



CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ- HSX)

Lắp lánh ánh vàng

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY16	Q4-FY15	+/- qoq	Q1-FY15	+/- yoy
Doanh thu thuần	2.330,0	2.011,5	16%	2.137,1	9%
Lợi nhuận sau thuế	123,8	(0,1)	-90850%	114,5	8%
EBIT	(21,3)	(21,2)	0%	(16,9)	26%
Tỷ suất EBIT	-0,9%	-1,1%	14bps	-0,8%	-12bps

Nguồn: RongViet Research

- Triển vọng bán hàng kỳ vọng tăng trưởng tốt
- Hệ thống cửa hàng bán lẻ lớn là mấu chốt giúp PNJ gia tăng thị phần
- Cánh cửa cải thiện biên lợi nhuận rộng mở nhờ đẩy mạnh mảng vàng trang sức
- Việc thoái vốn ngoài ngành là động lực hỗ trợ mảng kinh doanh chính của PNJ
- KQKD kỳ vọng tăng trưởng tích cực trong dài hạn

Quan điểm và định giá

Thị trường hàng tiêu dùng cá nhân và gia đình tại Việt Nam, đặc biệt là ngành hàng trang sức, có triển vọng tích cực nhờ (1) quy mô dân số lớn với tỷ lệ người có thu nhập trung bình và cao tăng dần và (2) xu hướng sử dụng hàng chất lượng cao, có thương hiệu gia tăng. Hệ thống bán lẻ lớn và đang mở rộng nhanh chóng là mấu chốt gia tăng thị phần. Hiện nay, PNJ nắm giữ hơn 25% thị trường hàng trang sức, bỏ xa các đối thủ cạnh tranh liền kề là Doji và SJC. Độ bao phủ thị trường lớn và thương hiệu vốn đã "quen thuộc" với nhiều người tiêu dùng là các lợi thế riêng của PNJ, giúp việc mở rộng hệ thống vẫn đạt hiệu quả cao. Các khoản đầu tư ngoài ngành kỳ vọng sẽ không tác động tiêu cực đến KQKD chung của PNJ từ năm 2017. Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2016 có thể tăng ~9% và LNST ước đạt ~517 tỷ đồng, cao hơn 239% so với năm 2015. Nếu loại bỏ các khoản bất thường, LNST có thể đạt 569 tỷ đồng, tương ứng tăng ~36% so với kết quả HĐKD chính trong năm trước.

Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của PNJ vào khoảng 101.000 đồng/cp, cao hơn 32% so với giá đóng cửa ngày 04/07/2016. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PNJ trong **DÀI HẠN**. Rủi ro với HĐKD chính của PNJ là biến động giá vàng, mặc dù Công ty có khả năng chuyển một phần biến động giá nguyên liệu vào giá bán nhưng nhu cầu có thể chững lại khi giá trang sức tăng lên.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ)	FY2014	FY2015	3T2016	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	9.199,2	7.708,4	2.330,0	8.423,7	9.813,0
% tăng trưởng	3,2	-16,2	9,0	9,3	16,5
Lợi nhuận sau thuế	242,5	152,3	123,8	516,6	746,3
% tăng trưởng	48,6	-37,2	8,1	239,2	44,5
Tỷ suất LNST (%)	2,6	2,0	5,3	6,1	7,6
ROA (%)	8,4	5,2		17,0	22,9
ROE (%)	19,4	11,6		36,1	45,2
EPS (VND)	2.144	1.347	1.260	4.863	7.025
EPS điều chỉnh	1.649	1.347	1.949	4.863	7.025
Giá trị sổ sách (VND)	16.277	14.188	14.939	14.962	18.622
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.300	800		3.000	3.000
P/E (x)	13,9	31,3	19,2	15,4	11,2
P/BV (x)	1,8	3,0	3,2	5,0	4,2

Nguồn: BCTC PNJ, RongViet Research tổng hợp và ước tính, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 04/07/2016

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

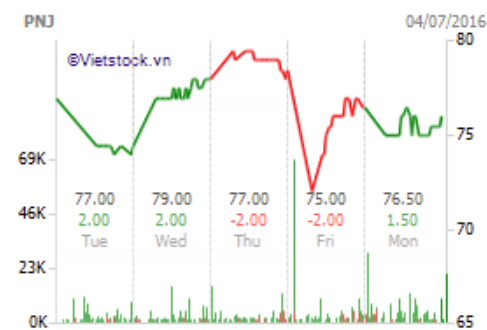
MUA

Giá thị trường (VND)	76.500
Giá mục tiêu (VND)	101.000

Thời gian đầu tư **DÀI HẠN**

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Vật dụng cá nhân
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.361
SLCPDLH	98.273.868
Beta	0,71
Free Float (%)	83,29
Giá cao nhất 52 tuần	79.000
Giá thấp nhất 52 tuần	29.500
KLGD bình quân 20 phiên	150.167



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
PNJ	61,7	100,3	311,3
Vật dụng cá nhân	20,0	45,2	193,3
VN30 Index	12,0	-1,0	16,5
VN-Index	16,6	5,1	33,0

Cổ đông lớn (%)

Cao Thị Ngọc Dung	10,14
Vietnam Azalea Fund Limited	6,57
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	0

Phạm Thị Hương

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1314

huong.pt@vdsc.com.vn

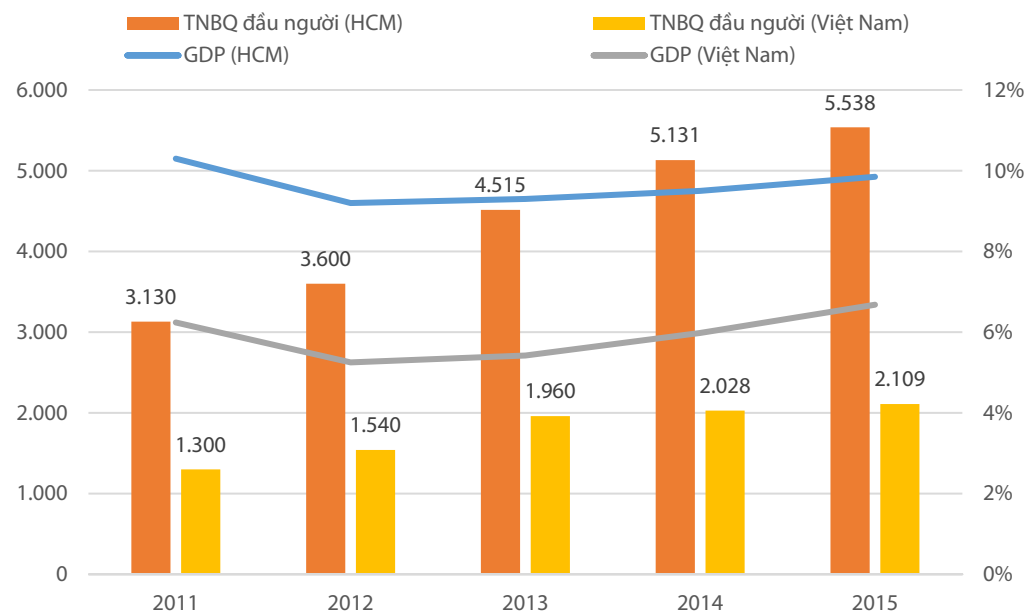
Triển vọng bán hàng kỳ vọng tăng trưởng tốt nhờ cơ cấu dân số vàng và sự chuyển dịch xu hướng tiêu dùng

CTCP Vàng bạc Đá Quý Phú Nhuận (HSX: PNJ) là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh trang sức vàng, bạc, đá quý, mua bán vàng miếng và các loại phụ kiện thời trang. PNJ có 03 kênh bán hàng đó là bán lẻ, bán sỉ và xuất khẩu. Trong đó, mảng bán lẻ qua hệ thống cửa hàng đóng vai trò quan trọng nhất, chiếm đến 55% tổng doanh thu và 80-85% lợi nhuận gộp của PNJ. Đồng thời, đây cũng là kênh phân phối đem lại cho PNJ biên lợi nhuận cao nhất, khoảng 27% so với các mảng còn lại là bán sỉ (3-5%), xuất khẩu (10-12%).

Với thị trường bán lẻ nói chung và ngành hàng trang sức nói riêng, quy mô, tăng trưởng dân số, thu nhập và xu hướng tiêu dùng là những yếu tố đóng vai trò quyết định. Theo số liệu của Hội đồng Kinh tế và Xã hội Liên Hợp Quốc, dân số Việt Nam tăng trung bình 2,02% trong giai đoạn 1955-2015 và hiện ở mức khoảng 94 triệu người. Trong đó, tỷ lệ dân số trên 15 tuổi chiếm đến ~75%. Cũng theo tổ chức này, dân số Việt Nam dự báo sẽ đạt ~105 triệu người vào năm 2030, tức tăng khoảng 12,6% so với năm 2015 ([xem thêm Phụ lục](#)). Riêng thành phố Hồ Chí Minh, thị trường lớn nhất của PNJ, chiếm gần 9% dân số cả nước ước tính tăng ~4%/năm cho đến năm 2020. Tỷ lệ đô thị hóa tăng dần qua các năm cũng là yếu tố quan trọng giúp gia tăng số lượng khách hàng tiềm năng cho PNJ.

Cùng với đó, nền kinh tế Việt Nam trên đà tăng trưởng tốt cũng kéo theo mức thu nhập bình quân đầu người cũng tăng dần qua các năm. Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, tốc độ tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người, trong giai đoạn 2011-2015 là khá tích cực, đạt 12,9%. Trong đó, thu nhập trung bình của TP.HCM là 5.538 USD/người, cao hơn 2,6 lần so với mức trung bình của cả nước. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, đến năm 2020, thu nhập bình quân đầu người cả nước dự kiến cao hơn gấp rưỡi so với hiện tại; thành phố HCM hướng tới mục tiêu thu nhập 9.800 USD/người, tức tăng gần 80% so với năm 2015. Cùng với tỷ lệ dân số có mức thu nhập trung bình và cao tăng dần (độ tuổi trung vị cao), đối tượng khách hàng mục tiêu của PNJ (nhóm dân số) kỳ vọng sẽ gia tăng trong thời gian tới. ([xem thêm Phụ lục](#)).

Hình 1: TNBQ đầu người (Đv: USD) và tăng trưởng GDP (%) của Việt Nam và TP. HCM



Nguồn: GSO, RongViet Research tổng hợp

Sự thay đổi trong hành vi tiêu dùng, bao gồm khuynh hướng sử dụng hàng chất lượng cao, có thương hiệu, cũng gia tăng cùng với thu nhập bình quân đầu người và tác động tích cực tới nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng nữ trang. Theo nghiên cứu thị trường của Nielsen, người tiêu dùng Việt Nam hiện nay có (1) nhu cầu mua sắm cho bản thân cao hơn và (2) ưa thích các sản phẩm chất lượng cao, tiện lợi.

Nắm được xu thế này, PNJ đã nhanh chóng đi đầu trong việc phát triển các cửa hàng ở các trung tâm thương mại và đẩy mạnh hoạt động marketing trên mạng. PNJ hiện có nhiều cửa hàng ở các trung tâm thương mại lớn như Vincom Đồng Khởi, Big C Miền Đông, Maximark Cộng Hòa, AEON Tân Phú, Pearl Plaza... Bên cạnh việc đầu tư cho trang web bán hàng trực tuyến, PNJ cũng liên kết chặt chẽ với nhiều nhà hàng, trung tâm tiệc cưới có tên tuổi như Windsor, Melisa Center, Queen Plaza, Adora và thường xuyên tham dự các sự kiện như Ngày hội triển lãm cưới Queen Day, Marry Wedding Day... Tuy nhiên, các hình thức bán hàng nói trên bước đầu mang ý nghĩa quảng bá và định vị thương hiệu PNJ nhiều hơn là tạo doanh thu.

Rủi ro đối với tăng trưởng của ngành vật dụng cá nhân và gia đình, đặc biệt là phân khúc tiêu dùng cao cấp như mảng trang sức của PNJ, chính là ngành này chịu tác động rất lớn bởi sức khỏe nền kinh tế mà số liệu bán lẻ là một minh chứng quan trọng. Theo thống kê của The Economist (EIU), Việt Nam đứng thứ hai (chỉ sau Trung Quốc) ở châu Á về tốc độ tăng trưởng mảng bán lẻ. Tổ chức này cũng dự báo thị trường bán lẻ Việt Nam sẽ tiếp tục tích cực trong các năm 2016-2018. Dù vậy, các diễn biến trên thế giới gần đây như sự kiện Brexit có thể gây quan ngại mới về bất ổn thế giới và nền kinh tế Việt Nam ít nhiều cũng sẽ chịu ảnh hưởng.

Bảng 1: Tốc độ tăng trưởng bán lẻ ở một số nước châu Á (Đơn vị: %)

Quốc gia	2011	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Úc	-0,5	0,9	1,5	1,3	2,6	2,3	2	2,2
Trung Quốc	9,1	8,7	9,3	8,8	8,7	8,6	8	7,9
Hồng Kông	18,6	5,5	6,6	3,1	2	-1	0,4	1,3
Ấn Độ	5,7	2,7	1,7	4	5,6	6,2	6,2	6,6
Indonexia	6	5,3	4,3	3,8	5,1	5,4	5	5
Nhật Bản	0,1	1,5	0,7	0,2	0	0,3	0,4	0,6
Malaysia	4,6	4,7	6,4	5,4	5,3	4,6	4,6	4,8
New Zealand	-1,9	2,4	6,3	3,2	2,9	2,2	2,7	2,5
Pakistan	9,2	-0,8	5,1	3,9	4,1	3,8	4,3	4,3
Philippines	3,2	5,4	4,4	4,2	5,3	5,4	5,4	5,5
Singapore	1,9	0,6	1,2	1,7	2,5	2,9	2,4	2,9
Hàn Quốc	2,1	1,3	-0,1	1,6	2,9	3,1	2,8	2,9
Đài Loan	3,6	0,6	2,5	2,9	2,5	2,4	2,7	2,3
Thái Lan	1,4	4,9	-2,4	-0,6	0,7	3,6	3,4	4,3
Việt Nam	6,7	3,9	3,8	9,5	8,4	7,8	6,0	6,5

Nguồn: EIU

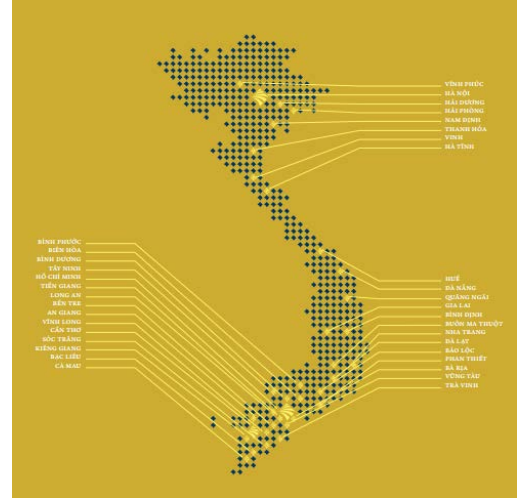
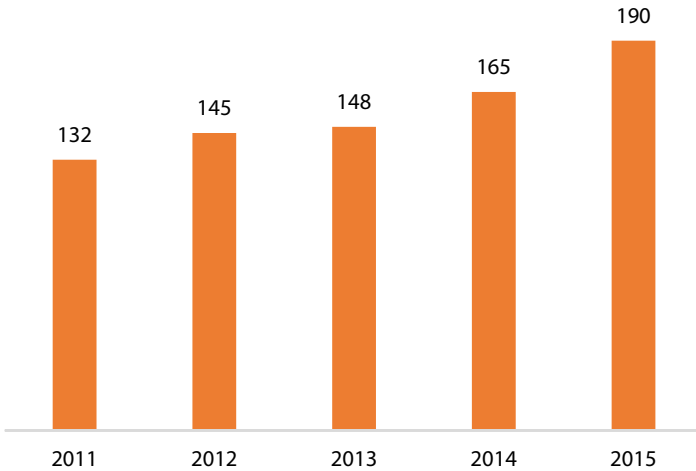
Hệ thống cửa hàng bán lẻ lớn và đang mở rộng nhanh chóng là mấu chốt giúp PNJ gia tăng thị phần

Như đã đề cập ở trên, bán lẻ là mảng chiếm tỷ trọng lớn nhất và có biên lợi nhuận cao nhất trong các kênh phân phối sản phẩm của PNJ. Hiện tại, PNJ là doanh nghiệp đứng đầu thị trường trang sức với hơn 25% thị phần, bỏ xa các đối thủ lớn nhất là Doji và SJC (thị phần của mỗi doanh nghiệp này nhỏ hơn 10%). Như vậy, thị phần của PNJ đã tăng lên gấp đôi từ năm 2013. Tính đến cuối quý 2/2016, PNJ sở hữu 204 cửa hàng bán lẻ ở 43 tỉnh thành trên cả nước, trong đó có 135 cửa hàng vàng, 65 cửa hàng bạc và 4 cửa hàng trang sức cao cấp (thương hiệu CAO). Năm 2016, PNJ dự kiến sẽ mở mới thêm 25

cửa hàng, chủ yếu là cửa hàng chuyên về vàng hoặc kinh doanh nhiều loại sản phẩm. Với tốc độ này, mục tiêu sở hữu 300 cửa hàng trước năm 2022 của PNJ có thể cận đích trước hạn.

Hình 2: Số lượng cửa hàng bán lẻ qua các năm (không tính cửa hàng CAO)

Hình 3: Bản đồ hệ thống phân phối trang sức PNJ



Nguồn: BCTN PNJ

Nguồn: BCTN PNJ

PNJ nghiên cứu kỹ lưỡng trước khi quyết định vị trí mở một cửa hàng mới dựa trên các tiêu chí như thu nhập trung bình, mật độ dân số, mật độ phương tiện lại, mức độ cạnh tranh... Theo quan sát của chúng tôi, đa phần các cửa hàng của PNJ đều có vị trí khá đặc địa, nằm trên các trục đường lớn, gần chợ lớn hay ở các trung tâm thương mại sầm uất, đông người qua lại. Vị trí thuận lợi đóng vai trò quan trọng trong việc thu hút khách hàng và quảng bá hình ảnh thương hiệu PNJ.

Hình 4: Cửa hàng vàng của PNJ tại 18A Lạch Tray, Ngô Quyền, Hải Phòng

Hình 5: Cửa hàng PNJ tại 666 Nguyễn Đình Chiểu



Nguồn: Suu tâm

Nguồn: Suu tâm

Việc mở rộng hệ thống phân phối hỗ trợ tích cực cho tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của PNJ. Thời gian đạt điểm hòa vốn của các cửa hàng là khoảng 1,5 năm, do đó, các cửa hàng bắt đầu hoạt động từ các năm trước 2015 sẽ bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận cho PNJ. Chúng tôi ước tính các cửa hàng mới (dưới 12 tháng) có thể đóng góp khoảng 5% doanh thu năm 2016. Với các cửa hàng cũ, tốc

độ tăng trưởng doanh thu hàng năm là khá ổn định, trung bình khoảng 10-12%. Thông thường, cửa hàng càng lâu năm doanh số bán hàng càng cao và tỷ suất lợi nhuận gộp cũng tương đối tích cực hơn so với các cửa hàng mới do người tiêu dùng có thói quen chọn những thương hiệu hoặc địa điểm mua sắm quen thuộc. Bên cạnh đó, xu hướng sử dụng hàng có thương hiệu cũng là một điểm tích cực hỗ trợ việc gia tăng thị phần của PNJ trong dài hạn.

So sánh với các đối thủ cạnh tranh, PNJ có lợi thế hơn hẳn về độ bao phủ thị trường. PNJ có tới 204 cửa hàng, gần gấp 3 lần tổng số lượng hàng của Doji và SJC. Các sản phẩm vàng trang sức của PNJ được kiểm định chặt chẽ hơn so với ở các cửa hàng truyền thống và được Công ty cam kết mua lại với giá lên đến ~70% giá mua. Với các sản phẩm kim cương, tỷ lệ này lên đến ~95%.

Nhìn chung, tỷ lệ mua lại của PNJ là tương đương với các đối thủ lớn trong ngành, tuy nhiên, hệ thống phân phối rộng khắp và độ chuyên nghiệp cao là một trong những lợi thế cạnh tranh quan trọng của PNJ so với các đối thủ trong và ngoài nước. Theo quan sát của chúng tôi, mặc dù cũng là một thương hiệu lâu đời tương tự như PNJ nhưng thế mạnh của SJC vẫn chủ yếu là mảng vàng miếng và Công ty dường như chưa đầu tư mạnh cho mảng trang sức. Với Doji, doanh nghiệp đã chú trọng đầu tư nâng cao hình ảnh thương hiệu, tuy nhiên do còn khá mới nên mẫu mã sản phẩm của Doji có phần kém đa dạng hơn so với PNJ. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng thói quen tiêu dùng là yếu tố quan trọng nhất khiến việc liên tục mở rộng hệ thống bán lẻ của PNJ vẫn có hiệu quả cao, điều mà các đối thủ của PNJ chưa thực sự làm tốt.

Bảng 2: Chính sách mua/đổi hàng của một số doanh nghiệp trang sức tiêu biểu

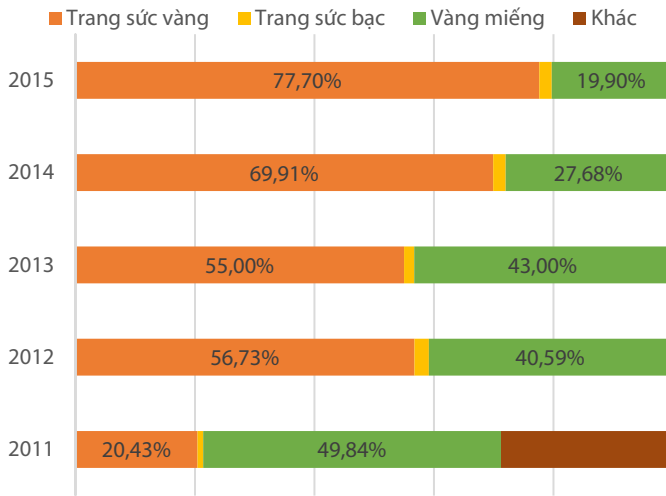
	PNJ	Doji	SJC	Bảo Tín Minh Châu
Hệ thống bán hàng				
Số lượng cửa hàng	204	32	41	94
Độ phủ (tỉnh thành)	45	12	13	27
Tỷ lệ mua lại phổ biến (% giá trị hóa đơn)				
Vàng	70%	75%	70%	70-75%
Kim cương	~95%	~94-96%	~90-95%	80-85%

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Cánh cửa cải thiện biên lợi nhuận rộng mở nhờ đẩy mạnh mảng vàng trang sức

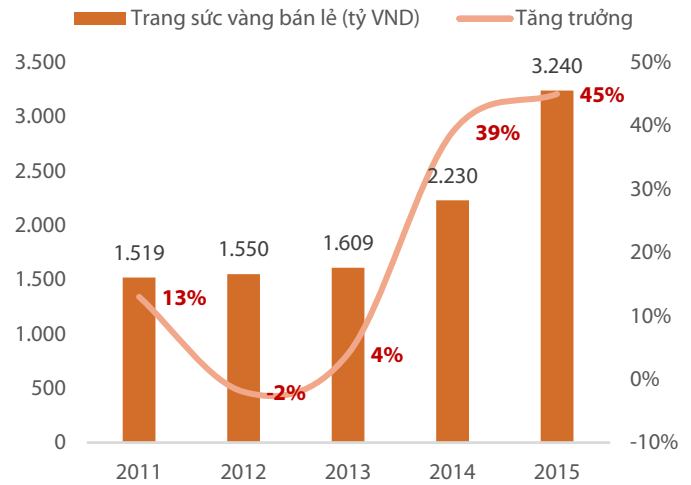
Xét theo cơ cấu sản phẩm, mảng vàng trang sức chiếm tỷ trọng lớn nhất với đóng góp lên đến 77,7% cho doanh thu và 88% cho lợi nhuận gộp của PNJ. Đây đồng thời là mảng kinh doanh có tốc độ tăng trưởng cao hơn hẳn so với các mảng còn lại. Cụ thể, mặc dù chỉ chiếm 21% trong cơ cấu doanh thu của năm 2011 nhưng chỉ sau 04 năm, tỷ trọng của mảng vàng trang sức đã lên đến 77,70%, tương đương với mức tăng trưởng kép (CAGR) 20,9% mỗi năm. Trong quý 1/2016, doanh thu của mảng vàng trang sức tiếp tục tăng trưởng 19% trong khi mảng bạc giảm nhẹ 1% và vàng miếng tiếp tục giảm 7% so với cùng kỳ. Việc giảm tỷ trọng mảng vàng miếng và gia tăng mảng trang sức vàng có nhiều ý nghĩa: (1) tăng lợi nhuận gộp cho PNJ do biên gộp của mảng vàng miếng là rất thấp (~0,5%) so với mảng vàng trang sức (~17,2%); PNJ chỉ duy trì mảng kinh doanh này để đáp ứng nhu cầu đa dạng của người tiêu dùng chứ không chú trọng phát triển và (2) giảm rủi ro biến động giá vàng. Không chỉ riêng PNJ, xu hướng tiêu thụ vàng miếng ở Việt Nam cũng giảm dần và thay vào đó là sự gia tăng nhu cầu với vàng trang sức.

Hình 6: Cơ cấu doanh thu theo mảng sản phẩm



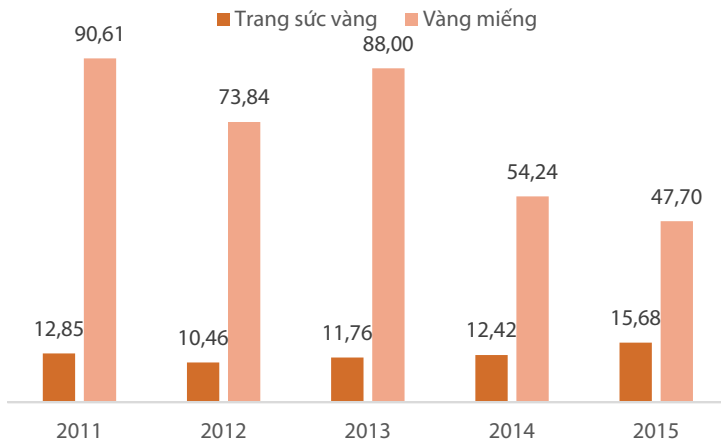
Nguồn: BCTN PNJ

Hình 7: Tăng trưởng doanh thu bán lẻ trang sức vàng



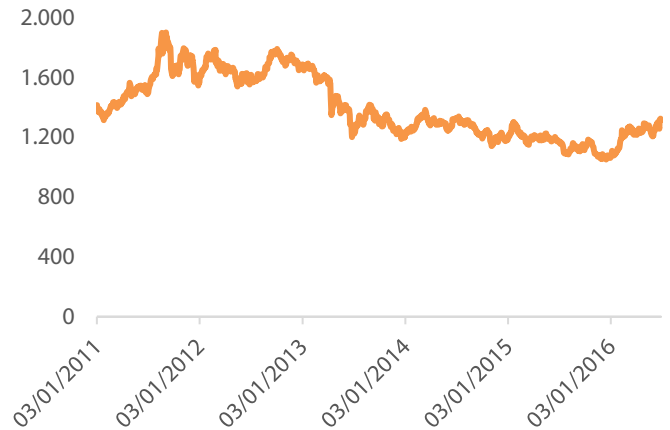
Nguồn: BCTN PNJ

Hình 8: Sản lượng tiêu thụ vàng miếng và vàng trang sức ở VN (Đv: tấn)



Nguồn: World Gold

Hình 9: Diễn biến giá vàng thế giới (USD/oz)



Nguồn: Bloomberg

Nguồn vàng nguyên liệu của PNJ chủ yếu đến từ các đối tác bán sỉ. Đây đa phần là các cửa hàng bán lẻ vàng tư nhân với nguồn vàng đến từ các khách hàng vãng lai. Với nguồn dự trữ vàng trong dân lớn, lên đến 500 tấn vàng (Hiệp hội Kinh doanh vàng Việt Nam) trong khi tiêu thụ vàng của PNJ chỉ khoảng 2,5 tấn vàng/năm thì nguồn cung nguyên liệu đầu vào của PNJ là tương đối dồi dào. Dù vậy, vàng nguyên liệu chiếm ~40-50% giá vốn mảng vàng trang sức nên biến động giá vàng có tác động nhất định tới biên lợi nhuận của Công ty.

Sản phẩm của PNJ là các mặt hàng trang sức có giá trị gia tăng cao. Biên lợi nhuận tốt cho phép Công ty hấp thụ được biến động nhỏ về giá nguyên liệu (chủ yếu là giá vàng) và duy trì được KQKD tổng thể. Tuy nhiên, trong trường hợp giá nguyên liệu biến động nhiều hơn 10%, PNJ có thể điều chỉnh giá bán để đảm bảo mức lợi nhuận tối thiểu. Chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận ở mảng kinh doanh vàng

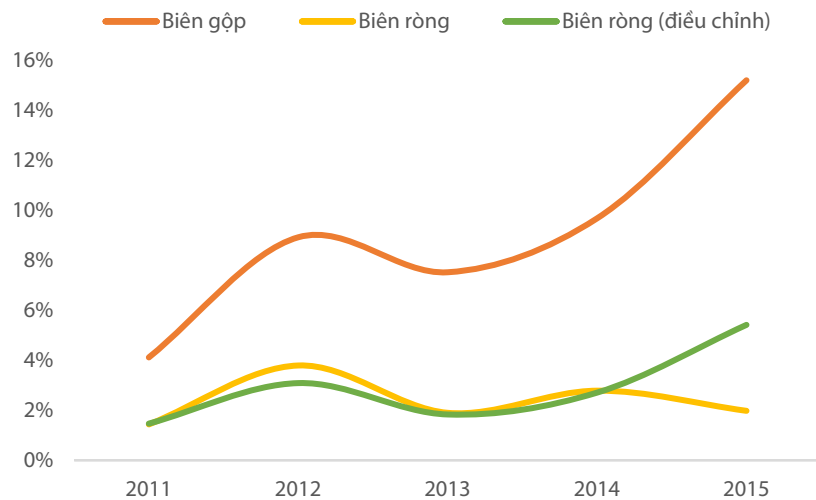
trang sức sẽ tiếp tục cải thiện nhờ hiệu quả kinh tế theo quy mô và việc đẩy mạnh tiêu thụ các sản phẩm có giá trị gia tăng cao.

Việc thoái vốn ngoài ngành là động lực hỗ trợ mảng kinh doanh chính của PNJ

Như đã phân tích ở trên, hoạt động kinh doanh cốt lõi của PNJ đang trên đà tăng trưởng tốt. Tuy nhiên, các khoản đầu tư ngoài ngành kém hiệu quả đã ảnh hưởng đáng kể đến KQKD chung của Công ty.

Cụ thể, khoản đầu tư tài chính với giá trị sổ sách lên đến 395,3 tỷ đồng tại Ngân hàng TMCP Đông Á đã tác động lớn đến KQKD năm 2015 của PNJ. Việc trích lập dự phòng 300,3 tỷ đồng cho khoản đầu tư này cùng với khoản lỗ 39,2 tỷ đồng từ việc thoái vốn khỏi CTCP Địa ốc Sài Gòn M&C đã khiến chi phí tài chính của PNJ nhảy vọt 4,8 lần và LNST của PNJ giảm đến 40,4% so với năm 2014. Tuy nhiên, nếu loại bỏ các khoản chi phí bất thường nói trên thì LNST năm trước của PNJ tăng đến 72%.

Hình 11: Biên lợi nhuận gộp và ròng của PNJ qua các năm



Nguồn: PNJ

Trong quý 1/2016, phần giá trị còn lại 84,7 tỷ đồng cho khoản đầu tư tại NHTMCP Đông Á đã được PNJ trích lập đầy đủ. Do đó, PNJ chỉ còn duy nhất khoản đầu tư ngoài ngành tại CTCP Địa ốc Đông Á (DAL) với giá trị sổ sách khoảng 82 tỷ đồng. Theo chia sẻ tại ĐHĐCĐ năm 2016, Công ty dự kiến trích lập khoảng 30 tỷ đồng cho khoản đầu tư vào DAL và mong muốn thoái vốn khỏi khoản đầu tư này trong năm nay. Khi đó, chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ không chịu tác động tiêu cực bởi các khoản đầu tư kém hiệu quả từ năm 2017.

Ngoài ra, chúng tôi cũng không loại trừ khả năng PNJ sẽ được hoàn nhập dự phòng một phần với khoản đầu tư tại NHTMCP Đông Á do hoạt động của ngân hàng này đã bước đầu có sự cải thiện. Đặc biệt, đại diện của CTCP BĐS Phát Đạt (PDR) cho biết sẽ ưu tiên sử dụng các nguồn thu (~500-1.000 tỷ đồng) từ dự án Everich 2 để trả nợ cho NHTMCP Đông Á trong năm nay. Tuy nhiên, thời điểm hoàn nhập dự phòng còn là “câu chuyện dài hơi” với PNJ. Điều quan trọng hơn là mô hình kinh doanh lành mạnh với việc tập trung vào phát triển hoạt động kinh doanh cốt lõi (trang sức vàng) sẽ là yếu tố quan trọng hỗ trợ sự tăng trưởng bền vững cho PNJ.

KQKD kỳ vọng tăng trưởng tích cực trong dài hạn

Việc liên tục mở rộng hệ thống phân phối và tập trung phát triển các mảng sản phẩm có giá trị gia tăng cao đã góp phần tích cực giúp gia tăng thị phần và là lực đẩy cho sự tăng trưởng ở KQKD của PNJ trong năm 2016 và các năm tới. Riêng trong quý 1/2016, nếu loại trừ khoản trích lập dự phòng lớn cho khoản đầu tư tài chính tại DAF, LNST từ HĐKD chính của PNJ đã tăng ~61% so với cùng kỳ.

Bảng 3: Kết quả Kinh Doanh Q1-FY16 và Lũy kế 3T2016

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY16	Q4-FY15	+/- (qoq)	Q1-FY15	+/- (yoy)	Lũy kế đến HT	+/- (yoy)
Doanh thu	2.330,0	2.011,5	15,8%	2.137,1	9,0%	2.330,0	9,0%
Lợi nhuận gộp	421,4	352,2	19,6%	294,7	43,0%	421,4	43,0%
Chi phí bán hàng và quản lý	-159,8	-171,5		-125,5	27,4%	-159,8	27,4%
Thu nhập HĐKD	154,6	-0,1		151,4	2,1%	154,6	2,1%
EBITDA	184,7	29,3	529,5%	172,1	7,3%	184,7	7,3%
EBIT	176,4	21,4	723,7%	165,2	6,8%	176,4	6,8%
Chi phí tài chính	-106,6	-181,0	-41,1%	-18,0	491,1%	-106,6	491,1%
- Chi phí lãi vay	-21,3	-21,2	0,5%	-17,1	24,5%	-21,3	24,5%
Khấu hao	8,2	7,9	3,9%	7,0	17,7%	8,2	17,7%
Khoản mục không thường xuyên (*)		39,2					
Khoản mục bất thường (*)	84,7	119,4	-29,1%	-3,6	-2.481,4%	84,7	
Lợi nhuận trước thuế	155,1	0,2	74.798,7%	148,0	4,8%	155,1	4,8%
Lợi nhuận sau thuế	123,8	-0,1		114,5	8,1%	123,8	8,1%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	191,6	126,7	51,1%	118,9	61,1%	191,6	61,1%

Nguồn: RongViet Research

Bảng 4: Phân tích HĐKD Q1-FY16

Chỉ tiêu	Q1-FY16	Q4-FY15	+/- (qoq)	Q1-FY15	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	18,1	17,5	58bps	13,8	429bps
EBITDA/Doanh thu	7,9	1,5	647bps	8,1	-13bps
EBIT /Doanh thu	7,6	1,1	651bps	7,7	-16bps
TS lợi nhuận ròng	5,3	0,0	532bps	5,4	-5bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	8,2	6,3	192bps	5,5	273bps
Vòng quay vốn lưu động* (x)					
Hàng tồn kho	3,5	3,1	0,4	4,5	-1,0
Khoản phải thu	161,9	81,0	81,0	118,6	43,3
Khoản phải trả	6,3	5,3	1,1	5,9	0,4
Chu kỳ thu tiền bình quân	49,6	52,9	-3,3	23,1	26,4
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	1,06	1,13	-0,07	1,18	-0,11

Nguồn: RongViet Research

Theo thông bố mới đây của PNJ, KQKD 6 tháng của PNJ tiếp tục tăng trưởng tốt với lợi nhuận gộp tăng đến 30%, cao hơn nhiều so với tốc độ tăng của doanh thu (4%). Chúng tôi cho rằng sự tăng tốt của mảng vàng trang sức (doanh thu +15%) là nguyên nhân chính hỗ trợ tích cực cho KQKD của PNJ. Ở nửa đầu năm, LNTT của Công ty đạt 304,5 tỷ đồng, tăng 116% so với cùng kỳ và đạt 66% kế hoạch cả năm.

Chúng tôi giả định PNJ sẽ hoàn tất thoái vốn khỏi Địa ốc Đông Á (DAL) trong năm nay và có thể phải ghi nhận lỗ khoảng 30 tỷ đồng. Khi đó, doanh thu của PNJ có thể tăng khoảng 9% và LNST có thể đạt 517 tỷ đồng, cao hơn 239% so với năm trước. Nếu loại bỏ các khoản bất thường, LNST của PNJ có thể đạt 569 tỷ đồng, tăng 36% so với năm 2015. Trong đó, mảng vàng trang sức ước tính tăng doanh thu khoảng 17% và biên gộp cải thiện 60 điểm phần trăm. Sang năm 2017, các cửa hàng mở từ năm 2015 dự kiến sẽ đóng góp đáng kể hơn vào doanh thu và lợi nhuận của PNJ. Do đó, doanh thu có thể tăng trưởng ~17,5% so với năm nay. Đồng thời, do không còn chịu tác động tiêu cực từ các khoản đầu tư ngoài ngành, LNST năm 2017 có thể đạt ~746 tỷ đồng, cao hơn dự phóng năm 2016 khoảng 44%.

Bảng 5: KQKD của PNJ trong giai đoạn 2011-2017

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	17.964	6.717	8.914	9.199	7.708	8,424	9,813
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>		-62,6%	32,7%	3,2%	-16,2%	9,3%	16,5%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	738	599	670	889	1.170	1.390	1.708
<i>Biên LNG</i>	4,1%	8,9%	7,5%	9,7%	15,2%	16,5%	17,4%
LNST (tỷ đồng)	257	254	163	242	152	517	746
<i>Tăng trưởng LNST</i>		-1,0%	-35,9%	48,6%	-37,2%	239,2%	44,5%
<i>Biên LNST</i>	1,4%	3,8%	1,8%	2,6%	2,0%	6,1%	7,6%
Điều chỉnh các khoản bất thường (tỷ đồng)	8,269	-63,01	0	7,95	339.471	65.692	0
LNST điều chỉnh (tỷ đồng)	263	207	163	249	417	569	746
<i>Tăng trưởng LNST điều chỉnh</i>		-21,3%	-21,2%	52,4%	67,7%	36,5%	31,1%
<i>Biên LNST điều chỉnh</i>	1,5%	3,1%	1,8%	2,7%	5,4%	6,8%	7,6%

Nguồn: RongViet Research

Về khía cạnh tài chính, cũng như các doanh nghiệp sản xuất và phân phối khác, PNJ sử dụng khá nhiều nợ vay, đặc biệt là vay nợ ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động. Tuy nhiên, các khoản vay của PNJ đều được đảm bảo bằng lượng hàng tồn kho lớn hoặc các BĐS có vị trí tốt. Đặc biệt, hàng tồn kho của PNJ (khoảng 2.261 tỷ đồng) phần lớn là vàng nguyên liệu và các sản phẩm nữ trang có tính thanh khoản cao và khả năng lưu giữ giá trị tương đương tiền mặt. Nhờ đó, Công ty có thể vay ngắn hạn với tỷ lệ cao và chi phí thấp. Lãi suất đi vay ngắn hạn của PNJ hiện chỉ vào khoảng 5,0-7,5%. Đây là một lợi thế lớn cho phép Công ty gia tăng hiệu quả sử dụng vốn và khuếch đại tỷ suất sinh lời trên VCSH (ROE).

Bảng 6: Một số chỉ tiêu thanh toán của PNJ

	2012	2013	2014	2015
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	1,08	1,22	1,25	1,13
Tổng nợ / Tổng tài sản	0,52	0,53	0,55	0,53
Vay ngắn hạn / Vốn chủ sở hữu	0,84	0,92	0,92	0,85
Khả năng thanh toán ngắn hạn				
Khả năng thanh toán hiện hành	1,19	1,21	1,31	1,51
Khả năng thanh toán nhanh	0,49	0,45	0,28	0,09
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,41	0,36	0,20	0,03
EBITDA/Tổng nợ	0,24	0,18	0,23	0,13
Khả năng thanh toán lãi vay				
Khả năng chi trả lãi vay	4,06	3,79	5,20	3,43
CFO/Vay ngắn hạn	0,19	-0,02	-0,10	0,06

Nguồn: RongViet Research

Định giá

Để xác định giá hợp lý cho cổ phiếu PNJ, chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định chiết khấu dòng tiền (FCFF) và phương pháp so sánh P/E tỷ lệ tương ứng là 50:50. Đối với phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, lãi suất chiết khấu sử dụng cho giai đoạn 2016-2020 là 12,3% và từ 2020 trở đi là 12,8%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF ước tính là 6,6%.

Phương pháp P/E sử dụng tham chiếu từ một số doanh nghiệp cùng ngành tiêu biểu trên thế giới. Mức P/E bình quân của các doanh nghiệp này là ~18,5 lần. Tuy nhiên, chiết khấu rủi ro thị trường Việt Nam, chúng tôi sử dụng P/E bằng 15,0x để xác định giá cổ phiếu PNJ.

Bảng 7: Chỉ tiêu P/E của một số doanh nghiệp nữ trang tiêu biểu trên thế giới

Mã Bloomberg	Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	P/E
002740 CH Equity	SHENZHEN IDEAL JEWELLERY C-A	Trung Quốc	712,8	22,9
600612 CH Equity	LAO FENG XIANG CO LTD-A	Trung Quốc	2.766,7	20,7
1929 HK Equity	CHOW TAI FOOK JEWELLERY GROU	Hồng Kông	7.244,1	19,1
TIF US Equity	TIFFANY & CO	Mỹ	7.724,9	16,7
ASN IN Equity	ASIAN STAR CO LTD	Ấn Độ	195,3	18,1
VGM IN Equity	VAIBHAV GLOBAL LTD	Ấn Độ	132,1	22,2
TRUNG BÌNH				18,5

Nguồn: Bloomberg, *Sử dụng giá đóng cửa ngày 04/07/2016

Kết hợp các phương pháp định giá trên, giá trị hợp lý của cổ phiếu được xác định tại mức **101.000 đồng/cp**, cao hơn 32% so với giá đóng cửa ngày 04/07/2016. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** trong **DÀI HẠN** với cổ phiếu PNJ.

Bảng 8: Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	120.921	50%	60.461
P/E	80.360	50%	40.180
Giá bình quân		100%	100.641

Nguồn: RongViet Research

Quan điểm đầu tư

Thị trường hàng tiêu dùng cá nhân và hộ gia đình tại Việt Nam, đặc biệt là ngành hàng trang sức, có triển vọng tích cực nhờ (1) quy mô dân số lớn với tỷ lệ người có thu nhập trung bình và cao tăng dần và (2) khuynh hướng sử dụng hàng chất lượng cao, có thương hiệu gia tăng. Hệ thống bán lẻ lớn và đang mở rộng nhanh chóng là mấu chốt gia tăng thị phần. Hiện nay, PNJ nắm giữ hơn 25% thị trường hàng trang sức, bỏ xa các đối thủ cạnh tranh liền kề là Doji và SJC. Độ bao phủ thị trường lớn và thương hiệu vốn đã “quen thuộc” với nhiều người tiêu dùng là các lợi thế riêng của PNJ, giúp việc mở rộng hệ thống vẫn đạt hiệu quả cao.

Các khoản đầu tư ngoài ngành kỳ vọng sẽ không tác động tiêu cực đến KQKD chung của PNJ từ năm 2017. Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2016 có thể tăng ~9% và LNST ước đạt ~517 tỷ đồng, cao hơn 239% so với năm 2015. Nếu loại bỏ các khoản bất thường, LNST có thể đạt 569 tỷ đồng, tương ứng tăng ~36% so với kết quả HĐKD chính trong năm trước.

Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của PNJ vào khoảng **101.000 đồng/cp**, cao hơn 32% so với giá đóng cửa ngày 04/07/2016. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PNJ trong **DÀI HẠN**. Rủi ro với HĐKD chính của PNJ là biến động giá vàng, mặc dù Công ty có khả năng chuyển một phần biến động giá nguyên liệu vào giá bán nhưng nhu cầu có thể chững lại khi giá trang sức tăng lên.

PHỤ LỤC: DỰ BÁO DÂN SỐ VIỆT NAM ĐẾN NĂM 2050

Năm	Dân số	Thay đổi (%)	Độ tuổi trung vị	Tỷ lệ đô thị hóa
1955	28.147.785	2,56%	24	13,20%
1960	32.670.623	3,03%	22	14,80%
1980	54.372.518	2,22%	19	19,40%
2000	80.285.563	1,32%	24	24,60%
2010	88.357.775	0,97%	29	30,60%
2015	93.447.601	1,13%	30	33,60%
2020	98.156.617	0,99%	33	36,40%
2025	102.092.604	0,79%	35	39,10%
2030	105.220.343	0,61%	37	41,60%
2035	107.772.569	0,48%	39	43,80%
2040	109.925.372	0,40%	40	45,90%
2045	111.641.853	0,31%	41	47,70%
2050	112.783.209	0,20%	42	49,40%

Nguồn: Worldometers (www.worldometers.info)



Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	9.199	7.708	8.424	9.813
Giá vốn	8.310	6.538	7.034	8.105
Lãi gộp	889	1.170	1.390	1.708
Chi phí bán hàng	355	424	468	550
Chi phí quản lý	130	118	117	137
Thu nhập từ HĐTC	19	1	1	1
Chi phí tài chính	90	431	205	83
Lợi nhuận khác	1	-3	50	1
Lợi nhuận trước thuế	335	197	654	941
Thuế TNDN	79	45	131	188
Lợi ích cổ đông thiểu số	13	0	6	7
Lợi nhuận sau thuế	242	152	517	746
EBIT	415	278	738	1.020
EBITDA	356	209	775	1.066

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Tăng trưởng				
Doanh thu	3,2	-16,2	9,3	16,5
Lợi nhuận HKKD	-21,3	-92,9	-23,1	21,9
EBITDA	36,7	-41,3	270,5	37,5
EBIT	31,0	-32,9	165,0	38,3
Lợi nhuận sau thuế	48,6	-37,2	239,2	44,5
Tổng tài sản	-4,1	5,2	4,1	10,8
Vốn chủ sở hữu	-3,1	13,3	5,5	24,5
Tốc độ tăng trưởng nội tại	11,5	5,6	15,5	27,4
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	9,7	15,2	16,5	17,4
LN HKKD / Doanh thu	3,6	2,6	7,1	9,6
EBITDA/ Doanh thu	3,9	2,7	9,2	10,9
EBIT/ Doanh thu	4,5	3,6	8,8	10,4
LNST/ Doanh thu	2,6	2,0	6,1	7,6
ROA	8,4	5,2	17,0	22,9
ROIC or RONA	28,0	19,2	48,7	59,5
ROE	19,4	11,6	36,1	45,2
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	124,9	130,1	151,5	142,6
Vòng quay hàng tồn kho	6,6	3,7	3,2	3,3
Vòng quay khoản phải trả	32,3	22,7	21,4	21,9
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,31	1,51	1,65	1,83
Nhanh	0,28	0,09	0,14	0,16
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	124,5	113,4	110,5	87,4
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	92,0	85,3	81,3	63,4
Vay dài hạn/ Vốn CSH	11,1	5,2	5,2	2,0

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Tiền	272	38	112	119
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	71	47	64	74
Tồn kho	1.437	2.135	2.321	2.594
Tài sản ngắn hạn khác	50	45	47	52
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	1.831	2.265	2.544	2.838
Tài sản cố định hữu hình	160	194	261	297
Tài sản cố định vô hình	291	292	232	232
Xây dựng cơ bản dở dang	0	6	7	8
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	532	167	0	0
Tài sản dài hạn khác	13	51	52	54
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
TSCĐ và đầu tư dài hạn	997	710	551	591
TỔNG TÀI SẢN	2.828	2.975	3.096	3.430
Tiền hàng phải trả và ứng trước	151	211	232	259
Khoản phải trả ngắn hạn khác	112	101	113	136
Vay và nợ ngắn hạn	1.132	1.189	1.195	1.159
Vay và nợ dài hạn	137	72	77	36
Khoản phải trả dài hạn khác	0	7	8	9
Tổng nợ	1.532	1.581	1.625	1.600
Vốn chủ sở hữu	1.231	1.394	1.470	1.830
Vốn đầu tư của CSH	756	983	983	983
Lợi nhuận giữ lại	203	192	207	360
Các quỹ	166	220	281	487
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	1.231	1.394	1.470	1.830
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	2.763	2.975	3.096	3.430
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
LNTT	335	197	654	941
Khấu hao	31	30	37	46
Các điều chỉnh	64	412	119	69
Thay đổi vốn lưu động	-549	-566	-410	-531
Tiền thuần từ HĐKD	-118	74	400	525
Thay đổi TSCĐ	-34	-70	-40	-82
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	9	26	83	-2
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	22	0	45	10
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-3	-44	89	-75
Nhận/trả lại vốn góp	0	0	0	0
Vay mới/trả nợ vay	128	-7	10	-76
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	0	0	-424	-367
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	128	-7	-414	-443
Tiền thuần trong kỳ	6	23	74	7
Tiền đầu năm	508	38	38	112
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0
Tiền cuối kỳ	272	38	112	119

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 Rông 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.**