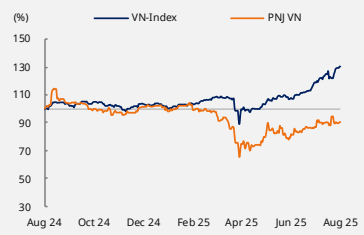


(Duy trì)	Năm giữ
Giá mục tiêu (VND)	▼ 87,400
Giá hiện tại (12/08/2025, VND)	86,500
Lợi nhuận kỳ vọng	+1.0%

LNST cổ đông cty mẹ (25F, tỷ VND)	2,229
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ VND)	2,107
Tăng trưởng EPS (25F, %)	4.0
P/E (25F, x)	14.7
P/E thị trường (x)	15.4
VNIndex	1,597

Vốn hóa (tỷ đồng)	29,229
SLCP đang lưu hành (triệu)	338
% tự do chuyển nhượng (%)	80.6
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49.0
Beta (12T)	0.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	62,800
Cao nhất 52 tuần (VND)	110,200

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	4.0	-8.9	-10.8
Tương đối	-5.6	-34.6	-40.6



CTCP Chứng khoán Mirae Asset (Vietnam)

BÙI NGỌC CHÂU

chau.bn@miraeasset.com.vn

HOSE: PNJ • Hàng tiêu dùng

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận

Mở rộng hệ thống chậm lại

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF) để định giá cổ phiếu CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ), với các giả định: 1) Tỷ suất lợi nhuận yêu cầu 11%; và 2) tốc độ tăng trưởng dài hạn từ năm 2035: 2%. Chúng tôi hạ giá mục tiêu cho PNJ xuống còn 87,400 đồng (từ 88,300 đồng) và duy trì khuyến nghị Năm giữ.

Bối cảnh vĩ mô và ngành

Trong Q2 2025, nhu cầu vàng thế giới tiếp tục tăng, điều này được thúc đẩy bởi những bất ổn về địa chính trị và kinh tế. Trong đó, nhu cầu đầu tư vàng tăng 78% CK lên 477.2 tấn. Các NHTW tăng lượng năm giữ thêm 166.5 tấn (-21% CK). Trong khi đó, nhu cầu trang sức tiếp tục xu hướng giảm và xuống còn 356.7 tấn (-14% CK). Tại Việt Nam, bất chấp nhiều biện pháp từ Chính phủ để kiềm chế thị trường, giá vàng vẫn ở mức cao lịch sử. Trong nửa cuối năm và xa hơn, chúng tôi tin rằng nhu cầu toàn cầu đối với vàng miếng làm nơi trú ẩn có thể sẽ tiếp tục cao, do những bất ổn liên tục trong thương mại quốc tế và địa chính trị. Ngoài ra, nhu cầu trong nước đối với vàng 24K sẽ vẫn ở mức cao, do tập quán của người dân và những lo ngại về lạm phát của Việt Nam.

Cập nhật HĐKD

Trong Q2, hoạt động kinh doanh của PNJ cải thiện về biên lợi nhuận, mặc dù vẫn còn nhiều khó khăn. Doanh thu của công ty đạt 7,664.6 tỷ đồng (-20.2% CK). Trong đó, doanh thu thuần từ các kênh bán lẻ và bán buôn tăng 4.6% CK và 5.2% CK lên 4,754.2 tỷ đồng và 887.1 tỷ đồng. Trong khi đó, doanh thu kênh vàng 24K giảm mạnh 52.1% CK xuống còn 1,903.2 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp mở rộng lên 21.3% (Q2 2024: 15.4%), do cơ cấu doanh thu thay đổi và lợi nhuận gộp đạt 1,633.6 tỷ đồng (+10.3% CK). Chi phí quản lý và bán hàng tăng 12.8% CK lên 1,058.8 tỷ đồng. Lợi nhuận hoạt động và LNST của PNJ lần lượt đạt 552.6 tỷ đồng (+2.9% CK) và 441.6 tỷ đồng (+2.9% CK). Trong 6T, doanh thu và LNST của PNJ lần lượt đạt 17,424.3 tỷ đồng (-21.9% CK) và 1,119.3 tỷ đồng (-4.1% CK). Đến cuối T6, số lượng cửa hàng độc lập của PNJ là 428, công ty mở sáu cửa hàng mới và đóng bảy cửa hàng trong 6T.

Dự phóng 2025

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi hạ dự báo về số lượng cửa hàng độc lập trung bình của PNJ xuống còn 430 (trước đó: 440), do tăng trưởng số cửa hàng chậm lại. Ngoài ra, chúng tôi đã điều chỉnh dự báo giá vàng 24K trung bình trong nước lên 110 triệu đồng/lượng (trước đây: 90 triệu). Chúng tôi duy trì hầu hết dự phóng chi phí; do đó, chúng tôi đã hạ dự phóng doanh thu và LNST 2025 xuống còn 32,626 tỷ đồng (-14.7% CK; trước đó: 32,648 tỷ đồng) và 2,229.4 tỷ đồng (+5.5% CK; trước đó: 2.257,3 tỷ đồng).

Năm	2023	2024	2025	2026	2027
Doanh thu (tỷ VND)	33,482	38,232	32,626	32,516	33,630
LNHĐ (Tỷ VND)	2,484	2,652	2,787	2,932	3,069
Biên LNHĐ (%)	7.4	6.9	8.5	9.0	9.1
LNST CĐ Cty mẹ (tỷ VND)	1,971	2,113	2,229	2,346	2,455
EPS (VND)	5,436	5,713	5,941	6,189	6,413
ROE (%)	21.6	20.1	18.6	17.5	16.4
P/E (x)	15.8	15.0	14.7	13.7	12.8
P/B (x)	2.9	2.8	2.4	2.1	1.8

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Please see analyst certifications and important disclosures & disclaimers in Appendix 1 at the end of the report.

Bảng 1. KQKD và dự phóng (tỷ VND)							
	6T 2025	6T 2024	% CK	Dự phóng cũ 2025F	Dự phóng mới 2025F	Kỳ vọng thị trường	Kế hoạch
Doanh thu	17,424.3	22,308.2	-21.9	32,648	32,626	32,843	31,606.9
LNST	1,119.3	1,166.6	-4.1	2,257.3	2,229	2,107	1,959.7

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 2. KQKD thực hiện và kế hoạch (tỷ VND)						
FY	Doanh thu			LNST		
	Kế hoạch	Thực hiện	% Chênh lệch	Kế hoạch	Thực hiện	% Chênh lệch
2020	14,485.6	17,510.8	+20.9	832.2	1,069.3	+28.5
2021	21,005.5	19,547.1	-6.9	1,229.7	1,029.0	-16.3
2022	25,834.9	33,876.5	+31.1	1,319.6	1,810.7	+37.2
2023	35,597.9	33,136.9	-6.9	1,937.2	1,971.1	+1.7
2024	37,147.6	37,822.8	+1.8	2,089.2	2,112.9	+1.1

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 3. Định giá: Kích bản cơ sở		
Nợ vay trên tổng nợ vay và VCSH cuối 2025:	(x)	0.1
VCSH trên tổng nợ vay và VCSH cuối 2025:	(x)	0.9
Lãi suất nợ dài hạn:	(%)	8.0
Tỉ suất lợi nhuận yêu cầu:	(%)	11.0
Tỉ lệ tăng trưởng dài hạn:	(%)	2.0
Thuế TNDN:	(%)	20.0
Chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC):	(%)	10.4
Giá trị cuối cùng:	(tỷ VND)	12,937.2
Tổng giá trị dòng FCFF chiết khấu:	(tỷ VND)	18,907.8
Tổng nợ vay dự phóng cuối 2025:	(tỷ VND)	2,000.0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát cuối 2025:	(tỷ VND)	0.0
Giá trị nội tại của doanh nghiệp:	(tỷ VND)	29,845.0
Giá trị nội tại mỗi cổ phần:	(VND)	87,405

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 4. Các giả định chính			
Hoạt động		Sử dụng vốn và định giá	
Biên LNG kênh 24K:	98%	Tỷ lệ thưởng BLĐ & Quý phúc lợi/ LNST:	9.00%
Tiền mặt tối thiểu (tỷ VND):	500	Tỉ lệ ESOP trung bình:	1.00%
Thuế suất thuế TNDN:	20%	Cổ phiếu phát hành vào đầu năm	
Doanh thu kênh bán sỉ 2025 (tỷ VND):	3,300	Tỉ suất lợi nhuận yêu cầu:	11.00%
Chi phí QL&BH (lạm phát theo cửa hàng, tỷ VND):	9.3	Tốc độ tăng trưởng dài hạn:	2.00%
Khấu hao		Lãi suất	
Phương pháp:	Đường thẳng	Lãi tiền gửi:	4.00%
Thời gian còn lại của tài sản hiện có:	4 năm	Lãi suất nợ ngắn hạn:	5.00%
Thời gian khấu hao tài sản đầu tư mới:	12 năm	Lãi suất nợ dài hạn:	8.00%

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 6. Chỉ tiêu tài chính: Kịch bản cơ sở

		2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Doanh thu	(tỷ VND)	32,626	32,516	33,630	34,764	35,918	37,092	38,286	39,500	40,000	40,500	41,000
LNHĐ	(tỷ VND)	2,787	2,932	3,069	3,192	3,411	3,539	3,669	3,803	3,888	3,979	4,071
Biên LNHĐ	(%)	8.5	9.0	9.1	9.2	9.5	9.5	9.6	9.6	9.7	9.8	9.9
LNTT	(tỷ VND)	2,787	2,932	3,069	3,192	3,411	3,539	3,669	3,803	3,888	3,979	4,071
LNST CĐ Cty mẹ	(tỷ VND)	2,229	2,346	2,455	2,554	2,729	2,831	2,936	3,042	3,110	3,183	3,257
EPS	(tỷ VND)	5,941	6,189	6,413	6,606	6,989	7,178	7,370	7,562	7,655	7,756	7,858
ROE	(%)	18.6	17.5	16.4	15.4	14.8	14.0	13.2	12.5	11.8	11.1	10.5
P/E	(x)	14.7	13.7	12.8	12.0	11.0	10.4	9.7	9.2	8.7	8.3	7.9
P/B	(x)	2.4	2.1	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
Tổng tài sản	(tỷ VND)	17,048	18,533	20,210	21,966	23,888	25,892	27,986	30,164	32,366	34,621	36,935
VCSH	(tỷ VND)	12,669	14,182	15,788	17,478	19,321	21,251	23,269	25,378	27,542	29,765	32,049

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 7. Chỉ tiêu tài chính: Kịch bản lạc quan

		2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Doanh thu	(tỷ VND)	32,796	32,653	33,770	34,908	36,065	37,242	38,439	39,656	40,156	40,656	41,156
LNHĐ	(tỷ VND)	3,060	3,264	3,464	3,657	3,950	4,157	4,374	4,600	4,770	4,950	5,135
Biên LNHĐ	(%)	9.3	10.0	10.3	10.5	11.0	11.2	11.4	11.6	11.9	12.2	12.5
LNTT	(tỷ VND)	3,060	3,264	3,464	3,657	3,950	4,157	4,374	4,600	4,770	4,950	5,135
LNST CĐ Cty mẹ	(tỷ VND)	2,448	2,611	2,772	2,926	3,160	3,326	3,499	3,680	3,816	3,960	4,108
EPS	(tỷ VND)	6,523	6,890	7,241	7,568	8,093	8,433	8,786	9,148	9,392	9,649	9,911
ROE	(%)	20.3	19.0	17.8	16.7	16.1	15.1	14.3	13.6	12.8	12.1	11.5
P/E	(x)	13.4	12.3	11.3	10.5	9.5	8.8	8.2	7.6	7.1	6.7	6.3
P/B	(x)	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
Tổng tài sản	(tỷ VND)	17,238	18,962	20,926	23,020	25,333	27,787	30,393	33,152	35,996	38,956	42,045
VCSH	(tỷ VND)	12,867	14,622	16,516	18,545	20,780	23,160	25,691	28,381	31,187	34,117	37,176

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 8. Chỉ tiêu tài chính: Kịch bản bi quan

		2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Doanh thu	(tỷ VND)	32,456	32,379	33,490	34,620	35,771	36,942	38,133	39,344	39,844	40,344	40,844
LNHĐ	(tỷ VND)	2,514	2,600	2,672	2,725	2,867	2,910	2,949	2,983	2,975	2,967	2,955
Biên LNHĐ	(%)	7.7	8.0	8.0	7.9	8.0	7.9	7.7	7.6	7.5	7.4	7.2
LNTT	(tỷ VND)	2,514	2,600	2,672	2,725	2,867	2,910	2,949	2,983	2,975	2,967	2,955
LNST CĐ Cty mẹ	(tỷ VND)	2,011	2,080	2,138	2,180	2,294	2,328	2,359	2,386	2,380	2,374	2,364
EPS	(tỷ VND)	5,360	5,489	5,585	5,640	5,874	5,903	5,924	5,932	5,858	5,784	5,703
ROE	(%)	17.0	15.9	14.8	13.9	13.4	12.5	11.8	11.1	10.3	9.7	9.1
P/E	(x)	16.3	15.4	14.7	14.1	13.1	12.6	12.1	11.7	11.4	11.1	10.9
P/B	(x)	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9
Tổng tài sản	(tỷ VND)	16,858	18,105	19,494	20,910	22,437	23,984	25,554	27,136	28,674	30,192	31,695
VCSH	(tỷ VND)	12,470	13,742	15,059	16,409	17,856	19,328	20,822	22,334	23,833	25,320	26,792

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Luận điểm đầu tư, định giá và rủi ro

Luận điểm đầu tư

CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận là công ty trang sức dẫn đầu tại Việt Nam, với hệ thống phân phối lớn nhất và nhiều thương hiệu nổi tiếng. Công ty cung cấp nhiều loại sản phẩm, bao gồm đồ trang sức vàng, bạc và bạch kim. PNJ là một trong 38 công ty trang sức được phép kinh doanh vàng miếng 24k tại Việt Nam. Kênh bán lẻ là xương sống của hệ thống phân phối 428 cửa hàng của PNJ (cập nhật đến T6 2025) trên cả nước.

Chúng tôi tin rằng vị thế của PNJ là công ty trang sức hàng đầu Việt Nam là rất chắc chắn. Hệ thống phân phối rộng rãi của công ty cho phép PNJ tăng doanh số bán hàng và cho phép duy trì lợi thế kinh tế theo quy mô so với các đối thủ nhỏ hơn trong nước.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho công ty (FCFF) để định giá cổ phiếu CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ), với các giả định: 1) Tỷ suất lợi nhuận yêu cầu 11%; và 2) tốc độ tăng trưởng dài hạn từ năm 2035: 2%. Chúng tôi hạ giá mục tiêu cho PNJ xuống còn 87,400 đồng (từ 88,300 đồng) và duy trì khuyến nghị **Nắm giữ**.

Rủi ro chính

Chúng tôi tin rằng những rủi ro chính đối với khuyến nghị và định giá của chúng tôi bao gồm:

- Chính sách của Chính phủ Việt Nam đối với thị trường vàng trong nước
- Những thay đổi trong kế hoạch mở rộng bán lẻ của PNJ
- Biến động giá vàng
- Thay đổi lãi suất

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ)

Báo cáo HDKD (tóm tắt)

(Tỷ VND)	2024	2025	2026	2027
Doanh thu	38,232.4	32,626.0	32,516.0	33,630.0
Giá vốn hàng bán	-31,149.3	-25,869.0	-25,539.3	-26,404.6
Lãi gộp	6,673.5	6,757.0	6,976.7	7,225.4
Thu nhập tài chính	75.6	85.7	184.3	250.4
Chi phí tài chính	-93.6	-100.0	-100.0	-100.0
Thu nhập từ công ty liên kết	0.0	0.0	0.0	0.0
Chi phí quản lý và bán hàng	-4,003.3	-3,956.0	-4,129.0	-4,307.3
Lợi nhuận hoạt động	2,652.1	2,786.7	2,932.0	3,068.6
Lợi nhuận khác	-1.1	0.0	0.0	0.0
Lợi nhuận trước thuế	2,651.0	2,786.7	2,932.0	3,068.6
Thuế TNDN	-538.1	-557.3	-586.4	-613.7
Lợi nhuận sau thuế	2,112.9	2,229.4	2,345.6	2,454.9

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ VND)	2024	2025	2026	2027
Tiền và tương đương tiền	2,142.9	4,606.7	6,261.1	7,608.3
Các khoản phải thu	401.1	268.2	267.3	276.4
Hàng tồn kho	13,015.2	10,592.5	10,454.6	10,807.8
Tài sản lưu động khác	133.4	89.4	89.1	92.1
Tài sản ngắn hạn	15,692.6	15,556.7	17,072.0	18,784.6
Tài sản cố định	921.8	897.8	867.9	832.3
Tài sản đầu tư	4.0	4.0	4.0	4.0
Tài sản dài hạn khác	589.3	589.3	589.3	589.3
Tài sản dài hạn	1,515.1	1,491.1	1,461.3	1,425.6
Tổng tài sản	17,207.7	17,047.8	18,533.2	20,210.2
Các khoản phải trả	2,350.3	2,118.5	2,090.9	2,161.6
Nợ ngắn hạn	3,341.5	2,000.0	2,000.0	2,000.0
Nợ dài hạn	0.0	0.0	0.0	0.0
Nợ khác	260.6	260.6	260.6	260.6
Nợ phải trả	5,952.4	4,379.1	4,351.5	4,422.1
VCSH và các quỹ	7,954.0	8,021.6	8,089.9	8,158.8
LNST chưa phân phối	3,301.4	4,647.2	6,091.9	7,629.2
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0.0	0.0	0.0	0.0
Tổng VCSH	11,255.3	12,668.7	14,181.8	15,788.0
Tổng nguồn vốn	17,207.7	17,047.8	18,533.2	20,210.2

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

(Tỷ VND)	2024	2025	2026	2027
Lợi nhuận sau thuế	2,112.9	2,229.4	2,345.6	2,454.9
Khấu hao	80.8	94.0	99.9	105.7
Thay đổi vốn lưu động	-2,104.0	2,367.9	111.5	-294.8
Lãi từ hoạt động đầu tư	-47.0	0.0	0.0	0.0
Khác	57.7	-200.6	-211.1	-220.9
Dòng tiền hoạt động kinh doanh	100.3	4,490.6	2,345.8	2,044.9
Tiền mua TSCĐ và đầu tư vốn	-90.4	-70.0	-70.0	-70.0
Khác	73.9	0.0	0.0	0.0
Dòng tiền hoạt động đầu tư	-16.5	-70.0	-70.0	-70.0
Dòng tiền vay ròng	957.3	-1,341.5	0.0	0.0
Phát hành/(mua lại) cổ phần	67.2	67.6	68.3	69.0
Cổ tức tiền	-671.7	-682.9	-689.7	-696.6
Dòng tiền hoạt động tài chính	352.8	-1,956.8	-621.4	-627.7
Lưu chuyển tiền thuần	436.6	2,463.8	1,654.4	1,347.2
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,706.3	2,142.9	4,606.7	6,261.1
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2,142.9	4,606.7	6,261.1	7,608.3

Các chỉ số chính

	2024	2025	2026	2027
P/E (x)	15.0	14.7	13.7	12.8
P/B (x)	2.8	2.4	2.1	1.8
EPS (VND)	5,713	5,941	6,189	6,413
BPS (VND)	33,292	37,102	41,122	45,326
DPS (VND)	2,000	2,000	2,000	2,000
Tăng trưởng doanh thu (%)	14.2	-14.7	-0.3	3.4
Tăng trưởng LN hoạt động (%)	6.8	5.1	5.2	4.7
Tăng trưởng EPS (%)	5.1	4.0	4.2	3.6
Tỉ suất cổ tức (%)	2.2	2.2	2.2	2.2
Vòng quay phải thu (x)	124.1	121.7	121.7	121.7
Vòng quay hàng tồn kho (x)	2.6	2.4	2.4	2.4
Vòng quay phải trả (x)	14.1	12.2	12.2	12.2
ROA (%)	13.4	13.0	13.2	12.7
ROE (%)	20.1	18.6	17.5	16.4
Tỉ lệ thanh khoản hiện thời (%)	20.9	16.7	14.7	13.7
Nợ trên VCSH (%)	29.7	15.8	14.1	12.7
Tỉ lệ đảm bảo lãi vay (x)	29.3	28.9	30.3	31.7

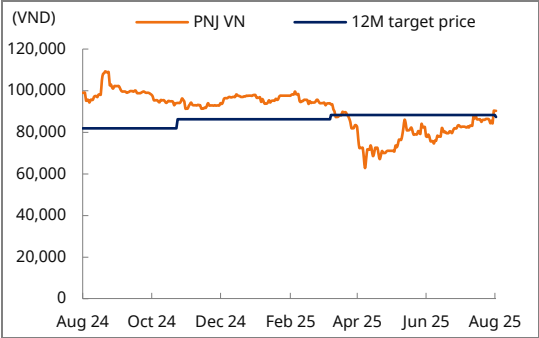
Source: Company data, Mirae Asset Securities Research estimates

Phụ lục

Khuyến cáo quan trọng

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	12/08/2025	Nắm giữ	87,400
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	03/10/2025	Nắm giữ	88,300
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	10/25/2024	Nắm giữ	86,200
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	04/26/2024	Nắm giữ	81,900



Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng:	Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

Thang đánh giá ngành

Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, ví mô nói chung.

Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích 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. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phân quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.

Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

Mirae Asset Securities International Network**Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)**

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia
Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong
Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil
Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road,
Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098
India

Tel: 91-22-62661336