

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) [MUA +31,9%]

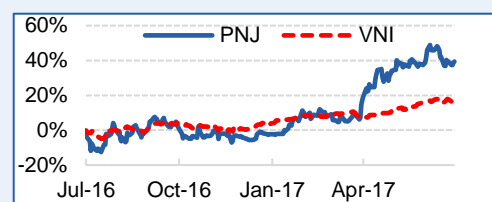
Cập nhật

Ngày báo cáo: 21/07/2017

Giá hiện tại: 96.900VND
Giá mục tiêu: 126.000VND
Giá mục tiêu trước đây: 116.000VND

TL tăng: +30,0%
Lợi suất cổ tức: 1,9%
Tổng mức sinh lời: +31,9%

	2016	2017F	2018F
Tăng trưởng DT	11,2%	31,7%	20,5%
Tăng trưởng EPS	509,9%	69,3%	26,6%
Biên LN gộp	16,5%	17,9%	19,6%
Biên LN ròng	5,3%	7,0%	7,8%
EV/EBITDA	15,5x	10,6x	8,1x
Giá CP/Dòng tiền HĐ	-129,4x	130,3x	49,7x
P/E	24,3x	14,4x	11,3x



Ngành: Trang sức
GT vốn hóa: 461,4tr USD
Room KN: 0,0tr USD
GT giao dịch/30N: 1,5tr USD
Cổ phần Nhà nước: 0%
SL cổ phiếu lưu hành: 108,1tr
Pha loãng: 108,1tr

	PNJ	Ngành*	VNI
P/E (trượt)	18,7x	18,0x	16,0x
P/B (hiện tại)	6,0x	2,0x	2,3x
Nợ ròng/Vốn CSH	0,7x	0,0x	N/A
ROE	36,1%	9,2%	14,2%
ROA	16,3%	8,0%	2,5%

(*) các CT cùng ngành nước ngoài sử dụng hệ số thị trường điều chỉnh (*)
Tăng trưởng EPS cốt lõi 2016/2017 là 24%/28%

Tổng quan về công ty

PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam với hệ thống lớn nhất gồm 229 cửa hàng tính đến cuối tháng 04/2017. Bán lẻ trang sức tiếp tục là trụ cột tăng trưởng của PNJ. Hiện tại, PNJ đã hoàn tất thoái vốn cũng dự phòng các mảng kinh doanh ngoài cốt lõi.

Lê Trọng Nghĩa
Chuyên viên

Đặng Văn Pháp, CFA
Trưởng phòng Cao cấp

Tăng tốc mở cửa hàng trên nguồn vốn mới

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA cho PNJ với tổng mức sinh lời 32%, gồm 2% lợi suất cổ tức.
- Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 9% lên 126.000 đồng nhờ tăng 7% dự phóng LNST 2017, tái tục mô hình định giá, mạnh hơn ảnh hưởng từ WACC tăng 0,8 điểm % và sổ cổ phiếu tăng.
- Định giá hấp dẫn với PEG cốt lõi 3 năm đạt 0,6 theo thị giá.
- Dự phóng LNST 2017 tăng chủ yếu do việc chi phí bán hàng tăng chậm hơn dự phóng và thu nhập từ lãi nhận được từ vốn mới huy động.
- LNST cốt lõi tăng 36% trong 6T 2017 nhờ tăng trưởng của mảng bán lẻ, có biên lợi nhuận cao.
- LNST báo cáo tăng nhanh hơn ở mức 54% do dự phòng Ngân hàng Đông Á trong 6T 2016.
- Doanh thu bán lẻ tăng 46% trong 6T 2017 so với cùng kỳ nhờ 28% SSSG, 19 cửa hàng PNJ vàng mới và đóng góp từ các cửa hàng mở trong năm 2016.

Tăng trưởng doanh thu cửa hàng hiện hữu (SSSG) được duy trì trong 6T 2017; dự kiến sẽ giảm nhẹ trong nửa cuối năm 2017. SSSG vẫn duy trì ở mức cao và thậm chí tăng tốc từ 25% trong Q1 2017 lên 28% trong 6T 2017 nhờ cải thiện bộ máy vận hành, đặc biệt là marketing, quản lý hàng tồn kho và triển khai sản phẩm mới. Dù vậy chúng tôi kỳ vọng SSSG sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2017 đạt 23% trong năm 2017 vì nửa cuối năm 2016 là mức cơ sở cao hơn. Trong năm 2016, SSSG đã tăng từ 6% trong nửa đầu năm lên 10% trong nửa cuối năm.

PNJ đang có kế hoạch mở 320 cửa hàng vào cuối năm 2018 so với kế hoạch cũ 300 cửa hàng, nhờ vốn mới huy động từ đợt phát hành riêng lẻ vừa qua. Trong 6T 2017, PNJ, vốn thường tập trung mở mới cửa hàng vào nửa cuối năm, đã mở 19 cửa hàng vàng mới đưa tổng số lượng cửa hàng lên 237 vào cuối tháng 6/2017. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giả định số cửa hàng mở mới từ 40 cửa hàng/năm và 50 cửa hàng/năm trong năm 2017 và 2018.

Dù tích cực tăng trưởng cửa hàng, dòng tiền từ hoạt động vẫn dương trong 6T 2017, đến từ quản lý hàng tồn kho tốt. Dù có thêm 19 cửa hàng vàng mới trong 6T 2017 so với 11 cửa hàng trong cùng kỳ 2016, hàng tồn kho của PNJ trong 6T 2017 chỉ tăng 44 tỷ đồng, so với mức tăng 188 tỷ đồng trong cùng kỳ năm ngoái. Theo ban lãnh đạo, ngoài việc PNJ đã chuẩn bị trước hàng hóa phục vụ các cửa hàng mới mở, diễn biến này cũng đến nhờ thanh lý các bộ sưu tập cũ.

Chi phí bán hàng/doanh thu bán lẻ dự phóng 2017 giảm 0,5 điểm % nhờ marketing hiệu quả. Doanh thu bán lẻ tăng vượt mức tăng chi phí bán hàng trong 6 tháng 2017 (46% so với 40%).

Chúng tôi dự phóng mức tăng 4,2% của lượng cổ phiếu pha loãng năm 2017 và thêm 5,6% trong năm 2018 khi giả định lượng cổ phiếu phát hành mới theo hình thức phát hành riêng lẻ sẽ được hoàn thành vào cuối tháng 7/2017.

Nhìn lại 6T 2017: Lợi nhuận tăng mạnh nhờ SSSG cao

Hình 1: KQKD 6 tháng 2017 của PNJ

tỷ VND	6T 2016	6T 2017	6T 2017 vs 6T 2016	Ghi chú
Doanh thu	3.938	5.476	39,0%	
Bán lẻ	1.879	2.747	46,2%	SSSG 28%, 19 cửa hàng PNJ vàng mới và đóng góp đầy đủ cả năm từ các cửa hàng mở trong năm 2016
Bán buôn	1.238	1.462	18,0%	Doanh số bán sản phẩm vàng miếng thương hiệu của PNJ được tái phân loại từ "Bán buôn" sang "giao dịch vàng miếng". Nếu không vì diễn biến này, tăng trưởng mảng này đã có thể cao hơn
Giao dịch vàng miếng	741	1.177	58,8%	* Doanh số bán sản phẩm vàng miếng thương hiệu của PNJ được tái phân loại từ "Bán buôn" sang "giao dịch vàng miếng". * Gia tăng nhu cầu cho vàng miếng trong bối cảnh biến động giá cao hơn
Khác	79	90	13,3%	
Lợi nhuận gộp	713	951	33,4%	
Bán lẻ	565	827	46,3%	
Bán buôn	92	54	-40,9%	Doanh số bán sản phẩm vàng miếng thương hiệu của PNJ được tái phân loại từ "Bán buôn" sang "giao dịch vàng miếng".
Giao dịch vàng miếng	25	34	33,1%	
Khác	30	36	18,3%	
Chi phí bán hàng	-263	-369	40,1%	Hoạt động marketing tăng để hỗ trợ hoạt động bán lẻ
Chi phí quản lý DN	-62	-82	32,6%	Hỗ trợ cho mở rộng hệ thống cửa hàng
LN từ HĐKD	387	500	29,0%	
Dự phòng	-85	0		Không còn dự phòng cho khoản đầu tư vào Ngân hàng Đông Á
Thanh lý tài sản	43	0		Không còn thoái vốn ngoài ngành
Khác	-40	-27	-32,2%	* Thu nhập lãi ròng cao hơn nhẹ do cán cân tiền gửi ngân hàng trung bình trong kỳ cao hơn * Lỗ chia sẻ từ Đông Á Land trong 6 tháng 2016, khi PNJ đã thoái vốn trong quý 3/2016 * Các thu nhập khác trong 6 tháng 2017
Lợi nhuận trước thuế	306	473	54,4%	
LNST	245	378	54,5%	
LN trước thuế cốt lõi*	347	473	36,0%	
LNST cốt lõi *	277	378	36,1%	
Biên LN gộp	18,1%	17,4%	-0,7 ppt	* Đóng góp nhiều hơn từ mảng giao dịch vàng miếng có biên LN thấp
Biên LNST cốt lõi	7,0%	6,9%	-0,1 ppt	* Đóng góp nhiều hơn từ mảng giao dịch vàng miếng có biên LN thấp

Nguồn: PNJ, VCSC

(*) Thu nhập cốt lõi không tính dự phòng cho DAB và lãi từ thoái vốn ngoài ngành

Triển vọng 2017: Tích cực mở rộng cửa hàng, SSSG mạnh và tăng trưởng biên LN sẽ thúc đẩy lợi nhuận

Hình 2: Dự báo 2017 của VCSC

tỷ VND	KQ 2016	Dự báo 2017 cũ	Dự báo 2017 mới	Dự báo 2017 mới vs KQ 2016	VCSC comments
Doanh thu	8.565	11.164	11.282	31,7%	
Bán lẻ	4.253	6.052	6.157	44,8%	* Chúng tôi nâng giả định cửa hàng mới từ 40 lên 50 năm 2017 * SSSG 23%
Bán buôn	2.497	2.621	2.621	5,0%	* Doanh số bán sản phẩm vàng miếng thương hiệu của PNJ được tái phân loại từ “Bán buôn” sang “giao dịch vàng miếng”. Nếu không vì diễn biến này, tăng trưởng mảng này đã có thể cao hơn * Tăng trưởng chậm hơn so với mảng bán lẻ phản ánh kỳ vọng của chúng tôi rằng PNJ sẽ tiếp tục giành thêm thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ
Giao dịch vàng miếng	1.685	2.359	2.359	40,0%	* Doanh số bán sản phẩm vàng miếng thương hiệu của PNJ được tái phân loại từ “Bán buôn” sang “giao dịch vàng miếng”. * Gia tăng nhu cầu cho vàng miếng trong bối cảnh biến động giá cao hơn
Khác	130	131	144	11,2%	* Điều chỉnh tăng khi KQKD 6 tháng 2017 cao hơn dự kiến * Mảng này bao gồm đồng hồ, phụ kiện, xuất khẩu,...
Lợi nhuận gộp	1.411	1.987	2.025	43,5%	
Bán lẻ	1.255	1.822	1.854	47,8%	* Biên LN gộp tăng nhẹ khi PNJ thanh lý các bộ sưu tập trong quý 4/2016 làm giảm biên LN năm 2016.
Bán buôn	104	79	79	-24,7%	Doanh số bán sản phẩm vàng miếng thương hiệu của PNJ được tái phân loại từ “Bán buôn” sang “giao dịch vàng miếng”.
Giao dịch vàng miếng	14	47	47	242,6%	Điều chỉnh tăng khi KQKD 6 tháng 2017 cao hơn dự kiến
Khác	38	39	45	17,1%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-554	-787	-776	40,1%	Nỗ lực marketing của PNJ đã phát huy tác dụng, cùng với sự cải thiện các mặt kinh doanh sẽ mang lại tăng trưởng doanh thu bán lẻ đã vượt chi phí bán hàng
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-133	-185	-187	40,2%	Hỗ trợ cho mở rộng hệ thống cửa hàng
LN từ HĐKD	724	1.016	1.062	46,7%	
Dự phòng	-85	0	0		Không còn dự phòng khoản đầu tư vào Ngân hàng Đông Á
Thanh lý tài sản	27	0	0		Không còn thoái vốn ngoài ngành
LN khác ngoài HĐKD	-76	-91	-70	-7,5%	* Số tiền mới thu được từ phát hành riêng lẻ sẽ củng cố cho thu nhập từ lãi * Chúng tôi sẽ bỏ giả định rằng PNJ sẽ vay thêm nợ ngắn hạn không thể chấp
Lợi nhuận trước thuế	591	924	992	68,0%	
LNST	450	739	794	76,4%	
LNST và sau lợi ích CĐTS	450	739	794	76,4%	
LN trước thuế cốt lõi *	649	924	992	53,0%	
LNST cốt lõi *	514	739	794	54,6%	
Biên LN gộp	16,5%	17,8%	17,9%	1,5 ppt	Đóng góp cao hơn từ biên LN bán lẻ cao hơn
Biên LN từ HĐKD	8,5%	9,1%	9,4%	1,0 ppt	
Biên LNST	5,3%	6,6%	7,0%	1,8 ppt	
Thuế suất	23,8%	20,0%	20,0%	-3,8 ppt	Dự phòng cho DAB không được khấu trừ khỏi thu nhập tính thuế, dẫn đến thuế suất cao hơn trong năm 2016.

Nguồn: PNJ, VCSC

(*) Thu nhập cốt lõi không tính dự phòng cho DAB và các khoản lãi lỗ khác từ thanh lý tài sản



Định giá

Chúng tôi xác định giá mục tiêu chia PNJ sử dụng kết hợp mô hình DCF và P/E trượt. Chúng tôi áp dụng tỷ trọng DCF 70% khi chúng tôi cho rằng phương pháp này phản ánh tốt hơn quan điểm trung và dài hạn của chúng tôi đối triển vọng tăng trưởng của công ty.

Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND/CP)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp
CKDT (5 năm)	139.828	70%	97.879
PER trượt 12 tháng 18,0 lần	93.052	30%	27.915
Giá mục tiêu			126.000
TL tăng			30,0%
Lợi suất cổ tức			1,9%
Tổng mức sinh lời (%)			31,9%
P/E cốt lõi (trượt 12 tháng) theo giá mục tiêu			24,4x
P/E 2017 theo giá mục tiêu			18,7x

Chiết khấu dòng tiền

Chiết khấu dòng tiền	2017	2018	2019	2020	2021
LN từ HĐKD	1.081	1.415	1.723	2.000	2.297
cộng Khấu hao	43	58	69	81	81
trừ Thuế	-216	-283	-345	-400	-459
trừ Đầu tư XCDB	-115	-175	-130	-115	-115
trừ Tăng vốn lưu động	-698	-805	-380	-363	-233
Dòng tiền tự do	95	209	937	1.203	1.570
Giá trị hiện tại dòng tiền tự do	91	181	731	846	994
Giá trị cuối cùng	91	272	1.002	1.848	2.842
Chi phí vốn	Hiện nay	Trước đây	FCFF (5 năm)		
Beta*	1,0	1,0	Giá trị hiện tại dòng tiền tự do		2.842
Phản bù rủi ro thị trường %	7,5%	7,3%	Giá trị cuối cùng (3% g)		12.578
Lãi suất phi rủi ro %	5,0%	5,3%	Tổng DTTDCK và GTCC		15.420
Chi phí vốn CSH %	12,5%	12,6%	cộng Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn		1.015
Chi phí nợ %	6,1%	6,2%	cộng Nợ ngắn và dài hạn		-1.315
Nợ / Vốn %	32,8%	44,9%	trừ Lợi ích CĐTS		0
Vốn CSH %	67,2%	55,1%	Giá trị vốn CSH		15.120
Thuế TNDN %	20,0%	20,0%	SL cổ phiếu (triệu)		108
WACC %	10,0%	9,2%	Giá cổ phiếu (VND)		139.828

* hệ số beta được điều chỉnh

** Chúng tôi thêm 975 tỷ đồng số tiền thu được ước tính từ phát hành riêng lẻ

Chúng tôi sử dụng hệ số beta điều chỉnh 1.0 cho PNJ so với beta 2 năm thực tế 0.8. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ này là phù hợp hơn do ngành kinh doanh trang sức của PNJ khá nhạy cảm với thu nhập của người tiêu dùng, làm công ty gặp rủi ro hơn với rủi ro đến từ chu kỳ tăng trưởng kinh tế. Do đó, hệ số beta 1.0 sẽ phản ánh tốt hơn rủi ro hệ thống của cổ phiếu, theo quan điểm của chúng tôi.

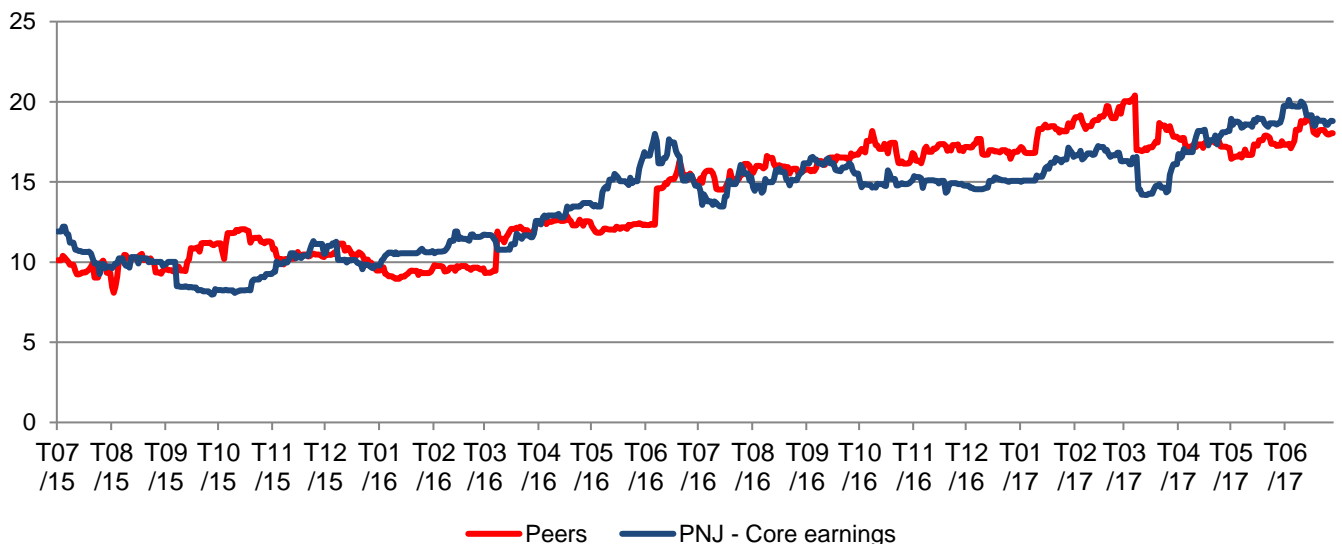
Định giá theo P/E

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng P/E trượt 18 lần cho LN cốt lõi của PNJ dựa theo trung vị của ngành. Chúng tôi cho rằng PNJ xứng đáng được giao dịch ít nhất là tương ứng các công ty cùng ngành dù có quy mô nhỏ hơn do (1) chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS 32% giai đoạn 2016-2019 cho PNJ. Diễn biến này đến từ vị thế dẫn đầu trong thị trường trang sức còn thâm nhập thấp nhưng đang phát triển nhanh tại Việt Nam và (2) PNJ ghi nhận ROE cao hơn nhiều các công ty cùng ngành. Trong vòng 2 năm qua, P/E cốt lõi của PNJ đang đi đúng hướng với P/E của các công ty cùng ngành trong khu vực.

(triệu USD) Công ty	Quốc gia	Giá trị vốn hóa	Doanh thu thuần 12T	Y-o-Y %	LNST trượt 12T	Y-o-Y %	Nợ rỗng/Vốn CSH	P/B	P/E điều chỉnh	EV/EBITDA trượt 12 tháng	ROE
TIFFANY & CO	MỸ	11.450	4.010	-0,6%	452	1,1%	0,0	3,7	18,0	12,3	15,0%
CHOW TAI FOOK JEWELLERY	HÔNG KÔNG	10.666	6.605	-9,4%	394	3,9%	0,1	2,6	30,8	15,3	9,2%
CITIZEN WATCH CO LTD	NHẬT BẢN	2.336	2.891	-10,3%	153	25,5%	-0,1	1,1	15,2	6,9	7,1%
LUK FOOK HOLDINGS INTL	HÔNG KÔNG	2.255	1.651	-8,7%	131	6,1%	-0,2	2,0	19,6	11,4	11,6%
PC JEWELLER LTD	ẤN ĐỘ	1.411	1.264	15,6%	63	5,3%	-0,2	2,7	14,8	10,0	14,8%
CHOW SANG SANG HLDG	HÔNG KÔNG	1.577	2.073	-15,6%	96	-34,3%	0,1	1,4	18,8	11,2	8,2%
ASIAN STAR CO LTD	ẤN ĐỘ	168	521	5,8%	10	-8,9%	0,8	1,3	11,1	13,5	8,6%
Trung bình	-	4.266	2.716	-3,3%	185	-0,2%	0,1	2,1	18,3	11,5	10,6%
Trung vị	-	2.255	2.073	-8,7%	131	3,9%	0,0	2,0	18,0	11,4	9,2%
PNJ VN Equity	Việt Nam	461	443	30,4%	26	102,5%	0,7	6,0	18,7	13,5	36,1%

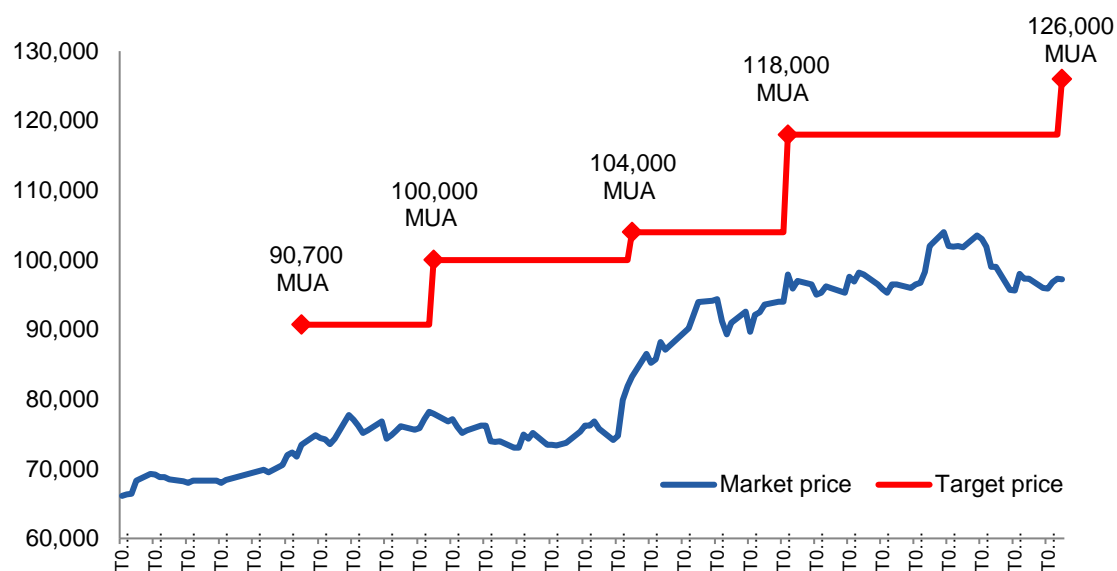
Lưu ý: P/E điều chỉnh = P/E công ty ÷ trung bình thị trường tương ứng x P/E của VN-Index

P/E thực tế điều chỉnh và trượt theo báo cáo của PNJ so với trung vị các công ty trong ngành



Nguồn: Bloomberg

Lịch sử Khuyến nghị





Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)				BẢNG CĐKT (tỷ đồng)			
	2016A	2017F	2018F		2016A	2017F	2018F
Doanh thu	8.565	11.282	13.600	Tiền và tương đương	155	884	711
Giá vốn hàng bán	-7.153	-9.257	-10.934	Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0
Lợi nhuận gộp	1.411	2.025	2.666	Các khoản phải thu	40	46	55
Chi phí bán hàng	-554	-776	-1.036	Hàng tồn kho	2.839	3.702	4.638
Chi phí quản lý DN	-133	-187	-239	TS ngắn hạn	74	74	74
LN thuần HĐKD	724	1.062	1.391	Tổng TS ngắn hạn	3.108	4.706	5.478
Thu nhập tài chính	5	14	24	TS dài hạn (gộp)	591	706	881
Chi phí tài chính	-182	-89	-88	- Khấu hao lũy kế	-168	-212	-269
Trong đó, chi phí lãi vay	-73	-89	-88	TS dài hạn (ròng)	423	495	612
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-1	0	0	Đầu tư TC dài hạn	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	43	5	0	TS dài hạn khác	62	62	62
LNTT	591	992	1.327	Tổng TS dài hạn	485	557	674
Thuế TNDN	-141	-198	-265	Tổng Tài sản	3.593	5.263	6.153
LNST trước CĐTS	450	794	1.062				
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	Phải trả ngắn hạn	326	416	488
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	450	794	1.062	Nợ ngắn hạn	1.449	1.449	1.449
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	514	794	1.062	Phải trả ngắn hạn khác	252	332	400
EBITDA	759	1.106	1.449	Tổng nợ ngắn hạn	2.027	2.197	2.338
EPS cơ bản, báo cáo, VND	3.985	6.746	8.542	Vay và nợ dài hạn	59	32	18
EPS cơ bản, điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	4.546	6.746	8.542	Phải trả dài hạn khác	7	7	7
EPS pha loãng ⁽¹⁾ , VND	4.546	6.746	8.542	Tổng nợ	2.093	2.236	2.362
(1) Không tính các khoản lãi, lỗ tài chính bất thường							
TỶ LỆ							
	2016A	2017F	2018F				
Tăng trưởng				Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	11,2%	31,7%	20,5%	Vốn cổ phần	983	1.081	1.081
Tăng trưởng LN HĐKD	15,9%	46,7%	31,0%	Thặng dư vốn CP	0	877	877
Tăng trưởng LNTT	218,6%	68,0%	33,7%	Lợi nhuận giữ lại	373	924	1.688
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	509,9%	69,3%	26,6%	Vốn CSH khác	145	145	145
				Lợi ích CĐTS	0	0	0
Khả năng sinh lời				Vốn chủ sở hữu	1.501	3.027	3.790
Biên LN gộp %	16,5%	17,9%	19,6%	Tổng cộng nguồn vốn	3.593	5.263	6.153
Biên LN từ HĐ %	8,5%	9,4%	10,2%				
Biên EBITDA	8,9%	9,8%	10,7%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2016A	2017F	2018F
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	5,3%	7,0%	7,8%	Tiền đầu năm	38	155	884
ROE %	32,0%	35,1%	31,1%	Lợi nhuận sau thuế	450	794	1.062
ROA %	13,7%	17,9%	18,6%	Khấu hao	34	43	58
				Thay đổi vốn lưu động	-540	-698	-805
Chỉ số hiệu quả vận hành				Điều chỉnh khác	-26	-59	-103
Số ngày tồn kho	127	129	139	Tiền từ hoạt động KD	-81	80	211
Số ngày phải thu	1	1	1				
Số ngày phải trả	12	13	14	Chi mua sắm TSCĐ	-87	-115	-175
TG luân chuyển tiền	116	117	127	Đầu tư	234	0	0
				Tiền từ HĐ đầu tư	147	-115	-175
Thanh khoản							
CS thanh toán hiện hành	1,5	2,1	2,3	Cổ tức đã trả	-246	-184	-195
CS thanh toán nhanh	0,1	0,4	0,3	Tăng (giảm) vốn	0	975	0
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,4	0,3	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-13	-27	-14
Nợ/Tài sản	42,0%	28,1%	23,8%	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	260	0	0
Nợ/Vốn sử dụng	50,1%	32,8%	27,9%	Tiền từ các hoạt động TC khác	51	0	0
Nợ/Vốn CSH	90,1%	19,7%	19,9%	Tiền từ hoạt động TC	52	763	-209
Khả năng thanh toán lãi vay	9,9	11,9	15,8				
				Tổng lưu chuyển tiền tệ	117	729	-173
				Tiền cuối năm	155	884	711



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lê Trọng Nghĩa, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Digvijay Singh, Trưởng phòng cao cấp ext 145

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên ext 364

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng ext 120

BDS và Vật liệu Xây dựng

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

Công nghiệp

- Vũ Hồng Quân, Chuyên viên ext 149

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thủy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 28 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

- Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Vận tải

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng ext 363

- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên ext 196
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 28 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn



Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.