CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HSX: PNJ) — MUA

Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên

Hoạt động kinh doanh trang sức cốt lõi thúc đẩy tăng trưởng tốt

Chúng tôi nâng khuyến nghị dành cho PNJ từ KHẢ QUAN lên MUA với giá mục tiêu đã điều chỉnh là 41.400 đồng/cổ phiếu (tỷ lệ tăng 35%). Trong nửa đầu năm 2014, PNJ có KQLN ấn tượng và chúng tôi tin rằng Công ty sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện, kết quả này có được là nhờ lĩnh vực bán lẻ trang sức và biên lợi nhuận gộp đều tăng. Tại mức giá đóng cửa 30.700 đồng/cổ phiếu, PNJ đang giao dịch tại P/E năm 2014 là 9,4 lần mức EPS dự phóng mà chúng tôi đưa ra cho năm 2014 là 3.254 đồng/cổ phiếu.

KQLN nửa đầu năm 2014 ấn tượng nhờ lĩnh vực bán lẻ vàng trang sức. Mặc dù mảng kinh doanh vàng miếng giảm 33% do nhu cầu mua vàng miếng giảm so với nửa đầu năm 2013, phân khúc bán lẻ vàng trang sức thực tế tăng trưởng 24% so với cùng kỳ năm 2013, qua đó khiến cho doanh thu thuần hợp nhất chưa tính đóng góp của CTCP Nhiên liệu Sài Gòn (HSX: SFC) (hay doanh thu thuần của công ty mẹ) giảm nhẹ 5% so với cùng kỳ xuống 3.625 tỷ đồng. Tuy nhiên, lợi nhuận ròng sau thuế của công ty mẹ tăng mạnh 49,5% so với cùng kỳ năm 2013 lên 124 tỷ đồng, chủ yếu là nhờ trong sáu tháng đầu năm 2014, biên lợi nhuận gộp tăng lên 10,6% so với mức 7,9% trong cùng kỳ năm 2013.

Trong năm 2014-2018, doanh thu có tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 15% nhờ CAGR của lĩnh vực bán lẻ đạt 20%. Trong sáu tháng đầu năm 2014, kết quả kinh doanh của lĩnh vực bán lẻ tăng là nhờ nỗ lực của ban lãnh đạo trong việc tái cấu trúc quy trình bán hàng và thiết kế sản phẩm, cũng như tối ưu hóa dòng sản phẩm và sản xuất lại các mẫu mã bán chạy để tránh mất doanh số. Trong giai đoạn năm 2014-2018, chúng tôi tin rằng doanh thu của phân khúc này với CAGR là 20% sẽ là yếu tố chính giúp doanh thu của công ty mẹ có CAGR đạt 11% và doanh thu sau khi đã hợp nhất với CTCP Nhiên liệu Sài Gòn (HSX: SFC) có CAGR đạt 15%.

Hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng tốt với biên lợi nhuận gộp cải thiện sẽ là yếu tố chính giúp EPS có CAGR là 29% trong giai đoạn năm 2014-2018. Tăng trưởng của biên lợi nhuận gộp trong phân khúc bán lẻ có đóng góp to lớn đối với mức tăng trưởng biên lợi nhuận gộp của công ty mẹ. Trong năm 2014, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của phân khúc bán lẻ sẽ tăng 0,5% lên 28%, kết quả này có được là nhờ phân khúc bán lẻ vàng trang sức tăng 0,8% lên 25,8% trong năm 2014 nhờ vào cơ cấu sản phẩm có biên lợi nhuận cao. Việc kinh doanh vàng miếng giảm cũng giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp vì chúng tôi cho rằng tỷ trọng đóng góp của phân khúc này cho lợi nhuận gộp sẽ giảm từ 2,7% trong năm 2013 xuống 1,5% trong năm 2014.

Thông tư 22 mới ban hành sẽ tiếp tục giúp PNJ củng cố vị thế trên thị trường vì thông tư này giúp nâng cao ý thức của khách hàng, và tạo lợi thế cho các doanh nghiệp uy tín như PNJ qua việc tăng chi phí sản xuất vàng trang sức đáp ứng đủ các tiêu chuẩn về hàm lượng vàng.

Cập nhật Quý 2/2014
Bán lẻ hàng tiêu dùng

Giá mục tiêu	**41.400**
Giá hiện tại	**30.700**
TL tăng	**34,9%**
Lợi suất cổ tức	**4,9%**
Tổng lợi nhuận	**39,8%**

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa USD	108 triệu
GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua USD	0,01 triệu
Sở hữu của khối ngoại	49%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	76 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	76 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	31.101
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	24.473

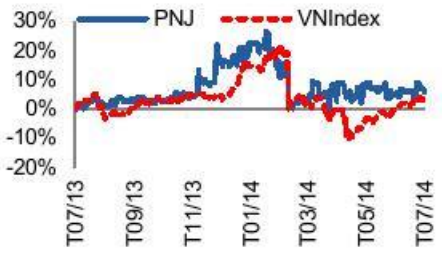
Cơ cấu cổ đông

Bà Cao Thị Ngọc Dung	9,67%
Quỹ Đầu tư Route One	4,83%
Quỹ Đầu tư DN Việt Nam	4,25%
Deutche Bank AG	3,94%
Khác	77,31%

Mô tả công ty

Được thành lập trong năm 1988 và niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2009, PNJ là một trong hai công ty sản xuất trang sức lớn nhất tại Việt Nam với 26% thị phần vàng trang sức. Trong năm 2012, PNJ được tổ chức Plimsoll của Anh Quốc đánh giá và xếp hạng 16 trong danh sách 500 công ty trang sức lớn nhất trên thế giới.

Diễn biến tương đối của giá cổ phiếu PNJ so với chỉ số VNI



Các chỉ số chính	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu (tỷ đồng)	17.964	6.717	8.914	10.358	11.826
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	257	254	163	246	296
Biên LN từ HĐ (%)	2,0%	3,6%	3,3%	3,8%	4,0%
Biên LN ròng sau thuế (%)	1,4%	3,8%	1,8%	2,4%	2,5%
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	3.401	3.365	2.158	3.254	3.915
Tăng trưởng EPS (%)	-19,8%	-1,0%	-35,9%	50,8%	20,3%
Cổ tức/cổ phiếu (VND)	2.500	2.083	1.387	2.000	2.000
Lợi suất cổ tức (%)	8,3%	6,9%	4,6%	6,6%	6,5%
GT doanh nghiệp (EV) / Doanh thu	0,1	0,4	0,3	0,3	0,2
EV / EVBITDA	6,0	6,4	9,0	7,3	6,1
Giá CP / Dòng tiền, theo giá TT	10,8	9,3	N/A	15,7	9,6
Giá CP / Dòng tiền tự do, theo giá TT	N/A	N/A	N/A	13,5	9,5
Giá CP / Thu nhập, theo giá TT	6,7	8,0	13,2	9,4	7,7
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	1,5	1,6	1,6	1,6	1,5
ROA (%)	9,6	9,3	6,1	8,4	9,1
ROE(%)	23,1	21,2	12,8	17,9	19,6
Nợ/CSH (%)	1,2	0,9	0,9	1,0	1,0

VIET CAPITAL SECURITIES

Báo cáo tài chính

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
KQLN					
Doanh thu thuần	6.717	8.914	10.358	11.826	13.532
- Giá vốn hàng bán	-6.118	-8.244	-9.512	-10.832	-12.364
Lợi nhuận gộp	599	670	846	993	1.168
- Chi phí bán hàng	-268	-262	-329	-375	-429
- Chi phí quản lí DN	-90	-113	-126	-144	-165
LN thuần HĐKD	241	294	390	474	574
- (Lỗ) / lại tỷ giá	1	9	0	0	0
- Lợi nhuận khác	170	13	35	30	40
EBIT	412	317	425	504	614
- Chi phí lãi vay	-101	-84	-90	-101	-114
Lợi nhuận trước thuế	310	233	335	402	500
- Thuế TNDN	-56	-64	-74	-89	-100
LNST	254	169	261	314	400
- Lợi ích CĐTS	0	-6	-15	-18	-21
LNST cổ đông CT Mẹ	254	163	246	296	379
EBITDA	425	335	447	527	640
SL CP lưu hành (triệu)	66	76	76	76	76
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	76	76	76	76	76
EPS	3.855	2.158	3.254	3.915	5.011
EPS pha loãng hoàn toàn	3.365	2.158	3.254	3.915	5.011
Tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	-62,6%	32,7%	16,2%	14,2%	14,4%
Tăng trưởng LN HĐKD	-31,3%	22,0%	32,8%	21,4%	21,2%
Tăng trưởng EBIT	-2,5%	-23,1%	34,3%	18,5%	21,9%
Tăng trưởng EPS	-10,0%	-44,0%	50,8%	20,3%	28,0%
Khả năng sinh lợi					
Biên LN gộp %	8,9%	7,5%	8,2%	8,4%	8,6%
Biên LN từ HĐ %	3,6%	3,3%	3,8%	4,0%	4,2%
EBIT %	6,1%	3,6%	4,1%	4,3%	4,5%
EBITDA %	6,3%	3,8%	4,3%	4,5%	4,7%
Biên LN ròng %	3,8%	1,8%	2,4%	2,5%	2,8%
ROE %	21,2%	12,8%	17,9%	19,6%	22,2%
ROA %	9,3%	6,1%	8,4%	9,1%	10,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành					
Số ngày tồn kho	52,5	41,6	44,7	42,9	42,8
Số ngày phải thu	1,3	1,1	3,0	2,9	2,9
Số ngày phải trả	5,2	3,6	3,6	3,6	3,6
TG luân chuyển tiền	48,5	39,0	44,1	42,2	42,1
Thanh khoản					
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3
CS thanh toán nhanh	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Nợ/Tài sản	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4
Nợ/Vốn sử dụng	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Nợ/Vốn CSH	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0
Khả năng thanh toán lãi vay	4,1	3,8	4,7	5,0	5,4

Tỷ đồng	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Bảng CĐKT					
Tiền và tương đương	469	508	624	820	1.058
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0	0
Các khoản phải thu	8	44	85	95	106
Hàng tồn kho	791	1.087	1.165	1.274	1.451
TS ngắn hạn	75	79	92	105	120
Tổng TS ngắn hạn	1.343	1.718	1.966	2.293	2.735
TS dài hạn (gộp)	520	616	681	756	842
- Khấu hao lũy kế	-88	-118	-139	-163	-189
TS dài hạn (ròng)	432	498	542	593	653
Đầu tư TC dài hạn	761	590	590	590	590
TS dài hạn khác	7	152	152	152	152
Tổng TS dài hạn	1.200	1.239	1.283	1.335	1.395
Tổng Tài sản	**2.543**	**2.957**	**3.249**	**3.628**	**4.130**
Phải trả ngắn hạn	52	111	94	107	122
Nợ ngắn hạn	1.008	1.164	1.352	1.544	1.767
Phải trả ngắn hạn khác	70	140	163	186	213
Nợ ngắn hạn	1.130	1.415	1.610	1.838	2.102
Vay và nợ dài hạn	170	130	117	104	91
Phải trả dài hạn khác	0	6	7	7	9
Tổng nợ dài hạn	171	135	123	111	99
Tổng nợ	**1.301**	**1.551**	**1.733**	**1.949**	**2.202**
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Thặng dư	105	105	105	105	105
Vốn cổ phần	720	756	756	756	756
Lợi nhuận giữ lại	417	457	552	697	924
Lợi ích CĐTS	0	88	103	121	142
Vốn chủ sở hữu	**1.242**	**1.406**	**1.516**	**1.679**	**1.928**
Tổng cộng nguồn vốn	**2.543**	**2.957**	**3.249**	**3.628**	**4.130**
Dòng tiền					
Tiền đầu năm	454	469	508	624	819
Lợi nhuận sau thuế	254	163	246	296	379
Khấu hao	15	24	22	24	26
Thay đổi vốn lưu động	58	-231	-126	-96	-161
Điều chỉnh khác	-79	32	16	19	22
Tiền từ hoạt động KD	**249**	**-12**	**158**	**243**	**266**
Chi mua sắm TSCĐ	-58	-49	-66	-75	-86
Đầu tư	132	153	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	**73**	**105**	**-66**	**-75**	**-86**
Cổ tức đã trả	-150	-94	-151	-151	-151
Tăng (giảm) vốn	0	36	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	-156	115	175	179	210
Tiền từ hoạt động TC	**-307**	**-55**	**24**	**28**	**59**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	14	39	117	195	238
Tiền cuối năm	**469**	**508**	**624**	**819**	**1.058**

Nguồn: Báo cáo tài chính của PNJ, dự báo của VCSC

Kết quả hoạt động theo quý (theo báo cáo của PNJ)

2014	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD	Mục tiêu của PNJ	Dự báo của VCSC
Doanh thu (công ty mẹ)	2.454		N/A	N/A		9.124	7.543
LN gộp (công ty mẹ)	242		N/A	N/A		677	739
Biên LN gộp (%)	9,9%		N/A	N/A		7,4%	9,8%
LN từ hoạt động	124		N/A	N/A		N/A	N/A
Biên LN từ hoạt động (%)	5,0%		N/A	N/A		N/A	N/A
LN ròng sau thuế (đã hợp nhất)	79		N/A	N/A		202	246
Biên LN ròng sau thuế (%)	3,2%		N/A	N/A		N/A	2,4%

2013	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD
Doanh thu	1.769	2.043	2.552	2.541	8.911
LN gộp	176	132	153	204	670
Biên LN gộp (%)	10,0%	6,5%	6,0%	8,0%	7,5%
LN từ hoạt động	98	49	59	88	294
Biên LN từ hoạt động (%)	5,6%	2,4%	2,3%	3,5%	3,3%
LN ròng sau thuế	66	24	33	46	168
Biên LN ròng sau thuế (%)	3,7%	1,2%	1,3%	1,8%	2,0%

2012	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD
Doanh thu	2.036	1.626	1.519	1.536	6.717
LN gộp	206	124	155	114	599
Biên LN gộp (%)	10,1%	7,6%	10,2%	7,4%	8,9%
LN từ hoạt động	111	22	82	26	241
Biên LN từ hoạt động (%)	5,5%	1,3%	5,4%	1,7%	3,6%
LN ròng sau thuế	93	40	87	33	254
Biên LN ròng sau thuế (%)	4,6%	2,5%	5,8%	2,2%	3,8%

2011	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD
Doanh thu	3.737	4.542	6.498	3.189	17.967
LN gộp	225	141	197	184	746
Biên LN gộp (%)	6,0%	3,1%	3,0%	5,8%	4,2%
LN từ hoạt động	129	61	102	62	355
Biên LN từ hoạt động (%)	3,5%	1,4%	1,6%	1,9%	2,0%
LN ròng sau thuế	94	54	50	49	247
Biên LN ròng sau thuế (%)	2,5%	1,2%	0,8%	1,5%	1,4%

VIET CAPITAL SECURITIES

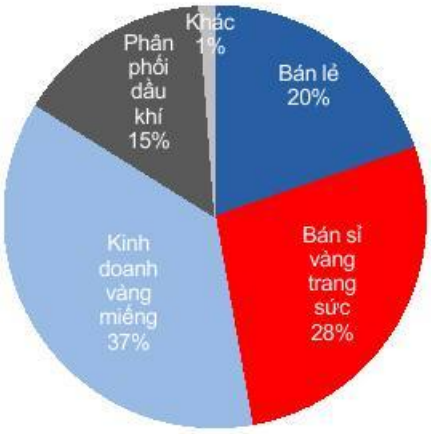
Tổng quan Dự báo KQLN năm 2014 do VCSC đưa ra

	Thực tế 2013	Dự báo cũ cho 2014	Dự báo mới cho 2014	YoY % (so với dự báo mới)	Ghi chú
Doanh thu	8.914		10.358	+16%	
Công ty mẹ	7.604		7.543	-1%	
Bán lẻ	1.759		2.181	+24%	Doanh thu bán lẻ trang sức vàng và bạc tăng lần lượt 25% và 9% so với cùng kỳ 2013
Bán sỉ vàng trang sức	2.451		2.941	+20%	
Kinh doanh vàng miếng	3.268		2.288	-30%	Nhu cầu vàng miếng giảm so với năm 2013
Xuất khẩu	106		111	+5%	
Đồng hồ & các dịch vụ khác	19		22	+15%	
SFC	1.310		2.814	+115%	Hợp nhất hoàn toàn với SFC trong năm 2014
Lợi nhuận gộp	670		846	+26%	
Công ty mẹ	596		739	+24%	
Bán lẻ	484		610	+26%	Biên LN gộp tăng từ 27,5% trong năm 2013 lên 28%
Bán sỉ vàng trang sức	69		88	+27%	Biên LN gộp tăng từ 2,8% trong năm 2013 lên 3%
Kinh doanh vàng miếng	18		13	-28%	Doanh thu vàng miếng giảm 30% so với cùng kỳ
Xuất khẩu	14		15	+5%	Xuất khẩu tăng 5% so với cùng kỳ
Đồng hồ & các dịch vụ khác	11		13	+15%	Doanh thu từ đồng hồ & các dịch vụ khác tăng 15% so với cùng kỳ
SFC	74		107	+45%	
Chi phí bán hàng & quảng cáo	-262		-329	+26%	Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu tăng lên 3,8%
Chi phí quản lý DN	-113		-126	+12%	Tỷ lệ chi phí quản lý/doanh thu tăng lên 1,3%
LN từ hoạt động	294		390	+33%	
LN ngoài hoạt động	13		35	+69%	Nhận cổ tức bằng tiền mặt từ các khoản đầu tư dài hạn
LN trước thuế và lãi vay (EBIT)	317		425	+34%	
Chi phí lãi vay	-84		-90	+7%	
LN trước thuế	233		335	+44%	
LNST	169		261	+54%	
LNST (sau lợi ích CĐTS)	163		246	+51%	
EBITDA	335		447	+33%	
Biên LN gộp %	*7,5%*		*8,2%*		
Biên LN gộp công ty mẹ %	*7,8%*		*9,8%*		
Biên LN gộp của SFC %	*3,4%*		*3,8%*		
Chi phí bán hàng & marketing /doanh thu (%)	*2,9%*		*3,2%*		
Chi phí quản lý DN/ doanh thu (%)	*1,3%*		*1,2%*		
Biên LN từ HĐ %	*3,3%*		*3,8%*		
Biên EBIT %	*3,6%*		*4,1%*		
Biên EBITDA %	*3,8%*		*4,3%*		
Biên LNST (sau lợi ích CĐTS) %	*1,8%*		*2,4%*		
Thuế thu nhập DN %	*27,5%*		*22,0%*		

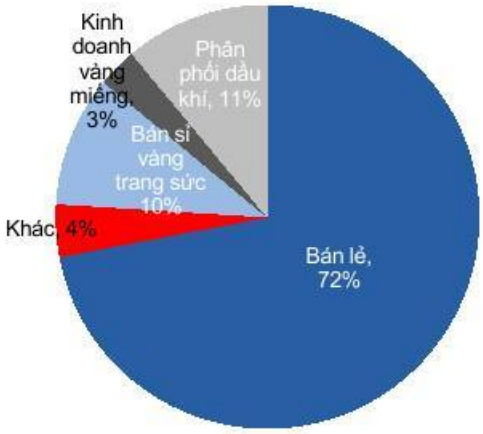
Sơ lược về Công ty

Lĩnh vực kinh doanh	Sản xuất trang sức vàng và bạc, nhà bán lẻ trang sức hàng đầu Việt Nam
Doanh thu	422 triệu USD (2013)
Lợi nhuận ròng	8 triệu USD (2013)
Yếu tố doanh thu chính	Bán sỉ và lẻ vàng trang sức
Yếu tố chi phí chính	Nguyên liệu
Yếu tố rủi ro chính	Biến động giá nguyên liệu & các khoản đầu tư ngoài ngành
Các đối thủ chính	Công ty Vàng bạc đá quý Sài Gòn (SJC), Doji
Các khách hàng chính	3.000 cửa hàng bán sỉ trang sức
Lãnh đạo	Bà Cao Thị Ngọc Dung (Chủ tịch HĐQT kiêm TGĐ)
Địa chỉ	170E Phan Đăng Lưu, Q. Phú Nhuận, TP. HCM
Website	www.pnj.com.vn
Email	pnj@pnj.com.vn
Điện thoại	+84.8.3995.1703

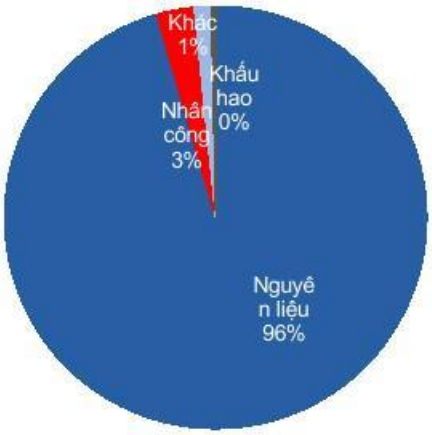
Cơ cấu doanh thu



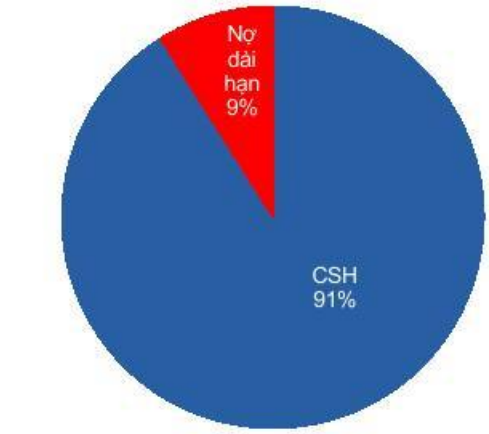
Cơ cấu LN gộp và biên LN gộp (%)



Cơ cấu chi phí



Cơ cấu vốn
(chỉ có nợ dài hạn và vốn CSH)



Nguồn: Số liệu tài chính của PNJ (2013), Ước tính của VCSC

Nội dung cập nhật

- KQLN nửa đầu năm 2014
- Triển vọng lợi nhuận
- Thông tư 22 mới ban hành sẽ giúp PNJ củng cố vị thế trên thị trường
- Rủi ro đầu tư: Các khoản đầu tư ngoài ngành
- Định giá

KQLN nửa đầu năm 2014: Hoạt động kinh doanh cốt lõi đạt tăng trưởng ấn tượng

Lĩnh vực bán lẻ trang sức giúp lợi nhuận nửa đầu năm 2014 tăng trưởng tốt. Trong sáu tháng đầu năm nay, doanh thu từ mảng kinh doanh vàng miếng của PNJ giảm 33% do nhu cầu mua vàng miếng giảm so với nửa đầu năm 2013. Ngược lại, lĩnh vực bán lẻ trang sức tăng mạnh 24% đã giúp doanh thu của công ty mẹ chỉ giảm 5% so với cùng kỳ năm 2013 xuống 3.652 tỷ đồng (hoàn thành 40% mục tiêu của PNJ và 48% dự báo doanh thu thuần công ty mẹ mà chúng tôi đưa ra). Do đó, chúng tôi cho rằng PNJ sẽ khó có thể đạt được mục tiêu doanh thu thuần công ty mẹ là 9.124 tỷ đồng (tăng 20% so với năm 2013) mà Công ty đã đề ra trước đó.

Mặc dù doanh thu giảm, lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ nửa đầu năm 2014 tăng mạnh 49,5% so với cùng kỳ năm 2013 lên 124 tỷ đồng, hoàn thành 61% mục tiêu mà Công ty đã đề ra (202 tỷ đồng, tăng 20% so với cùng kỳ), nhờ lĩnh vực bán lẻ vàng trang sức (với biên lợi nhuận gộp xấp xỉ 25% trong năm 2013) có tỷ lệ tăng trưởng tốt hơn mảng kinh doanh vàng miếng (với biên lợi nhuận gộp xấp xỉ 0,6% trong năm 2013). Trong nửa đầu năm 2014, biên lợi nhuận gộp của mảng kinh doanh vàng miếng giảm từ 0,6% trong năm 2013 xuống chỉ còn 0,3%. Ngoài ra, chúng tôi ước tính trong sáu tháng đầu năm nay, biên lợi nhuận gộp từ lĩnh vực bán lẻ vàng trang sức tăng lên 26,8% so với mức 25% trong năm 2013. Đây là yếu tố nổi trội nhất giúp biên lợi nhuận gộp tăng từ chỉ 7,9% trong năm 2013 lên 10,6% trong nửa đầu năm 2014. Ngoài ra, tỷ lệ chi phí quản lý & bán hàng/doanh thu tăng nhẹ từ 4,2% lên 5%. Sau khi PNJ đạt 61% mục tiêu lợi nhuận mà Công ty đã đề ra cho sáu tháng đầu năm, chúng tôi tin rằng PNJ sẽ hoàn tất được mục tiêu lợi nhuận mà công ty đề ra cho cả năm 2014.

Lĩnh vực bán lẻ tăng ấn tượng là nhờ nỗ lực của ban lãnh đạo trong việc tái cấu trúc quy trình bán hàng/thiết kế sản phẩm và quảng cáo, cũng như chuyển sang dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao. Lĩnh vực bán lẻ có kết quả tốt là nhờ PNJ (1) đẩy mạnh việc tối ưu hóa dòng sản phẩm và (2) sử dụng hệ thống ERP. Đây là hệ thống giúp xác định những sản phẩm bán chạy nhất và có biên lợi nhuận gộp cao nhất, nhằm hỗ trợ hoạt động tối ưu hóa dòng sản phẩm và và sản xuất lại các mẫu mã bán chạy để tránh mất doanh số, trong khi trước đây quản lý của từng cửa hàng sẽ là người quyết định 80% cách trưng bày và số lượng sản phẩm của cửa hàng đó.

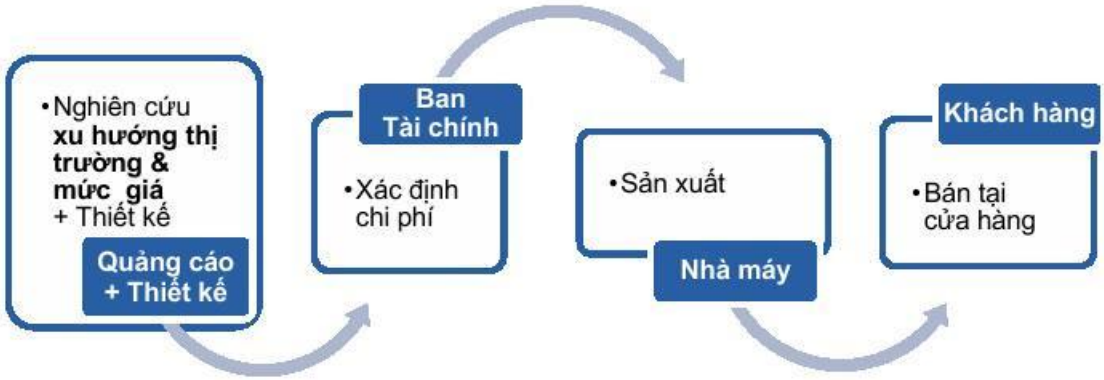
Ngoài ra, doanh thu của các cửa hàng hiện hữu liên tục cải thiện nhờ PNJ áp dụng phương châm lấy khách làm trung tâm. Cụ thể, PNJ thay đổi thiết kế cửa hàng, qua đó mở rộng không gian trưng bày sản phẩm nhằm nâng cao trải nghiệm mua sắm của khách hàng. Hiện nay, đội ngũ nhân viên bán hàng cũng được đào tạo bài bản với quy trình bán hàng hiệu quả "EDGE", viết tắt của **E**stablish connections (tạo kết nối) → **D**etermine needs (xác định nhu cầu) → **G**uide to items (hướng dẫn lựa chọn sản phẩm) → **E**ndorsement (khen gợi). Các chiến dịch quảng cáo được thực hiện hiệu quả hơn, đáp ứng nhu cầu của các đối tượng khách hàng tại các địa điểm và khu vực cụ thể, thay vì sử dụng các chiến dịch quảng cáo áp dụng cho tất cả các cửa hàng như trước đây.

Hình 1: Thay đổi thiết kế cửa hàng để mở rộng không gian trưng bày sản phẩm

Nguồn: PNJ

Quy trình thiết kế sản phẩm được tối ưu hóa và các bộ phận tăng cường hợp tác với nhau cũng là hai yếu tố chính giúp kết quả kinh doanh của lĩnh vực bán lẻ tăng ấn tượng. PNJ đã áp dụng quy trình thiết kế sản phẩm mới nhằm tăng tỷ lệ thành công của các sản phẩm mới. Cụ thể, đội ngũ thiết kế và quảng cáo hiện đang hợp tác chặt chẽ trong việc nghiên cứu xu hướng và cầu thị của trường trong nước trước khi đưa ra thiết kế sản phẩm mới. Giải pháp này nâng cao tỷ lệ thành công của các sản phẩm mới vì giúp loại bỏ các thiết kế có khả năng không đáp ứng được thị hiếu của khách hàng.

Hình 2: Quy trình thiết kế sản phẩm mới giúp nâng cao tỷ lệ thành công của sản phẩm mới



... tất cả các yếu tố trên giúp doanh thu của các cửa hàng hiện hữu trong nửa đầu năm 2014 tăng 17% so với cùng kỳ năm 2013.

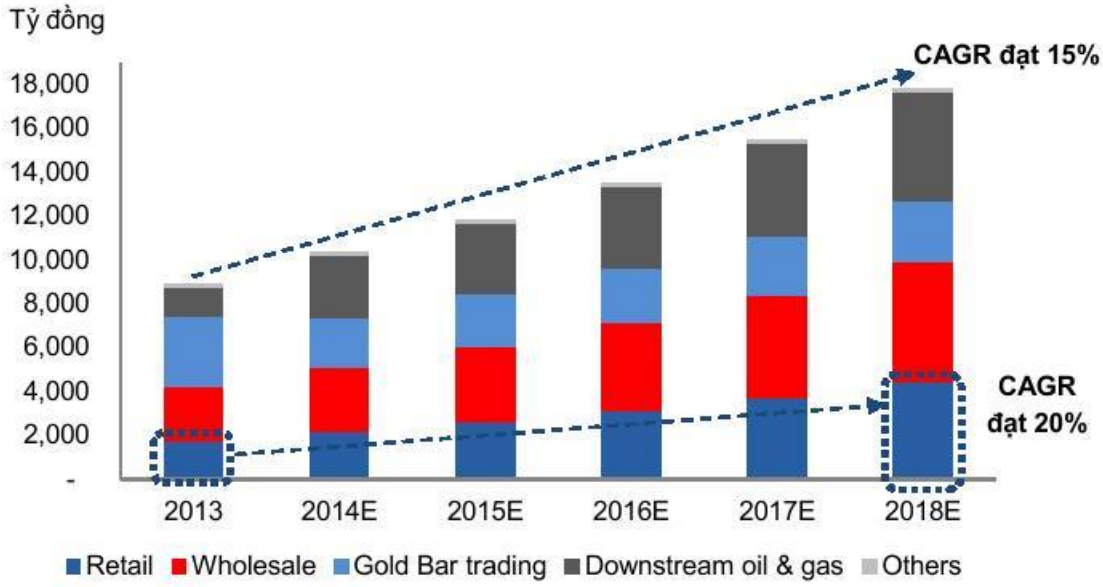
Triển vọng lợi nhuận

Trong năm 2014-2018, doanh thu có tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 15% nhờ CAGR của lĩnh vực bán lẻ đạt 20%

Hội đồng Vàng Thế giới cho biết trong Quý 1/2014, nhu cầu mua vàng trang sức tại Việt Nam (xét về giá trị) giảm 17% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, doanh thu trang sức vàng của PNJ trong Quý 1 và nửa đầu năm 2014 vẫn đạt kết quả tốt với mức tăng trưởng lần lượt là 19% trong Quý 1 và 18% trong nửa đầu năm 2014, chủ yếu là nhờ lĩnh vực bán lẻ vàng trang sức tăng lần lượt 25% trong Quý 1 và 24% trong nửa đầu năm nay vì PNJ thực hiện những thay đổi trong hoạt động kinh doanh mà chúng tôi đã nêu ở trên. Do đó, trong giai đoạn năm 2014-2018, chúng tôi tin rằng doanh thu của PNJ sẽ tiếp tục có CAGR ổn định ở 11% nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi đạt tăng trưởng tốt, kết quả này được hỗ trợ bởi mức CAGR 20% của phân khúc bán lẻ vàng trang sức trong giai đoạn 2014-2018.

Vì năm 2014 là năm đầu tiên PNJ hợp nhất với CTCP Nhiên liệu Sài Gòn (HSX: SFC), chúng tôi dự báo doanh thu của PNJ sau khi hợp nhất với SFC sẽ có CAGR đạt 15% trong giai đoạn năm 2014-2018.

Hình 3: Tỷ trọng đóng góp cho doanh thu của từng lĩnh vực kinh doanh

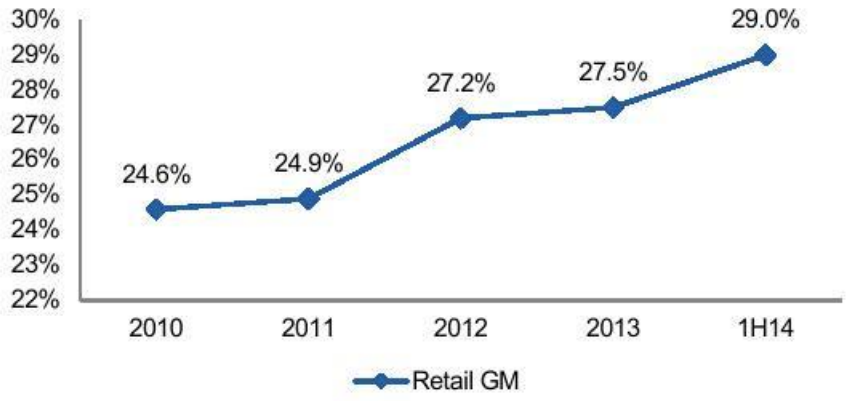


Nguồn: PNJ and dự báo của VCSC

Hoạt động kinh doanh cốt lõi là yếu tố chính giúp thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

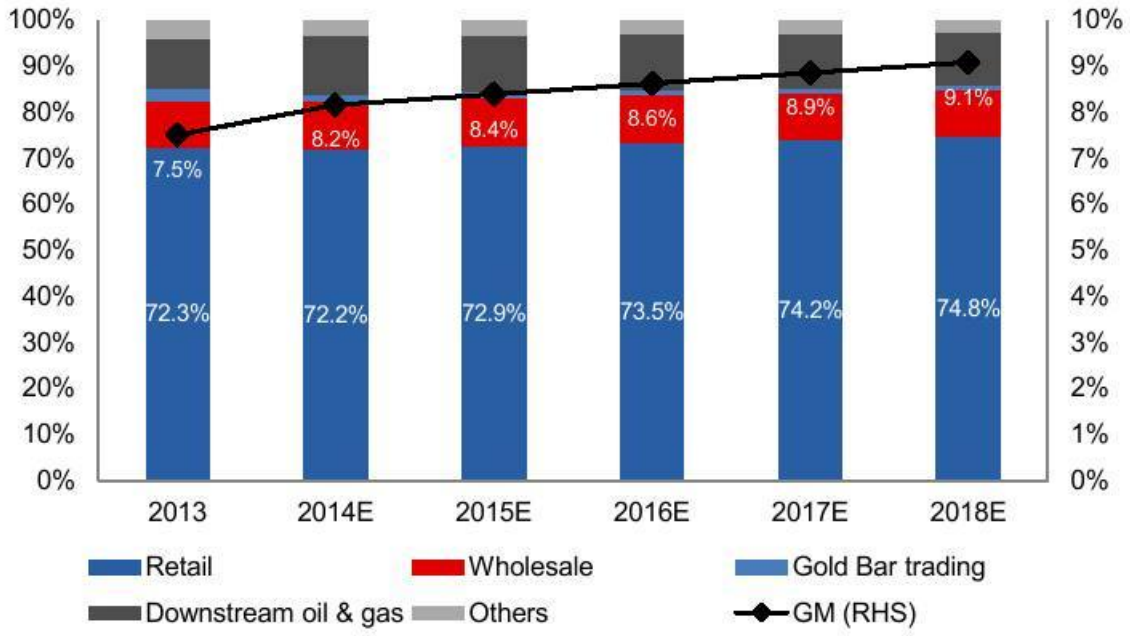
Trong năm 2014, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp chung sẽ cải thiện 0,7% nhờ biên lợi nhuận gộp của công ty mẹ tăng 2,0% vì lĩnh vực bán lẻ trang sức có kết quả ấn tượng với cơ cấu dòng sản phẩm tốt hơn. Chúng tôi cho rằng phân khúc kinh doanh vàng miếng với biên lợi nhuận thấp (0,6% trong năm 2013) sẽ tiếp tục giảm tỷ trọng đóng góp cho lợi nhuận gộp từ 2,7% trong năm 2013 xuống 1,5% trong năm 2014. Bên cạnh đó, phân khúc bán lẻ với biên lợi nhuận cao (với CAGR là 21% trong năm 2014-2018 và dự báo biên lợi nhuận sẽ tăng lên 28% trong năm 2014 so với 27,5% trong năm 2013) dự kiến sẽ có tốc độ tăng trưởng nhanh hơn so với các phân khúc khác và sẽ hỗ trợ tăng trưởng của biên lợi nhuận gộp.

Hình 4: Tăng trưởng của biên LN gộp trong phân khúc bán lẻ



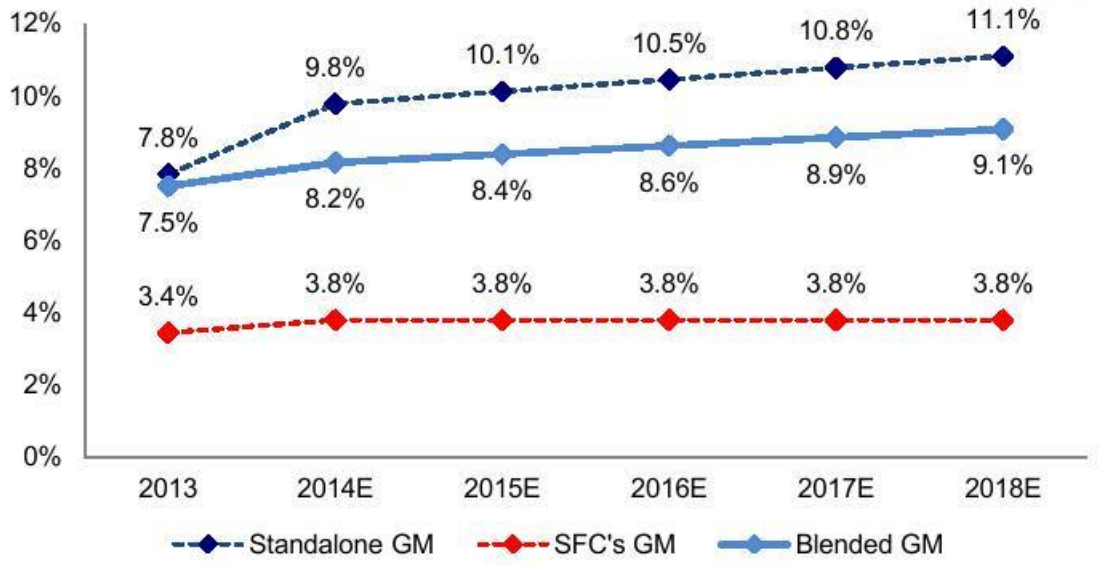
Nguồn: PNJ và ước tính của VCSC

Hình 5: Tỷ trọng đóng góp cho lợi nhuận gộp của từng phân khúc. Biên lợi nhuận gộp chung tăng nhờ tỷ trọng đóng góp cho lợi nhuận gộp của phân khúc bán lẻ tăng



Nguồn: PNJ và dự báo của VCSC

Hình 6: Hoạt động kinh doanh cốt lõi giúp biên LN gộp tăng



Nguồn: PNJ, SFC và dự báo của VCSC

Lợi nhuận ròng tăng trưởng kép hàng năm 29% từ 2014-2018 nhờ lĩnh vực cốt lõi tăng trưởng ổn định. Chúng tôi dự báo lĩnh vực cốt lõi sẽ là yếu tố chủ lực giúp lợi nhuận ròng tăng trưởng trong tương lai sau khi ban lãnh đạo tập trung trở lại vào lĩnh vực cốt lõi.

Trước năm 2013, các khoản thu nhập tài chính PNJ được chia từ hoạt động đầu tư chiếm tỷ trọng lớn trong lợi nhuận ròng, giúp PNJ đạt được mục tiêu lợi nhuận cả năm. Tuy nhiên, từ năm 2013 trở đi, chúng tôi cho rằng lĩnh vực cốt lõi mới là yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận ròng với việc tập trung trở lại vào lĩnh vực này và tăng cường tự động hóa, giúp công ty giảm bớt phụ thuộc vào thợ kim hoàn. Với kết quả vượt trội trong lĩnh vực bán lẻ của PNJ, được cho là nhờ công ty không ngừng thay đổi, chúng tôi cho rằng LNST của lĩnh vực cốt lõi (nghĩa là không tính thu nhập tài chính) sẽ đạt mức tăng trưởng kép hàng năm 28% từ năm 2014-2018, nhờ vậy lợi nhuận ròng trong giai đoạn này đạt mức tăng trưởng kép hàng năm 29%.

Hình 7: Tỷ trọng lĩnh vực kinh doanh cốt lõi và ngoài cốt lõi trong LNST

Nguồn: PNJ và dự báo của VCSC

Thông tư 22 giúp PNJ củng cố vị thế trên thị trường

Thông tư 22 do Bộ Khoa học và Công nghệ ban hành, có hiệu lực từ ngày 01/06, áp dụng các tiêu chuẩn nghiêm ngặt hơn về quản lý đo lường trong kinh doanh vàng và quản lý chất lượng vàng trang sức, để giảm thiểu tình trạng gian lận trong kinh doanh. Các doanh nghiệp trang sức vàng của Việt Nam sẽ phải ghi rõ hàm lượng vàng của trang sức; nếu không sẽ bị xử phạt nặng. Theo Thông tư, hàm lượng vàng trang sức 18 carat không nhỏ hơn 75%, trong khi hàng lượng vàng trang sức 24 carat không nhỏ hơn 99,9%.

Trước đây, truyền thông Việt Nam đã đưa tin nhiều trường hợp kinh doanh gian lận của các doanh nghiệp trong nước bằng cách thổi phồng hàm lượng vàng, khiến giá sản phẩm tỏ ra thấp hơn so với thực tế. Ví dụ, phần lớn các trang sức vàng 18 carat, nhất là từ các điểm bán trang sức nhỏ lẻ, chỉ có hàm lượng vàng từ 58%-68% do quản lý còn lỏng lẻo. Sau khi Thông tư được ban hành, Tổng cục Tiêu chuẩn Đo lường Chất lượng Việt Nam (STAMEQ) sẽ chỉ định một cơ quan hỗ trợ việc kiểm tra hàm lượng vàng trang sức, đồng thời có ban thanh tra của riêng mình.

Dù Thông tư số 22 có được Bộ áp dụng nghiêm ngặt hay không, nhiều điểm bán trang sức nhỏ lẻ hiện đã gặp nhiều khó khăn vì thông tư này khiến người tiêu dùng chú ý đến hàm lượng vàng của trang sức. Các điểm bán trang sức nhỏ lẻ hiện đang chịu chi phí rất lớn để sản xuất lại sản phẩm vàng nhằm tuân thủ tiêu chuẩn mà Thông tư đưa ra.

Chúng tôi nhận thấy vị thế của PNJ trên thị trường được củng cố mạnh mẽ với việc ban hành quy định mới và vì vậy, công ty sẽ có thể giành được thị phần từ các điểm bán trang sức nhỏ lẻ một cách dễ dàng hơn, với uy tín sẵn có và độ nhận biết thương hiệu mạnh hơn hẳn so với các doanh nghiệp sản xuất trang sức vàng khác tại Việt Nam.

Rủi ro đầu tư: Đầu tư vào các lĩnh vực ngoài cốt lõi

Nhiều nhà đầu tư khi mua cổ phiếu PNJ hy vọng rằng công ty sẽ từ bỏ thói quen cố hữu là đầu tư vào các lĩnh vực không phải là cốt lõi. Trên thực tế, công ty đã bày tỏ mong muốn thoái vốn khỏi các lĩnh vực này. Các khoản đầu tư dài hạn của PNJ có giá trị sổ sách khoảng 716 tỷ đồng (tương đương 25% tổng tài sản), trong đó lớn nhất là đầu tư vào Ngân hàng Đông Á (395 tỷ đồng) và CTCP Nhiên liệu Sài Gòn (SFC) (138 tỷ đồng). Quá trình thoái vốn trước đây khỏi các lĩnh vực không phải cốt lõi của PNJ bao gồm việc bán phần vốn tại Vinagas (năm 2012) và Công ty TNHH Bình khí đốt Hong Vi Na (năm 2011). Nhiều khả năng PNJ cũng sẽ thoái vốn khỏi SFC; tuy nhiên, theo ước tính của chúng tôi, PNJ đã mua cổ phiếu SFC với giá trung bình 24.400 đồng/cổ phiếu từ năm 2010, cao hơn 22% so với giá thị trường hiện nay (20.000 đồng vào ngày 08/08). Vì vậy, chúng tôi dự báo PNJ sẽ không thoái vốn khỏi SFC trong tương lai gần.

Định giá dành cho NH Đông Á có khả năng sẽ tăng nếu được niêm yết trong tương lai

Theo các nguồn tin của chúng tôi, Ngân hàng Đông Á hoàn toàn không có kế hoạch phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) trong thời gian tới. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thực hiện định giá nhanh bằng cách áp dụng phương pháp PBR đa trọng số để định giá ngân hàng này trong tương quan với các ngân hàng khác. Chúng tôi được kết quả giá mục tiêu 14.330 đồng, với tỷ lệ tăng 43% so với mệnh giá. Vì vậy, trong trường hợp ngân hàng quyết định thực hiện IPO và PNJ thoái vốn khỏi ngân hàng, PNJ có thể lãi 156 tỷ đồng.

Định giá ngân hàng Đông Á theo phương pháp PBR đa trọng số

Mã	Giá hiện tại* (đồng/CP)	BPS 2014 (đồng/share)	PBR 2014 theo giá hiện tại (lần)
VCB	25.700	16.242	1,6
CTG	14.600	14.659	1,0
BID	14.200	12.367	1,2
MBB	13.700	14.362	1,0
ACB	15.300	13.476	1,1
STB	19.200	14.539	1,3
EIB	12.800	11.696	1,1
Trung bình			**1,2**

**: tính đến ngày 15/08/2014*

BPS (đồng)	Giá cổ phiếu (đồng)	Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	Cổ phần của PNJ (7.7%) (tỷ đồng)	Đầu tư ban đầu (tỷ đồng)
11.942	**14.330**	7.165	**551,7**	**395,3**

Tiềm năng lãi
khoảng 156 tỷ đồng

Trong phần này của báo cáo, chúng tôi muốn cho thấy sự đầu tư của PNJ vào các lĩnh vực ngoài cốt lõi đã chững lại, và vẫn còn rất nhiều tiềm năng nếu ngành ngân hàng phục hồi, khuyến khích Ngân hàng Đông Á thực hiện IPO (hoặc bán thương mại cổ phiếu PNJ) hoặc nếu giá cổ phiếu SFC hồi phục trở lại. Vì vậy, chúng tôi không đưa tiềm năng tăng này vào mô hình định giá. Chúng tôi hy vọng các khoản đầu tư ngoài lĩnh vực cốt lõi sẽ không còn phân tán sự chú ý để nhà đầu tư có thể tập trung hoàn toàn vào lĩnh vực cốt lõi.

Định giá

Chúng tôi được kết quả là giá mục tiêu 41.400 đồng bằng cách kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm (tỷ trọng 50%) và phương pháp PER đa trọng số (tỷ trọng 50%). Vì lĩnh vực kinh doanh vàng miếng có thể tác động đáng kể lên dòng tiền tự do của PNJ, chúng tôi quyết định kết hợp hai phương pháp này thay vì chỉ áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Hình 8: Tổng kết mô hình định giá

Tổng kết mô hình định giá	Hiện nay	Dòng tiền tự do	PER đa trọng số	Tỷ trọng TB
Giá cổ phiếu	30.700	47.811	34.986	**41.428**
Tỷ trọng		50%	50%	
P/E		14,7	10,8	**12,7**

Mô hình định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm

Chúng tôi được kết quả giá mục tiêu là 47.461 đồng theo phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm, với WACC 10% dựa trên hệ số beta 0,7, lãi suất phi rủi ro 8,5%, phần bù rủi ro thị trường 7% và chi phí nợ 8,5%.

Hình 9: Giả định doanh thu và biên lợi nhuận

	2014	2015	2916	2017	2018
Doanh thu (tỷ đồng)	10.358	11.826	13.532	15.517	17.829
Tăng trưởng doanh thu %	*16,2%*	*14,2%*	*14,4%*	*14,7%*	*14,9%*
Tăng trưởng doanh thu công ty mẹ %	***-1%***	***14%***	***14%***	***15%***	***15%***
Bán lẻ	*24%*	*19%*	*19%*	*19%*	*20%*
Bán sỉ	*20%*	*17%*	*17%*	*17%*	*17%*
Kinh doanh vàng miếng	*-30%*	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*
Xuất khẩu	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*
Đồng hồ đeo tay và dịch vụ	*15%*	*15%*	*15%*	*15%*	*15%*
Doanh thu từ SFC	***15%***	***15%***	***15%***	***15%***	***15%***
Biên lợi nhuận gộp	8,2%	8,4%	8,6%	8,9%	9,1%
Biên lợi nhuận từ hoạt động	3,8%	4,0%	4,2%	4,5%	4,7%
Biên lợi nhuận ròng	2,4%	2,6%	2,9%	3,1%	3,3%

Hình 10: Mô hình định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm

Các giả định chính	
WACC	10%
Tỷ lệ nợ	48%
Chi phí CSH	13,4%
Lãi suất phi rủi ro	8,5%
Phí bảo hiểm rủi ro CSH	7,0%
Hệ số beta	0,7
Chi phí nợ	8,5%
Tăng trưởng cuối cùng	3,0%
Multi-stage DCF Valuation	**FCFF**
Giai đoạn dự báo	5 năm
Tổng dòng tiền tự do chiết khấu	1.046
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	3.594
Giá trị DTTD chiết khấu và giá trị hiện tại	4.641
+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	508
- Nợ ngắn và dài hạn	1.294
Vốn CSH bao gồm lợi ích CĐTS	3.855
Vốn CSH trừ giá trị hợp lý của lợi ích CĐTS	3.614
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	76
Giá mục tiêu/cổ phiếu	47.811

So sánh với các công ty trang sức khác trong khu vực

	Quốc gia	GTVH	ROA%	ROE%	PER 12 tháng qua	PBR 12 tháng qua
C Mahendra Exports Ltd	Ấn Độ	204	4,9	16,8	10,8	1,2
Pranda Jewellery Pub Co. Ltd	Thái Lan	88	4,3	7,0	14,4	1,0
Degem BHD	Malaysia	43	7,1	10,5	7,6	0,7
Tara Jewels Ltd	Ấn Độ	38	4,1	9,8	4,6	0,4
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	**Việt Nam**	**108**	**6,4**	**14,3**	**12,5**	**1,9**
Trung bình		96	5,4	11,7	9,9	1,0
Trung vị		**88**	**4,9**	**10,5**	**10,8**	**1,0**

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
18/08/2014	MUA	30.700	41.400
13/03/2014	KHẢ QUAN	30.800	34.800
27/08/2013	THÊM VÀO	26.500	31.400
01/02/2013	MUA	31.600	46.300
16/11/2012	MUA	31.400	41.800

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thị Anh Đào, 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	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	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 chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có 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 việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ, 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

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.

Liên hệ

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 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội
109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch
Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch
236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc
Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên cứu và Phân tích
+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Ngô Hoàng Long
Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn
CV cao cấp, Đặng Văn Pháp
Chuyên viên, Ngô Đăng Quế
Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh
Chuyên viên, Nguyễn Hồng Quang

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải
Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên, Văn Đình Vỹ
Chuyên viên, Trần Minh Đức
CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài
Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước
Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh
Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội
Nguyễn Huy Quang
+84 4 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.