

Ngành: Bán lẻ trang sức

Ngày báo cáo: 20/07/2018

Giá hiện tại: 95.100VND

Giá mục tiêu: 125.000VND

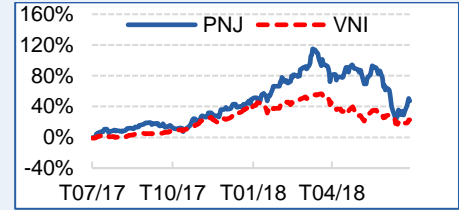
Giá mục tiêu trước đây: 143.000VND

TL tăng: +31,4%

Lợi suất cổ tức: 1,9%

Tổng mức sinh lời: +33,3%

	2017	2018F	2019F	2020F
Tăng trưởng DT	28,2%	33,3%	24,6%	23,4%
Tăng trưởng EPS	60,5%	29,1%	20,2%	24,4%
Biên LN gộp	17,4%	18,1%	18,2%	18,1%
Biên LN ròng	6,6%	6,7%	6,6%	6,7%
EV/EBITDA	16,8x	12,7x	10,2x	8,3x
Giá CP/dòng tiền HD	145,1x	58,2x	23,3x	16,0x
P/E	22,3x	17,3x	14,4x	11,6x



GT vốn hóa:	670,0tr USD
Room KN:	0,0tr USD
GTGD/ngày (30n):	2,4tr USD
Cổ phần Nhà nước*:	0%
SL cổ phiếu lưu hành	162,2 tr
Pha loãng	162,2 tr
PEG 3 năm	0,8

	PNJ	Peers*	VNI
P/E (trượt)	19,6x	22,7x	17,7x
P/B (hiện tại)	5,1x	2,5x	2,5x
Nợ ròng/CSH	28,6%	-6,4%	N/A
ROE	27,7%	14,0%	14,5%
ROA	18,0%	9,0%	2,3%

Tổng quan về công ty

PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam với hệ thống lớn nhất gồm 298 cửa hàng tính đến cuối tháng 6/2018. Bán lẻ trang sức tiếp tục là trụ cột tăng trưởng của PNJ

* bao gồm các CT cùng ngành NN sử dụng hệ số thị trường điều chỉnh

Lê Trọng Nghĩa
Chuyên viên

Đặng Văn Pháp, CFA
Trưởng phòng Cao cấp

Giá trị cơ bản sẽ làm lu mờ luồng tin xấu

- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với cổ phiếu PNJ. Thị giá hấp dẫn với PEG 3 năm là 0,8.
- Giá mục tiêu giảm 13% chủ yếu vì WACC và chỉ số giao dịch của ngành giảm.
- NPAT tăng 37% YoY trong 6T 2018 chủ yếu nhờ mảng bán lẻ có biên lợi nhuận cao.
- Doanh thu bán lẻ tăng 44% YoY trong 6T 2018 nhờ 23% tăng trưởng từ cửa hàng hiện hữu (SSSG), 30 cửa hàng PNJ Gold mới và đóng góp của các cửa hàng mở trong năm 2017.
- Yếu tố hỗ trợ: phát triển thành công chuỗi bán lẻ phụ kiện trang sức, bao gồm đồng hồ, SSSG và tốc độ mở cửa hàng nhanh hơn dự phóng.
- Rủi ro: Thêm thông tin bất lợi về ngân hàng Đông Á sẽ ảnh hưởng đến tâm lý nhà đầu tư

SSSG vẫn duy trì đà tăng khi cả số lượng và giá trị đơn hàng tăng mạnh. Trong 6 tháng 2018, số lượng đơn hàng bán lẻ của PNJ tăng mạnh khoảng 30% YoY, một phần nhờ mức tăng 25% YoY trong số lượng khách hàng mới, trong khi giá trị mua trung bình đã tăng 13% YoY. Yếu tố thứ hai một phần được dẫn dắt bởi doanh thu từ các trang sức đá quý có giá trị và biên LN cao, khi tăng 50% YoY để chiếm 58% doanh số bán lẻ trong 6 tháng 2018, so với 53% trong cùng kỳ năm 2017. Chúng tôi giữ quan điểm về việc PNJ sẽ duy trì SSSG 2 chữ số trong vòng vài năm tới.

PNJ tiếp tục nới rộng khoảng cách với đối thủ tính theo mạng lưới bán lẻ. PNJ đã mở 30 cửa hàng PNJ Gold mới đưa tổng số cửa hàng lên 298 vào cuối quý 2/2018, trong khi tổng số cửa hàng của SJC, Doji và PRECITA tính chung giảm 2 cửa hàng và chỉ đạt 100 cửa hàng. Khoảng cách này sẽ tiếp tục tăng khi PNJ vẫn giữ nguyên kế hoạch sở hữu tổng cộng 500 cửa hàng vào 2020

Các khảo sát thị trường mới củng cố niềm tin của ban lãnh đạo về dự địa mở rộng tại miền Bắc. Sau khi khảo sát thực tế tại miền Bắc, ban lãnh đạo của PNJ ghi nhận sự tăng trưởng vượt bậc của nhu cầu vàng trang sức ở đây, thậm chí ở các thành phố xa xôi, gần biên giới. Tuy vậy số tiệm vàng ở đây lại khá ít do vị trí xa khu vực trung tâm, có nhiều thách thức về logistic. Ban lãnh đạo cũng ghi nhận sự cải thiện về nhận diện thương hiệu PNJ ở miền Bắc trong 2 năm qua, đặc biệt là đối với thế hệ khách hàng trẻ.

PNJ Watch sẽ khai trương trong nửa cuối năm, nhắm đến khách hàng tương tự trang sức. PNJ có kế hoạch mở 4 cửa hàng PNJ Watch trong năm 2018. Quan sát các sản phẩm trên webiste của PNJ, chúng tôi nhận thấy (1) phần lớn các sản phẩm đồng hồ đều có giá dưới 1.000 USD, thuộc phân khúc cận cao cấp và thấp hơn; và (2) tỷ lệ giữa đồng hồ nữ và nam là 60/40, khá dễ hiểu khi PNJ có thể bán chéo sản phẩm này cho nhóm khách hàng hiện hữu của mình.

Định giá hấp dẫn sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh do các thông tin về Ngân hàng Đông Á. Tuy rủi ro có thêm tin xấu về Đông Á là có thể xảy ra, sẽ ảnh hưởng tâm lý nhà đầu tư, nhưng chúng tôi vẫn duy trì quan điểm rằng việc này sẽ không có ảnh hưởng đến triển vọng của PNJ.

6T 2018: LNST tăng 37% YoY nhờ SSSG cao và tích cực mở rộng mạng lưới cửa hàng

Hình 1: KQKD 6 tháng 2018 của PNJ

tỷ VND	6T 2017	6T 2018	Tăng trưởng	Ghi chú
Doanh thu	5.476	7.357	34%	
Bán lẻ	2.762	3.963	44%	*SSSG 23%, 30 cửa hàng PNJ Gold mới và đóng góp từ các cửa hàng mới mở năm 2017. *Doanh thu bán lẻ trang sức vàng đạt 3.8 ngàn tỷ đồng tăng 44% YoY. *Doanh thu bán lẻ trang sức bạc đạt 126 tỷ đồng, tăng 27% YoY. PNJ đang tăng cường mở rộng thị phần ở thị trường bán sỉ. Công ty đã khai trương showroom bán sỉ ở phố Vàng, TP. HCM vào tháng 4 2018.
Bán sỉ	1.470	1.866	27%	
Vàng miếng	1.183	1.482	25%	Nhu cầu đầu cơ vàng miếng tăng do biến động giá.
Khác	93	94	1%	
Giảm trừ doanh số*	-31	-48		
Lợi nhuận gộp	951	1.353	42%	
Bán lẻ	827	1.231	49%	*Biên LN gộp mảng bán lẻ trang sức vàng tăng 1.5 điểm % lên 29,8% nhờ đóng góp lớn hơn của sản phẩm trang sức đá quý. *Biên LN gộp mảng bán lẻ trang sức bạc giảm 3.5 điểm % xuống 68% do tăng cường quảng cáo khuyến mãi.
Bán sỉ	54	56	4%	
Vàng miếng	34	20	-40%	
Khác	36	45	26%	
Chi phí bán hàng	-369	-551	49%	*Chi phí bán hàng tăng để hỗ trợ mảng bán lẻ. *Chi phí quảng cáo tăng mạnh nhằm hỗ trợ doanh thu bán lẻ. *Chi phí mới đến từ dự án số hóa.
Chi phí quản lý DN	-82	-134	64%	*Tăng để hỗ trợ việc mở rộng mạng lưới bán lẻ *Tăng nhân viên IT để hỗ trợ dự án số hóa. *Chi phí mới đến từ dự án số hóa.
LN từ HĐKD	500	668	34%	
LN ngoài HĐKD	-27	-22	-18%	Chi phí lãi vay giảm do giảm nợ vay.
Lợi nhuận trước thuế	473	646	37%	
LNST sau lợi ích CĐTS	378	517	37%	
Biên LN gộp chung	17,4%	18,4%	1,0 điểm %	Đóng góp nhiều hơn của mảng bán lẻ vốn có biên LN cao.
Biên LN bán lẻ	29,9%	31,1%	1,1 điểm %	
SG&A/doanh thu	8,2%	9,3%	1,1 điểm %	
SG&A/doanh thu bán lẻ	16,3%	17,3%	0,9 điểm %	
Biên LNST	6,9%	7,0%	0,1 điểm %	

Nguồn: PNJ, VCSC

(*) Chi tiết cơ cấu doanh thu không được công bố

Hình 1: Dự phóng năm 2018

tỷ VND	2017	2018F cũ	2018F mới	Tăng trưởng	Nhận định của VCSC
Doanh thu	10.977	14.645	14.629	33%	
Bán lẻ	5.776	7.995	7.979	38%	*Dự phóng: SSSG 20%, 51 cửa hàng PNJ Gold mới và đóng góp của các cửa hàng mở mới trong năm 2017. *Chúng tôi điều chỉnh giảm SSSG của cửa hàng PNJ bạc từ 10% xuống 2% để phản ánh kết quả thấp hơn kỳ vọng ở 6T 2018. Để thúc đẩy tăng trưởng của mảng bạc, PNJ sẽ mở rộng sản phẩm lên các phân khúc cao hơn, đặc biệt nhắm vào nhóm khách hàng tuổi từ 25-35.
Bán sỉ	3.017	4.073	4.073	35%	PNJ đang mở rộng thị phần ở thị trường bán sỉ bằng cách: -Sáp nhập nhà máy sản xuất với công ty bán sỉ và áp một hệ thống KPI mới, rõ ràng hơn và tách biệt khỏi mảng bán lẻ. Trước đây, PNJ chưa có một hệ thống KPI riêng biệt cho nhà máy và mảng bán sỉ, chỉ có một hệ thống duy nhất cho cả 3 công ty. Do vậy, kết quả hoạt động của mảng bán sỉ đã không có được sự chú tâm của ban lãnh đạo trong những năm trước. -Mở cửa showroom bán sỉ đầu tiên
Vàng miếng	2.048	2.458	2.458	20%	
Khác	208	219	219	5%	
Giảm trừ doanh số*	-72	-100	-100	38%	
Lợi nhuận gộp	1.912	2.694	2.648	38%	
Bán lẻ	1.696	2.422	2.411	42%	
Bán sỉ	111	155	130	18%	Chúng tôi điều chỉnh biên LN gộp của mảng bán sỉ do các nỗ lực thay đổi cơ cấu bán hàng vẫn chưa có hiệu quả trong 6T 2018.
Vàng miếng	38	45	34	-9%	Biên LN gộp trong 6T 2018 thấp hơn dự phóng.
Khác	68	72	72	5%	
Chi phí bán hàng	-775	-1.136	-1.134	46%	*Tăng để hỗ trợ mở rộng mạng lưới bán lẻ. *Dự phóng 2018 bao gồm 33 tỷ khấu hao và chi phí nhân viên đến từ dự án số hóa
Chi phí quản lý DN	-188	-260	-260	38%	*Tăng để hỗ trợ mở rộng mạng lưới bán lẻ và dự án số hóa.
LN từ HĐKD	949	1.297	1.254	32%	
LN ngoài HĐKD	-42	-38	-37	-10%	Chi phí lãi vay giảm do giảm nợ vay.
Lợi nhuận trước thuế	907	1.260	1.216	34%	
LNST sau lợi ích CĐTS	725	1.008	973	34%	
Biên LN gộp chung	17,4%	18,4%	18,1%	0,7 điểm %	
Biên LN bán lẻ	29,4%	30,3%	30,2%	0,9 điểm %	
SG&A/doanh thu	8,8%	9,5%	9,5%	0,8 điểm %	
SG&A/doanh thu bán lẻ	16,7%	17,5%	17,5%	0,8 điểm %	
Biên LNST	6,6%	6,9%	6,7%	0,0 điểm %	

Nguồn: PNJ, VCSC

(*) Chi tiết cơ cấu doanh thu không được công bố

Đã đến lúc để tấn công thị trường miền Bắc

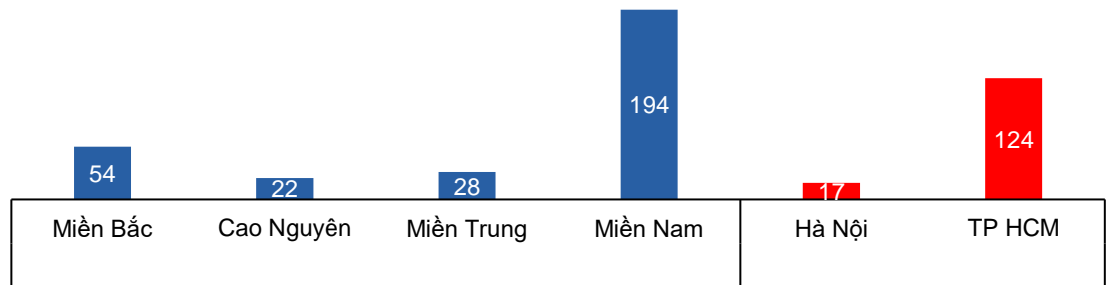
Hà Nội chỉ đi sau TP HCM một vài năm về mặt thu nhập... Theo Tổng cục Thống Kê, Hà Nội có tổng dân số khoảng 7,6 triệu người, xấp xỉ con số 8,6 triệu người của TP HCM. Tuy vậy, GDP trên đầu người của Hà Nội có phần kém hơn, đạt mức 4.000 USD, so với mức 6.400 USD ở TP. HCM.

...cũng như về mặt nhu cầu tiêu thụ vàng trang sức. So với người Sài Gòn và người Miền Nam nói chung, người Hà Nội và người Bắc có lối sống truyền thống hơn. Do vậy, họ ưa thích mua bán vàng truyền thống (mua vàng theo lượng) thường có mẫu mã khá đơn giản trong khi nhu cầu vàng trang sức ở đây lại không tăng trưởng mạnh mẽ như ở Miền Nam.

Tuy nhiên, thu nhập tăng và sự trưởng thành của thế hệ trẻ sẽ là bàn đạp thúc đẩy tăng trưởng nhu cầu vàng trang sức ở Miền Bắc. Nói chung, thế hệ trẻ ở Miền Bắc không còn có chung truyền thống sử dụng vàng như một công cụ tích trữ của cải như thế hệ trước mà đã sẵn sàng hơn để thử những sản phẩm mới, mang nhiều tính thời trang hơn. Do vậy, khi thế hệ trẻ này dần dần trở thành người tạo ra thu nhập chính, nhu cầu cho vàng thời trang nhiều khả năng sẽ tăng trưởng theo.

PNJ chưa có nhiều cửa hàng ở Miền Bắc so với Miền Nam. PNJ hiện tại có tổng cộng 194 cửa hàng ở Miền Nam, bao gồm 124 cửa hàng ở TP HCM, so với con số 54 cửa hàng ở Miền Bắc, bao gồm 17 cửa hàng ở Hà Nội.

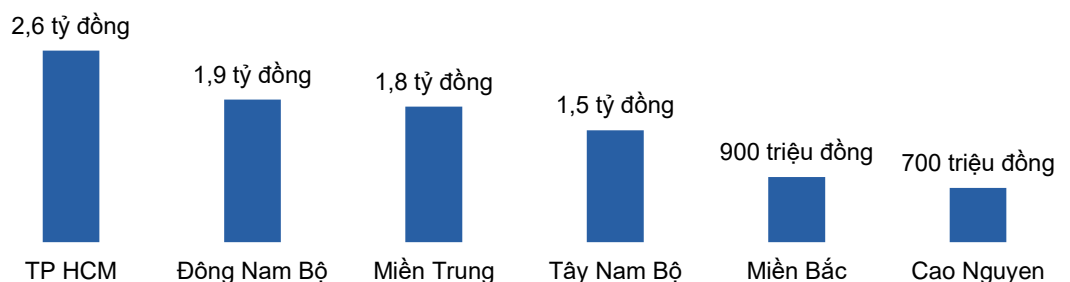
Hình 2: Số lượng cửa hàng PNJ theo vị trí địa lý vào cuối Tháng 6 2018



Nguồn: PNJ

Doanh thu trên từng cửa hàng ở Miền Bắc còn nhiều dư địa tăng trưởng nếu PNJ quyết định mở mới nhiều cửa hàng độc lập, đặc biệt là cửa hàng cấp 1, thay vì mở ki-ốt ở trung tâm thương mại. PNJ đã và đang hợp tác với Tập đoàn Vingroup để mở rộng hệ thống bán lẻ của mình bằng việc đặt các ki-ốt bán hàng tại các trung tâm thương mại VinCom. Ngoài ra, ở Miền Bắc, PNJ thường chỉ mở các cửa hàng cấp 2 hoặc cấp 3 vì nhu cầu của các vị trí này chưa lớn. Các ki-ốt và cửa hàng cấp thấp thường có doanh thu nhỏ hơn nhiều so với cửa hàng cấp 1. Do miền Bắc có nhiều loại cửa hàng này, Doanh số trung bình trên từng cửa hàng của PNJ ở miền Bắc thấp hơn đáng kể so với miền Nam, như trong hình 4. Khi nhu cầu ở miền Bắc tăng trưởng, PNJ có thể đẩy mạnh doanh thu trên từng cửa hàng trung bình bằng cách mở nhiều cửa hàng độc lập hơn và nâng cấp cửa hàng cấp thấp lên cấp 1.

Hình 3: Doanh thu trung bình/tháng/cửa hàng của PNJ theo vị trí địa lý năm 2017

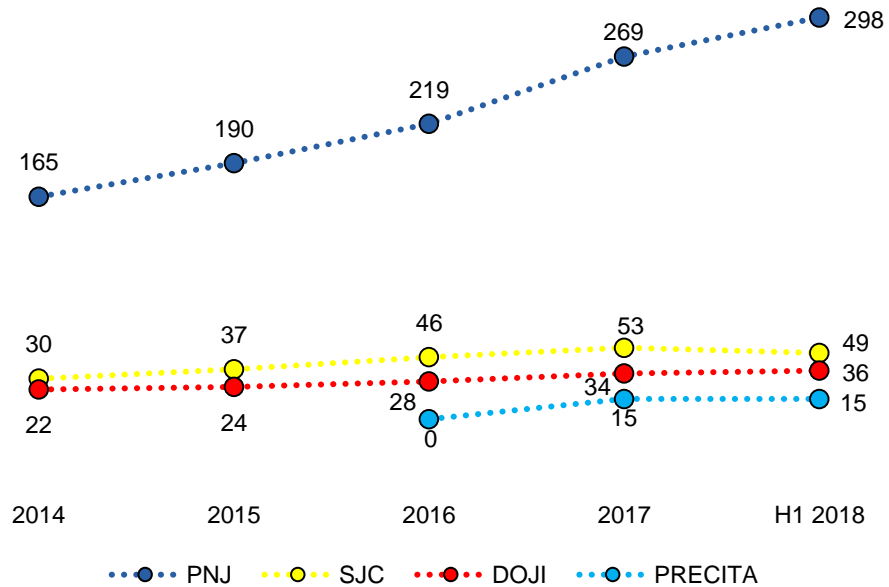


Nguồn: PNJ

Khoảng cách giữa PNJ và đối thủ càng ngày càng xa

Ngoài việc sở hữu chiến lược tiên phong và khả năng hoạt động vượt trội, chúng tôi tin rằng một phần thành công của PNJ cũng đến từ sức cạnh tranh khá yếu ớt của các đối thủ. Khoảng cách về mặt hệ thống cửa hàng giữa PNJ và nhóm công ty đối thủ tiếp tục nở rộng khi số lượng cửa hàng của nhóm công ty này giảm 2 cửa hàng vào cuối tháng 6 so với đầu năm 2018. Ngoài ra, những đầu tư mới của PNJ vào hệ thống ERP, khả năng phân tích dữ liệu và omnichannel (đa kênh) sẽ tiếp tục giúp PNJ đi trước đối thủ trên các phương diện như chăm sóc khách hàng nhằm tăng tỷ lệ mua hàng cũng như hiệu quả hoạt động nói chung.

Hình 4: Số lượng cửa hàng của các thương hiệu bán lẻ thời trang dẫn đầu tại Việt Nam



Nguồn: PNJ, VCSC tổng hợp



Định giá

Chúng tôi xác định giá mục tiêu cho PNJ sử dụng kết hợp mô hình Chiết khấu Dòng tiền và phương pháp định giá P/E. Chúng tôi áp dụng tỷ trọng 70% cho phương pháp DCF khi chúng tôi cho rằng phương pháp này phù hợp hơn với triển vọng tăng trưởng của công ty.

Hình 5: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND/CP)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp
CKDT (5 năm)	126.090	70%	88.263
PER 2018 22 lần	121.066	30%	36.320
Giá mục tiêu			125.000
TL tăng			31,4%
Lợi suất cổ tức			1,9%
Tổng mức sinh lời (%)			33,3%
P/E 2018 theo giá mục tiêu			22,7x
P/E 2019 theo giá mục tiêu			18,9x

Chiết khấu dòng tiền

Hình 6: Định giá Chiết khấu dòng tiền

Chiết khấu dòng tiền	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23
LN từ HĐKD	1.454	1.798	2.195	2.631	3.087
cộng Khấu hao	80	89	98	94	103
trừ Thuế	-303	-377	-462	-556	-657
trừ Đầu tư XCDB	-200	-125	-125	-95	-95
trừ Tăng vốn lưu động	-529	-499	-449	-327	-328
Dòng tiền tự do	503	887	1.257	1.747	2.110
Giá trị hiện tại dòng tiền tự do	450	710	899	1.114	1.197
Giá trị cuối cùng	450	1.160	2.059	3.173	4.370

Chi phí vốn	Current	Previous	FCFF (5 năm)	
Beta*	1,0	1,0	Giá trị hiện tại dòng tiền tự do	4.370
Phần bù rủi ro thị trường %	9,5%	7,2%	Giá trị cuối cùng (5% g)	17.538
Lãi suất phi rủi ro %	3,5%	3,8%	Tổng DTTDCK và GTCC	21.908
Chi phí vốn CSH %	13,0%	11,0%	cộng Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	194
Chi phí nợ %	5,5%	5,5%	cộng Nợ ngắn và dài hạn	-1.037
Nợ / Vốn %	23,2%	23,2%	trừ Lợi ích CĐTS	0
Vốn CSH %	76,8%	76,8%	Giá trị vốn CSH	21.065
Thuế TNDN %	20,1%	20,0%	SL cổ phiếu (triệu)	167
WACC %	11,0%	9,5%	Giá cổ phiếu (VND)	126.090

*beta điều chỉnh

Định giá theo P/E

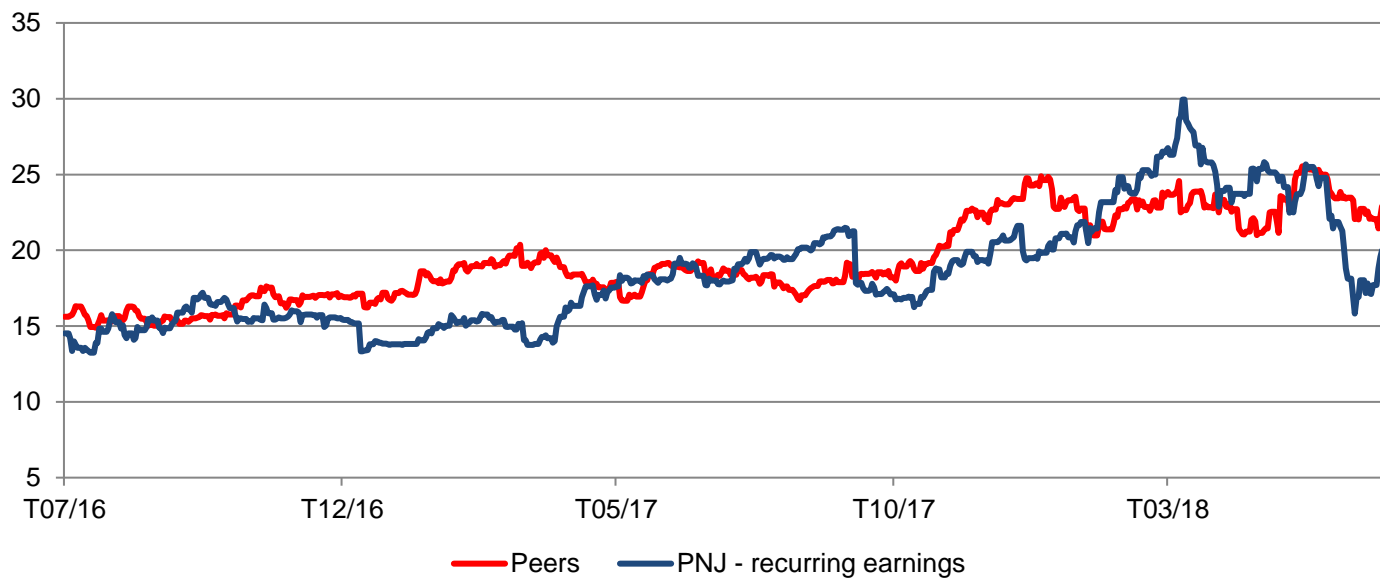
Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng P/E 22 lần dựa theo trung bình của các công ty cùng ngành. Chúng tôi cho rằng PNJ xứng đáng được giao dịch ít nhất là phù hợp với các công ty cùng ngành dù có quy mô nhỏ hơn do PNJ ghi nhận triển vọng tươi sáng hơn với CAGR EPS dự phóng là 23% trong giai đoạn 2017-2022.

Hình 7: Các công ty cùng ngành

(triệu USD) Công ty	Quốc gia	Giá trị vốn hóa	Doanh thu thuần 12T	Y-o-Y %	LNST trượt 12T	Y-o-Y %	Nợ ròng/Vốn CSH	P/B	P/E điều chỉnh 2018	EV/EBITDA trượt 12 tháng	ROE
TIFFANY & CO	MỸ	16.910	4.303	7,3%	419	-7,1%	-8,9%	5,2	30,1	15,7	13,3%
CHOW TAI FOOK	HÔNG KÔNG	10.384	7.575	15,4%	524	34,0%	15,6%	2,4	27,5	13,4	12,6%
LAO FENG XIANG	TRUNG QUỐC	2.245	6.167	12,1%	175	2,9%	-4,9%	1,8	15,2	N/A	20,5%
CHOW SANG SANG	HÔNG KÔNG	1.265	2.134	3,4%	112	18,1%	8,4%	1,0	14,6	8,9	9,1%
LUK FOOK HOLDINGS	HÔNG KÔNG	2.181	1.867	13,8%	175	34,7%	-13,6%	1,7	20,4	9,2	14,5%
LEYSEN JEWELRY	TRUNG QUỐC	958	283	18,8%	46	39,7%	-35,1%	2,8	22,3	N/A	14,3%
Trung bình	-	5.657	3.722	11,80%	242	20,4%	-6,4%	2,5	22,0	11,8	14,0%
Trung vị	-	2.213	3.219	13,0%	175	26,1%	-6,9%	2	21,3	11,3	13,8%
PNJ	VIỆT NAM	670	566	27,3%	38	48,2%	28,6%	5,1	17,3	14,6	27,7%

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

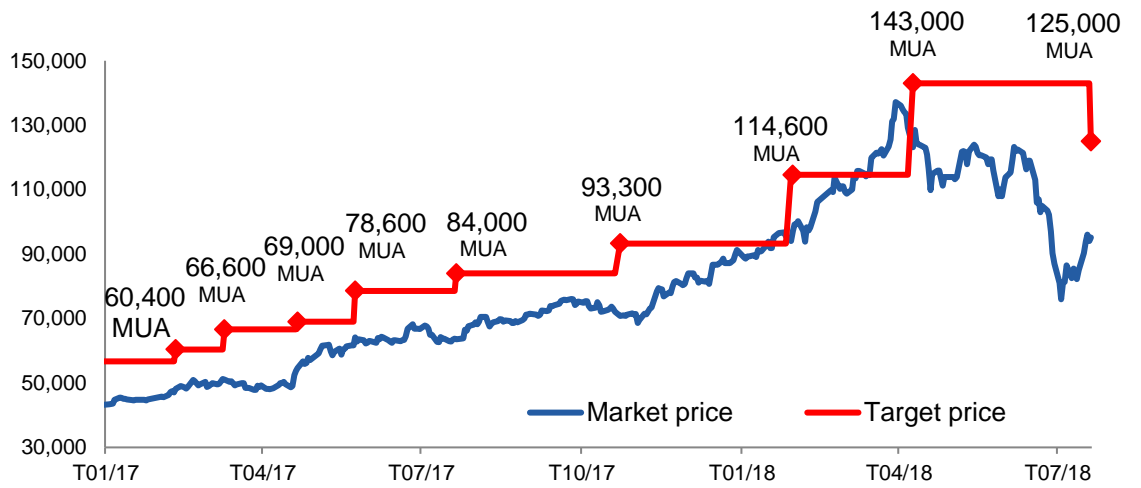
Hình 8: Diễn biến P/E trượt của PNJ so với trung bình các công ty cùng ngành



Nguồn: Bloomberg

Lịch sử Khuyến nghị

Hình 9: Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: Bloomberg & VCSC



Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)				BẢNG CĐKT (tỷ đồng)			
	2017	2018F	2019F		2017	2018F	2019F
Doanh thu	10.977	14.629	18.223	Tiền và tương đương	175	128	309
Giá vốn hàng bán	-9.065	-11.982	-14.914	Đầu tư TC ngắn hạn	160	0	0
Lợi nhuận gộp	1.912	2.648	3.308	Các khoản phải thu	40	53	66
Chi phí bán hàng	-775	-1.134	-1.434	Hàng tồn kho	3.402	4.293	5.041
Chi phí quản lí DN	-188	-260	-325	TS ngắn hạn	119	119	119
LN thuần HĐKD	949	1.254	1.549	Tổng TS ngắn hạn	3.896	4.594	5.535
Thu nhập tài chính	9	3	4	TS dài hạn (gộp)	693	932	1.132
Chi phí tài chính	-56	-47	-47	- Khấu hao lũy kế	-196	-250	-330
Trong đó: chi phí lãi vay	-55	-47	-47	TS dài hạn (ròng)	497	682	802
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	6	6	6	TS dài hạn khác	99	99	99
LNTT	907	1.216	1.513	Tổng TS dài hạn	596	781	901
Thuế TNDN	-181	-243	-303	Tổng Tài sản	4.492	5.375	6.436
LNST trước CĐTS	725	973	1.210	Phải trả ngắn hạn	279	379	492
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	Nợ ngắn hạn	846	846	846
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	725	973	1.210	Phải trả ngắn hạn khác	364	485	604
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	725	973	1.210	Tổng nợ ngắn hạn	1.489	1.710	1.942
EBITDA	988	1.308	1.629	Vay và nợ dài hạn	46	0	0
EPS cơ bản, báo cáo, VND	4.263	5.503	6.615	Phải trả dài hạn khác	8	8	8
EPS cơ bản, điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	4.263	5.503	6.615	Tổng nợ	1.543	1.717	1.949
EPS pha loãng ⁽¹⁾ , VND	4.263	5.503	6.615				
(1) Không tính các khoản lãi, lỗ tài chính bất thường							
TỶ LỆ				CỔ PHIẾU ƯU ĐÃI			
	2017	2018F	2019F		2017	2018F	2019F
Tăng trưởng				Vốn cổ phần	1.081	1.130	1.130
Tăng trưởng doanh thu	28,2%	33,3%	24,6%	Thặng dư vốn CP	877	925	925
Tăng trưởng LN HĐKD	31,0%	32,1%	23,6%	Lợi nhuận giữ lại	772	1.382	2.212
Tăng trưởng LNTT	53,6%	34,0%	24,4%	Vốn CSH khác	220	220	220
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	60,5%	29,1%	20,2%	Lợi ích CĐTS	0	0	0
Khả năng sinh lời				Vốn chủ sở hữu	2.950	3.658	4.487
Biên LN gộp %	17,4%	18,1%	18,2%	Tổng cộng nguồn vốn	4.492	5.375	6.436
Biên LN từ HĐ %	8,6%	8,6%	8,5%				
Biên EBITDA	9,0%	8,9%	8,9%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)			
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	6,6%	6,7%	6,6%		2017	2018F	2019F
ROE %	32,6%	29,5%	29,7%	Tiền đầu năm	155	175	128
ROA %	17,9%	19,7%	20,5%	Lợi nhuận sau thuế	725	973	1.210
Chỉ số hiệu quả vận hành				Khấu hao	39	54	80
Số ngày tồn kho	126	117	114	Thay đổi vốn lưu động	-544	-684	-529
Số ngày phải thu	1	1	1	Điều chỉnh khác	-111	-70	-80
Số ngày phải trả	11	9	10	Tiền từ hoạt động KD	109	273	681
TG luân chuyển tiền	116	109	105	Chi mua sắm TSCĐ	-115	-239	-200
Thanh khoản				Đầu tư	-149	160	0
CS thanh toán hiện hành	2,6	2,7	2,9	Tiền từ HĐ đầu tư	-264	-79	-200
CS thanh toán nhanh	0,3	0,1	0,2	Cổ tức đã trả	-185	-292	-301
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,1	0,2	Tăng (giảm) vốn	975	97	0
Nợ/Tài sản	19,9%	15,7%	13,1%	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-13	-46	0
Nợ/Vốn sử dụng	23,2%	18,8%	15,9%	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-603	0	0
Nợ/Vốn CSH	18,9%	19,6%	12,0%	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0
Khả năng thanh toán lãi vay	17,3	26,9	33,3	Tiền từ hoạt động TC	174	-241	-301
				Tổng lưu chuyển tiền tệ	20	-47	180
				Tiền cuối năm	175	128	309

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

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

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

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

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



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 28 3914 3588

Phòng giao dịch

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120

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

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

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

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên ext 149

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp ext 140

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

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588 ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

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

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch

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

Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

Ngân hàng, Tài Chính và Bảo Hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc ext 123

- Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

Hà Nội

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

Khuyến cáo

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