ vay dài hạn chỉ đạt 59 tỷ đồng (-18,5% ytd). Chúng tôi lưu ý, mặc dù tỷ số thanh toán hiện hành của công ty luôn duy trì mức cao (1,53 trong năm 2016) nhưng tỷ số thanh toán nhanh lại khá thấp (0,13) do hàng tồn kho của công ty luôn ở mức cao như chúng tôi đã phân tích ở trên. Tuy nhiên điểm tích cực là hàng tồn kho chủ yếu là các sản phẩm vàng bạc, đá quý nên không chịu rủi ro sụt giảm về chất lượng, tính thanh khoản cao và chỉ chịu rủi ro về biến động giá cả trên thị trường. Do đó công ty hầu như không chịu rủi ro thanh toán.

TRIỂN VỌNG

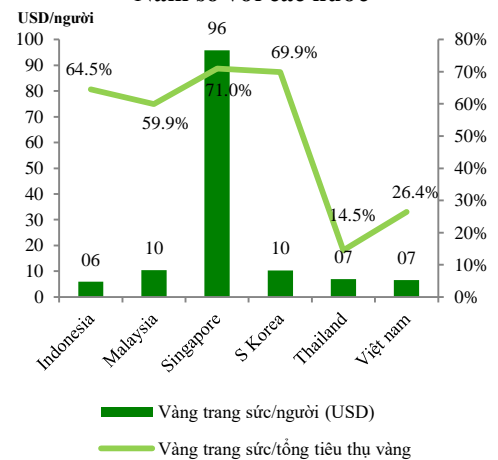
Thị trường trang sức còn nhiều dư địa tăng trưởng nhờ (1) mức tiêu thụ vàng trang sức của Việt Nam còn thấp, (2) dân số đông (gần 100 triệu người) với tốc độ tăng bình quân 1,2%/năm, (3) cơ cấu dân số trẻ với gần 70% dân số thuộc độ tuổi lao động (từ 15 đến 64 tuổi), trong đó hơn 50% là nữ, (4) thu nhập bình quân đầu người tăng cao, một phần ba dân số sẽ trở thành tầng lớp trung lưu trước năm 2020, khi thu nhập tăng trưởng nhanh chóng ở mức gần 8,8%, sẽ nâng mức thu nhập bình quân đầu người vượt qua 3.400 USD vào cuối thập kỷ này (5) mạng lưới bán lẻ dày đặc khuyến khích người dân mua hàng.

- **Thị trường vàng trang sức còn nhiều dư địa tăng trưởng. Trong khi nhu cầu vàng trang sức của thế giới giảm khá mạnh thì nhu cầu cho sản phẩm này của Việt Nam lại tăng qua các năm.** Theo tính toán từ số liệu của Hội Đồng Vàng Thế giới (WGC), trong năm 2016, lượng vàng trang sức tiêu thụ tại Việt Nam đạt 15,4 tấn (-1% yoy). Mặc dù giảm nhẹ nhưng nhu cầu tiêu thụ vàng trang sức của Việt Nam đã tăng khá mạnh trong giai đoạn 2010-2016 với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm hơn 10%. **Giá trị vàng trang sức trên đầu người của Việt Nam năm 2016 là 6,6 USD/người (+4,8% yoy), chỉ bằng 63% của Malaysia và 6,9% của Singapore, trong khi đó, lượng vàng trang sức của Thái Lan chỉ chiếm 14,5% nhưng lượng tiêu thụ bình quân đầu người là 7 USD/người, cao hơn so với Việt Nam.** Bên cạnh đó, tỷ lệ tiêu thụ vàng trang sức của Việt Nam so với tổng tiêu thụ vàng chỉ chiếm hơn 25%, trong khi tỷ lệ này ở các nước trong khu vực đều hơn 50% (ngoại trừ Thái Lan là 14,5%). Trong khi đó, lượng tiêu thụ vàng miếng lại giảm 10,2% yoy, chỉ còn 42,9 tấn so với mức 73,8 tấn trong năm 2012. Tỷ lệ tiêu thụ vàng trang sức của Việt Nam so với tổng tiêu thụ vàng chỉ chiếm 26,4% trong khi các nước khác, tỷ lệ này đều trên 50% (ngoại trừ Thái Lan). Trước đây, mặc dù là một trong 15 quốc gia tiêu thụ vàng nhiều nhất thế giới, nhưng phần lớn người Việt Nam vẫn có thói quen mua vàng miếng để tích trữ, nhu cầu làm đẹp bằng vàng trang sức còn khá hạn chế. Tuy nhiên, khi đời sống vật chất được cải thiện cùng những thay đổi trong thói quen tiêu dùng, xu hướng dịch chuyển từ mua vàng miếng sang vàng trang sức đang diễn ra một cách mạnh mẽ.

Nhu cầu vàng của Việt Nam (tấn)



Tiêu thụ vàng trang sức của Việt Nam so với các nước



Nguồn: Hội Đồng Vàng Thế giới (WGC), VCBS tổng hợp

- **Tốc độ tăng trưởng dân số cao cùng thu nhập bình quân đầu người cải thiện tốt là động lực thúc đẩy tăng trưởng của thị trường vàng trang sức.** Theo tổng cục thống kê, dân số Việt Nam mỗi năm tăng trưởng trung bình khoảng 1,2%, trong đó 70% dân số thuộc nhóm tuổi lao động từ 15 đến 64 với hơn 50% dân số là nữ, là đối tượng khách hàng tiềm năng cho thị trường trang sức. Nếu so sánh với các nước trong khu vực, thì mức tiêu thụ cho vàng trang sức của người Việt còn khá thấp. nguyên nhân một phần là do thu nhập bình quân đầu người còn thấp so với khu vực và trên thế giới. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy, nền kinh tế Việt Nam đang trên đà phát triển hỗ trợ mức thu nhập bình quân đầu người, với tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm đạt 14,2%. Trong báo cáo gửi Ủy ban Thường vụ Quốc hội về dự báo tình hình kinh tế 2016-2020, Bộ Kế hoạch và Đầu tư đưa ra mục tiêu tốc độ tăng trưởng kinh tế bình quân 5 năm đạt 6,5-7%/năm. Theo đó, đến năm 2020, GDP bình quân đầu người khoảng 3.200 - 3.500 USD. Bên cạnh đó, theo tập đoàn tư vấn Boston (Mỹ), tầng lớp trung lưu và giàu có của Việt Nam sẽ tăng gấp đôi lên tới 33 triệu người, tương đương khoảng 1/3 dân số đất nước, trong khoảng thời gian từ năm 2014- 2020. Cùng với sự gia tăng trong thu nhập, người tiêu dùng hiện nay cũng quan tâm hơn đến những sản phẩm chất lượng cao, thương hiệu mạnh, và nữ trang là một trong số đó. Với tỷ lệ cơ cấu dân số vàng cùng tiềm năng tăng trưởng kinh tế,
- **Ngành công nghiệp nhận được sự quan tâm từ chính phủ.** Trước đây, hoạt động kinh doanh vàng trang sức không được quản lý chặt chẽ về mặt tiêu chuẩn cũng như chất lượng sản phẩm khiến cho các cơ sở kinh doanh vàng nhỏ lẻ có điều kiện kinh doanh những mặt hàng kém chất lượng, vàng kém tuổi. Hiểu được tình hình trên, năm 2014, chính phủ đã ban hành thông ty 22/2013/TT-BKHCN quy định về chất lượng vàng trang sức. Thông tư 22 được ban hành đã giúp kiểm soát được chất lượng sản phẩm một cách tốt nhất, tạo lợi thế cho các thương hiệu uy tín trên thị trường. Nhiều doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh vàng trang sức với quy mô nhỏ phải tạm ngưng hoạt động do không thực hiện đúng quy định, ngược lại, các doanh nghiệp lớn như PNJ, SJC, DOJI lại có cơ hội tốt nhờ uy tín về chất lượng cũng như thương hiệu.

Hai tháng đầu năm 2017, PNJ cũng ghi nhận kết quả kinh doanh khá ấn tượng với tổng doanh thu tăng trưởng 36% yoy, trong đó doanh thu vàng trang sức tăng 44% yoy và doanh thu vàng miếng tăng 52% yoy do trùng với thời điểm ngày vía Thần tài khiến sản lượng tiêu thụ vàng miếng tăng mạnh. Vì

cơ cấu sản phẩm thay đổi, thiên nhiều về vàng miếng với biên lợi nhuận không cao nên 2 tháng đầu năm, lợi nhuận gộp của công ty tăng trưởng 30%, thấp hơn mức tăng của doanh thu. Công ty cũng chia sẻ thêm, sau 2 tháng, PNJ đã mở mới thêm 3 trong tổng số 40 cửa hàng dự tính mở mới trong năm nay, nâng tổng số cửa hàng hiện tại lên 223.

Kế hoạch phát hành riêng lẻ. Để huy động vốn cho việc mở rộng hệ thống bán lẻ, PNJ đã thông qua việc triển khai phương án phát hành riêng lẻ hơn 9,8 triệu cổ phiếu, nâng tổng vốn điều lệ lên 1.081 tỷ đồng, nguồn vốn huy động được sẽ được dùng cho việc đầu tư và bổ sung vốn lưu động cho 40 cửa hàng mới, đồng thời trang bị thêm máy móc thiết bị mới cho xí nghiệp nữ trang. Hiện công ty đã gửi công văn lên Ủy ban Chứng khoán và đang trong giai đoạn chờ phê duyệt, do đó chúng tôi vẫn chưa có thông tin về đợt phát hành này, chúng tôi sẽ cập nhật trong những báo cáo sắp tới.

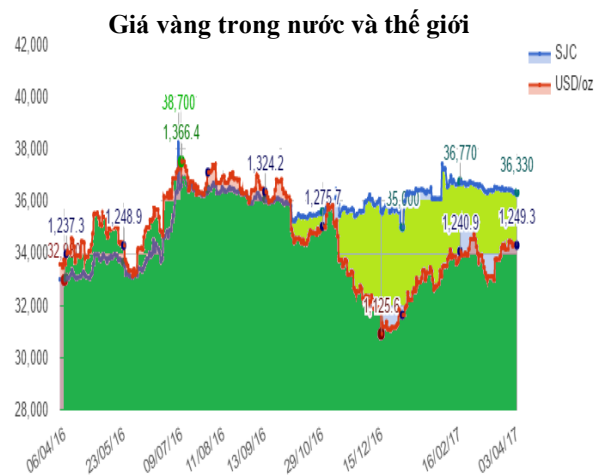
RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro về nguồn nguyên liệu

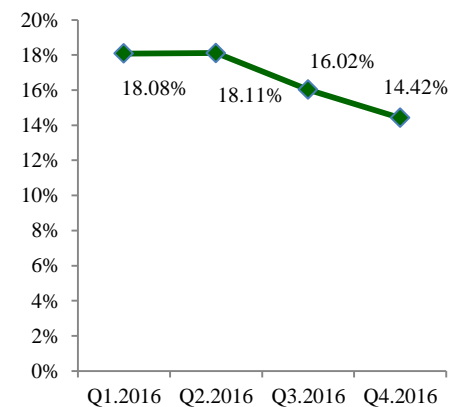
Nguồn vàng nguyên liệu của công ty đến từ hai nguồn chính: (1) thu mua trực tiếp từ các khách hàng vắng lai và (2) mua từ các trader trên thị trường. Đối với bạc nguyên liệu, công ty chủ yếu nhập khẩu thông qua một số đối tác cung ứng tại Bỉ, đá quý được nhập chủ yếu từ Hồng Kong và Thái Lan. Tại Việt Nam, nguồn cung vàng nguyên liệu còn rất phong phú so với mức tiêu thụ 4 tấn/năm của PNJ, do đó rủi ro thiếu hụt vàng nguyên liệu của PNJ là không đáng kể. Các nguyên liệu khác do không chịu tác động của chính sách nhà nước nên việc nhập khẩu là không hạn chế, do đó công ty có thể đảm bảo nguồn nguyên liệu bạc, đá quý, kim cương từ các đối tác nước ngoài.

Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu

Do chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu giá vốn hàng bán của PNJ (gần 90%) nên biến động giá nguyên vật liệu, đặc biệt là vàng có ảnh hưởng rất lớn đến biên LNG của công ty. Tuy nhiên, theo công ty chia sẻ, nếu giá vàng biến động trong khung 5% lãi gộp các dòng sản phẩm, thì PNJ sẽ không điều chỉnh giá bán nhằm tạo sự an tâm đối với khách hàng. Nếu giá vàng biến động ngoài khung 5%, công ty sẽ tăng hoặc giảm giá bán linh hoạt cho phù hợp với mức biến động giá vàng. Mặc dù vậy, công ty vẫn chịu một phần rủi ro, có thể thấy, tại thời điểm Q3 và Q4.2016, giá vàng trong nước tăng cao đã khiến biên LNG của công ty giảm nhẹ. Bên cạnh đó, hàng tồn kho của công ty khá nhiều, phần lớn đều là vàng bạc, đá quý, sẽ chịu rủi ro biến động giá. Như vậy có thể thấy, đây cũng là một rủi ro mà công ty cần quan tâm.



Biên LNG của PNJ năm 2016



Nguồn: VCBS tổng hợp

Rủi ro từ các đối thủ cạnh

Thị trường vàng trang sức nội địa ngoài PNJ còn có những doanh nghiệp lớn khác như Doji, SJC, Bảo

tranh

Tín Minh Châu (chủ yếu ở miền Bắc), trong đó, đội ngũ thợ kim hoàn được xem như tài sản vô giá của mỗi doanh nghiệp. Do đó, rủi ro mất mát các nhân sự vào tay các đối thủ cạnh tranh cũng là một điều cần quan tâm. Đối với PNJ, công ty đặc biệt chú trọng đến chất lượng cũng như các chính sách đãi ngộ cho người lao động của mình, nên PNJ sẽ kiểm soát được rủi ro này một cách tốt nhất. Đối với các đối thủ nước ngoài, vì Việt Nam sẽ tham gia vào những hiệp định thương mại tự do, thuế nhập khẩu vàng sẽ tiến dần về 0%. Trong khi đó, thị trường vàng trang sức của Việt Nam còn rất nhiều tiềm năng tăng trưởng, sẽ thu hút sự chú ý của các doanh nghiệp nước ngoài. Đây cũng là một vấn đề đáng quan tâm của PNJ trong tương lai, và công ty sẽ phải đẩy mạnh hơn nữa đội ngũ các nhà thiết kế, sáng tạo khi yêu cầu của thị trường ngày càng đa dạng và khắt khe hơn để có thể cạnh tranh tốt với các đối thủ ngoại.

Rủi ro hàng tồn kho

Như chúng tôi đã phân tích ở trên, việc mở rộng hệ thống cửa hàng của công ty đã khiến hàng tồn kho tăng mạnh trong các năm qua, khiến vòng quay vốn lưu động của công ty bị ảnh hưởng lớn. Đây cũng là một vấn đề của các doanh nghiệp bán lẻ, đặc biệt là các doanh nghiệp đang trong quá trình mở rộng phát triển như PNJ. Một điểm tích cực là phần lớn hàng tồn kho của công ty đều chủ yếu là các sản phẩm vàng bạc, đá quý nên không chịu rủi ro sụt giảm về chất lượng, tính thanh khoản cao và chỉ chịu rủi ro về biến động giá cả trên thị trường. Bên cạnh đó, với hệ thống quản trị ERP - Xman, PNJ có thể quản lý tốt hàng tồn kho và hoạt động bán hàng của từng cửa hàng, giúp tăng hiệu quả quản lý và giảm thiểu tối đa chi phí của công ty.

Rủi ro pha loãng

Với thông tin phát hành như chúng tôi đã chia sẻ ở trên, rủi ro pha loãng là điều nhà đầu tư cần phải quan tâm. Tuy nhiên, với tiềm năng tăng trưởng tốt đến từ việc mở rộng và phát triển mạnh hệ thống cửa hàng bán lẻ, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh của công ty sẽ tăng trưởng tốt và đủ bù đắp được rủi ro này.

ĐÁNH GIÁ CHUNG VÀ DỰ PHÓNG

Nhằm xác định giá trị hợp lý của CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ), chúng tôi sử dụng tổng hợp các phương pháp bao gồm phương pháp so sánh PE và phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE & FCFF) với tỷ lệ 20:80. Trong đó, doanh thu giai đoạn 2017-2021 được dự phóng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm 17,9% và LNST là 30,96%. Lãi suất chiết khấu sử dụng cho giai đoạn 2017-2021 là 12,3%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của công ty được ước tính là 5%. Đối với phương pháp PE, chúng tôi sử dụng 6 doanh nghiệp trong khu vực có hoạt động kinh doanh tương tự để so sánh, với PE giá trị trung vị của P/E các doanh nghiệp là 17,56, sau khi điều chỉnh chiết khấu cho thị trường Việt Nam, chúng tôi ước tính mức P/E hợp lý bằng 15,8.

Ticker	Name	Nation	Market Cap (tỉ USD)	PE
1929 HK Equity	Chow Tai Fook Jewellery Group Ltd	Hồng Kong	72,9	27,98
600612 CH Equity	LAO FENG XIANG CO LTD-A	Trung Quốc	18,15	19,27
PNDORA DC Equity	Pandora A/S	Đan mạch	90,31	14,66
SIG	SIGNET JEWELERS LTD	Mỹ	4,66	9,97
TIF US Equity	Tiffany & Co	US	11,88	26,78
ASN IN Equity	Asian Star Ltd (ASAN)	India	11,82	15,85
Median				17,56
Adjusted median				15,80

Kết quả định giá

Nguồn: Bloomberg

Sử dụng kết hợp các phương pháp định giá trên, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý một cổ phiếu PNJ là **91.890 đồng/cp**, so sánh với mức giá 73.700 đồng/cổ phiếu ngày 28/03/2017, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu PNJ trong dài hạn.

Phương pháp định giá	Giá (VND)	Tỷ trọng
FCFF	90.270	40%
FCFE	97.893	40%
PE	83.127	20%
Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu		91.890

Đánh giá chung

PNJ là doanh nghiệp dẫn đầu trong thị trường trang sức Việt Nam với thị phần chiếm đến 26,5%, hệ thống bán lẻ với 220 cửa hàng phủ khắp 45 tỉnh thành. Độ bao phủ lớn cùng sức mạnh thương hiệu quen thuộc với người tiêu dùng là điểm mạnh lớn nhất của doanh nghiệp so với các đối thủ khác. Bên cạnh đó, thị trường trang sức Việt Nam còn khá nhiều tiềm năng đến từ 1) mức tiêu thụ vàng trang sức trên đầu người của Việt Nam còn thấp, (2) tốc độ tăng trưởng dân số bình quân khoảng 1,2% cùng cơ cấu dân số trẻ, trên 50% là nữ, (4) kinh tế tăng trưởng tốt cải thiện thu nhập bình quân đầu người (5) mạng lưới bán lẻ dày đặc khuyến khích người dân mua hàng.

Năm 2017 được đánh giá sẽ là một năm bản lề cho quá trình phát triển sau này của PNJ khi các khoản đầu tư ngoài ngành khả năng cao sẽ không còn ảnh hưởng tiêu cực đến KQKD của công ty. Chúng tôi dự phóng năm 2017, PNJ sẽ ghi nhận doanh thu 9.708,7 tỷ đồng (+13,3% yoy) và LNST đạt 574,3 tỷ đồng (+27,6% yoy). Chúng tôi dự phóng mức giá hợp lý của cổ phiếu PNJ là **91.890 đồng/cổ phiếu**. Khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

Bảng cân đối kế toán (triệu đồng)	2017	2018	2019	2020	2021
Tài sản ngắn hạn	3.239.394	3.710.535	4.313.757	5.105.338	5.968.770
Tiền và tương đương tiền	291.262	338.454	399.673	475.944	562.823
Đầu tư tài chính ngắn hạn	74	86	101	120	142
Các khoản phải thu	35.889	41.704	49.247	58.645	69.350
Hàng tồn kho	2.831.692	3.235.570	3.753.109	4.436.779	5.179.330
Tài sản ngắn hạn khác	80.477	94.722	111.626	133.850	157.125
Tài sản dài hạn	467.845	501.923	546.254	591.940	638.824
Các khoản phải thu dài hạn					
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	436.570	461.053	491.069	528.379	568.505
Tài sản dài hạn khác	31.275	40.871	55.185	63.561	70.319
Tổng tài sản	3.707.239	4.212.458	4.860.011	5.697.278	6.607.594
Nợ ngắn hạn	1.933.772	2.203.380	2.522.278	2.960.895	3.346.199
Vay ngắn hạn	1.447.094	1.579.535	1.720.204	1.974.106	2.169.547
Phải trả người bán	282.920	337.942	393.744	468.028	544.380
Quỹ khen thưởng phúc lợi	62.851	113.174	194.515	251.782	347.034
Nợ ngắn hạn khác	140.908	172.729	213.815	266.979	285.238
Nợ dài hạn	100.610	102.776	117.391	127.700	145.925
Vay dài hạn	95.120	96.482	108.409	117.687	134.874
Nợ dài hạn khác	5.490	6.295	8.983	10.013	11.051
Vốn chủ sở hữu	1.672.857	1.906.302	2.220.342	2.608.683	3.115.471
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	3.707.239	4.212.458	4.860.011	5.697.278	6.607.594

Bảng kết quả kinh doanh	2017	2018	2019	2020	2021
Doanh thu thuần	9.708.730	11.281.807	13.322.430	15.864.785	18.760.750
GVHB	7.950.521	9.084.484	10.537.575	12.457.110	14.541.964
Lợi nhuận gộp	1.758.209	2.197.323	2.784.855	3.407.675	4.218.786
Chi phí bán hàng	679.611	812.290	999.182	1.237.453	1.463.339
Chi phí quản lý doanh nghiệp	150.609	170.188	192.312	217.313	245.563
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	927.989	1.214.845	1.593.360	1.952.909	2.509.884
Doanh thu tài chính	3.883	4.513	5.329	6.346	7.504
Chi phí tài chính	178.231	198.282	225.096	260.671	300.729
<i>Chi phí lãi vay</i>	81.143	85.464	91.872	102.023	113.121
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	753.642	1.021.075	1.373.593	1.698.584	2.216.660
Thuế TNDN	179.300	242.925	326.793	404.112	527.369

Lợi nhuận sau thuế	574.342	778.150	1.046.799	1.294.472	1.689.292
---------------------------	----------------	----------------	------------------	------------------	------------------

Bảng lưu chuyển tiền tệ	2017	2018	2019	2020	2021
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	596.934	592.570	779.514	916.809	1.259.913
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(139.579)	(185.604)	(222.160)	(255.886)	(299.447)
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(326.667)	(359.774)	(496.135)	(584.652)	(873.587)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	130.688	47.192	61.219	76.271	86.879
Tiền đầu năm	160.574	291.262	338.454	399.673	475.944
Tiền cuối năm	291.262	338.454	399.673	475.944	562.823

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Lý Hoàng Anh Thi
Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu
lhathi@vcbs.com.vn

Trần Thị Thu Trang
Chuyên viên Phân tích
ttttrang_hcm@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630