



CTCP Phú Tài (PTB-HSX)

Wững vàng như kiếng ba chân

- Mảng kinh doanh đá – lợi thế vượt trội trong ngành và tăng trưởng tích cực do nhu cầu tăng mạnh
- Mảng kinh doanh gỗ - biên lợi nhuận kỳ vọng sẽ cải thiện
- Mảng kinh doanh ô tô và dịch vụ - doanh số kỳ vọng tăng trưởng nhẹ theo nhu cầu thị trường

Quan điểm và Định giá:

CTCP Phú Tài hoạt động trong 3 lĩnh vực kinh doanh chính bao gồm (1) Hoạt động kinh doanh ô tô, (2) Hoạt động kinh doanh đá, (3) Hoạt động kinh doanh gỗ. Trữ lượng các mỏ đá lớn, vị trí địa lý thuận lợi cho hoạt động khai thác mỏ, định hướng tốt thị trường tiêu thụ, năng lực chế biến dự kiến được nâng cao là các yếu tố thuận lợi hỗ trợ cho triển vọng tăng trưởng của mảng kinh doanh đá, vốn là mảng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu lợi nhuận của PTB. Bên cạnh mảng đá, kết quả kinh doanh cũng được kỳ vọng tăng trưởng tích cực nhờ vào (1) hoạt động kinh doanh ô tô tiếp tục tăng trưởng, (2) biên lợi nhuận mảng gỗ cải thiện nhờ tăng tỷ trọng mảng nội thất.

Tình hình tài chính lành mạnh và sử dụng đòn bẩy tài chính thận trọng, các chỉ tiêu tài chính có sự cải thiện qua các năm cũng là điểm cộng cho doanh nghiệp. Theo đánh giá của chúng tôi, rủi ro lớn nhất đối với PTB là thị trường xuất khẩu vốn khó kiểm soát có thể không đạt được mức tăng trưởng như kỳ vọng do các rào cản kỹ thuật. Ngoài ra, trong lĩnh vực kinh doanh đá, doanh nghiệp không chỉ chịu sự cạnh tranh mạnh từ các doanh nghiệp trong ngành mà còn từ các sản phẩm ngoại nhập, chủ yếu là các sản phẩm Trung Quốc.

Năm 2016, Công ty đặt kế hoạch doanh thu 3.531 tỉ đồng (tăng 16% so với năm 2015); lợi nhuận sau thuế đạt 196 tỉ đồng (+13,3% so với năm 2015). Với triển vọng tích cực của cả ba mảng kinh doanh chính, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của PTB năm 2016 lần lượt là 3.656,8 tỷ đồng (+20,06% so với cùng kỳ) và 233,1 tỷ đồng (+34,8% so với cùng kỳ), tương ứng với mức EPS là 11.600 đồng/cp. Bằng các phương pháp định giá FCF, SOTP và P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu PTB vào khoảng **130.000 đồng/cp**, cao hơn 18% so với mức giá đóng cửa ngày 27/04/2016. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu này trong **DÀI HẠN**.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016F
Doanh thu thuần	2.144,2	2.451,9	3.045,9	3.656,9
% tăng trưởng (%)	20,2%	14,4%	24,2%	20,1%
LNST của Cty mẹ	92,2	111,5	172,9	233,1
% tăng trưởng	63,7%	20,9%	55,0%	34,9%
Tỷ suất LNST (%)	4,3%	4,5%	5,7%	6,4%
ROA (%)	11,1%	11,1%	14,8%	16,8%
ROE (%)	39,8%	37,5%	41,6%	38,6%
EPS (VND)	7.685	7.552	10.101	11.572
EPS đ/chỉnh (VND)	6.274	6.384	10.101	11.572
Giá trị sổ sách (VND)	22.282	27.312	34.887	39.108
Cổ tức /VDL	25%	20%	20%	20%
P/E (x)	1,7	5,1	5,3	9,5*
P/BV (x)	0,6	1,4	1,5	2,8*

Nguồn: PTB, RongViet Research, * giá đóng cửa tại ngày 27/04/2016

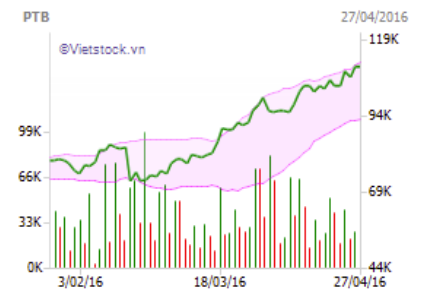
TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	110.000
Giá mục tiêu (VND)	130.000

Thời gian đầu tư **Dài hạn**

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Vật dụng cá nhân
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.872
SLCPDLH	18.000.790
Beta	0,8
Free Float (%)	59,1
Giá cao nhất 52 tuần	110.000
Giá thấp nhất 52 tuần	40.400
KLGD bình quân 20 phiên	795.210



Nguồn: Vietstock

Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
PTB	62%	156%	501%
Vật dụng cá nhân	13%	86%	323%
VN30	11%	6%	26%
VNIndex	8%	1%	12%

Cổ đông lớn (%)

Lê Vỹ	9,07
Lê Văn Thảo	7,69
Lê Văn Lộc	5,65
Nguyễn Sĩ Hòe	5,47
Gới hạn sở hữu NĐTNN	42,01

Bành Trần Tường Vân

(084) 08 - 6299 2006 – Ext 1316

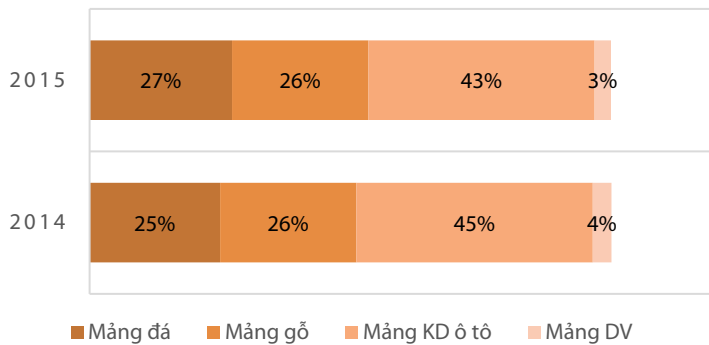
van.btt@vdsc.com.vn

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Chuyển đổi thành công ty cổ phần năm 2004 và chính thức niêm yết từ năm 2011, CTCP Phú Tài (HSX – PTB) hoạt động chủ yếu trong ba lĩnh vực bao gồm (1) Hoạt động kinh doanh xe ô tô, (2) Hoạt động kinh doanh đá và (3) Hoạt động kinh doanh gỗ. Tại nội địa, doanh thu của PTB tập trung chủ yếu ở hai thị trường miền Trung và miền Nam (~90% doanh thu trong nước), trong đó có ~43% đến từ mảng ô tô. Về thị trường xuất khẩu, sản phẩm đá của PTB sang các thị trường Âu - Á, tuy nhiên, sản phẩm gỗ nội và ngoại thất do PTB cung cấp sang các thị trường Âu - Mỹ lại đóng góp chủ lực vào doanh thu xuất khẩu.

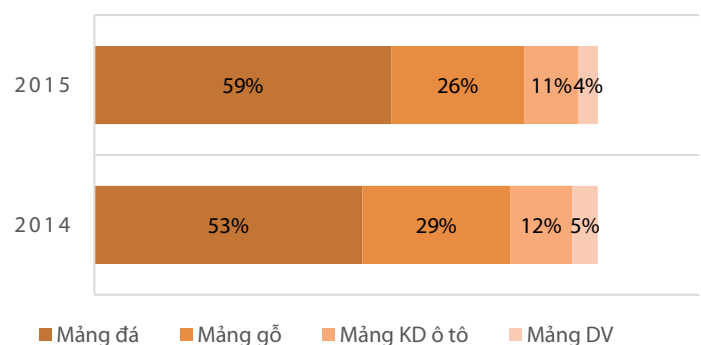
Trong năm 2015, dù mảng kinh doanh ô tô đóng góp nhiều nhất vào doanh thu nhưng chỉ đóng góp khoảng 11% vào lợi nhuận. Trong khi đó, hai mảng kinh doanh đá và gỗ đóng góp lần lượt là 59% và 26% vào cơ cấu lợi nhuận của PTB. Như vậy, chúng tôi đánh giá hiệu quả hoạt động kinh doanh của PTB phụ thuộc nhiều vào triển vọng kinh doanh của hai mảng gỗ và đá.

Hình: Cơ cấu doanh thu của PTB



Nguồn: PTB

Hình: Cơ cấu lợi nhuận gộp của PTB



Nguồn: PTB

Mảng kinh doanh đá – lợi thế vượt trội trong ngành và tăng trưởng tích cực do nhu cầu tăng mạnh

PTB là một trong những doanh nghiệp khai thác đá lớn nhất tại Bình Định và đang tiếp tục đầu tư mở rộng

Trữ lượng các mỏ đá của Phú Tài lớn với thời gian khai thác lâu. Theo thống kê các doanh nghiệp hoạt động khai thác khoáng sản từ Sở Tài Nguyên Môi Trường Bình Định, CTCP Phú Tài là doanh nghiệp đứng đầu tỉnh với diện tích khai thác các mỏ đá vào khoảng 81,2 ha. Diện tích khai thác trên bao gồm các mỏ đá (1) Hòn Chà, (2) Mỏ Núi Ngang, (3) Mỏ núi Sơn Triều và (4) Mỏ núi Lồi với tổng trữ lượng khai thác ước tính trên 10 triệu m³/năm. Ngoài các mỏ thuộc khu vực Bình Định, doanh nghiệp còn sở hữu thêm hai mỏ đá là mỏ đá Phú Yên và mỏ đá Đak Nông.

Sản phẩm đá của Phú Tài khá đa dạng (đá tự nhiên, đá nhân tạo và đá xây dựng...), trong đó, đóng góp chính yếu vào doanh thu và lợi nhuận là các sản phẩm đá tự nhiên. Hiện tại, tất cả các mỏ đá có thời hạn khai thác còn lại dao động từ mức 15 – 35 năm. Do đó, chúng tôi đánh giá trữ lượng khai thác và thời gian khai thác còn dài của các mỏ đảm bảo nguồn cung nguyên liệu đầu vào ổn định cho hoạt động khai thác chế biến kinh doanh đá ốp lát của CTCP Phú Tài.

Nâng cao công suất chế biến các nhà máy. Trên địa bàn tỉnh Bình Định hiện có 35 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh sản xuất, chế biến đá ốp lát tiêu thụ nội địa và xuất khẩu với tổng năng lực chế biến đá ốp lát lên đến gần 4,5 triệu m² đá ốp lát/1 năm. Trong đó, với diện tích khai thác lớn, CTCP Phú Tài là doanh nghiệp có năng lực chế biến lớn nhất tỉnh với tổng công suất ước tính lên đến hơn 2 triệu m² đá/năm. Công ty đang sở hữu 5 nhà máy bao gồm (1) Xí Nghiệp

380, (2) Nhà Máy đá Nhon Hòa ở khu vực tỉnh Bình Định, (3) Nhà máy Đak Nông, (4) Nhà máy Khánh Hòa và (5) nhà máy Đồng Nai khai thác chế biến đá marble và granite có tổng công suất chế biến giai đoạn 1 vào khoảng 375.000 m²/ năm. Hiện nay, hai nhà máy tại khu vực Bình Định đều đang hoạt động hết công suất chế biến và khai thác. Trong năm 2016, công ty tập trung đẩy mạnh nâng cao công suất tại nhà máy chế biến đá ốp lát Đồng Nai. Cụ thể, theo ước tính, giai đoạn 2 với tổng công suất chế biến đá vào khoảng 350.000 m²/năm sẽ chính thức đi vào hoạt động từ Q2/2016. Ước tính tổng số vốn đầu tư sẽ dao động trong khoảng từ 50-60 tỷ đồng.

Bảng: Trữ lượng và thời hạn khai thác của các mỏ của PTB

STT	Mỏ đá	Trữ lượng (m3)	Địa điểm	TG khai thác được cấp phép (năm)
1	Mỏ Vân Canh *	41.000	Bình Định	>12
2	Mỏ Sơn Triều	6.183.936	Bình Định	>35
3	Mỏ Phú Yên *	49.700	Phú Yên	>15
4	Mỏ đá núi Ngang	1.878.186	Bình Định	>20
5	Mỏ đá núi Hòn Chà	230.191	Bình Định	>20
6	Mỏ đá núi lồi Phù Mỹ	2.862.810	Bình Định	>22
7	Mỏ đá Bazal Bon Pinao	2.396.955	Đắk Nông	>25

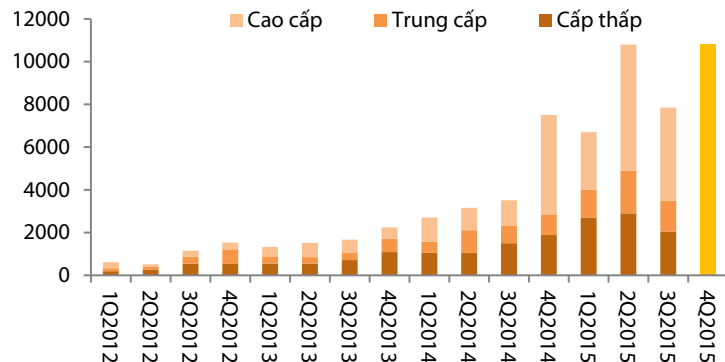
* Mỏ đá Vân Canh hiện không còn hoạt động, Mỏ Phú Yên thuộc về công ty con CTCP VLXD Phú Yên
Nguồn: BCB PTB

Tiêu thụ đá nội địa tăng trưởng tích cực nhờ nguồn cung căn hộ đang ở mức cao

Từ giữa năm 2014 cho đến nay, hàng loạt những cú hích từ chính sách như luật kinh doanh bất động sản, luật nhà ở, luật doanh nghiệp, luật đầu tư và xây dựng đã phá băng thị trường bất động sản, giúp thanh khoản tăng mạnh và giá nhiều phân khúc cũng được điều chỉnh tăng. Cụ thể, theo thống kê của CBRE, số lượng căn hộ giao dịch thành công tại hai tỉnh thành Hà Nội và TPHCM trong Q4/2015 lần lượt là 6.306 căn hộ (+51% so với cùng kì) và 10.810 căn hộ (+44% so với cùng kì). Theo thống kê của Bộ Xây Dựng, tính đến cuối tháng 3/2016, lượng hàng tồn kho bất động sản trên cả nước còn 44.875 tỷ đồng, giảm 6% so với tháng trước và giảm 36% so với cùng kì.

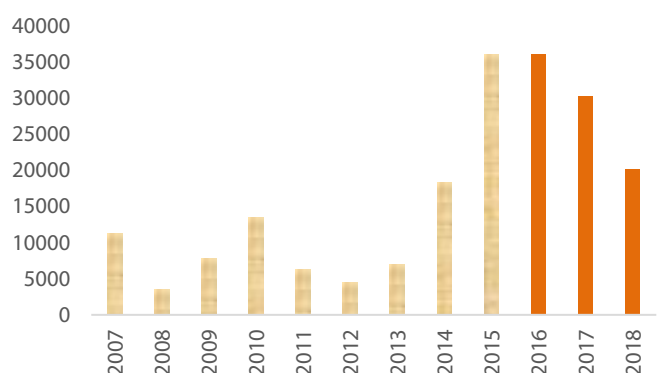
Trong báo cáo dự báo về cung – cầu thị trường bất động sản 2016, tổ chức CBRE nhận định thị trường bất động sản khu vực thành phố Hồ Chí Minh có thể đạt đỉnh trong giai đoạn 2015 -1H2017 về nguồn cung, đặc biệt trong nhóm phân khúc trung cấp. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng cho nhóm VLXD nói chung và mảng đá ốp lát nói riêng bởi đá ốp lát thuộc giai đoạn cuối của quá trình xây dựng. Tuy vậy, tốc độ tăng trưởng của thị trường bất động sản có thể bị chững lại từ năm 2018.

Hình: Số liệu tiêu thụ căn hộ tại khu vực TPHCM



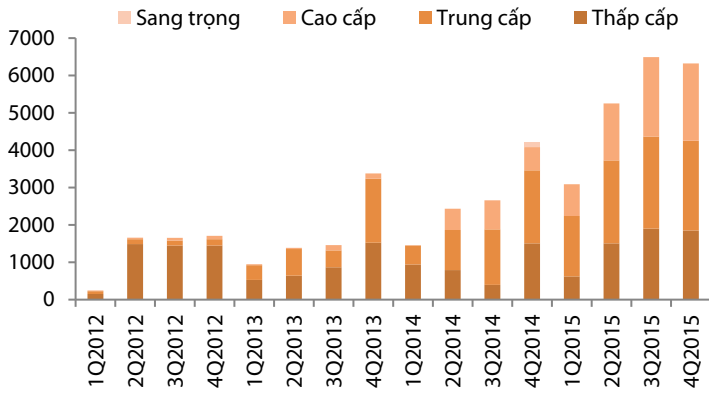
Nguồn: CBRE

Hình: Dự báo tiêu thụ căn hộ tại khu vực TPHCM



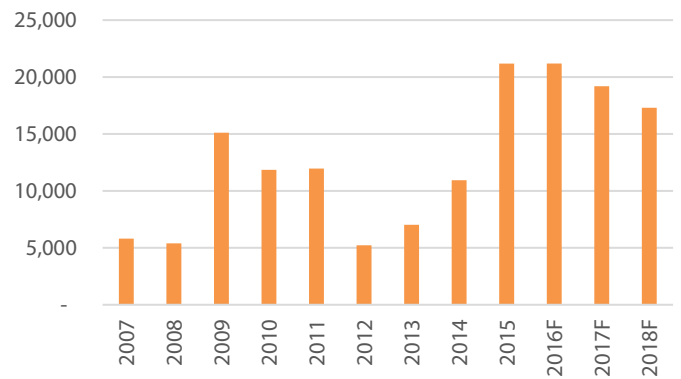
Nguồn: CBRE

Hình: Số liệu tiêu thụ căn hộ tại khu vực Hà Nội



Nguồn: CBRE

Hình: Dự báo tiêu thụ căn hộ tại khu vực Hà Nội



Nguồn: CBRE

Hoạt động trong ngành cạnh tranh

Đối với thị trường đá ốp lát, các sản phẩm nội địa đang chịu sự cạnh tranh chính từ dòng sản phẩm Trung Quốc. Cụ thể, theo hiệp định thương mại tự do ACFTA, các loại đá như đá granite, đá pocfia, bazan, ... đều chịu mức thuế suất nhập khẩu còn bằng 0% từ ngày 01/01/2016. Trên thị trường, các sản phẩm đá Trung Quốc thường có mức giá bán thấp hơn các sản phẩm trong nước cùng loại từ vài nghìn đến vài chục nghìn đồng/m². Chất liệu đường vân và độ bền của nhiều loại đá Trung Quốc được nhìn nhận kém hơn các sản phẩm nội địa nhưng với ưu thế về giá bán, các sản phẩm này có sự cạnh tranh mạnh với các sản phẩm nội địa. Xét về tình hình cạnh tranh của CTCP Phú Tài, ngoại trừ các sản phẩm Trung Quốc, công ty cũng chịu sự cạnh tranh gay gắt của sản phẩm đá nội địa; trong đó, doanh nghiệp cạnh tranh sản phẩm đá marble tại khu vực miền Nam chủ yếu với PTB là công ty Hoàn Cầu Granite. (Xem thêm so sánh giữa PTB và Hoàn Cầu trong phần Phụ lục). Hiện nay tỷ trọng tiêu thụ đá nội địa: xuất khẩu của PTB trong năm 2015 vào khoảng 68:32.

Thị trường xuất khẩu chính mặt hàng đá ốp lát của PTB là Thổ Nhĩ Kỳ. Trong tháng 2/2016, Bộ Công Thương xác nhận Thổ Nhĩ Kỳ đã có kết luận chính thức về vụ việc điều tra chống lẩn tránh thuế chống bán phá giá với đá granite nhập khẩu từ Việt Nam. Theo đó, chỉ 2/5 công ty chịu điều tra không phải chịu mức áp thuế chống bán phá giá đá granite (174 USD/tấn). Theo tìm hiểu, công ty cổ phần Phú Tài là 1 trong 2 đơn vị trên. Với lợi thế này, công ty cũng cho biết kế hoạch thúc đẩy xuất khẩu vào thị trường Thổ Nhĩ Kỳ, dự kiến doanh thu xuất khẩu đá năm 2016 sẽ tăng thêm khoảng 50% so với cùng kì.

Dù hoạt động trong ngành cạnh tranh gay gắt, chúng tôi cho rằng sau một thời gian khai thác, sản phẩm đá của Phú Tài đã có vị thế khá tốt trên thị trường và có năng lực đối phó được áp lực cạnh tranh với các đối thủ trong và ngoài nước. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý, trong lĩnh vực kinh doanh chế biến đá, đá khai thác tại tầng càng sâu sẽ cho màu kém tinh tế, dễ dẫn đến giảm giá thành và kéo giảm biên lợi nhuận. Tầng sâu khai thác hiện nay của các mỏ đá, chất lượng đá của CTCP PTB khó được xác minh cụ thể là rủi ro cần được lưu ý do về lâu dài có thể ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Rủi ro từ việc tăng thuế phí tài nguyên môi trường là không trọng yếu đối với HĐKD của PTB

Cuối năm 2015, với sự thống nhất của Ủy Ban Thường Vụ Quốc Hội, mức thuế suất tài nguyên môi trường đối với các nhóm khoáng sản kim loại, nhóm khoáng sản không kim loại và nhóm nước thiên nhiên đều có sự điều chỉnh. Trong đó, đáng chú ý, từ ngày 01/01/2016, đá granite được điều chỉnh tăng từ 10% lên 15% (mức trần theo Luật là 20%). Dưới đây là bảng điều chỉnh chi tiết giá một số loại đá theo địa bàn có liên quan đến các mỏ của PTB. Theo tính toán của chúng tôi, việc điều chỉnh thuế tài nguyên môi trường ít có ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Năm

2015, chi phí thuế tài nguyên môi trường/doanh thu chỉ vào khoảng 0,3%. Với mức thuế mới, chi phí này trên doanh thu sẽ tăng thêm 0,2%. Cụ thể, chi phí thuế tài nguyên của PTB sẽ tăng thêm từ mức xấp xỉ 10 tỷ đồng năm 2015 lên mức gần 20 tỷ đồng năm 2016 với các giả định chính (1) Mức thuế tăng thêm là mức 5% (chưa tính đến mức trần), (2) Sản lượng đá granite khai thác tại các khu vực mỏ chịu thuế ước tính sẽ tăng thêm 7% so với cùng kì.

Bảng: Giá tính thuế tài nguyên môi trường (điều chỉnh)

STT	Loại tài nguyên		ĐVT	Giá tính thuế (cũ)	Giá tính thuế (mới)
	Đá granite dạng khối	Địa bàn khai thác			
01	Màu tím	Phù Cát	Đồng/m ³	2.100.000	1.600.000
02	Màu trắng	Phù Mỹ	Đồng/m ³	2.500.000	2.000.000
03	Màu xám trắng	Phù Cát, Phù Mỹ, Tuy Phước, Tây Sơn	Đồng/m ³	2.500.000	1.600.000
04	Màu vàng	Hòn Chà	Đồng/m ³	4.000.000	2.500.000

Nguồn: thuvienphapluat

Với sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng trưởng khi giai đoạn 2 nhà máy Đồng Nai chính thức đi vào hoạt động, nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng theo đà phục hồi của thị trường bất động sản, triển vọng tăng trưởng tích cực doanh thu xuất khẩu đá cùng với giả định giá bán các sản phẩm không có nhiều sự chênh lệch so với các năm trước. Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNG mảng đá có thể đạt được lần lượt là 1007,4 tỷ đồng (tăng 27,6% so với cùng kì) và 357,5 tỷ đồng (tăng 34% so với cùng kì).

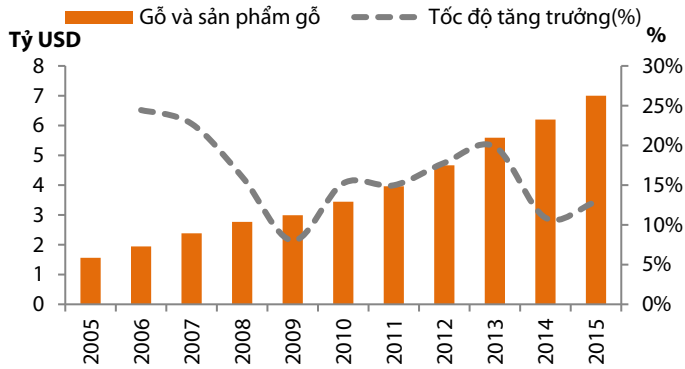
Mảng kinh doanh gỗ - biên lợi nhuận kỳ vọng sẽ cải thiện

Hoạt động trong ngành có triển vọng lạc quan và thuộc top đầu về tăng trưởng

Hoạt động kinh doanh xuất khẩu gỗ được kỳ vọng tích cực nhờ vào các hiệp định thương mại tự do. Kim ngạch xuất khẩu gỗ và các sản phẩm gỗ Việt Nam đứng thứ 7 trên toàn thế giới. Cụ thể, Việt Nam có kim ngạch xuất khẩu gỗ trong năm 2015 là gần 7 tỷ USD, tương đương 2,7% tổng kim ngạch xuất khẩu toàn thế giới và chỉ đứng sau các nước Trung Quốc, Đức, Ý, Hà Lan, Mỹ và Mexico. Tốc độ tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu gỗ của Việt Nam trong 10 năm gần đây luôn giữ ở mức dương, và trong 5 năm gần nhất tốc độ tăng trưởng hàng năm của Việt Nam vẫn luôn giữ ở mức hai con số. Xét về dài hạn, triển vọng kinh doanh xuất nhập khẩu gỗ được kỳ vọng lạc quan nhất là khi sắp tới đây hàng loạt các hiệp định thương mại được kí kết hoặc bắt đầu có hiệu lực như hiệp định thương mại tự do TPP, Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam-EU cũng như Hiệp định Đối tác Tự nguyện (VPA/FLEGT).

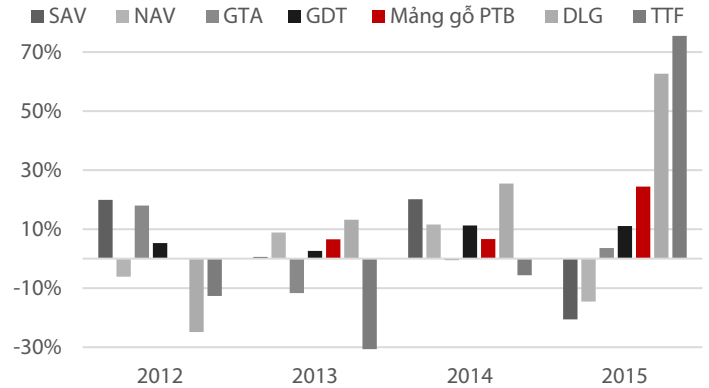
Hoạt động kinh doanh gỗ của PTB tích cực hơn các doanh nghiệp cùng ngành. Trái với mảng kinh doanh đá, triển vọng mảng kinh doanh gỗ phụ thuộc nhiều vào thị trường xuất khẩu. Tỷ trọng doanh thu xuất khẩu trong doanh thu mảng gỗ đã tăng hơn 6% lên mức 71% trong năm 2015. Hiện nay các thị trường xuất khẩu gỗ chính của PTB là các nước châu Âu và châu Mỹ. Trong năm 2015, doanh nghiệp thành công xuất khẩu sang các thị trường mới bao gồm thị trường Nga và Mỹ, nâng tốc độ tăng trưởng doanh thu mảng này lên đến hơn 24,4%, với biên LNG vào khoảng 14,9%. Xét trong toàn ngành, tốc độ tăng trưởng và biên LN của PTB hiện đang đứng 3/7 các doanh nghiệp niêm yết.

Hình: Kim ngạch xuất khẩu Việt Nam giai đoạn 2005 -2015 (đv: tỷ USD)



Nguồn: Hải Quan

Hình: Tốc độ tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp trong cùng ngành



Nguồn: Rong Viet Research

Nâng cao năng lực sản xuất đồ gỗ nội thất nhằm cải thiện biên lợi nhuận

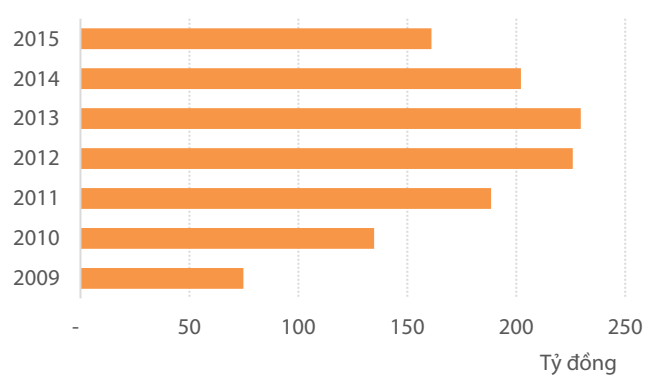
Hiện nay, tỷ trọng mảng gỗ ngoại thất và nội thất của doanh nghiệp đang ở mức 70:30. Trong năm 2016, doanh nghiệp kỳ vọng cải thiện biên lợi nhuận mảng kinh doanh gỗ thông qua nâng tỷ trọng mảng sản phẩm nội thất vốn là mảng có biên LN cao. Với kế hoạch như trên, PTB đã mua lại CTCP Vina G7 chuyên sản xuất và kinh doanh các sản phẩm nội thất. Như vậy, với công suất khoảng 300 container/1 năm sản phẩm nội thất tại nhà máy Vina G7, tỷ trọng ngoại thất và nội thất của doanh nghiệp sẽ dịch chuyển thành 64:36.

Bảng: Thông tin sơ lược về CTCP Vina G7

Quy mô	4 nhà xưởng và 1 Tổng kho (30.000m2)
Công suất	300 container/1 năm
Lĩnh vực	Sản phẩm gỗ nội thất
% Sở hữu của PTB	75%
Khách hàng	35% Nhật Bản 65% Châu Âu

Nguồn: Vina G7

Hình: Doanh thu của Vina G7 (đv: tỷ đồng)



Nguồn: Vina G7

Tổng hợp tất cả các giả định về tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận cũng như chiết khấu tốc độ tăng trưởng cho các yếu tố rủi ro, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận mảng này có thể đạt được lần lượt là 976,9 tỷ đồng (+22,8% so với cùng kì) và 156,3 tỷ đồng (+32% so với cùng kì). Trong đó, nhà máy Vina G7 ước tính đóng góp hơn 12% vào tổng doanh thu. Biên lợi nhuận dự kiến sẽ có sự cải thiện từ mức 14,9% lên mức 15,02% trong năm 2016.



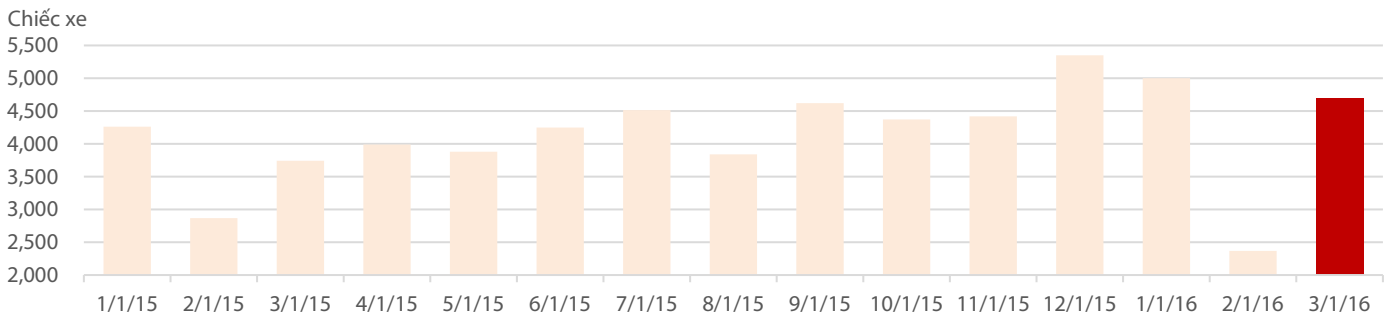
Mảng kinh doanh ô tô và dịch vụ - doanh số kỳ vọng tăng trưởng nhẹ theo nhu cầu thị trường

Kỳ vọng tăng trưởng sản lượng nhẹ. Sau một thời gian tăng trưởng bùng nổ, từ đầu năm cho đến nay thị trường ô tô đang cho thấy những dấu hiệu hạ nhiệt rõ nét. Cụ thể, tính trong 3T2016, toàn thị trường tiêu thụ được 59.685 xe (+5% so với cùng kì); trong đó, xe du lịch đạt 33.782 xe (+5% so với cùng kì) trong khi dòng xe thương mại tiêu thụ được 22.005 xe (-3% so với cùng kì). Các thương hiệu lớn như Toyota, Thaco, Kia, Mazda và Ford đều giữ được tốc độ tăng trưởng dương; tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng của các thương hiệu đều thấp hơn so với cùng kì. Cụ thể, Toyota, thương hiệu lớn nhất Việt Nam, có tốc độ tăng trưởng so với cùng kì là 10%; trong khi cùng kì là 46%.

Dù có mức tăng trưởng doanh số ấn tượng lên đến 24% trong năm 2015 nhưng Toyota đặt kế hoạch tiêu thụ cả năm 2016 ở mức 55.000 xe (+10% so với cùng kì). Quan ngại về (1) điều chỉnh cách tính thuế nhập khẩu theo phương thức mới, (2) Điều chỉnh thuế tiêu thụ đặc biệt với các dòng xe được nhìn nhận sẽ khiến thị trường có mức tăng trưởng ổn định hơn là đột biến như các năm trước. Với tư cách là đại lý chính hãng 3S của thương hiệu Toyota tại hai thành phố là Bình Định và Đà Nẵng, PTB sở hữu ưu thế về mặt địa lý khi gần như không phải cạnh tranh trực tiếp với các đại lý khác trong cùng thương hiệu. Hiện nay, theo ước tính, PTB đang nắm giữ khoảng 3,4% thị phần trong thương hiệu Toyota. Về doanh số tiêu thụ của PTB, 2016 được đánh giá là năm PTB khó có khả năng ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng như cùng kì. Tuy nhiên, khả năng mở rộng chuỗi đại lý phân phối vẫn còn được đại diện doanh nghiệp bỏ ngỏ là một yếu tố quan trọng có thể giúp đẩy mạnh tốc độ tăng trưởng doanh thu. Theo ước tính của chúng tôi, PTB có khả năng ghi nhận doanh thu và lợi nhuận gộp mảng kinh doanh ô tô lần lượt là 1.479 tỷ đồng (+12,1% so với cùng kì) và 52,7 tỷ đồng (+8% so với cùng kì) với các giả định chính (1) Sản lượng tiêu thụ xe có thể đạt được trên 2.000 xe, (2) Giá bán không có nhiều sự điều chỉnh.

Xét đến mảng kinh doanh dịch vụ, chúng tôi nhận thấy triển vọng trong ngắn hạn của mảng này tương đối tích cực dựa vào tốc độ tăng trưởng tiêu thụ tích cực của Toyota trong giai đoạn 2014-2015. Theo dự phóng của chúng tôi mảng này có khả năng ghi nhận doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt là 119,4 tỷ đồng và 22,9 tỷ đồng.

Hình: Sản lượng tiêu thụ ô tô của Toyota từ tháng 1/2015- 03/2016



Nguồn: VAMA

Phương pháp định giá

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

(1) Phương pháp định giá SOTP

STT	Mỏ đá	Trữ lượng (m3)	Trữ lượng (m2)	Địa điểm	Thời gian khai thác*	Loại đá	Giá bán (đồng/m2)	NPV (triệu đồng)
1	Mỏ Sơn Triều	6.183.936	206.131.200	Bình Định	35	Đá xây dựng	100.000	148.395
2	Mỏ đá núi Ngang	1.878.186	62.606.200	Bình Định	20	Granite (đen đỏ)	490.000	205.416
3	Mỏ đá núi Hòn Chà	230.191	7.673.033	Bình Định	20	Granite (đen đỏ)	570.000	29.286
4	Mỏ đá núi lồi Phù Mỹ	2.862.810	95.427.000	Bình Định	22	Granite (đen đỏ)	570.000	371.383
5	Mỏ đá Bazal Bon Pinao	2.396.955	79.898.500	Đắk Nông	25	Basal	150.000	83.564

Nguồn: PTB, RongViet Research ước tính, * tính theo thời gian khai thác được cấp phép (bắt đầu từ cuối năm 2015)

Dựa trên các giả định: (1) WACC ở mức 13,36%, (2) Thời gian phụ thuộc vào thời gian khai thác được cấp phép, (3) tỷ suất dòng tiền hoạt động trên doanh thu vào khoảng ~20%, chúng tôi xác định mức NPV phù hợp cho các mỏ đá của CTCP Phú Tài vào khoảng 838,0 tỷ đồng. Phương pháp trên không bao gồm mỏ đá Vân Canh do mỏ đá này đang tạm dừng hoạt động và mỏ đá Khánh Hòa do doanh nghiệp chỉ mới được cấp giấy phép thăm dò, chưa được cấp giấy phép chính thức. Chúng tôi sử dụng phương pháp EV/EBITDA cho các mảng kinh doanh còn lại bao gồm đá nhập khẩu, mảng kinh doanh gỗ và kinh doanh dịch vụ ô tô.

Bằng phương pháp định giá từng phần, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu PTB vào khoảng **128.700** đồng/cp.

	2016 EBITDA	Phương pháp định giá	EV/EBITDA trailing 12T	Giá trị (tỷ đồng)
Đá nhập khẩu	21	So sánh	6,3	131
Mảng kinh doanh gỗ	134	So sánh	8,7	1.164
Bán lẻ và dịch vụ ô tô	77	So sánh	7,4	569
Giá trị mỏ đá	Định giá bằng phương pháp NPV			838
Giá trị doanh nghiệp				2.703
Giá trị hợp lý của vốn chủ sở hữu				2.382
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)				132.335

(2) Phương pháp định giá P/E

Sử dụng phương pháp định giá PE trung bình ngành theo tỷ trọng đóng góp vào lợi nhuận gộp, mức PE được xác định vào khoảng 9,48 lần. So với các doanh nghiệp cùng ngành, PTB có đặc trưng riêng là sở hữu mỏ đá lớn, thời gian được cấp phép lâu, sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp hơn đá xây dựng. Hơn nữa, tăng trưởng của mảng gỗ của công ty khá ấn tượng cùng với lợi thế về vị trí địa lý trong phân phối sản phẩm ô tô. Chúng tôi điều chỉnh tăng PE hợp lý của PTB thêm 10% so với mức trung bình ngành.

	Cơ cấu LNG	P/E
Mảng kinh doanh đá	59%	9,3
Mảng kinh doanh gỗ	27%	11,2
Bán lẻ ô tô	9%	5,9
Trung bình ngành		9,48

(3) Phương pháp FCFE

Hiện giá của dòng tiền của công ty (triệu đồng)	3.537.250
- Nợ (triệu đồng)	494.999
+ Tiềm và các tài sản tương đương tiền (triệu đồng)	152.102
Giá trị vốn chủ sở hữu	342.897
Số cổ phiếu hiện hành (cp)	18.000.791
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	165.156

Sử dụng giả định: (1) tỷ suất chiết khấu WACC ở mức 13,4% và (2) tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF là 3,9%. Chúng tôi xác định mức giá hợp lý của cổ phiếu PTB theo phương pháp FCFF là 177.456 đồng/cp.

Kết hợp ba phương pháp định giá từng phần, PE và FCFF với tỷ trọng lần lượt là 40%, 50% và 10%, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu PTB vào khoảng 130.000 đ/cp.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân (đồng/cp)
FCFF	165,156	10%	16,516
P/E	124,090	60%	74,454
SOTP	132,335	30%	39,701
		100%	130,670

Quan điểm

CTCP Phú Tài hoạt động trong 3 lĩnh vực kinh doanh chính bao gồm (1) Hoạt động kinh doanh ô tô, (2) Hoạt động kinh doanh đá, (3) Hoạt động kinh doanh gỗ. Trữ lượng các mỏ đá lớn, vị trí địa lý thuận lợi cho hoạt động khai thác mỏ, định hướng tốt thị trường tiêu thụ, năng lực chế biến dự kiến được nâng cao là các yếu tố thuận lợi hỗ trợ cho triển vọng tăng trưởng của mảng kinh doanh đá, vốn là mảng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu lợi nhuận của PTB. Bên cạnh mảng đá, kết quả kinh doanh cũng được kỳ vọng tăng trưởng tích cực nhờ vào (1) hoạt động kinh doanh ô tô tiếp tục tăng trưởng, (2) biên lợi nhuận mảng gỗ cải thiện nhờ tăng tỷ trọng mảng nội thất.

Tình hình tài chính lành mạnh với tỷ lệ đòn bẩy tài chính thận trọng, các chỉ tiêu tài chính (tỷ lệ sinh lợi, hiệu quả hoạt động, ...) có sự cải thiện qua các năm cũng là điểm cộng cho doanh nghiệp. Theo đánh giá của chúng tôi, rủi ro lớn nhất đối với PTB là thị trường xuất khẩu (gỗ và đá) vốn khó kiểm soát có thể không đạt được mức tăng trưởng như kỳ vọng do các rào cản kỹ thuật như chứng chỉ gỗ hợp pháp, nguồn gốc gỗ nguyên liệu, kiện chống bán phá giá. Ngoài ra, trong lĩnh vực kinh doanh đá, doanh nghiệp không chỉ chịu sự cạnh tranh mạnh từ các doanh nghiệp trong ngành mà còn từ các sản phẩm ngoại nhập mà chủ yếu là các sản phẩm Trung Quốc.

Năm 2016, Công ty đặt kế hoạch doanh thu 3.531 tỉ đồng (tăng 16% so với năm 2015); lợi nhuận sau thuế đạt 196 tỉ đồng (+13,3% so với năm 2015). Với triển vọng tích cực của cả ba mảng kinh doanh chính, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của PTB năm 2016 lần lượt là 3.656,8 tỷ đồng (+20,06% so với cùng kì) và 233,1 tỷ đồng (+34,8% so với cùng kì), tương ứng với mức EPS là 11.600 đồng/cp. Bằng các phương pháp định giá FCFF, SOTP và P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu PTB vào khoảng **130.000 đồng/cp**, cao hơn 18% so với mức giá đóng cửa ngày 27/04/2016. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu này trong **DÀI HẠN**.



Phụ Lục 1

Bảng 1: So sánh công suất nhà máy giữa Phú Tài và Hoàn Cầu Granite

Loại sản phẩm	Phú Tài		Hoàn Cầu Granite	
	Nhà máy	Công suất	Nhà máy	Công suất
Đá Marble	Nhà máy chế biến đá ốp lát Đồng Nai	>80.000 m2/năm	IBS Bình Dương	200.000 m2/ năm
			Nhà máy Hoàn Cầu Granite	200.000m2/năm
			Nhà máy IBS Long An	400.000 m2/năm
Đá Granite	Xí nghiệp đá 380	200.000 m2/năm	Nhà máy Hoàn Cầu Granite	1.000.000 m2/năm
	Nhà máy chế biến đá Granite	1.000.000 m2/năm	Nhà máy IBS Long An	1.000.000 m2/năm
	Nhà máy chế biến đá Bazal			
	Nhà máy chế biến đá ốp lát Đồng Nai	350.000 m2/năm (GĐ1) 375.000 m2/năm (GĐ2)		
Đá nhân tạo		Nhà máy IBS Long An	1.000.000 m2/năm	
Đá nghiền sàng	Xí nghiệp đá Nhơn Hòa	200.000 m2/năm		

Nguồn: ISB, PTB, RongViet Research

Bảng 2: So sánh mỏ đá giữa Hoàn Cầu và PTB

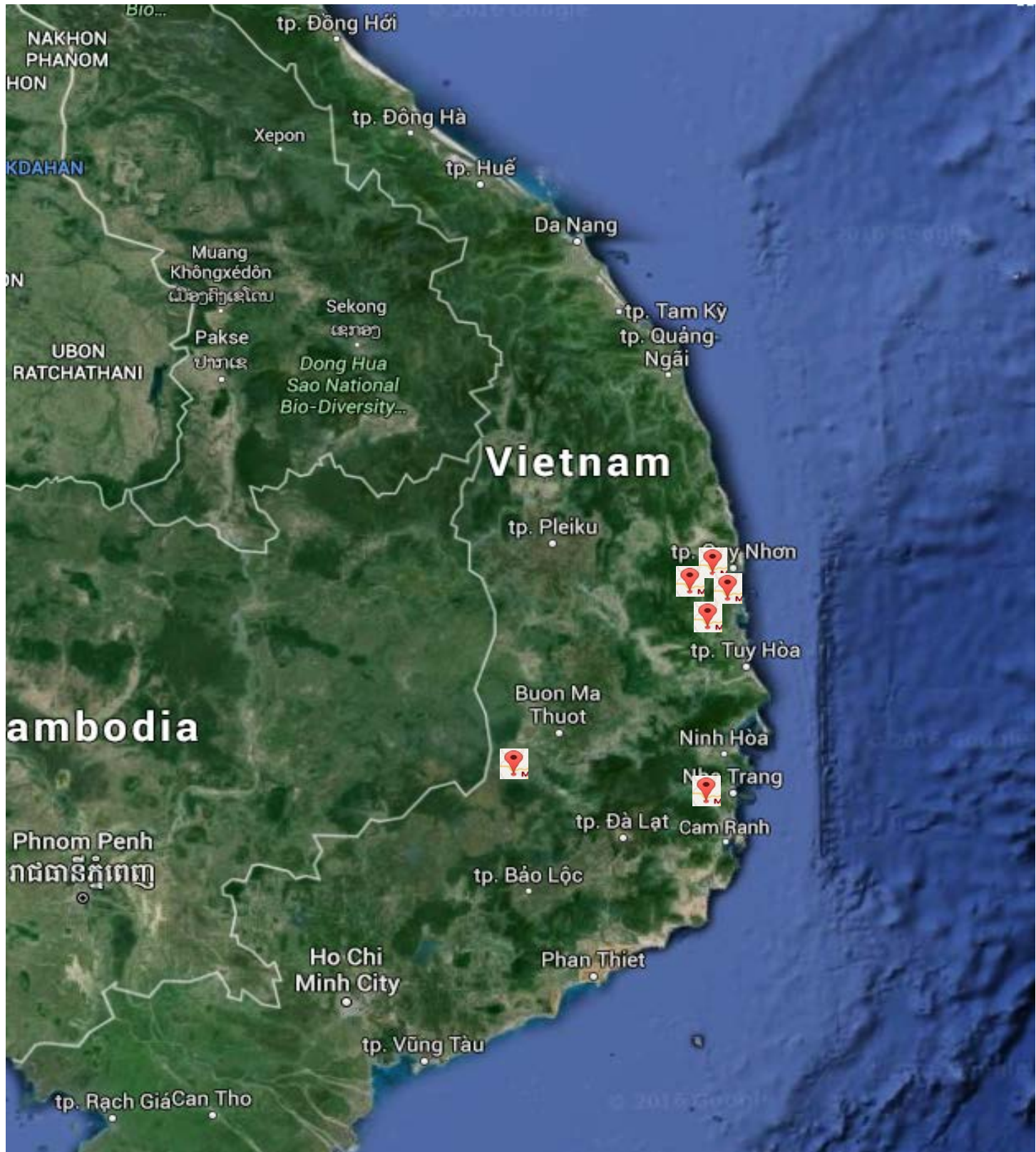
Mỏ đá	Phú Tài			Hoàn Cầu Granite		
	Khu vực	Diện tích khai thác	Mỏ đá	Khu vực	Diện tích khai thác	
Mỏ Sơn Triều	An Nhơn, Bình Định	10 ha	Mỏ đá đỏ Ruby	An Trường, Bình Định	10,8 ha	
Mỏ đá núi Ngang	Phù Cát, Bình Định	9,5 ha	Mỏ đá tím Phù Cát	Phù Cát, Bình Định	5,25 ha	
Mỏ đá núi lồi Phù Mỹ	Phù Mỹ, Bình Định	21,7 ha	Mỏ đá trắng Phù Mỹ	Phù Mỹ, Bình Định	10 ha	
Mỏ đá núi Hòn Chà	Tuy Phước, Bình Định	40 ha	Mỏ đá vàng	Tuy Phước, Bình Định	68 ha	
Mỏ đá Bazal Bon Pinao	Đăk Nông	3 ha				

Nguồn: ISB, PTB, Sở Tài Nguyên Môi Trường Bình Định, RongViet Research



Phụ lục 2

Hình: Vị trí các mỏ đá của PTB



Nguồn: RongViet Research

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

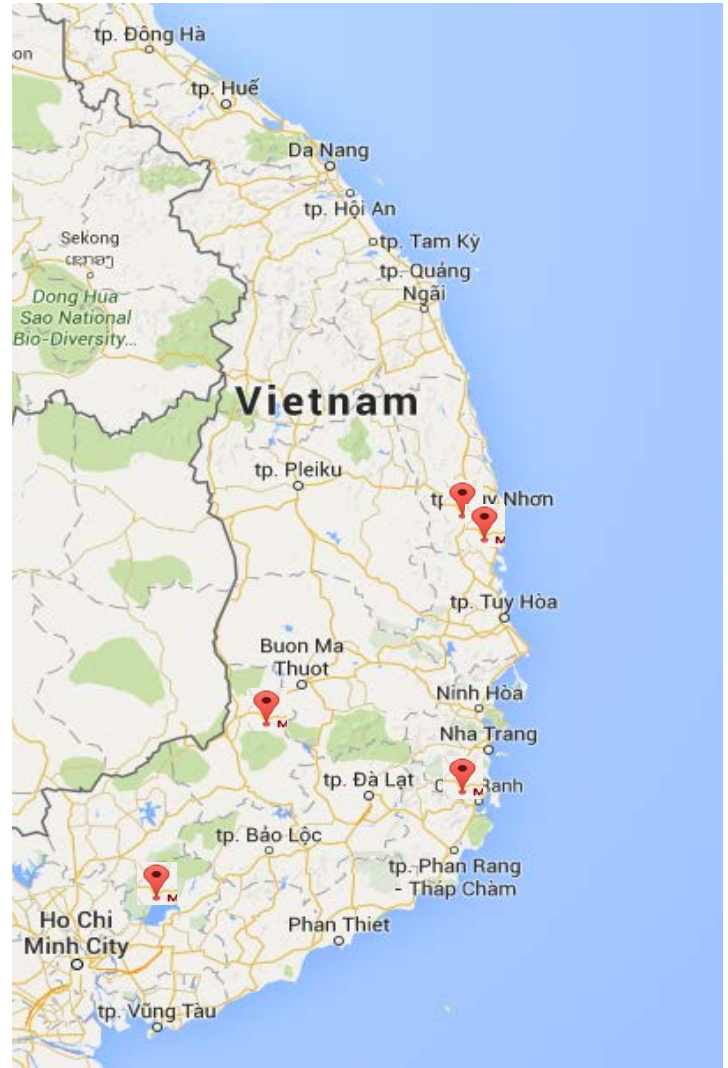


Hình: Vị trí các showroom của PTB



Nguồn: RongViet Research

Hình: Vị trí các nhà máy của PTB



Nguồn: RongViet Research

Đvt: tỷ đồng

KQ HĐKD	2014	2015	2016F	2017F
Doanh thu thuần	2.451,9	3.045,9	3.656,9	3.892,8
Giá vốn	2.098,0	2.594,6	3.095,6	3.278,8
Lãi gộp	353,9	451,3	561,3	614,0
Chi phí bán hàng	83,3	108,8	132,9	134,4
Chi phí quản lý	71,4	87,8	106,3	112,9
Thu nhập từ HĐTC	4,3	9,9	12,1	17,5
Chi phí tài chính	30,3	36,6	33,5	37,7
Lợi nhuận khác	4,8	7,2	9,3	10,0
Lợi nhuận trước thuế	150,1	235,2	310,0	356,4
Thuế TNDN	29,0	52,3	62,0	71,3
Lợi ích CĐTS	9,6	10,0	14,9	17,1
Lợi nhuận nsau thuế	111,5	172,9	233,1	268,0
EBIT	175,6	257,4	333,8	382,2
EBITDA	175,6	353,2	456,4	512,9

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2014	2015	2016F	2017F
Tăng trưởng				
Doanh thu	14,4%	24,2%	20,1%	6,5%
Lợi nhuận HĐKD	38,6%	27,8%	26,5%	13,9%
EBITDA	-18,7%	101,1%	29,2%	12,4%
EBIT	18,6%	46,5%	29,7%	14,5%
Lợi nhuận sau thuế	20,9%	55,0%	34,9%	15,0%
Tổng tài sản	18,5%	13,8%	24,0%	14,6%
Vốn chủ sở hữu	22,6%	53,3%	40,1%	26,7%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	17,3%	41,6%	32,7%	29,3%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	14,4%	14,8%	15,3%	15,8%
LN HĐKD / Doanh thu	8,1%	8,4%	8,8%	9,4%
EBITDA/ Doanh thu	7,2%	11,6%	12,5%	13,2%
EBIT/ Doanh thu	7,2%	8,4%	9,1%	9,8%
LNST/ Doanh thu	4,5%	5,7%	6,4%	6,9%
ROA	11,1%	14,8%	16,8%	16,2%
ROIC or RONA	47,3%	54,9%	52,7%	46,0%
ROE	37,5%	41,6%	38,6%	33,6%
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	10,5	11,9	12,4	10,9
Vòng quay hàng tồn kho	6,5	7,5	7,7	7,4
Vòng quay khoản phải trả	12,7	12,3	11,5	11,2
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	1,1	1,1	1,3	1,6
Nhanh	0,6	0,6	0,8	1,1
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	220,2%	144,1%	116,7%	96,0%
Vay ngắn hạn/ Vốn CSH	154,6%	92,7%	72,7%	61,1%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	10,9%	2,4%	1,9%	1,6%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2014	2015	2016F	2017F
Tiền	127	152	205	437
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1	25	35	70
Các khoản phải thu	275	237	355	358
Tồn kho	325	367	433	456
Tài sản ngắn hạn khác	28	33	30	33
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	756	815	1.057	1.354
Tài sản cố định hữu hình	283	397	451	381
Tài sản cố định vô hình	9	12	11	9
XDCB dở dang	30	4	5	5
BĐS đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	12	14	16	17
TSCĐ và đầu tư dài hạn	335	427	483	412
TỔNG TÀI SẢN	1.091	1.242	1.540	1.765
Tiền hàng phải trả và ứng trước	100	116	155	154
Khoản phải trả ngắn hạn khác	79	128	139	140
Vay và nợ ngắn hạn	507	466	512	545
Vay và nợ dài hạn	36	12	13	15
Khoản phải trả dài hạn khác	1	2	2	2
Tổng nợ	722	724	821	856
Vốn chủ sở hữu	328	502	704	892
Vốn đầu tư của CSH	120	144	180	173
Lợi nhuận giữ lại	108	170	246	340
Các quỹ	100	188	278	379
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	328	502	704	892
Lợi ích CĐTS	13	15	15	17
TỔNG NGUỒN VỐN	1.063	1.241	1.540	1.765
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2014	2015	2016F	2017F
LNTT	150,1	235,2	310,0	356,4
Khấu hao	68,0	95,9	132,0	148,8
<i>Các điều chỉnh</i>	<i>17,2</i>	<i>17,7</i>	<i>20,0</i>	<i>35,5</i>
Thay đổi vốn lưu động	-133,2	-45,1	-234,5	-251,9
Tiền thuần từ HĐKD	102,1	303,6	227,4	288,9
Thay đổi TSCĐ	-119,9	-185,5	-185,2	-76,6
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	0,0	-25,0	-2,3	-1,2
Lãi cho vay, cổ tức, LN được	1,1	3,7	0,0	0,0
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-118,8	-206,8	-187,6	-77,7
Nhận/trả lại vốn góp	0,0	1,5	35,7	-7,2
Vay mới/trả nợ vay	73,6	-64,3	47,3	34,3
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-60,0	-18,0	-70,0	-6,0
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	13,6	-80,7	13,0	21,1
Tiền thuần trong kỳ	-3,1	16,1	52,9	232,3
Tiền đầu năm	100,6	127,5	152,1	204,7
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	-0,5	0,0	0,0
Tiền cuối kỳ	127,5	152,1	204,7	437,0

BÁO CÁO CÔNG TY

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 LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

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, Satra, 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.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

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, 2016.**