

Công ty Cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HSX: PNJ)

Vẫn chưa chạm đáy

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY20	Q4-FY19	+/- qoq	Q1-FY19	+/- yoy
Doanh thu thuần	5.001	5.321	-6%	4.783	5%
Lợi nhuận sau thuế	408	385	6%	429	-5%
EBIT	553	521	6%	567	-2%
Tỷ suất EBIT	11.1%	9.8%	130bps	11.8%	-80bps

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Q1/20 – Tăng trưởng lợi nhuận âm giữa bối cảnh đại dịch Covid-19

Doanh thu và LNST đạt lần lượt 5.047 tỷ đồng (+ 4,5% YoY) và 408 tỷ đồng (-4,8% YoY). Đại dịch Covid-19 bắt đầu ảnh hưởng đến PNJ ngay sau kỳ nghỉ Tết Nguyên đán, khiến doanh thu vào ngày thần tài, ngày Valentine và ngày quốc tế phụ nữ giảm sút. Trong tháng 3, LNST đã giảm mạnh 33% YoY chủ yếu do mảng bán lẻ suy yếu.

Trong tuần cuối cùng của tháng 3, PNJ đã đóng cửa 85% các cửa hàng hầu hết tại TP HCM và HN, nhằm tuân thủ lệnh từ Chính phủ trong bối cảnh đại dịch leo thang. Từ ngày 23 tháng 4, PNJ đã dần mở cửa hầu hết các cửa hàng đã đóng.

Triển vọng 2020 không khởi sắc

Chúng tôi dự phóng SSSG sẽ giảm 17% YoY và biên lợi nhuận gộp giảm 75bps YoY ở mảng bán lẻ trang sức vàng. Ngoài ra, bán sỉ sẽ giảm -25% trong khi doanh thu vàng miếng sẽ tăng 15%. Tối ưu hóa chi phí sẽ trở thành nhiệm vụ quan trọng nhất đối với PNJ trong năm 2020. Chúng tôi kỳ vọng tổng chi phí hoạt động sẽ giảm -6% YoY.

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng rằng đại dịch Covid-19 sẽ được kiểm soát tốt vào Q2-2020. Do đó, dự kiến doanh thu năm 2020 và LNST sẽ ở mức 15.470 tỷ đồng (-9% YoY) và 896 tỷ đồng (-25% YoY).

Định giá và khuyến nghị

Đại dịch đã đẩy lên nhiều lo ngại về triển vọng tăng trưởng của PNJ vì động lực lợi nhuận chính - mảng bán lẻ trang sức vàng đang chịu ảnh hưởng nặng nề (bán lẻ trang sức vàng đóng góp gần 90% lợi nhuận gộp năm 2019). Ngay cả sau khi đại dịch kết thúc, tác động tiêu cực lên thu nhập khả dụng của người tiêu dùng sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến doanh thu bán lẻ.

Chúng tôi tin rằng PNJ có thể vượt qua các thách thức nêu trên nhờ bảng cân đối kế toán lành mạnh và cải thiện hiệu quả hoạt động nhờ hệ thống ERP mới ra mắt vào năm ngoái. Triển vọng dài hạn vẫn sẽ tươi sáng khi PNJ duy trì vị trí dẫn đầu trong ngành trang sức Việt Nam vốn còn non trẻ và tiềm năng tăng trưởng chi tiêu đến từ tầng lớp trung lưu vẫn còn rất nhiều. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với PNJ với mức giá mục tiêu là 73.000 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 25% so với giá mục tiêu trước đây của chúng tôi do tác động từ Covid-19. PNJ cũng sẽ duy trì thanh toán cổ tức 1.800 đồng/cổ phiếu trong năm nay, tức tổng mức lợi nhuận 25% so với giá đóng cửa ngày 18/06.

MUA

25%

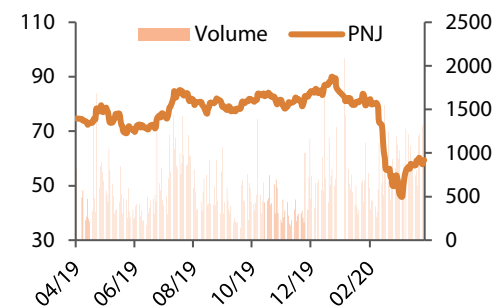
Giá mục tiêu (VND)	73.000
Giá thị trường (VND)	59.200

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	12.864
SLCPDLH	216.203.000
KLGD TB 20 phiên	894.411
Free Float (%)	49
Giá cao nhất 52 tuần	90.000
Giá thấp nhất 52 tuần	45.900
Beta	1.25

	FY2018	Hiện tại
EPS	5.868	5.070
Tăng trưởng EPS (%)	32	24
EPS điều chỉnh	4,186	5,190
P/E	16.2	16.3
P/B	4.2	4.3
EV/EBITDA		
Tỷ suất cổ tức (%)		
ROE (%)	34.1	33

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Mrs. Dung Cao	9.03
VEIL – Dragon Capital	3.51
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	24,2

Khoa Ngo

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1519

khoa.nc@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q1/2020

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY20	Q4-FY19	+/- (qoq)	Q1-FY19	+/- (yoy)
Doanh thu	5.001	5.321	-6,0%	4.783	4,5%
Lợi nhuận gộp	1.050	1.023	2,6%	1.049	0,0%
Chi phí bán hàng và quản lý	240	234	2,5%	252	-4,6%
Thu nhập HĐKD	810	789	2,7%	798	1,5%
EBITDA	571	538	6,0%	580	-1,6%
EBIT	553	521	6,2%	567	-2,3%
Chi phí tài chính	46	41	10,5%	24	87,3%
- Chi phí lãi vay	40	41	-1,5%	24	68,2%
Khấu hao	17	17	2,3%	14	26,7%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	512	481	6,3%	543	-5,8%
Lợi nhuận sau thuế	408	385	6,1%	429	-4,8%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	408	385	6,1%	429	-4,8%

Nguồn: PNJ, CTCK Rổng Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1/2020

Chỉ tiêu	Q1-FY20	Q4-FY19	+/- (qoq)	Q1-FY19	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	21,0%	19,2%	180bps	21,9%	-90bps
EBITDA/Doanh thu	11,4%	10,1%	130bps	12,1%	-70bps
EBIT/Doanh thu	11,1%	9,8%	130bps	11,8%	-80bps
TS lợi nhuận ròng	8,2%	7,2%	90bps	9,0%	-80bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	8,2%	7,2%	90bps	9,0%	-80bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	2	3	-0,3	3	-0,8
-Khoản phải thu	144,1	90,9	53,2	87,1	57,0
-Khoản phải trả	14	14	0,2	16	-1,8
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	68,1%	87,9%	-19,7%	5.190bps	1.620bps

Nguồn: CTCK Rổng Việt

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q2/ 2020

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY20	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	2.449	-51%	-17%
LN gộp	418	-61%	-34%
EBIT	83	-86%	-64%
LNST	61	-85%	-64%

Nguồn: CTCK Rổng Việt

Nhận định Q2/2020

- Doanh số bán lẻ sụt giảm 29% YoY do đóng cửa hàng tạm thời và chỉ tiêu tiêu dùng yếu. Mặt khác, doanh số vàng miếng tăng vọt trong bối cảnh biến động trên thị trường vàng.
- Chi phí bán hàng & quản lý giảm 17% YoY do PNJ triển khai các biện pháp cắt giảm chi phí trong khi lợi nhuận gộp giảm mạnh do đóng góp ít hơn từ mảng bán lẻ, khiến LNST sụt giảm mạnh.

Cập nhật Q1-2020

PNJ chịu ảnh hưởng nặng nề từ đại dịch Covid-19

Doanh thu và LNST lần lượt đạt 5.047 tỷ đồng (+ 4,5% YoY) và 408 tỷ đồng (-4,8% YoY) trong Q1-2020. Đại dịch Covid-19 bắt đầu ảnh hưởng đến PNJ ngay sau kỳ nghỉ Tết Nguyên đán, doanh thu vào ngày thần tài, ngày Valentine và ngày quốc tế phụ nữ giảm sút.

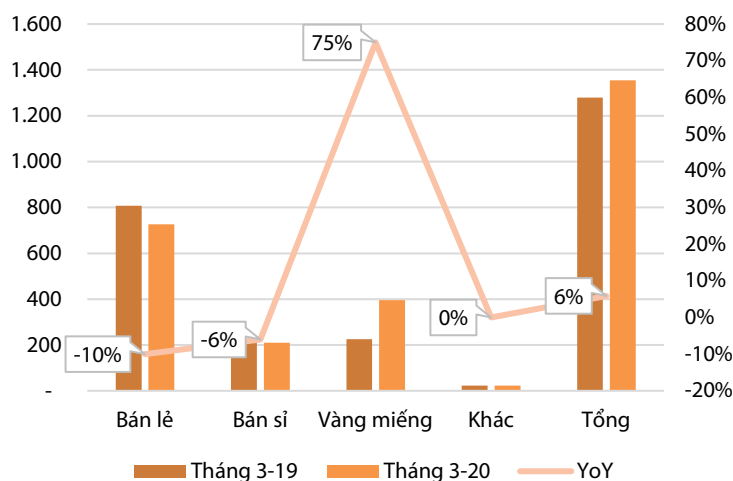
Nhu cầu vào ngày thần tài, ngày Valentine và ngày quốc tế phụ nữ giảm đáng kể, khiến tăng trưởng bán doanh số cửa hàng hiện hữu (SSSG) sụt giảm -4% YoY (Hình 3). Trong Q1-2020, mảng bán lẻ giảm mạnh -10% YoY chủ yếu do (1) nhu cầu trang sức yếu khi mà sức mua giảm do thu nhập khả dụng giảm và thất nghiệp tăng và (2) tạm thời đóng các cửa hàng và lệnh giãn cách xã hội khiến nhu cầu bán lẻ bị giảm sút. Mặt khác, doanh thu vàng miếng lại tăng mạnh trong tháng 3 (+ 75% YoY). Do đó, tổng doanh thu của PNJ trong Q1-2020 vẫn tốt mặc dù mảng kinh doanh bán lẻ yếu.

Tuy nhiên, lợi nhuận ròng giảm do biên lợi nhuận gộp thấp hơn và chi phí bán hàng và quản lý cao hơn. Biên lợi nhuận gộp trong Q1-2020 giảm 20 bps từ mức Q1-2019 về 21,7%, chủ yếu do mảng bán lẻ kém hơn (vốn là động lực lợi nhuận chính của PNJ). Ngoài ra, vàng miếng chiếm phần lớn trong tổng doanh thu cũng khiến biên lợi nhuận gộp giảm. Mặt khác, chi phí quản lý doanh nghiệp cao hơn chủ yếu do vận hành hệ thống ERP mới kể từ tháng 4-2019, đòi hỏi đầu tư cơ sở hạ tầng và nhân sự CNTT nhiều hơn. PNJ đã vận hành 85% module của hệ thống ERP mới sau gần một năm triển khai. Chúng tôi tin rằng ERP đang giúp PNJ quản lý tốt hơn hàng tồn kho (PNJ đã điều chỉnh danh mục sản phẩm nhằm đáp ứng thay đổi tiêu dùng trang sức giữa bối cảnh kinh tế khó khăn) và hoạt động tại các cửa hàng, do đó giảm thiểu tác động của Covid-19.

Trong tuần cuối của tháng 3, PNJ tạm thời đóng cửa 85% tổng số cửa hàng theo chỉ thị từ Chính phủ (Hình 4). Nên lưu ý rằng tất cả các cửa hàng tại HN và HCM đều đóng cửa. Những cửa hàng này đóng góp tới 55% doanh thu của PNJ (nếu Covid-19 không xảy ra). Để đối phó với điều này, PNJ đang đẩy mạnh hơn kênh bán hàng trực tuyến. Nhờ vậy, doanh thu bán hàng trực tuyến đã tăng 137% YoY trong Q1-20 và 164% YoY chỉ trong tháng 3/2020. Tuy nhiên, vì doanh thu bán hàng trực tuyến chỉ chiếm khoảng 1% tổng doanh thu, chúng tôi không cho rằng khoản doanh thu này sẽ không thể bù đắp cho phần doanh thu bán hàng lớn bị mất. Mặc dù PNJ đóng cửa các cửa hàng chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến hoạt động bán lẻ, hoạt động kinh doanh vàng miếng có thể không gặp vấn đề gì nhờ tính thanh khoản cao, PNJ có thể bán dễ dàng thông qua kênh B2B hoặc B2C. Kể từ ngày 23 tháng 4, PNJ đã dần mở cửa lại hầu hết các cửa hàng đã đóng khi Chính phủ xóa bỏ lệnh giãn cách xã hội.

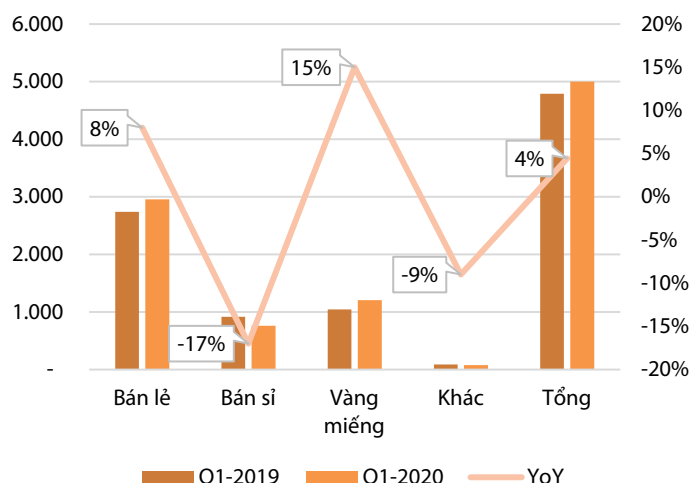
Trong khi đó, nhu cầu trang sức yếu cũng khiến phân khúc bán sỉ chịu doanh số giảm -6% YoY trong Q1-2020. Do đó, nhà máy của PNJ nhận được ít đơn đặt hàng hơn và hoạt động đã bị trì hoãn trong nửa đầu tháng Tư.

Hình 1: Doanh thu theo mảng kinh doanh trong tháng 3-2020 (tỷ VND)



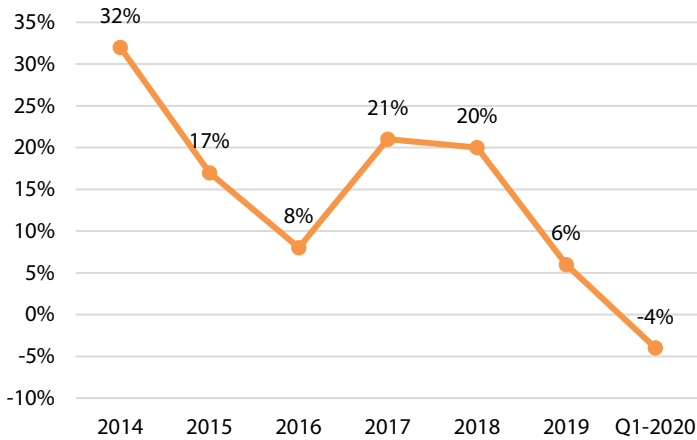
Nguồn: PNJ

Hình 2: Doanh thu theo mảng kinh doanh trong Q1-2020 (tỷ VND)



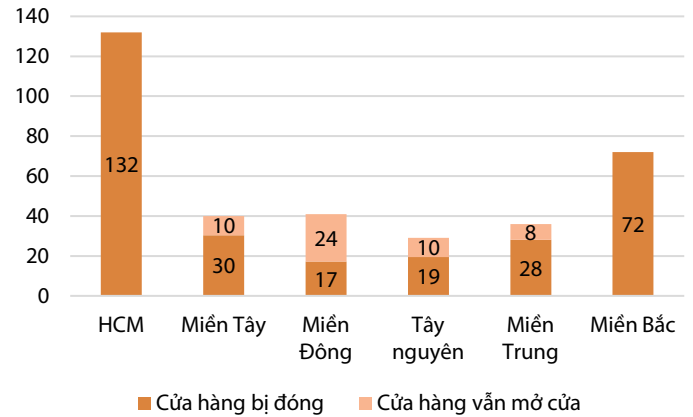
Nguồn: PNJ

Hình 3: Vàng, tăng trưởng doanh thu bán hàng cùng cửa hàng



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Số lượng cửa hàng đóng cửa vào đầu tháng 4



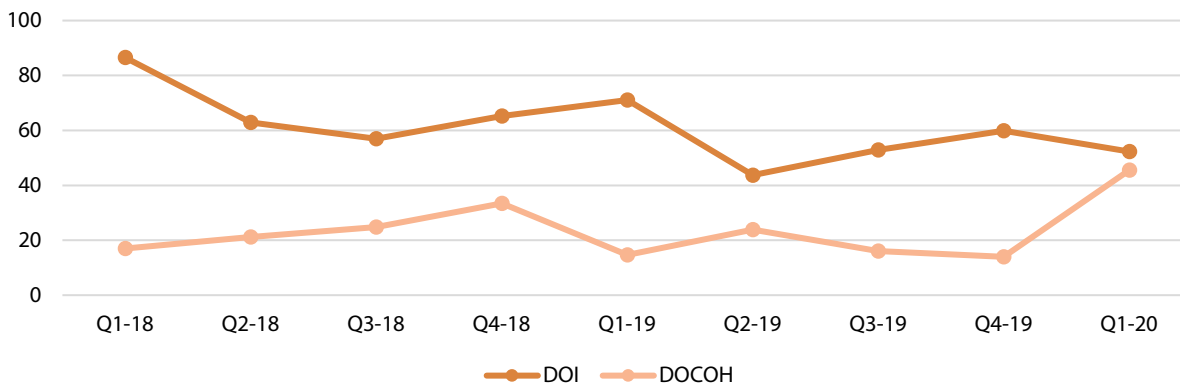
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Thanh khoản PNJ cải thiện trước khi bước sang Q2 đầy thách thức

Vào cuối Q1 2020, PNJ đã tăng cường vị thế tiền mặt lên 302 tỷ đồng (so với 95 tỷ đồng Q4-19) và giảm nợ ngắn hạn xuống còn 2.418 tỷ đồng (so với 2.610 tỷ đồng Q4-19). Theo ước tính của chúng tôi, tiền mặt hiện tại có thể đảm bảo tới 1,5 tháng hoạt động ngay cả khi không có bất kỳ doanh thu nào (Hình 5).

Ngoài ra, PNJ đã tái cơ cấu hàng tồn kho để tăng thêm vàng miếng và đồ trang sức có hàm lượng vàng cao, đồng thời giảm hàm lượng kim cương và trang sức đá quý, nắm bắt nhu cầu ngày càng tăng đối với các sản phẩm có hàm lượng vàng cao vì xu hướng tích trữ vàng giữa bối cảnh kinh tế khó khăn. Do đó, nếu cần, hàng tồn kho hiện tại dễ dàng chuyển đổi thành tiền mặt hơn. PNJ cũng hoãn việc mua hàng tồn kho mới và giảm mở mới thêm cửa hàng để duy trì sự ổn định tài chính và chờ đợi thị trường hồi phục. Tóm lại, chúng tôi cho rằng PNJ sẽ không có bất kỳ vấn đề thanh khoản nào trong quý 2.

Hình 5: Số ngày tồn kho (được điều chỉnh theo mùa) và ngày nắm tiền mặt



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Dự phóng 2020

Do tiền lương giảm và tình trạng thất nghiệp gia tăng trong bối cảnh nền kinh tế bị gián đoạn, chúng tôi cho rằng chi tiêu tiêu dùng có thể không cao như trước đây và có thể mất khá nhiều thời gian để lấy lại mức bình thường.

Ngoài ra, người tiêu dùng đang ưa thích đồ trang sức có hàm lượng vàng cao hơn trang sức có hàm lượng kim cương và đá quý, vì họ có xu hướng tích trữ tài sản hơn là bắt kịp với xu hướng thời trang. Vì vậy, biên lợi nhuận của PNJ sẽ giảm vì đồ trang sức có hàm lượng vàng cao thường mang lại ít lợi nhuận hơn.

Đại dịch Covid-19 bất ngờ đã gây ảnh hưởng đến triển vọng tăng trưởng của PNJ trong những năm tới. Do đó, chúng tôi đã điều chỉnh dự phóng và định giá để tính đến các tác động này. Cụ thể:

- **Trường hợp cơ sở:** Chính phủ Việt Nam xóa bỏ giãn cách xã hội vào tháng 5-2015. Do đó, chúng tôi hy vọng nền kinh tế sẽ phục hồi từ thời điểm này trở đi.
- **Trường hợp cơ xấu:** Chính phủ Việt Nam xóa bỏ lệnh giãn cách xã hội vào tháng 5-2015. Tuy nhiên, chúng tôi không bao gồm khả năng đại dịch có thể quay trở lại. Do đó, Chính phủ sẽ áp dụng lệnh phong tỏa xã hội trong ít nhất hai tháng kể từ tháng 9-2020.

Bảng 1: Giả định của chúng tôi cho năm 2020

Giả định của chúng tôi cho KDKD năm 2020	2019E	Trường hợp cơ sở 2020	Trường hợp xấu 2020	Luận điểm
Tăng trưởng doanh thu (%)				
Bán lẻ	+18%	-11%	-28%	Chủ yếu do -17% SSSG (trường hợp cơ sở) gây ra bởi (1) chỉ tiêu yếu và (2) giãn cách xã hội khiến hoạt động của cửa hàng bị gián đoạn. Trong trường hợp xấu, đại dịch kéo dài khiến kế hoạch đám cưới trì hoãn, do đó ảnh hưởng đến doanh thu cho mùa cao điểm 2020 (bắt đầu từ ngày 18 tháng 9 năm 2020)
Bán sỉ	-2%	-25%	-35%	Chúng tôi tin rằng toàn bộ thị trường trang sức đang gặp khó khăn như PNJ, do đó, nhà máy PNJ sẽ nhận được ít đơn đặt hàng hơn.
Kinh doanh vàng miếng	+38%	+15%	+35%	Nhu cầu vàng miếng tăng mạnh khi vàng trở thành vật lưu trữ giá trị trong bối cảnh kinh tế không ổn định.
Biên lợi nhuận gộp (%)				
Bán lẻ trang sức vàng	31.8%	30.8%	30.3%	Chúng tôi cho rằng PNJ có thể hạ giá bán thấp hơn để thúc đẩy doanh số trong bối cảnh nhu cầu suy yếu. Ngoài ra, đóng góp doanh số lớn hơn từ trang sức có hàm lượng vàng cao sẽ làm giảm biên lợi nhuận gộp nói chung.
Kinh doanh vàng miếng	3%*	3%	3%	
Bán sỉ	3.6%	3.6%	3.6%	Loại trừ chi phí nguyên liệu thường được trả trước bởi khách hàng, mảng bán sỉ cho mức lãi gộp đạt 37% trên công đoạn gia công. Do đó, chúng tôi hy vọng biên bán sỉ sẽ giữ nguyên trong năm 2020.
Cửa hàng mở mới	32	20	12	PNJ tạm dừng mở rộng cửa hàng để (1) duy trì sự ổn định tài chính và (2) chờ chỉ tiêu phục hồi.
Chi phí bán hàng và quản lí (tỷ VND/% doanh thu)	1,841/ 10.8%	1,724/ 10.9%	1,617/ 11.3%	Vào đầu Q2 2020, ban lãnh đạo đã chủ động cắt giảm 50% lương. Nhân viên cửa hàng phải nghỉ 2 ngày không lương mỗi tuần. Công ty sử dụng 2 ngày này cho đào tạo nội bộ. Hơn nữa, PNJ đã cố gắng đàm phán lại giá thuê. Đến nay, 40% chủ nhà đã đồng ý cắt giảm tiền thuê từ 15% trở lên. Chúng tôi cũng thấy rằng PNJ đang tận dụng nhiều địa điểm trống với chi phí thuê hấp dẫn để mở cửa hàng mới.

* CTCK Rong Viet ước tính

Bảng 2: Tăng trưởng doanh thu trang sức vàng tại cửa hàng hiện hữu

	Tháng 4	Tháng 5	Tháng 6	Tháng 7	Tháng 8	Tháng 9	Tháng 10	Tháng 11	Tháng 12	2020 vs.2019
Trường hợp cơ sở										
2020 weighted SSSG (YoY)	-76%	-15%	-20%	-25%	-25%	-20%	-15%	-15%	-15%	-17%
2020 SSSG cho cửa hàng mở cửa	-55%	-15%	-20%	-25%	-25%	-20%	-15%	-15%	-15%	
2020 SSSG cho cửa hàng đóng cửa	-80%									
Số cửa hàng mở cửa	44	292	292	292	292	292	292	292	292	
Số cửa hàng đóng cửa	248									
Trường hợp xấu										
2020 weighted SSSG (YoY)	-76%	-15%	-20%	-25%	-25%	-92%	-92%	-30%	-30%	-33%
2020 SSSG cho cửa hàng mở cửa	-55%	-15%	-20%	-25%	-25%	-55%	-55%	-30%	-30%	
2020 SSSG cho cửa hàng đóng cửa	-80%					-99%	-99%			
Số cửa hàng mở cửa	44	292	292	292	292	44	44	292	292	
Số cửa hàng đóng cửa	248					248	248			

Bảng 3: Dự phóng chi tiết

Thu nhập	FY2018	FY2019	Trường hợp cơ sở		Trường hợp xấu	
	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2020E	FY2021E
Doanh thu	14.573	17.001	15.470	18.547	14.239	17.488
COGS	11.794	13.540	12.476	14.839	11.768	14.294
Lợi nhuận ròng	2.779	3.461	2.994	3.707	2.472	3.194
Chi phí bán hàng	1.171	1.363	1.293	1.598	1.209	1.362
Chi phí quản lí	346	479	431	556	407	525
Thu nhập tài chính	7	2	10	18	12	12
Chi phí tài chính	66	119	161	177	161	177
Lãi/lỗ	3	0	0	0	0	0
Lãi/lỗ từ CTLK	0	0	0	0	0	0
LNTT	1.206	1.503	1.121	1.394	707	1.143
Chi phí thuế	246	312	224	279	141	229
Lợi nhuận chính	0	0	0	0	0	0
LNST cho cổ đông	960	1.191	896	1.115	566	915
EBIT	1.263	1.619	1.270	1.553	855	1.308
EBITDA	1.305	1.675	1.398	1.705	980	1.456

Định giá

Tóm lại, Covid-19 đã đẩy lên nhiều lo ngại về triển vọng tăng trưởng của PNJ khi động lực lợi nhuận chính - mảng bán lẻ trang sức đang chịu ảnh hưởng nặng nề (bán lẻ trang sức vàng đóng góp gần 90% lợi nhuận gộp của công ty vào năm 2019). Ngay cả sau khi đại dịch kết thúc, tác động tiêu cực đến thu nhập khả dụng của người tiêu dùng sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến doanh thu.

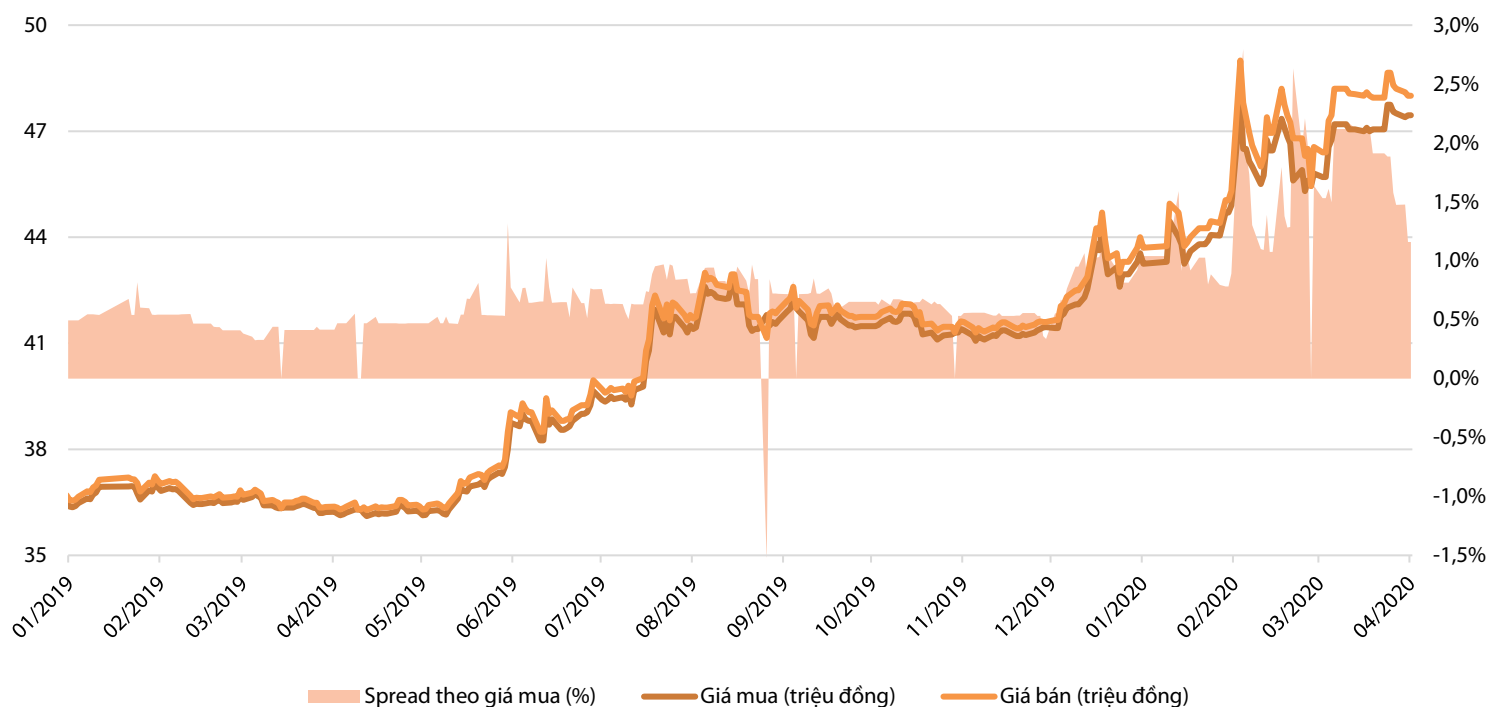
Mặc dù có những khó khăn ngắn hạn và trung hạn, chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng dài hạn của PNJ: Công ty vẫn giữ vị thế dẫn đầu và cách khá xa đối thủ trong ngành trang sức còn non trẻ và tiềm năng tăng trưởng chi tiêu từ tầng lớp trung lưu vẫn còn rất lớn.

Chúng tôi ước tính giá hợp lý cho PNJ bằng phương pháp 5Y-DCF:

	Trường hợp cơ sở	Trường hợp xấu
PV of 5Y FCFF	3.861	2.890
Terminal value in year 5	23.633	20.992
Terminal growth rate	5%	5%
WACC	10,0%	10,4%
TP	73.000	59.000

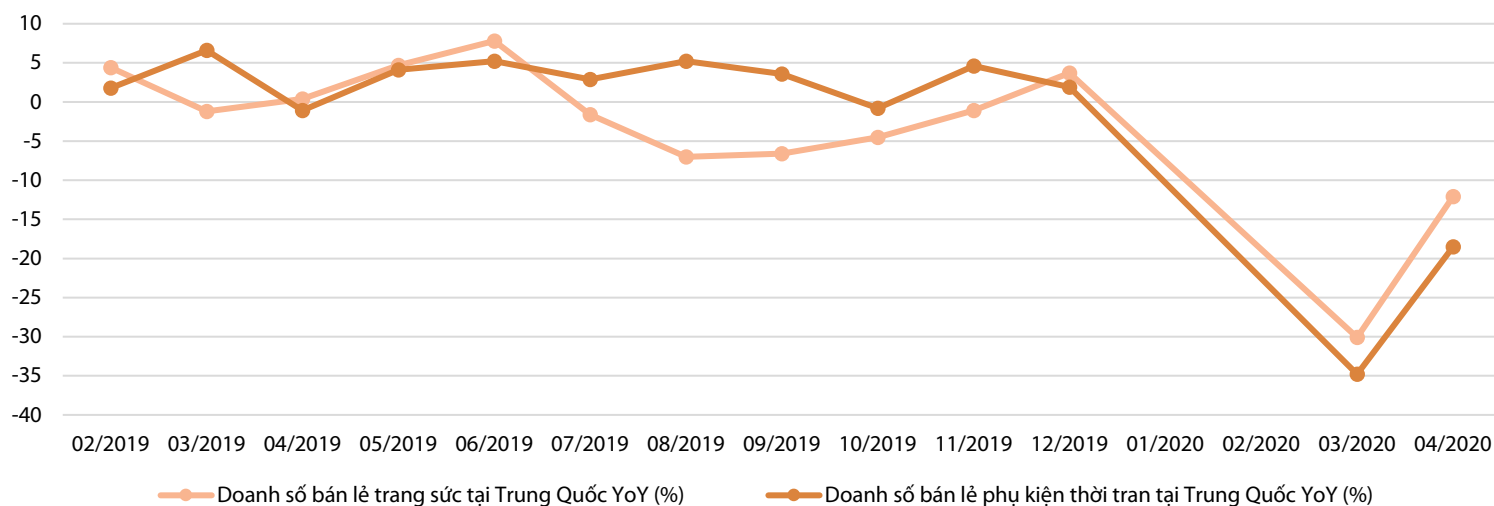
Phụ lục

Hình 6: Biến động giá vàng và chênh lệch giá mua-bán giúp PNJ có thêm dư địa lợi nhuận kinh doanh vàng miếng, nhưng rủi ro đi kèm cũng sẽ cao hơn



Nguồn: SJC, Finnpro, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Bán lẻ đồ trang sức và phụ kiện ở Trung Quốc rất khó khăn để phục hồi mặc dù lệnh phong tỏa đã dần được dỡ bỏ kể từ giữa tháng hai



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

	tỷ đồng			
KQ HKKD	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
Doanh thu thuần	14.573	17.001	15.470	18.547
Giá vốn	11.794	13.540	12.476	14.839
Lãi gộp	2.779	3.461	2.994	3.707
Chi phí bán hàng	1.171	1.363	1.293	1.598
Chi phí quản lý	346	479	431	556
Thu nhập từ HĐTC	7	2	10	18
Chi phí tài chính	66	119	161	177
Lợi nhuận khác	3	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	1.206	1.503	1.121	1.394
Thuế TNDN	246	312	224	279
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	960	1.191	896	1.115
EBIT	1.263	1.619	1.270	1.553
EBITDA	1.305	1.675	1.398	1.705

	%			
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
Tăng trưởng				
Doanh thu	32,8%	16,7%	-9,0%	19,9%
Lợi nhuận HKKD	32,0%	28,4%	-16,5%	21,9%
EBIT	33,0%	28,2%	-21,5%	22,2%
Lợi nhuận sau thuế	32,5%	24,0%	-24,7%	24,4%
Tổng tài sản	43,3%	33,6%	-0,5%	10,7%
Vốn chủ sở hữu	36,0%	27,9%	13,5%	16,2%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	19,1%	20,4%	19,4%	20,0%
EBITDA / Doanh thu	9,0%	9,9%	9,0%	9,2%
EBIT / Doanh thu	8,7%	9,5%	8,2%	8,4%
LNST / Doanh thu	6,6%	7,0%	5,8%	6,0%
ROA	14,9%	13,8%	10,5%	11,8%
ROE	33,0%	34,6%	29,9%	31,3%
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	93,9	122,7	100,0	100,0
Vòng quay HTK	2,4	1,9	1,8	1,9
Vòng quay kh. phải trả	11,2	10,3	11,4	11,4
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	2,1	1,9	1,7	1,9
Nhanh	0,2	0,1	0,1	0,1
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ / Vốn CSH	55,5%	72,5%	78,5%	67,6%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	55,3%	72,4%	78,4%	67,5%
Vay dài hạn / Vốn CSH	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%

	tỷ đồng			
BẢNG CĐKT	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
Tiền	207	95	250	346
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	155	139	155	185
Tồn kho	4.968	7.019	6.986	7.865
Tài sản ngắn hạn khác	75	78	82	86
Tài sản cố định hữu hình	297	292	236	191
Tài sản cố định vô hình	493	660	628	581
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	243	317	218	218
TỔNG TÀI SẢN	6.438	8.600	8.556	9.472
Khoản phải trả ngắn hạn	1.056	1.317	1.093	1.300
Vay và nợ ngắn hạn	1.558	2.611	3.211	3.211
Vay và nợ dài hạn	8	4	4	4
Khoản phải trả dài hạn	8	4	4	5
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	63	91	150	195
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	2.693	4.026	4.462	4.714
Vốn đầu tư của CSH	1.670	2.253	2.276	2.304
Cổ phiếu quỹ	0	-2	-2	-2
Lợi nhuận giữ lại	885	1.042	1.433	2.013
Khoản thu nhập khác	0	0	0	0
Quỹ đầu tư phát triển	265	313	387	442
TỔNG VỐN	2.820	3.606	4.094	4.758
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ ^(*)	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
EPS (đồng/cp)	5.686	5.162	3.677	4.645
P/E (x)	16,2	16,3	16,1	12,7
BV (đồng/cp)	16.884	16.006	17.984	20.648
P/B (x)	4,2	4,3	3,4	2,9
DPS (đồng/cp)	1.800	1.800	1.800	1.800
Tỷ suất cổ tức (%)			3%	3%

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
Tổng các thành phần (SoTP)	73.000	100%	73,000

Giá mục tiêu (đồng/cp)	73.000
-------------------------------	---------------

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
2019/12/31	110.000	Mua	Dài hạn

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

KHOİ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Lại Đức Dương
Senior Analyst
duong.ld@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1522)
• Bất động sản
• Vật liệu xây dựng

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Analyst
vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1518)
• Dầu khí
• Phân bón

Nguyễn Hà Trinh
Senior Analyst
trinh.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1551)
• Xây dựng
• Thép
• Tiện ích công cộng

Vũ Anh Tú
Analyst
tu.va@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1511)
• Kinh tế vĩ mô

Đỗ Thanh Tùng
Analyst
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Cảng biển
• Dịch vụ hàng không

Phạm Thị Tố Tâm
Analyst
tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Bảo hiểm
• Thủy sản

Nguyễn Thị Thúy Anh
Analyst
anh2.ntt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1531)
• Ngân hàng

Nguyễn Tiến Hoàng
Analyst
hoang.nt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1538)
• Thị trường

Bùi Huy Hoàng
Analyst
hoang.bh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1514)
• Cao su tự nhiên
• Nông dược

Phạm Minh Tú
Analyst
tu.pm@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1536)
• Thép

Ngô Công Khoa
Analyst
khoa.nc@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1519)
• Bán lẻ

Bernard Lapointe
Senior Consultant
bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Trương Thị Thảo Vi
Assistant
vi.ttt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1517)



HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh

☎ +84 28 6299 2006
☎ +84 28 6299 7986
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ +84 24 6288 2006
☎ +84 24 6288 2008
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH NHA TRANG

50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ +84 258 3820 006
☎ +84 258 3820 008
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH CẦN THƠ

95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An,
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ

☎ +84 292 381 7578
☎ +84 292 381 8387
✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2020.**