

MUA [+14%]

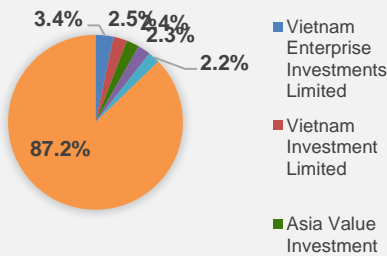
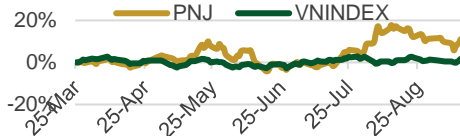
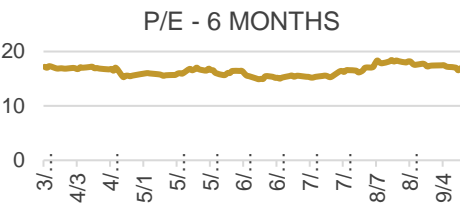
Ngày cập nhật: 11/11/2019

Giá mục tiêu	96,925	VND
Giá hiện tại	84,700	VND

PHS

 (+82-28) 5 413 5479 – support@phs.vn
Thông tin cổ phiếu

CP đang lưu hành (triệu)	222.6
Free-float (triệu)	178.1
Vốn hóa (tỷ đồng)	18,250
KLGD TB 3 tháng	624,192
Sở hữu nước ngoài	49.00%
Ngày niêm yết đầu tiên	23/03/2009

Cổ đông lớn

Biến động giá cổ phiếu so với Index

Lịch sử định giá


Nguồn: Fiinpro

PNJ tăng trưởng nhờ đẩy mạnh kinh doanh vàng trang sức
Sơ lược về công ty:

Vào tháng 01/2004, PNJ chính thức chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần và chính thức niêm yết trên sàn HOSE vào tháng 3/2009. Hoạt động chính trong lĩnh vực kinh doanh của PNJ là trang sức và vàng miếng. Từ năm 2015 trở đi, nhà nước chuyển sang độc quyền kinh doanh vàng miếng, PNJ đã chuyển hướng sang đẩy mạnh kinh doanh trang sức - đây là hoạt động kinh doanh chủ đạo của PNJ, đóng góp đến gần 80% vào tổng doanh thu của công ty đồng thời có biên LNG cao nhất (gần 20%).

Cập nhật KQKD:

PNJ ghi nhận kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2019 với doanh thu thuần 11,700 tỷ đồng (+11.1% YoY), hoàn thành 64% kế hoạch 2019. LNST đạt 806 tỷ đồng (+16.1% YoY). Với đà tăng trưởng như hiện nay, chúng tôi ước tính doanh thu thuần PNJ trong Q4 sẽ ở mức 5,081 tỷ đồng, nâng tổng doanh thu thuần năm 2019 lên tới 16,781 (+15.2% YoY) tỷ đồng, hoàn thành 92% kế hoạch đặt ra.

Điểm nhấn đầu tư:

Mảng kinh doanh trang sức tiếp tục tăng trưởng: PNJ tiếp tục mở thêm 26 cửa hàng trang sức trong 9 tháng đầu năm 2019. Doanh thu mảng trang sức trong 9 tháng đầu năm của PNJ khoảng 9,079 tỷ đồng (+ 6.7% YoY), trong đó doanh thu trang sức vàng đạt 8,892 tỷ đồng (chiếm 76% doanh thu mảng trang sức). Ước tính doanh thu mảng trang sức vàng sẽ đạt 12,754 tỷ đồng (+15.8% YoY) trong năm 2019.

Đẩy mạnh mảng kinh doanh đồng hồ: PNJ đã có 22 cửa hàng PNJ Watch – chuyên bán đồng hồ và dành một tầng riêng biệt của cửa hàng flagship PNJ Next cho mặt hàng này tính đến Q3/2019. PNJ cũng đang từng bước làm việc với các thương hiệu để phân phối trực tiếp. Doanh thu mảng này tăng trưởng 300% trong 6 tháng đầu năm 2019. Dự kiến doanh số bán lẻ đồng hồ sẽ đạt 200 – 300 tỷ đồng trong năm 2021.

Gia tăng đầu tư vào Công nghệ và TMĐT: PNJ đã golive thành công hệ thống ERP – SAP với phiên bản mới nhất SAP S4/HANA và kết hợp E-commerce với mạng lưới cửa hàng để tạo nên omni-channel.

Định giá & khuyến nghị:

Chúng tôi nhận định mục tiêu tăng trưởng 25% doanh thu và 23% LNST trong năm 2019 PNJ có vẻ khó đạt được, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần có thể đạt 16,781 tỷ đồng (+15.2% YoY) và LNST đạt 1,055 tỷ đồng (+11% YoY) với giả định PNJ biên lợi lãi gộp ở mức 18.2%. Chúng tôi điều chỉnh dự phóng cho năm 2019 một cách thận trọng khi doanh thu PNJ sụt giảm khá mạnh trong Q2/2019 do sự cố ERP. Tuy nhiên, hệ thống ERP đã vận hành tốt hơn trong Q3/2019 cộng với vị thế đầu ngành cho phép PNJ sẽ tiếp tục đạt mức tăng trưởng hai chữ số trong những năm tiếp theo.

Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, ước tính mức giá hợp lý cho cổ phiếu PNJ vào khoảng **96,925 đồng/cổ phiếu**, cao hơn +14% so với giá hiện tại. Từ đó đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này.

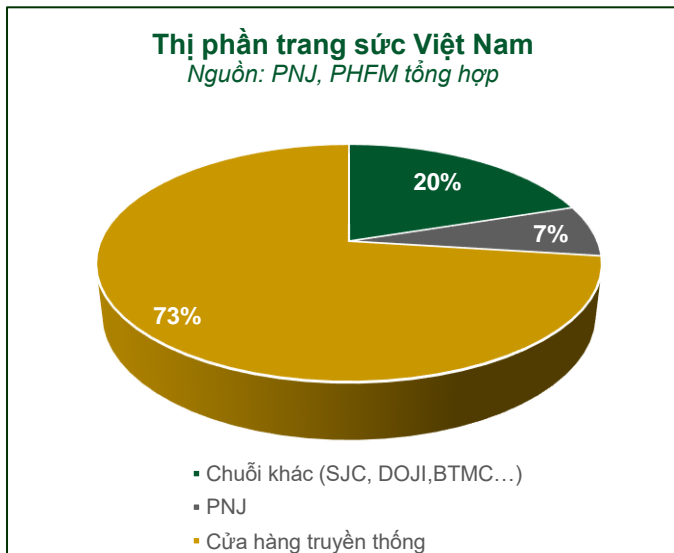
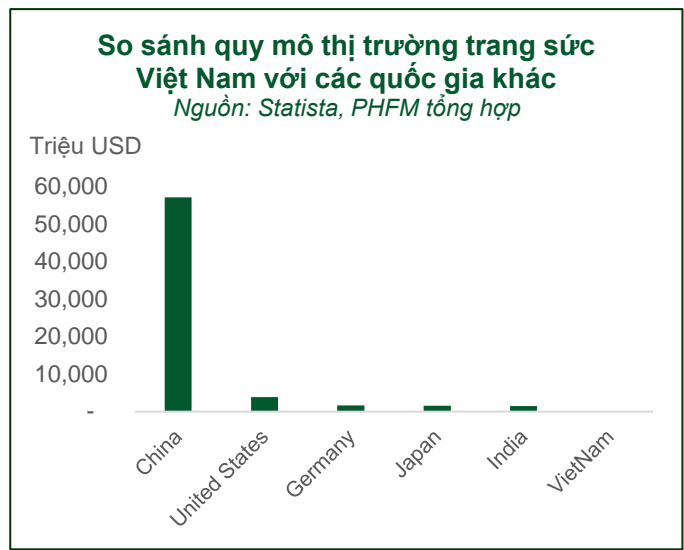
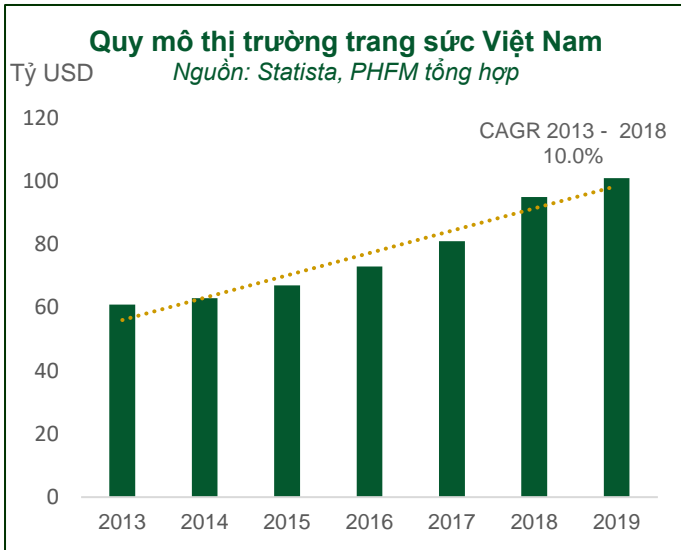
Rủi ro:

(1) Rủi ro biến động bất thường của giá vàng; (2) Ngành tiêu dùng xa xỉ phẩm phụ thuộc vào chu kỳ kinh tế; (3) Áp lực trả lãi vay trong ngắn hạn

Chỉ số tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	7,708	8,565	10,977	14,571	16,781	19,326
LNST (tỷ VND)	152	451	726	952	1,064	1,400
EPS (VND)	1,347	4,386	6,443	6,429	4,779	6,288
Tăng trưởng EPS (%)	-37%	226%	47%	0%	-26%	32%
Giá trị sổ sách (VND)	12,332	14,597	26,181	25,285	19,521	24,110
P/E	31.85	15.16	2.13	14.50	17.75	14.87
P/B	3.48	4.56	0.52	3.69	4.34	3.88
Cổ tức tiền mặt (%)	15%	10%	10%	10%	8%	8%

Dự địa tăng trưởng của trường thị trang sức vàng cho các thương hiệu lớn

- Tổng quan về thị trường trang sức tại Việt Nam

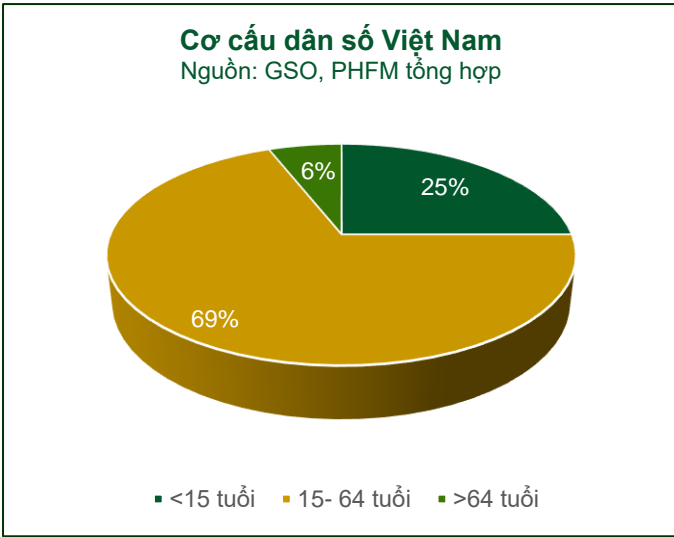


Theo Statista, thị trường trang sức Việt Nam năm 2018 có doanh thu khoảng 95 tỷ USD, có mức độ tăng trưởng hằng năm lên tới hai chữ số 17.3% so với năm 2017. Dự báo trong năm 2023, doanh thu thị trường trang sức Việt Nam khoảng 126 tỷ USD, tăng gấp hai lần so với năm 2013, tốc độ tăng trưởng kép CAGR trong giai đoạn 2019 – 2023 khoảng 6%. Tuy nhiên, thị trường trang sức Việt Nam còn quy mô thị trường trang sức Việt Nam vẫn còn rất nhỏ so với một số nước láng giềng như Trung Quốc, Ấn Độ, Nhật Bản,..Xét trong năm 2019, doanh thu trang sức tại Việt Nam chỉ bằng 0.2% so với Trung Quốc và bằng 7% so với Ấn Độ do thu nhập bình quân đầu người tại Việt Nam còn thấp so với khu vực và trên thế giới.

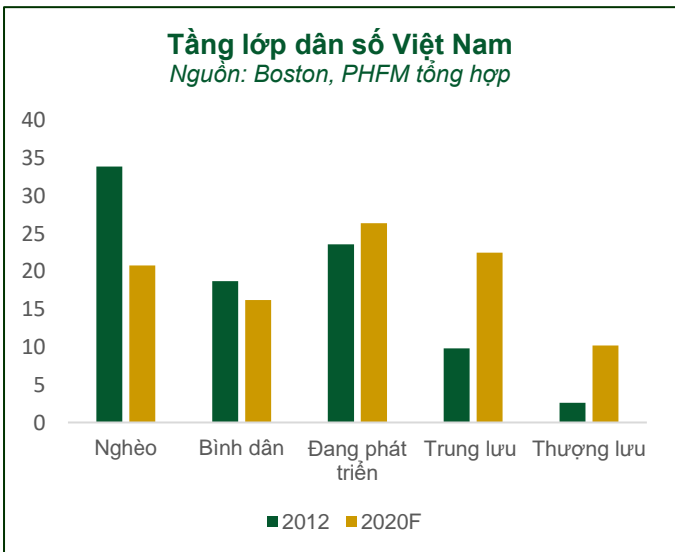
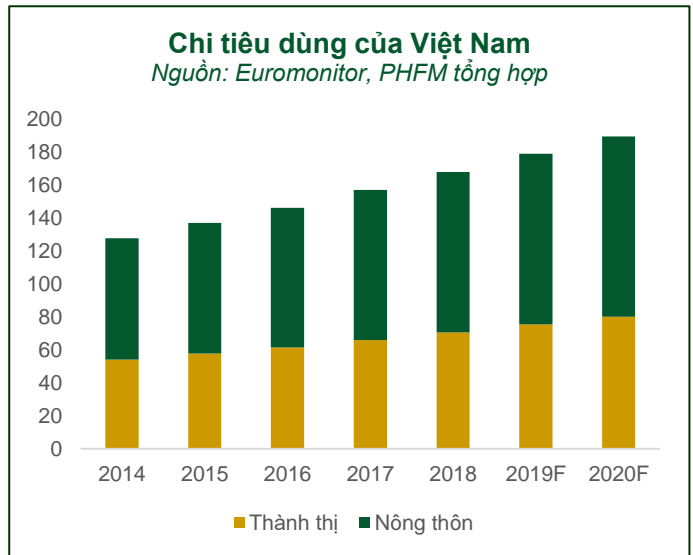
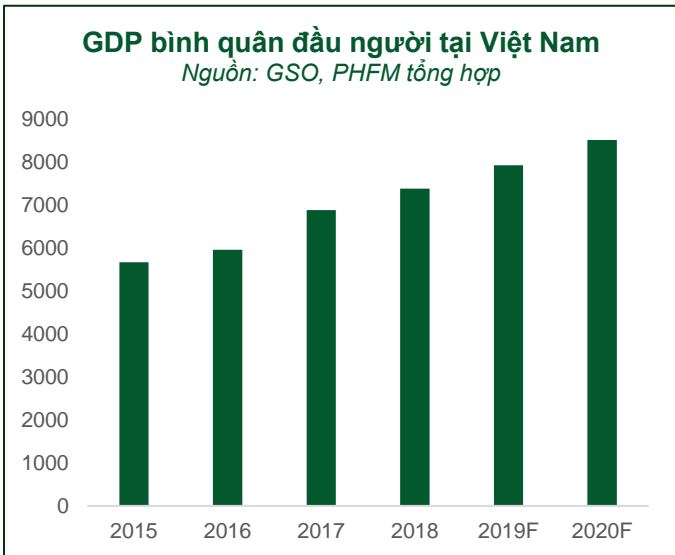
Thị trường trang sức Việt Nam được đánh giá là phân mảnh cao với khoảng 73% thị phần thuộc các cửa hàng nhỏ lẻ. Các thương hiệu lớn như CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ), Công ty TNHH MTV Vàng bạc Đá quý Sài Gòn (SJC), Công ty Vàng bạc Đá quý Bảo Tín Minh Châu, Tập đoàn Doji... cũng chỉ chiếm 20% còn lại. Do thị trường phân mảnh cao, nên số liệu của các cửa hàng nhỏ lẻ trong nước khó xác định. Điều này đã và đang làm khó cho các hoạt động kinh doanh của các thương hiệu lớn vì cạnh tranh về giá bán rất lớn. Tuy nhiên, thông tư 22/2013/TTBKHCN về bảo đảm chất lượng trang sức bán ra đã tạo cơ hội cho các doanh nghiệp lớn chiếm dần thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ. Điển hình là doanh thu bán lẻ trang sức của PNJ tăng mạnh kể từ khi Thông tư 22 có hiệu lực. Trang sức phổ biến nhất vẫn là vàng trang sức, phân khúc này chiếm khoảng từ 70%- 80% trong cơ cấu doanh thu của các doanh nghiệp kinh doanh trang sức tại Việt Nam.

• Các nhân tố tác động tích cực đến thị trường vàng trang sức tại Việt Nam

(1) Cơ cấu dân số vàng cùng thu nhập bình quân đầu người tăng là động lực thúc đẩy thị trường trang sức vàng:



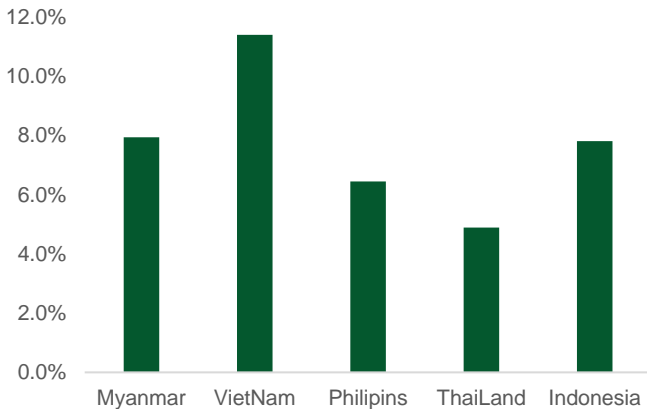
Dân số Việt Nam mỗi năm tăng trưởng trung bình khoảng 1.2%, trong đó 69% dân số thuộc nhóm tuổi từ 15 đến 64 tuổi, nằm trong độ tuổi lao động. Trong đó có 51% dân số là nữ, tạo ra lực lượng mua sắm trang sức dồi dào. Đây cũng là một trong những yếu tố giúp cho ngành trang sức của Việt Nam tăng trưởng.



Mức thu nhập bình quân đầu người tại Việt Nam ngày càng được cải thiện với tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm đạt 8.5%. Trong báo cáo gửi Ủy ban Thường vụ Quốc hội về dự báo tình hình kinh tế 2016 -2020, Bộ Kế hoạch và Đầu tư đưa ra mục tiêu tốc độ tăng trưởng kinh tế bình quân 5 năm đạt 6.5-7%/năm. Do đó, ước tính GDP bình quân đầu người sẽ rơi vào khoảng 3,200 – 3,500 USD. Điều này hỗ trợ mức gia tăng trong chi tiêu dùng tại Việt Nam ở cả thành thị và nông thôn. Cụ thể, mức tăng trong chi tiêu dùng tại nông thôn tăng từ 73.8 tỷ USD đến 97.4 tỷ USD trong giai đoạn 2014 – 2018, với tốc độ tăng trưởng kép khoảng 7.2%. Tại thành thị, mức chi tiêu dùng năm 2018 đạt 70.7 tỷ USD, gấp đôi mức chi tiêu năm 2011, với tốc độ tăng trưởng kép CAGR khoảng 7% trong giai đoạn 2014 – 2018.

Mức tăng trưởng MAC của một số nước Đông Nam Á

Nguồn: Boston, PHFM tổng hợp

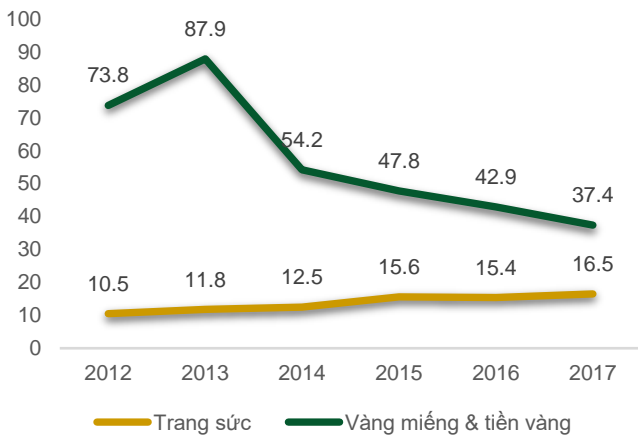


Với tình hình kinh tế phát triển như hiện nay, tập đoàn tư vấn Boston (Mỹ) dự báo tầng lớp trung lưu và giàu có (MAC: middle and affluent class) của Việt Nam sẽ tăng lên tới 33 triệu người, tương đương khoảng 1/3 dân số đất nước vào năm 2020. Như vậy mức tăng trưởng nhóm MAC của Việt Nam sẽ là 11.4%/năm và là mức cao nhất so với các nước trong khu vực (đứng sau là Indonesia 7.8% và Myanmar 7.8%). Xu hướng tiêu dùng của những người dân Việt Nam cũng dần thay đổi, nhất tầng lớp thuộc nhóm MAC, họ ngày quan tâm hơn đến những sản phẩm về chăm sóc sức khỏe, làm đẹp có chất lượng cao của những thương hiệu nổi tiếng, và trang sức là một trong số đó.

(2) Nhu cầu trang sức vàng tại thị trường Việt Nam ngày càng tăng

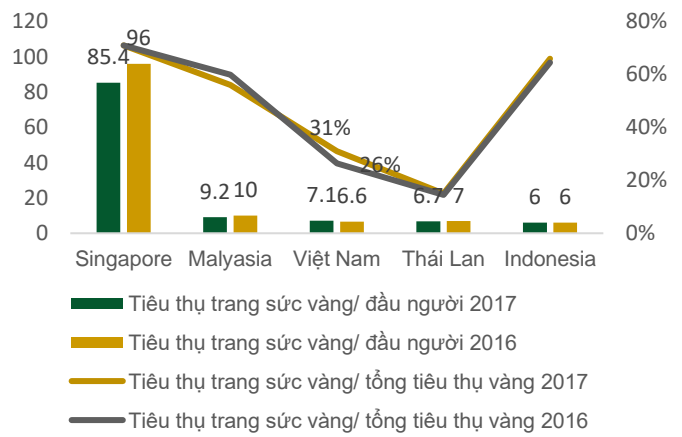
Tiêu thụ vàng trang sức và vàng miếng & tiền vàng tại Việt Nam

Nguồn: GWC, PHFM tổng hợp



Tiêu thụ vàng tại Việt Nam, so sánh với các quốc gia khác

Nguồn: GWC, PHFM tổng hợp



Theo báo cáo Q4/ 2018 của Hội đồng Vàng thế giới, nhu cầu vàng trang sức tại Việt Nam đang ở mức cao nhất trong vòng 10 năm qua, đạt khoảng 16.5 tấn/năm. Đồng thời giá vàng đã phục hồi từ thời điểm tháng 8/2018 cũng cho thấy nhu cầu vàng trên thế giới đang tăng trở lại.

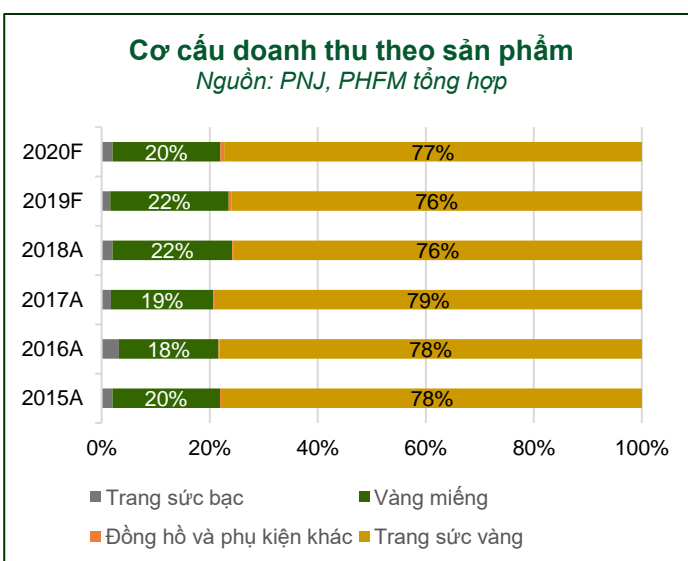
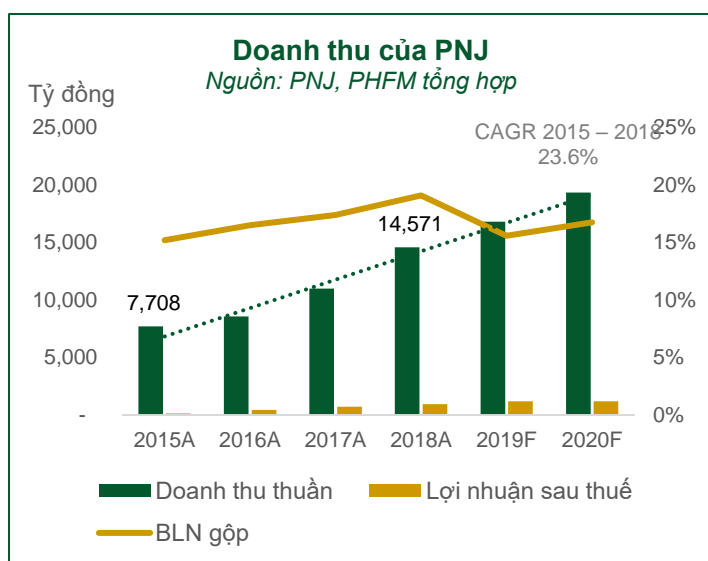
Tỷ lệ tiêu thụ vàng trang sức của Việt Nam so với tổng tiêu thụ vàng chỉ chiếm 31% trong khi các nước khác, tỷ lệ này đều trên 50% (ngoại trừ Thái Lan). Mặc dù Việt Nam xếp thứ 14 thế giới về tiêu thụ vàng nhưng phần lớn người Việt Nam vẫn có thói quen mua vàng miếng để tích trữ và nhu cầu làm đẹp bằng vàng trang sức còn khá hạn chế. Tính về số lượng, vàng miếng và tiền vàng vẫn chiếm tới 70% tổng tiêu thụ vàng tại Việt Nam. Tuy nhiên, con số đã này bắt đầu giảm mạnh từ sau 2013 khi Chính phủ ban hành các quy định nhằm kiểm soát thị trường vàng và chấm dứt tình trạng “vàng hóa” trong hệ thống ngân hàng. Bên cạnh đó, đời sống vật chất của người dân ngày càng được cải thiện dẫn đến những thay đổi trong thói quen tiêu dùng, xu hướng dịch chuyển từ mua vàng miếng sang vàng trang sức đang diễn ra một cách mạnh mẽ. Cụ thể, trong giai đoạn 2012-2017 khi quy mô thị trường vàng miếng sụt giảm chỉ còn 37.4 tấn trong năm 2017, giảm 1/2 so với mức 73.8 tấn trong năm 2012, với tỷ lệ tăng trưởng kép CAGR -13% trong khi vàng trang sức lại có mức tăng trưởng liên tục từ giai đoạn 2012 – 2017, mức tiêu thụ vàng trang sức lên 16.5 tấn trong năm 2017 với tốc độ tăng trưởng kép khoảng 10% mỗi năm.

Giá trị vàng trang sức trên đầu người năm của Việt Nam đạt 7.7 USD/ người vào năm 2017, tăng 7.5% so với năm 2016. Bên cạnh đó, mức tiêu thụ trang sức vàng/ tổng tiêu thụ vàng cũng có xu hướng tăng, từ mức 25% vào 2016 lên 31% vào năm 2017. Trong khi đó, một số nước khác trong khu vực Đông Nam Á như Singapore, Malaysia, Thái Lan đều có mức tiêu thụ trang sức vàng/ đầu người và tỷ trọng tiêu thụ trang sức vàng/tổng tiêu thụ vàng ngang bằng, thậm chí giảm sút so với năm ngoái.

(3) Ngành công nghiệp nhận được sự quan tâm từ chính phủ.

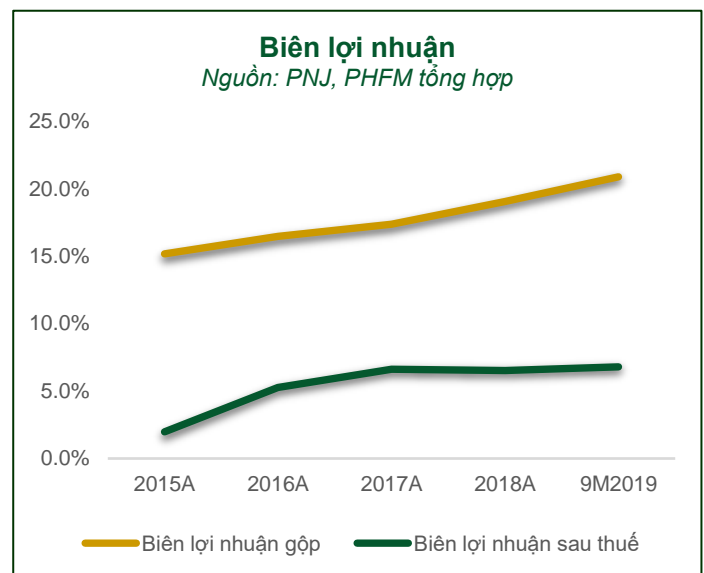
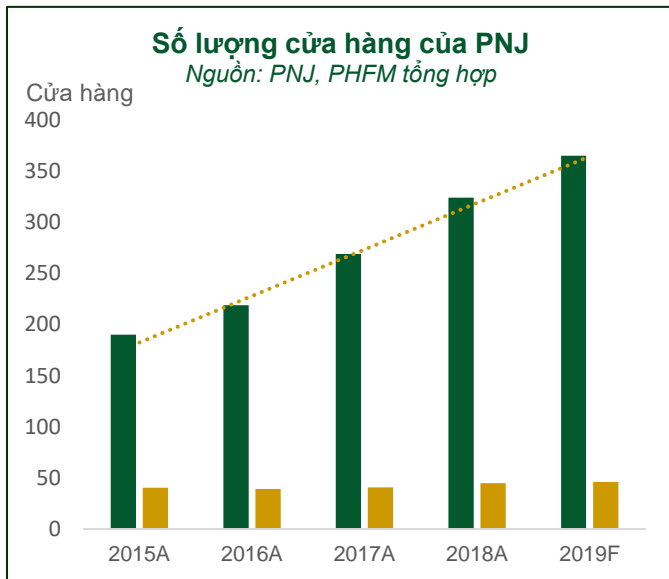
Trước đây, hoạt động kinh doanh vàng trang sức không được quản lý chặt chẽ về mặt tiêu chuẩn cũng như chất lượng sản phẩm khiến cho các cơ sở kinh doanh vàng nhỏ lẻ có điều kiện kinh doanh những mặt hàng kém chất lượng, vàng kém tuổi. Để giải quyết tình trạng trên, chính phủ đã ban hành thông ty 22/2013/TT-BKHCHN quy định về chất lượng vàng trang sức vào năm 2014. Thông tư 22 được ban hành đã giúp kiểm soát được chất lượng sản phẩm một cách tốt nhất, tạo lợi thế cho các thương hiệu uy tín trên thị trường. Nhiều doanh nghiệp sản xuất, kinh doanh vàng trang sức với quy mô nhỏ phải tạm ngưng hoạt động do không thực hiện đúng quy định. Ngược lại, các doanh nghiệp lớn như PNJ, SJC, DOJI lại có cơ hội tốt nhờ uy tín về chất lượng cũng như thương hiệu. Sự quản lý thị trường tốt làm người dân tin tưởng hơn vào chuỗi cửa hàng của các đơn vị có uy tín hơn là các cửa hàng gia đình. Ngoài ra với lợi thế về quy mô sản xuất và quản lý chuyên nghiệp thì các cửa hàng nhỏ khó có thể cạnh tranh về mặt chi phí so với các doanh nghiệp lớn. Cơ quan chức năng sau một thời gian chờ cho các doanh nghiệp nhỏ lẻ thích nghi với quy định của thông tư 22, thì từ năm 2015 đến nay các cơ quan quản lý đã siết chặt việc kiểm soát thực hiện đúng quy định chất lượng vàng trang sức. Số lượng doanh nghiệp bị xử phạt vi phạm ngày càng nhiều, điều này cho thấy thị trường vàng còn chưa được hoàn toàn minh bạch và cơ quan quản lý sẽ tiếp tục siết chặt trong thời gian tới.

PNJ tăng trưởng bền vững – biên lợi nhuận liên tục được cải thiện



Trong giai đoạn 2015 – 2018, doanh số của PNJ tăng từ 7,708 tỷ đồng lên tới 14,571 tỷ đồng với mức tăng trưởng kép CAGR khoảng 23.6%. Mức tăng trưởng doanh thu của PNJ chủ yếu đến từ lĩnh vực chủ đạo của công ty – mảng kinh doanh trang sức khi PNJ liên tục gia tăng số lượng cửa hàng mới mở với tốc độ tăng trưởng hằng năm lên tới hai chữ số (dao động từ 15%- 23% YoY). Chỉ riêng năm 2018, PNJ có thêm 55 cửa hàng mới (bao gồm tỷ lệ cửa hàng đóng cửa), đưa tổng số cửa hàng bán lẻ đến cuối 2018 lên 324 trên cả nước, mức doanh thu bình quân trên mỗi cửa hàng năm 2018 đạt 44.97 tỷ đồng. Trong năm 2019, PNJ cũng dự kiến mở thêm 40 cửa hàng mới tập trung ở những thành phố lớn như Hà Nội, TP.HCM và khu vực ĐBSCL, mức doanh thu bình quân trên mỗi cửa hàng năm 2018 đạt 45.98 tỷ đồng (+2.2% YoY). Trong mảng kinh doanh trang sức của PNJ, phân khúc bán lẻ trang sức vàng chiếm tỷ trọng cao nhất khoảng 69%. Doanh thu bán lẻ trang sức vàng năm 2018 đạt 7,743 tỷ đồng, cao hơn gấp 2 lần so với doanh thu năm 2015, với tốc độ tăng trưởng kép CAGR lên tới hai chữ số trong giai đoạn 2015 – 2018 khoảng 33.6%.

Mảng trang sức bạc chỉ đóng góp khoảng 3% trong mảng kinh doanh trang sức nhưng đóng góp 7%-8% trong cơ cấu lợi nhuận gộp của PNJ. Mảng kinh doanh này có mức độ tăng trưởng ổn định qua từng năm nhờ vào hoạt động marketing với nhiều chương trình khuyến mãi hấp dẫn và một số sản phẩm mới thường xuyên được ra mắt trên thị trường. Doanh thu trang sức bạc năm 2018 đạt 277 tỷ đồng với tốc độ tăng trưởng tăng 29% so với năm 2017. Dự kiến mảng kinh doanh này năm 2019 đạt 329 tỷ đồng, vẫn duy trì mức tăng trưởng 29%.



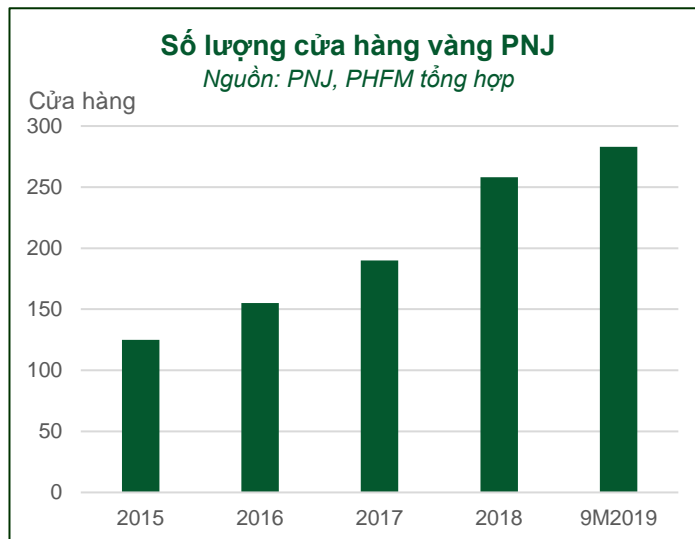
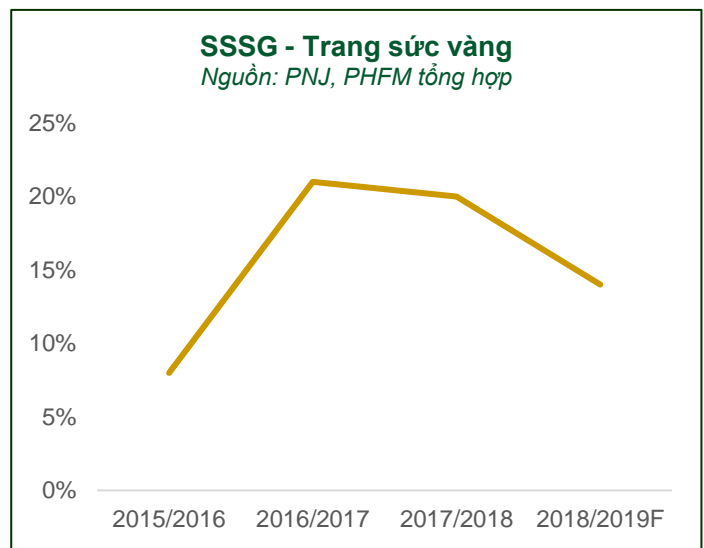
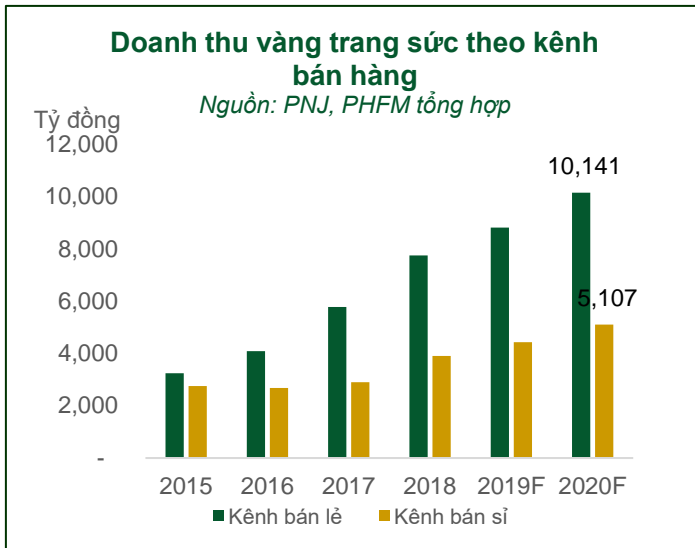
PNJ chính thức triển khai ngành hàng mới – đồng hồ đeo tay vào năm 2018 sau 5 năm bán thử nghiệm tại các cửa hàng trang sức. Doanh thu từ bán lẻ đồng hồ năm 2018 đạt 27 tỷ đồng với tốc độ tăng trưởng 12.5% so với năm 2017. Trong 9 tháng 2019, PNJ đã có 22 cửa hàng bán đồng hồ, gồm 20 cửa hàng theo mô hình shop-in-shop, 1 cửa hàng trong trung tâm thương mại và 1 cửa hàng độc lập, dự kiến sẽ có tổng cộng 35 điểm bán lẻ đồng hồ vào cuối năm 2019 và 70 điểm bán lẻ vào năm 2020, đồng thời kết hợp phát triển thương mại điện tử để bán đồng hồ trực tuyến

Mảng kinh doanh vàng miếng vẫn chiếm tỷ trọng từ 19%-20% doanh thu từ năm 2015 nhưng tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu khá thấp chỉ chiếm từ 2%-3%. Trong 9 tháng đầu năm 2019, doanh thu vàng miếng đạt 2,562 tỷ đồng (+34% YoY), chiếm 21.9% trong cơ cấu doanh thu, cao hơn so với mức tỷ trọng 18.1% của 9 tháng đầu năm 2018 do giá vàng tăng trong Q3/2019.

Biên lợi nhuận gộp của PNJ năm 2018 đạt 19.1%, cải thiện hơn so với năm 2017. Trong 9 tháng đầu năm 2019, PNJ tiếp tục ghi nhận biên lợi nhuận gộp đạt 20.9% so với 18.6% trong 9 tháng năm 2018 nhờ công ty tiếp tục tập trung vào phân khúc bán lẻ vàng trang sức – mảng kinh doanh có biên lợi nhuận cao và nhờ tối ưu hóa chi phí sản xuất. Bên cạnh đó, biên lợi nhuận của PNJ còn được đánh giá cao hơn so với đối thủ trong ngành như SJC hay Doji do tốc độ dịch chuyển sang mảng trang sức của SJC và Doji có phần chậm chạp hơn PNJ và vàng miếng vẫn đóng góp tỷ trọng lớn vào doanh thu của hai doanh nghiệp này, đồng thời chất lượng và mẫu mã của sản phẩm PNJ được đánh giá cao hơn vì thế có sức mạnh ấn định giá cao hơn với đối thủ cạnh tranh. Mặc dù biên lợi nhuận gộp trong Q3/2019 có sự sụt giảm nhẹ so với 6 tháng đầu năm do tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu gộp của mảng kinh doanh vàng miếng gia tăng. PNJ còn có lợi thế vừa sản xuất vừa phân phối nên kiểm soát hiệu quả các chi phí ngay từ khâu sản xuất, điều mà ít nhà bán lẻ làm được.

Biên lợi nhuận ròng của PNJ được cải thiện dần trong giai đoạn 2015 - 2018, tăng từ 1.98% lên tới 6.53% do PNJ không còn trích lập dự phóng khoản tiền đầu tư vào Ngân hàng Đông Á và biên lợi nhuận gộp của PNJ ngày càng được cải thiện. Biên lợi nhuận ròng trong 9 tháng 2019 của PNJ đạt 6.8%, tăng cao hơn so với 6.5% biên lợi nhuận trong 9 tháng 2018, một phần cũng nhờ vào liên lãi gộp tăng.

PNJ tập trung đẩy mạnh mảng kinh doanh cốt lõi – vàng trang sức



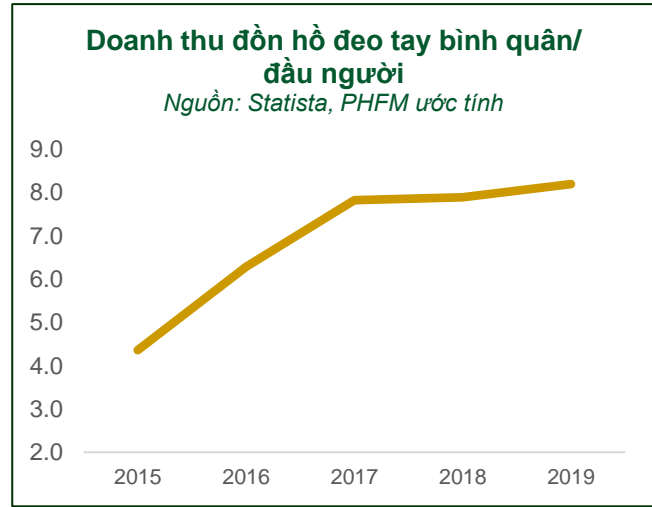
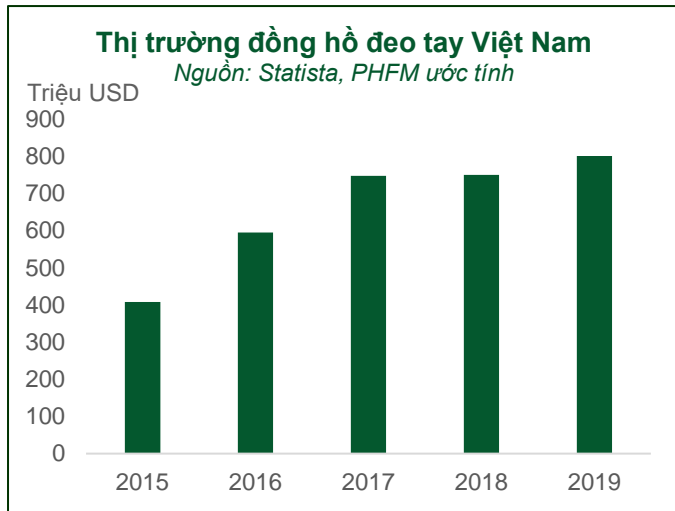
Doanh thu mảng trang sức vàng năm 2018 đạt 11,642 tỷ đồng (+34%YoY), chiếm 80% trong cơ cấu doanh thu của PNJ và 92% trong lợi nhuận gộp của PNJ. Trong đó, vàng trang sức bán lẻ có mức doanh thu vượt bậc khi hoàn thành 108% so với kế hoạch, tăng 41% so với năm 2017 nhờ tốc độ tăng trưởng doanh thu cửa hàng vàng hiện hữu đạt 20% và đóng góp 55% trong tổng doanh thu của toàn công ty. Ước tính doanh thu trang sức bán lẻ sẽ đạt khoảng 8,806 tỷ đồng (+14 YoY), mức độ tăng trưởng thấp hơn so với năm 2018 do PNJ phải tập trung nguồn lực khắc phục sự cố ERP hồi Q2/2019 và chỉ mở được thêm 5 cửa hàng trong quý 3/2019. Trong 9 tháng năm 2019 PNJ mở thêm được 25 cửa hàng vàng, bằng 1/3 so với số lượng cửa hàng mới năm 2018.

Kênh bán sỉ chỉ chiếm 25% của doanh thu nhưng cũng có mức tăng trưởng kép CAGR lên tới hai chữ số khoảng 12.3% trong giai đoạn 2015 – 2018. Năm 2018, kênh bán sỉ của PNJ đạt 3,899 tỷ đồng, tăng 34.8% so với cùng kỳ năm trước khi PNJ khai trương thêm trung tâm bán sỉ trang sức và đồ mỹ nghệ kim hoàn đầu tiên tại TP HCM vào tháng 4/2018. Như vậy, song song với việc tăng tốc độ hệ thống bán lẻ hiện thì PNJ cũng chú trọng hơn nữa đầu tư hệ thống bán sỉ, nhằm phục vụ tốt nhất các nhu cầu của gần 3.000 khách hàng mua bán sỉ trang sức của PNJ trên toàn quốc đặc biệt là các bạn hàng sỉ tại TP HCM. Ước tính doanh thu kênh bán sỉ trong năm 2019 đạt 4,435 tỷ đồng, chiếm 21% tổng doanh thu.

Hoạt động Marketing đang được ban lãnh đạo PNJ chú trọng, đây là một trong những nhân tố thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của công ty. Nắm bắt thời cơ sức mua thị trường phục hồi tốt vào tháng 8, PNJ đã tổ chức rất nhiều chương trình ưu đãi hấp dẫn như Crazy Sales tại TPHCM và Đông Nam Bộ. Bên cạnh đó, để chuẩn bị cho mùa kinh doanh cao điểm vào cuối năm, PNJ cũng cho ra mắt nhiều sản phẩm và bộ sưu tập mới.

PNJ khao khát dẫn đầu thị phần thị trường đồng hồ với PNJ Watch

- Sơ lược thị trường đồng hồ Việt Nam



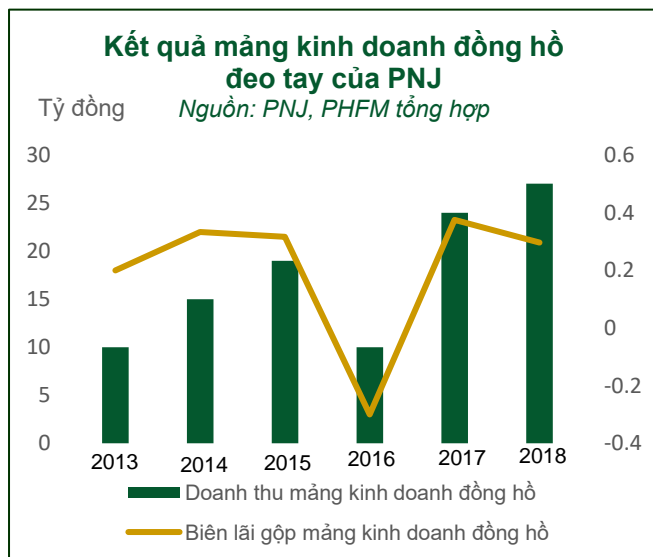
Tiêu chí so sánh	Chợ đồng hồ, cửa hàng nhỏ lẻ	Chuỗi cửa hàng lớn
Giá cả	Khá rẻ	Cao do thuế nhập khẩu và chi phí vận hành cửa hàng
Nguồn gốc sản phẩm	Kém tin cậy, tỷ lệ hàng giả cao	Tin cậy
Đa dạng sản phẩm	Cao	Trung bình
Thuận tiện trong mua sắm	Dễ tiếp cận	Khó tiếp cận với một số người dân không sống ở thành phố lớn
Dịch vụ tư vấn, bảo hành	Hạn chế	Cung cấp dịch vụ bảo hành 2-5 năm

Theo một nghiên cứu được PNJ công bố vào năm 2018, thị trường đồng hồ đeo tay tại Việt Nam có giá trị gần 750 triệu USD, tương đương khoảng 17,000 tỉ đồng và hiện chưa có nhà phân phối nào nắm giữ thị phần từ 20% trở lên. Đồng hồ đeo tay tại Việt Nam có thể chia làm 2 phân khúc chính: đồng hồ thời trang và đồng hồ thông thường. Các sản phẩm thuộc nhóm đồng hồ thời trang thường đến từ các thương hiệu thời trang nổi tiếng và thường không chuyên về đồng hồ như Michael Kors, Daniel Wellington, Calvin Klein hay Emporio Armani. Dòng sản phẩm này có tính thẩm mỹ cao, giá dao động từ thấp đến trung bình (dưới 10 triệu đồng), đối tượng khách hàng chủ yếu là nữ. Đối với nhóm đồng hồ thông thường thì các sản phẩm đến từ các thương hiệu chuyên về đồng hồ, chủ yếu là Thụy Sĩ (Rolex, Omega, FC, Tissot) và Nhật Bản (Seiko, Citizen, Orient, Casio). Dòng sản phẩm này ở thị trường Việt Nam đa phần có thiết kế (vài triệu) đến cao cấp (hàng trăm triệu). Đối tượng khách

thiên hướng nam tính, giá thường dao động từ trung bình (vài triệu) đến cao cấp (hàng trăm triệu). Đối tượng khách hàng thường là nam.

Tại Việt Nam, thị trường đồng hồ đeo tay tại Việt Nam được đánh giá là khá "bát nháo" khi nhu cầu tiêu dùng ngày càng lớn nhưng nguồn cung hạn chế dẫn đến xuất hiện quá nhiều sản phẩm không rõ nguồn gốc trên thị trường. Đây chính là cơ hội với những chuỗi cửa hàng bán lẻ uy tín gia nhập vào thị trường tiềm năng này.

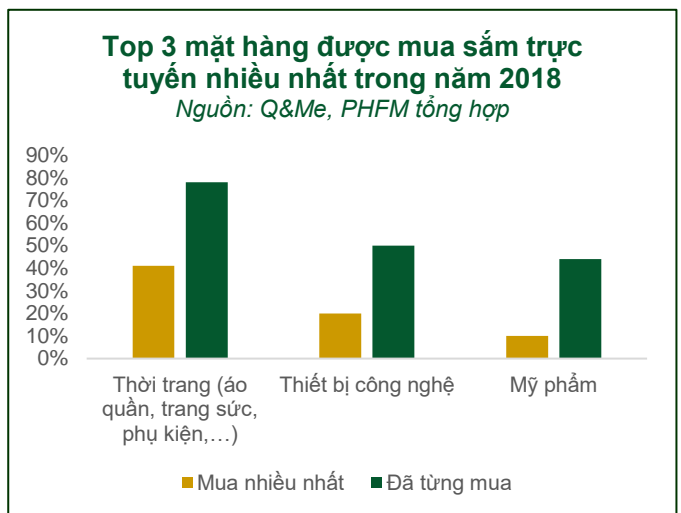
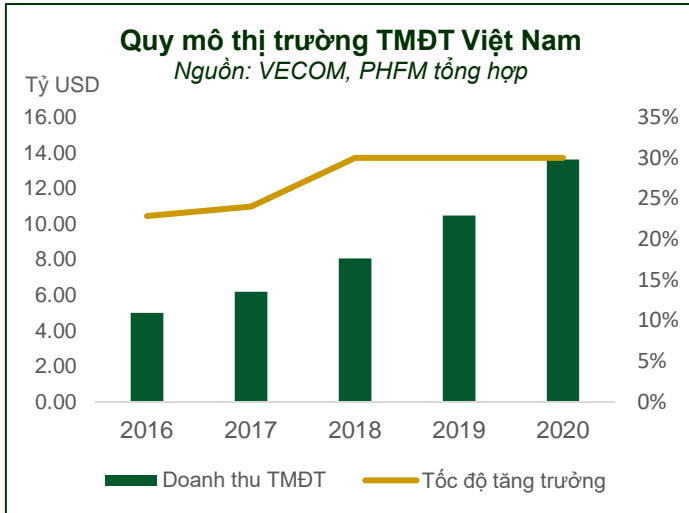
- PNJ đầu tư mạnh mẽ mảng kinh doanh đồng hồ trong năm 2019



PNJ bắt đầu thử nghiệm kinh doanh đồng hồ đeo tay vào năm 2012, tập trung phân khúc thị trường trung và cao cấp tương tự chiến lược chiếm lĩnh thị trường của doanh nghiệp đối với mảng trang sức. Thương hiệu PNJ Watch đã và đang có những bước tiến chắc chắn với các dòng sản phẩm được đồng đảo người tiêu dùng ưa chuộng như: Longines, Movado, Michael Kors, Tissot dao động trong mức giá từ trên 2 triệu đến 84 triệu đồng. Trong năm 2018, ngành hàng này của PNJ đạt doanh thu khoảng 27 tỷ đồng, tăng trưởng 18% YoY. Năm 2019, PNJ sẽ tập trung hơn cho mảng này với việc thành lập cửa hàng chuyên doanh đồng hồ đầu tiên và dành một tầng riêng biệt của cửa hàng flagship PNJ Next cho mặt hàng này. Vào quý II/2019, mảng kinh doanh đồng hồ và phụ kiện của PNJ đã tăng trưởng mạnh, đạt 12,823 tỉ đồng, tăng gấp 2.7 lần so với cùng kỳ năm ngoái. Trong khi đó, giá vốn bán hàng của nhóm này chỉ gần 8,000 tỷ đồng, do đó biên lợi nhuận gộp của đồng hồ lên đến 38%, cao hơn biên lợi nhuận gộp của trang sức 16%.

Miếng bánh thị trường đồng hồ đeo tay Việt Nam cũng được các tên tuổi lớn gia nhập như Tập đoàn vàng bạc đá quý Doji hay Công ty bán lẻ hàng đầu Việt Nam Thế giới di động, gia tăng sự cạnh tranh giữa các thương hiệu. PNJ vừa mới triển khai ERP và dần đi vào ổn định trong Q3/2019. Do đó, chúng tôi tin rằng việc vận dụng hiệu quả chiến lược marketing, và quản trị tốt hàng tồn kho từ hệ thống ERP sẽ giành được lợi thế cạnh tranh ở ngành hàng này.

- **PNJ đầu tư vào thương mại điện tử và công nghệ**



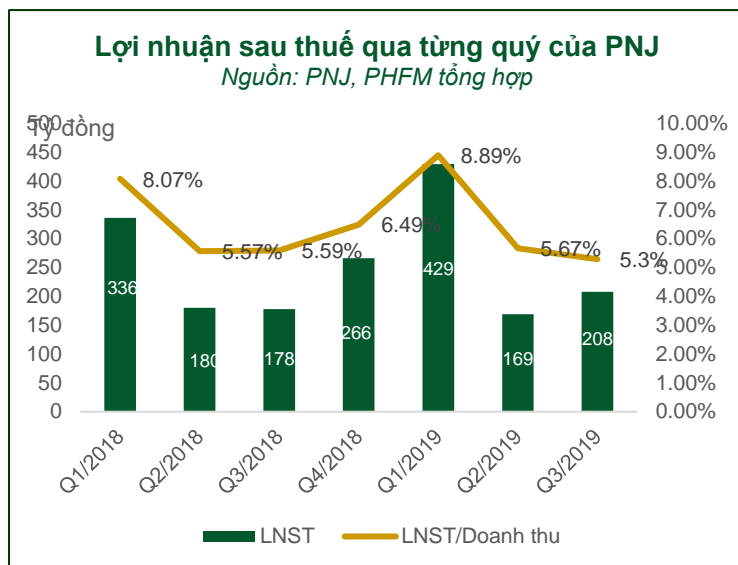
Năm 2018, toàn ngành TMĐT B2C Việt Nam, bao gồm cả hàng hóa và dịch vụ đạt mức 8.06 tỷ USD, tăng trưởng 30% so với năm 2017. Đây cũng là mức tăng trưởng cao nhất trong vòng 3 năm trở lại đây. Dự báo tốc độ tăng trưởng của năm 2019 - 2020 tiếp tục ở mức 30% thì tới năm 2020 quy mô thị trường sẽ lên tới 13 tỷ USD. Số lượng người tham gia mua sắm trực tuyến trên các nền tảng TMĐT cũng tăng nhanh. Năm 2018, cả nước có 39.9 triệu người tham gia mua sắm trực tuyến, tăng 11.8% so với năm 2017 và tăng gần gấp đôi chỉ sau 3 năm. Vai trò của TMĐT cũng dần trở nên quan trọng hơn khi tỷ trọng doanh thu từ TMĐT trên tổng mức bán lẻ hàng hóa cả nước đạt 4.2%; tăng 0.6% so với năm trước đó. Mặt hàng được mua sắm trực tuyến nhiều nhất trong năm 2018 là thời trang (gồm áo quần, phụ kiện và trang sức,..)

Tiến trình thực hiện chiến lược Digital Transformation của PNJ đang trên đà tăng tốc với cấu phần quan trọng nhất là Dự án hoạch định nguồn lực doanh nghiệp - ERP đã bước vào giai đoạn ổn định trong Q3/2019. Với hệ thống ERP mới nhất, nổi tiếng nhất thế giới SAP 4HANA, PNJ kỳ vọng sẽ quản lý và tận dụng tối đa tiềm năng các nguồn lực để đẩy nhanh tốc độ chiếm lĩnh thị trường, tạo sức bật cho những bước tiến dài trong tương lai. Một trong những điểm nổi bật bước đầu của dự án là công nghệ Data Analytics phân tích và tối ưu hóa lượng hàng tồn kho cũng như lượng hàng đang di chuyển. Song song, công nghệ Computer Vision kết hợp với trí tuệ nhân tạo đã biến những chiếc camera an ninh thành công cụ đọc hành vi khách hàng, nhân viên nhằm đi đến những sự điều chỉnh cần thiết về phương thức bố trí quầy, kệ, tạo thuận lợi cho phân luồng di chuyển của khách hàng, tối ưu hóa hoạt động phục vụ khách hàng. Bên cạnh đó, PNJ tiếp tục đón đầu xu hướng 4.0 bằng việc kết hợp E-commerce với mạng lưới cửa hàng để dễ tạo nên omni-channel nhằm tăng cường tính tương tác xuyên suốt với khách hàng và gia tăng tỉ lệ bán hàng thành công.

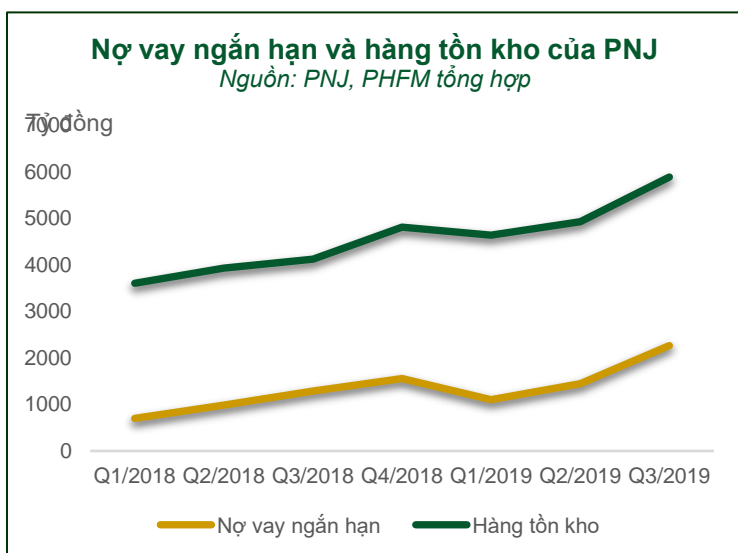
Với 43 chiến dịch truyền thông trong năm, Marketing online đã thu hút được 4.5 triệu lượt khách hàng đến với website trong đó có 2.5 triệu lượt khách hàng mới truy cập đã mang lại 41% lượng khách hàng giao dịch qua kênh bán hàng điện tử góp phần cho việc thúc đẩy doanh thu Online đạt mức 26 tỷ đồng trong năm 2017, tăng 70% so với năm 2016 và tăng 20% so với kế hoạch đề ra. PNJ Watch cũng có mức tăng trưởng doanh thu lên tới 300% nhờ đơn hàng online cao trong Q2/2019. Kết quả trên cho thấy PNJ đã và đang đi đúng với xu thế của thị trường và hành vi tiêu dùng hiện đại từ cách xây dựng chương trình, thông điệp chương trình và việc chọn lựa kênh truyền thông hiệu quả.

Cập nhật tình hình kinh doanh và dự báo kết quả kinh doanh 2019:

Tình hình kinh doanh năm 2019:



Kết quả kinh doanh Q2/2019 của PNJ kém khả quan khi lợi nhuận sau thuế thấp nhất trong hai năm gần đây chỉ đạt 169 tỷ đồng, giảm 6.3% so với cùng kỳ năm trước. Nguyên nhân của sự sụt giảm là do sức mua của thị trường đối với lĩnh vực trang sức suy giảm. Bên cạnh đó, sự cố triển khai hệ thống ERP mới khiến các nhà máy của PNJ chỉ hoạt động 50% công suất trong tháng 4/2019, dẫn đến tình trạng thiếu hàng để bán ở các cửa hàng, ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh quý 2 của PNJ. Trong khi đó, các chi phí phát sinh trong kỳ của PNJ đều tăng mạnh. Riêng chi phí tài chính tăng 62% lên 22.27 tỷ đồng; chi phí bán hàng tăng 7% lên 287 tỷ đồng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 58% lên 116 tỷ đồng. Đến Q3/2019, hệ thống ERP sau 6 tháng triển khai đã dần vận hành ổn định, đồng thời sức mua các mặt hàng trang sức đã dần khôi phục từ tháng 8/2019. Điều này giúp lợi nhuận sau thuế Q3/2019 tăng lên 208 tỷ đồng, tăng 17% so với cùng kỳ năm trước.



Mức hàng tồn kho của PNJ gia tăng mạnh trong 3 quý đầu năm 2019. Bên cạnh đó, khoản nợ vay ngắn hạn PNJ cũng tăng theo. Vào cuối Q3/2019, nợ vay ngắn hạn lên tới 2,266 tỷ đồng, tăng 56% so với Q2. Các khoản vay ngắn hạn này được PNJ sử dụng để mở các cửa hàng mới và phát triển kinh doanh mảng đồng hồ PNJ Watch. Việc tăng cường vay nợ kết hợp với lãi suất đi lên khiến cho chi phí lãi vay của PNJ lên tăng cao lên tới 29 tỷ đồng, tăng gần 90% so với cùng kỳ năm trước. Dự đoán giá trị hàng tồn kho có thể tiếp tục tăng nhẹ trong Q4/2019 nhằm chuẩn bị cho mùa Tết 2020 sớm. Nhu cầu cho trang sức thời trang tăng trong Q1/2020 do người Việt Nam còn có xu hướng mua vàng trong ngày Thần tài (mùng 10 tháng Giêng âm lịch). PNJ cũng dự ra kế hoạch sơ bộ cho năm 2020, bao gồm tăng trưởng doanh số từ cửa hàng hiện hữu (SSSG) khoảng 10-15% và mở 40 cửa hàng trang sức mới mỗi năm.

Dự báo kết quả kinh doanh 2019:

Năm 2019 ước tính doanh thu cả năm đạt 16,781 tỷ đồng (+15.2% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,055 tỷ đồng (+11% YoY).

(tỷ đồng)	2018A	2019F	%g	Điểm nhấn đầu tư
Doanh thu	14,571	16,781	15.2%	
Trang sức vàng	11,642	13,241	13.7%	Tiếp tục tăng trưởng tích cực nhờ vào: <ul style="list-style-type: none"> Mở rộng mạng lưới bán hàng; Đẩy mạnh các chương trình khuyến mãi, quảng cáo Tung ra thị trường bộ sưu tập mới.
Trang sức bạc	277	329	18.9%	
Vàng miếng	2,609	3,147	20.6%	Sự mua thị trường vàng phục hồi vào tháng 8/2019, điều này ảnh hưởng nhiều tới mảng kinh doanh vàng miếng hơn vàng trang sức.
Đồng hồ và phụ kiện	43	65	50.6%	Mở rộng chuỗi cửa hàng PNJ Watch. PNJ đang có 22 cửa hàng PNJ Watch, bao gồm 20 cửa hàng shop-in-shop, 1 cửa hàng độc lập và 1 cửa hàng trong trung tâm thương mại.
Lợi nhuận sau thuế	952	1,055	11%	

Chi tiết định giá và khuyến nghị:

Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu PNJ sẽ vào khoảng **96,925 đồng/cổ phiếu** trong năm 2020 (tương đương P/E forward 14.95x), tăng 14% so với giá hiện tại. Từ đó đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này.

Phương pháp DCF

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
EBIT*(1-t)	1,390	1,719	2,158	2,644	3,232
CAPEX	(190.4)	(226.4)	(286.5)	(342.5)	(346.9)
Khấu hao	54.1	70.2	87.8	109.6	113.1
WC	(890.0)	(1,126.1)	(1,264.7)	(1,468.9)	(1,697.6)
Vay nợ ròng	3,208.7	3,308.4	2,975.7	2,527.4	1,690.8
FCFE	3,572.3	3,745.0	3,669.9	3,469.6	2,991.1
Giá trị hiện tại của FCFE (Ke 12%)	3,146	2,905	2,508	2,088	1,586
Giá trị cuối cùng (3% g)	8,218				
Giá trị vốn cổ phần	20,700				
SLCP	222,669,697				
Giá hợp lý (VND/cp)	92,966				

Phương pháp P/E

EPS 2020	6,218
P/E ngành	17.07
Giá mục tiêu	106,164

	DCF	P/E	Giá mục tiêu
Giá mục tiêu (VNĐ/CP)	92,966	106,164	96,925 VNĐ/CP
Tỷ trọng	70%	30%	

Rủi ro:

(1) Rủi ro biến động bất thường của giá vàng

1 Year Gold Price in VND/oz



Những diễn biến bất ổn của kinh tế thế giới đã đẩy giá vàng thế giới tăng mạnh trong năm 2019. Hiện tại, giá vàng đang neo ở mốc trên 1,500 USD/ounce, tăng khoảng 19% so với thời điểm đầu năm. Việc giá vàng bứt phá mạnh từ đầu năm tới quý 3 sẽ là tin vui với các doanh nghiệp có dự trữ tồn kho cao như PNJ khi khối tài sản này tăng giá. Tại thời điểm cuối Q3/2019, giá trị hàng tồn kho của PNJ lên tới 5,892 tỷ đồng. Giá vàng tăng mạnh sẽ dẫn tới giá bán trang sức PNJ tăng theo, trong khi giá vốn khá thấp, qua đó giúp lợi nhuận doanh nghiệp cải thiện. Sau T9/2019, giá vàng có giảm nhẹ nhưng vẫn còn ở mức giá khá cao so với đầu năm. Bên cạnh đó, PNJ đang có kế hoạch mua thêm hàng tồn kho vào cuối năm, điều này là khá bất lợi khi PNJ phải mua hàng tồn kho với giá cao và biên

lợi nhuận khó có thể duy trì ở mức tăng đột biến. Nếu giá vàng tiếp tục leo cao cũng khiến giá trang sức tăng theo và điều này có thể khiến nhu cầu mua trang sức giảm xuống.

(2) Ngành tiêu dùng xa xỉ phẩm phụ thuộc vào chu kỳ kinh tế
Suy thoái kinh tế gây ảnh hưởng bất lợi cho ngành hàng cao cấp.

(3) Sự thay đổi hành vi của người tiêu dùng

Ngày nay, thu nhập tăng cao khiến người tiêu dùng có sự thay đổi về hành vi trong việc chọn lựa sản phẩm, nhất là nhóm hàng thời trang (gồm áo quần, trang sức, phụ kiện v.v.). Người tiêu dùng này không còn quan tâm nhiều đến giá cả mà quan tâm nhiều tới thương hiệu, chất lượng sản phẩm, thiết kế lạ mắt và giá cả phù hợp. Theo đánh giá của chúng tôi, hiện mẫu mã các sản phẩm của PNJ vẫn chưa thực sự có lợi thế cạnh tranh với các thương hiệu khác, đặc biệt là còn thua kém khá nhiều các thương hiệu nhập khẩu.

(4) Áp lực trả lãi vay trong ngắn hạn

PNJ tiếp tục gia tăng vay nợ ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động, chủ yếu là hàng tồn kho để đáp ứng nhu cầu thị trường trong dịp cuối năm và lễ tết.

Sơ lược công ty

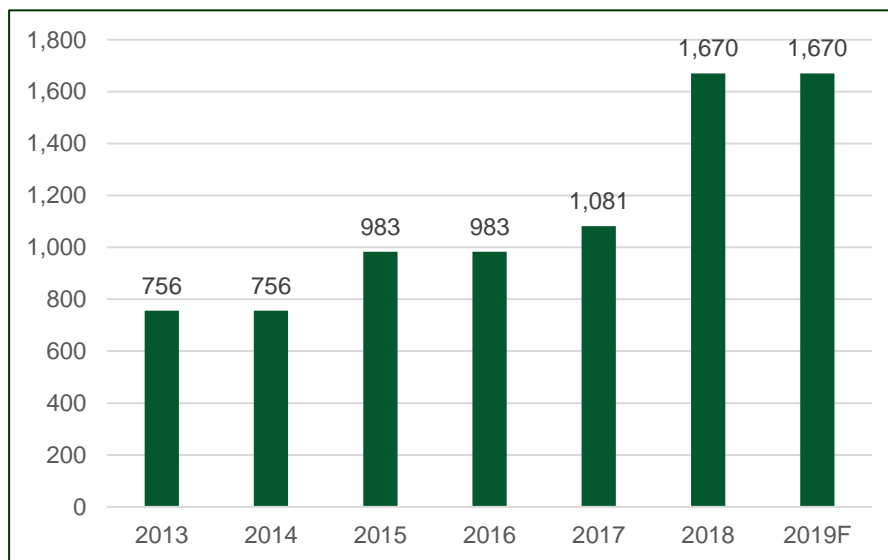
PNJ tiền thân là Cửa hàng Kinh doanh Vàng bạc Đá quý Quận Phú Nhuận, được thành lập vào ngày 28/04/1988, trực thuộc UBND Quận Phú Nhuận. Năm 1990, Cửa hàng được nâng cấp thành Công ty Mỹ nghệ Kiều hồi Phú Nhuận, trực thuộc Ban Tài chính Quản trị Thành ủy. Thương hiệu vàng miếng Phượng Hoàng của PNJ cũng ra đời từ thời điểm này. Năm 2004, PNJ chính thức chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần với tên gọi là Công ty Cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận.

Hoạt động kinh doanh chính của PNJ bao gồm kiểm định kim cương và đá quý, sản xuất, kinh doanh trang sức thành phẩm bằng vàng; bạc; đá quý, vàng miếng thành phẩm, đá quý hoặc đá bán quý.

PNJ là doanh nghiệp bán lẻ trang sức hàng đầu Việt Nam với thị phần cao, doanh thu tăng tích cực qua các năm và mức tăng trưởng khách hàng thành viên mới cũng tăng trưởng 2 con số. Bên cạnh hoạt động

kinh doanh đầy khả quan, PNJ cũng đạt được nhiều thành tựu quan trọng khác như giải thưởng “Outstanding Enterprise of the Year - ASEAN” (Doanh nghiệp Xuất sắc khu vực ASEAN) và Top 3 “Retailer of the Year” (Nhà Bán lẻ của năm) do Jewelry News Asia (JNA) là tạp chí chuyên ngành nữ trang uy tín nhất khu vực trao tặng.

Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



Nguồn: PNJ, PHFM tổng hợp

Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
Doanh thu thuần	8,564.59	10,976.84	14,571.14	16,781.00	19,326.01
Giá vốn hàng bán	(7,153.30)	(9,064.87)	(11,792.05)	(13,719.25)	(15,719.98)
Lợi nhuận gộp	1,411.29	1,911.96	2,779.08	3,061.75	3,606.03
Chi phí bán hàng	(553.62)	(774.98)	(1,170.07)	(1,242.41)	(1,324.99)
Chi phí QLDN	(133.28)	(187.94)	(345.87)	(351.80)	(358.05)
Lợi nhuận từ HĐKD	724.39	949.05	1,263.15	1,467.54	1,922.98
Lợi nhuận tài chính	(176.29)	(47.68)	(59.50)	(141.94)	(185.67)
Chi phí lãi vay	(73.20)	(54.98)	(61.11)	(137.05)	(177.33)
Lợi nhuận trước thuế	590.63	907.38	1,205.55	1,327.51	1,739.22
Lợi nhuận sau thuế	450.84	725.82	952.21	1,057.03	1,384.86
LNST của cổ đông Công ty ty mẹ	450.49	724.86	959.92	1,057.03	1,384.86
Cân đối kế toán	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
Tài Sản Ngắn Hạn	3,103	3,896	5,405	7,153	8,142
Tiền và tương đương tiền	155.35	175.21	206.72	192.31	249.93
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0.07	160.07	0.00	0.00	0.00
Phải thu ngắn hạn	62.7	84.6	155.2	178.7	205.8
Hàng tồn kho	2,839	3,402	4,968	6,616	7,581
Tài sản ngắn hạn khác	45.76	74.29	75.19	166.05	105.00
Tài Sản Dài Hạn	485	596	1,033	1,848	1,983
Phải thu dài hạn	26.44	42.79	57.50	57.41	69.34
Tài sản cố định	415.80	487.24	719.29	856.15	882.60
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	8	10	71	70	70
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	772.4	839.6
Tài sản dài hạn khác	35.63	56.41	185.03	92.00	121.48
Tổng cộng tài sản	3,588	4,492	6,438	9,001	10,125
Nợ phải trả	2,088	1,543	2,693	4,661.10	4,777.91
Nợ ngắn hạn	2,022	1,489	2,677	4,529	4,652
Nợ dài hạn	66.00	53.94	15.50	131.73	126.15
Vốn chủ sở hữu	1,500.33	2,949.55	3,745.07	4,340.37	5,347.25
Vốn góp	983	1,081	1,670	1,670	1,670
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	3,587	4,492	6,438	9,001	10,125

Lưu chuyển tiền tệ	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	(27.39)	109.48	(302.14)	(338.43)	836.33
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	145.94	(264.09)	(168.91)	(137.98)	(190.40)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(1.26)	174.40	502.67	461.89	(588.31)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	117.29	19.80	31.62	(14.52)	57.62
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	37.88	155.35	175.21	206.83	192.31
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	155.17	175.15	206.83	192.31	249.93

Chỉ số tài chính (%)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
Tăng trưởng					
Doanh thu	11.1%	28.2%	32.7%	15.2%	15.2%
Lợi nhuận sau thuế	196.0%	61.0%	31.2%	11.0%	31.0%
Tổng tài sản	20.6%	25.2%	43.3%	39.8%	12.5%
Tổng vốn chủ sở hữu	20.6%	25.2%	43.3%	39.8%	12.5%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	16.5%	17.4%	19.1%	18.2%	18.7%
Tỷ suất EBIT	8.5%	8.6%	8.7%	8.7%	10.0%
Tỷ suất lãi ròng	5.3%	6.6%	6.5%	6.3%	7.2%
ROA	12.6%	16.2%	14.8%	11.7%	13.7%
ROE	30.0%	24.6%	25.4%	24.4%	25.9%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	136.47	129.72	93.89	93.89	93.89
Số ngày tồn kho	142.86	135.10	151.67	173.62	173.62
Số ngày phải trả	24.12	34.52	38.98	38.98	38.98
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.53	2.62	2.02	1.58	1.75
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.13	0.33	0.16	0.12	0.12
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.58	0.34	0.42	0.52	0.47
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	1.39	0.52	0.72	1.07	0.89
Vay ngắn hạn/VCSH	1.35	0.50	0.71	1.04	0.87
Vay dài hạn/VCSH	0.04	0.02	0.00	0.03	0.02

Nguồn: PHFM

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Tôn Nữ Nhật Minh, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng/Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn Lương, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex, 19 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4560

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-225) 384 1810

Fax: (+84-225) 384 1801