

**Nguyễn Khắc Kim**  
Chuyên viên Phân tích  
Email: [kimnk@thanglongsc.com.vn](mailto:kimnk@thanglongsc.com.vn)

**Mã : PNJ - Sàn: HSX**  
Khuyến nghị: **GIỮ**  
Giá mục tiêu: **43.200 VND**

## CÔNG TY CỔ PHẦN VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN

30/7/2010

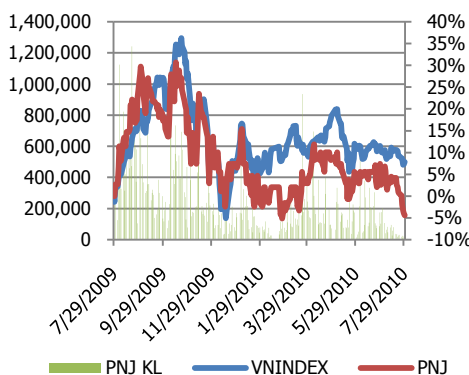
Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của PNJ sẽ tăng nhẹ trong năm 2010 do những nguyên nhân sau (i) nhu cầu thị trường về các dòng sản phẩm duy trì và tiếp tục phục hồi ổn định; cùng với (ii) sự đầu tư có chọn lọc hơn của PNJ và (iii) cơ hội kinh doanh tốt. Chúng tôi cho rằng, giá hợp lý của cổ phiếu PNJ cho năm 2010 nên vào khoảng 43.200 đ/cp. Giá 43.200 đ/cp dựa trên ước tính PE 2010 (8 lần) với EPS bình quân 2010 là 5.400đ/cp. Theo hệ thống đánh giá của chúng tôi (xin xem cuối trang), chúng tôi khuyến nghị GIỮ đối với cổ phiếu này.

### THỐNG KÊ

Giá ngày 29/07/2010	37,000 VND
Nghành: Đồ trang sức thời trang	
Mô hình kinh doanh: Thiết kế và chế biến trang sức	
Niem yết từ	23/03/2009
Số cổ phiếu lưu hành	59.998.818
Số cổ phiếu thực tế giao dịch	49.909.899
Vốn hóa (tỷ VND)	2.394
Giá cao 52 tuần (VND)	48.700
Giá thấp 52 tuần (VND)	35.300
KLGD trung bình 10 ngày	146.784
% Thay đổi giá 1 tháng	7,84%
% Thay đổi giá 3 tháng	1,44%
% Thay đổi giá 6 tháng	3,19%
% Thay đổi giá 12 tháng	8,75%
% Sở hữu nước ngoài	28,30%
% Giới hạn sở hữu nước ngoài	49,00%
Beta 52 tuần	0,92

Nguồn: TLS

### Lợi nhuận lũy kế theo ngày của PNJ và VNINDEX trong 12 tháng



Nguồn: TLS, (Đ/v: 1.000 Cp)

### CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (Tỷ VND)

	2008	2009	2010E
Tài sản	1.683	2.026	2.529
Vốn sở hữu	968	1.042	1.351
Doanh thu	4.179	10.256	10.893
EBIT	350	501	304
LNST	126	204	252
EPS (VND)	4.366	5.504	5.400
Cổ tức (VND)	2.000	NA	2.500
PE (x)	NA	10,9	8,0
PB (x)	NA	2,4	1,9
%Tăng doanh thu	75,6%	145,4%	6,2%
% Tăng EPS	14,9%	4,9%	5,4%
% Lãi biên gộp	6,5%	3,4%	3,6%
% Lãi biên ròng	3,1%	2,1%	2,3%
ROE	13,6%	21,1%	18,7%
ROA	7,8%	10,9%	10,0%

Nguồn: PNJ & TLS dự báo  
Tỷ giá : 1USD = 19.000 VND  
1 JPY = 220 VND

### GIỚI THIỆU DOANH NGHIỆP

Công ty vàng bạc đá quý Phú Nhuận là doanh nghiệp kinh doanh trong lĩnh vực vàng, bạc của Quận Phú Nhuận, TP.HCM. Vốn điều lệ tính đến cuối năm 2009 là xấp xỉ 400 tỷ đồng. Thặng dư vốn cổ phần 425 tỷ đồng, tổng cộng nguồn vốn các loại đến cuối năm 2009 là 955,7 tỷ đồng (893,6 tỷ đồng vào cuối năm 2008). Lĩnh vực kinh doanh hiện nay khá rộng, bao gồm: kinh doanh vàng (xuất và nhập khẩu) và trang sức vàng, trang sức bạc, trang sức đá quý cao cấp (không bao gồm kim cương), giám định đá quý, kinh doanh nhiên liệu (xăng, dầu, khí ga), địa ốc và chế biến hải sản. Doanh thu hợp nhất 2009 của tập đoàn là 10.290 tỷ đồng, lợi nhuận gộp 501 tỷ, lợi nhuận thuần 252 tỷ đồng, trong đó phần chiếm tỷ trọng doanh thu lớn nhất là kinh doanh vàng và trang sức vàng bạc đá quý (9.600 tỷ đồng, tương đương 93%).

### DIỄN BIẾN MỚI

**Kết quả sản xuất kinh doanh 6 tháng đầu năm 2010 khả quan:** PNJ đã công bố kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2010. Theo đó, doanh thu 6 tháng đầu năm của PNJ đạt 5.831 tỷ đồng, ước lợi nhuận trước thuế chưa hợp nhất đạt 158,2 tỷ đồng, tăng 17% so với cùng kỳ năm 2009 và bằng 64,48% so với kế hoạch năm; lợi nhuận sau thuế đạt 124,98 tỷ đồng, tăng 19,02% so với cùng kỳ năm 2009 và bằng 62,49% kế hoạch năm 2010. Sáu tháng đầu năm 2010, PNJ đã khai trương thêm 15 cửa hàng nâng tổng số cửa hàng hiện nay là 119 cửa hàng. Đến cuối tháng 6/2010, PNJ đã phát hành 20 triệu cổ phiếu theo tỷ lệ 2:1 thưởng cho cổ đông hiện hữu để tăng vốn điều lệ từ 400 tỷ đồng lên 600 tỷ đồng. Năm 2010, đại hội cổ đông PNJ đã thông qua kế hoạch kinh doanh với lợi nhuận trước thuế đạt 245 tỷ đồng và chia cổ tức ở mức 25%.

**PNJ đã mua 1,95 triệu cổ phiếu SFC và nắm giữ 49,99% vốn:** Đại diện của PNJ tại công ty SFC - ông Nguyễn Tuấn Quỳnh Phó tổng giám đốc PNJ, hiện là Chủ tịch HĐQT của SFC đã mua 1,95 triệu cổ phiếu. Trước khi giao dịch, PNJ nắm giữ 2.103.718 cổ phiếu SFC tương đương tỷ lệ 25,94%. Giao dịch đã thực hiện thành công, từ 1/7 đến 5/7/2010, năng lượng cổ phiếu SFC mà PNJ nắm giữ lên 4.053.718 đơn vị tương đương tỷ lệ 49,99%.

**Tăng vốn:** Ngoài việc tăng vốn từ 400 tỷ lên 600 tỷ trong năm 2010 bằng việc phát hành cổ phiếu thưởng (tỷ lệ 2:1) cho cổ đông hiện hữu, PNJ cũng sẽ phát hành 1 triệu trái phiếu chuyển đổi mệnh giá 100.000 đồng/trái phiếu, chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông sau 1 năm theo tỷ lệ 1:10. Trong số này, 600 ngàn trái phiếu sẽ phát hành cho cổ đông hiện hữu với giá 200.000 đồng/trái phiếu, 400 ngàn trái phiếu còn lại sẽ được phát hành cho cổ đông tổ chức với mức giá thỏa thuận.

### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**Thị trường tiềm năng lớn:** Vàng và trang sức được sử dụng nhiều mục đích như dự trữ giá trị, phương tiện thanh toán trong các giao dịch giá trị lớn và làm trang sức... Theo thống kê, lượng vàng trang sức hiện nay mỗi người Việt Nam sở hữu khoảng 6 USD; rất thấp so với các nước Trung Quốc 19 USD và Ấn Độ 13,6 USD.

**Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao:** nhờ vào chiến lược đầu tư tập trung vào phát triển sản phẩm và hệ thống phân phối, doanh thu và lợi nhuận từ trang sức truyền thống của PNJ đã tăng đều đặn 20-25% trong giai đoạn 2007-2009 và được dự đoán là sẽ giữ vững trong thời gian sắp tới

**Danh mục đầu tư tài chính dài hạn hấp dẫn:** Danh mục đầu tư gần 600 tỷ (giá trị sổ sách) vào nhiều doanh nghiệp đã và chưa niêm yết, ước tính đem lại khoảng 40 tỷ đồng cổ tức cho công ty hàng năm.

**Quan điểm đầu tư của công ty** là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong ngành trang sức và đá quý của Việt Nam, với phân khúc thị trường tầm cao, tập trung vào sản phẩm thiết kế tinh xảo.

### ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính giá cổ phiếu PNJ vào khoảng 43.200 đ/cp dựa trên ước tính PE 2010 (8 lần) với ước tính EPS bình quân 2010 là 5.400 đ/cp. Ở mức giá hiện nay (37.000 đồng/cp), PNJ đang được giao dịch ở mức chiết khấu khoảng 11% - 15% so với giá trị hợp lý của cổ phiếu này.

### RỦI RO CHÍNH

**Lãi suất vay vàng:** Lợi nhuận PNJ bị ảnh hưởng nhiều bởi sự biến động của lãi suất vay vàng do công ty vay vàng nguyên liệu để sản xuất nữ trang. Năm 2009, chi phí lãi vay nguyên liệu chiếm một tỷ trọng không nhỏ trong gia công trang sức vàng.

**Biến động giá vàng:** Tuy công ty có chính sách hạn chế tối đa rủi ro khi giá vàng biến động (thực hiện chiến lược vay vàng để sản xuất và hoàn trả lại sau khi bán được hàng), sự biến động của giá vàng cũng ảnh hưởng trực tiếp đến nhu cầu trang sức vàng của người dân.

## TỔNG HỢP TÀI CHÍNH

Đơn vị: Tỷ VND

Mô hình thu nhập	2007	2008	2009	2010E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2.379,64</b>	<b>4.178,85</b>	<b>10.256,30</b>	<b>10.893,01</b>
Giá vốn hàng bán	(2.177,50)	(3.828,81)	(9.755,44)	(10.307,34)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>202,14</b>	<b>350,04</b>	<b>500,86</b>	<b>585,67</b>
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,4%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,4%</i>
Thu nhập hoạt động khác	7.960	11.167	12.102	12.102
Chi phí bán hàng	(85,84)	(140,19)	(185,51)	(212,31)
Chi phí QLDN	(22,54)	(47,25)	(61,08)	(80,88)
Chi phí hoạt động khác	(0,15)	(0,92)	(1,04)	(1,04)
<b>Lợi nhuận trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>101,57</b>	<b>172,85</b>	<b>265,33</b>	<b>303,54</b>
Thu nhập từ đầu tư	54,52	56,90	74,02	74,02
Lãi vay ròng	(25,54)	(63,24)	(75,817)	(102,10)
<b>Thu nhập ròng từ tài chính</b>	<b>28,98</b>	<b>(6,34)</b>	<b>(1,79)</b>	<b>(28,08)</b>
<b>Phân lãi/lỗ từ cty liên quan</b>	<b>130,55</b>	<b>166,51</b>	<b>274,72</b>	<b>315,45</b>
Lợi nhuận trước thuế	16,53	35,53	54,55	63,09
<i>Thuế thu nhập</i>	<i>12,7%</i>	<i>21,3%</i>	<i>19,9%</i>	<i>20,0%</i>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>114,02</b>	<b>130,98</b>	<b>220,17</b>	<b>252,36</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	29,96	50,76	46,80	51,48
Cổ tức trả (VND/cổ phiếu)	-	2.000	-	2.500
Lợi nhuận giữ lại	<b>114,02</b>	<b>70,98</b>	<b>220,17</b>	<b>135,70</b>
Số cổ phiếu bình quân (m)	15.000.000	30.000.000	34.999.606	46.666.102
Số cổ phiếu cuối năm (m)	30.000.000	30.000.000	39.999.212	59.999.818
Thu nhập/cổ phiếu (VND)	3.801	4.366	5.504	5.408
<i>Cổ tức cổ phiếu thường (VND)</i>	<i>-</i>	<i>2.000</i>	<i>-</i>	<i>2.500</i>
Tỷ lệ trả cổ tức/LN (cp thường)	<b>0,0%</b>	<b>45,8%</b>	<b>0,0%</b>	<b>46,2%</b>
<b>Báo cáo dòng tiền</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>
Lợi nhuận ròng	114,02	130,98	220,17	252,36
Điều chỉnh tăng giảm:	-	-	-	-
Khấu hao	74,95	25,63	(22,17)	10,00
Thay đổi hàng tồn kho	(30,86)	(444,49)	(45,29)	(137,98)
Thay đổi khoản phải thu	(200,68)	123,24	(79,49)	(121,16)
Thay đổi khoản phải trả	95,97	75,94	29,84	135,82
<b>Dòng tiền từ hoạt động KD</b>	<b>53,41</b>	<b>(88,71)</b>	<b>103,06</b>	<b>139,04</b>
Thay đổi TSCĐ hữu hình	(258,85)	(311,89)	(30,87)	(5,00)
Thay đổi đầu tư ngắn hạn	(16,86)	(6,17)	(6,44)	-
Thay đổi đầu tư dài hạn	(329,66)	(97,03)	(93,75)	530,00
<b>Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư</b>	<b>(605,37)</b>	<b>(415,09)</b>	<b>(131,06)</b>	<b>525,00</b>
Cổ phần phát hành	839,89	32,29	31,22	199,99
Thay đổi các quỹ khác	9,78	13,48	16,22	20,00
Thay đổi các khoản nợ vay	284,87	185,32	197,73	(3,00)
Thay đổi nợ dài hạn	66,53	6,89	40,55	100,00
Chia cổ tức cho cổ đông	(26,18)	(199,28)	(188,98)	(116,67)
<b>Dòng tiền hoạt động T.chính</b>	<b>1.174,89</b>	<b>38,69</b>	<b>96,81</b>	<b>110,33</b>
<b>Dòng tiền thuần</b>	<b>622,93</b>	<b>(465,10)</b>	<b>68,80</b>	<b>774,38</b>
Tiền mặt đầu kỳ	-	623,92	159,70	279,65
<b>Tiền mặt cuối kỳ</b>	<b>623,92</b>	<b>159,70</b>	<b>228,16</b>	<b>1.054,02</b>
<b>Dòng tiền thuần dự phóng</b>				
Lợi nhuận ròng	114,02	130,98	220,17	252,36
Cộng thêm chi phí khấu hao	74,95	25,63	(22,17)	10,00
(-) tăng TSLĐ. không kể tiền mặt	(231,54)	(321,25)	(124,78)	(259,14)
(+) tăng VNNH	380,85	261,26	227,58	132,82
(-) tăng nguyên giá TSMMTB	-	-	-	81,70
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(124,49)</b>	<b>(262,73)</b>	<b>(3,94)</b>	<b>(5,00)</b>

Bảng Cân Đối Kế Toán	2007	2008	2009	2010E
<b>Tài sản ngắn hạn</b>				
Tiền & tương đương tiền	653,88	210,46	274,97	1.054,02
Đầu tư tài chính	16,86	23,03	29,48	29,48
Khoản phải thu	187,37	55,32	138,19	239,31
Hàng tồn kho	30,87	475,36	520,65	658,63
Chi phí trả trước, TSNH khác	13,31	22,12	18,74	38,78
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>902,29</b>	<b>786,29</b>	<b>982,02</b>	<b>2.020,22</b>
<b>Tài sản máy móc thiết bị</b>				
Nguyên giá	124,49	387,22	391,16	396,16
Trừ khấu hao lũy kế	(74,95)	(100,58)	(78,41)	(88,41)
Đầu tư tài chính dài hạn	49,54	286,64	312,75	307,75
Tài sản máy móc thiết bị ròng	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	464,01	610,20	730,89	200,89
<b>Tổng Tài Sản</b>	<b>1.415,84</b>	<b>1.683,13</b>	<b>2.025,66</b>	<b>2.528,86</b>
<b>Vay nợ ngắn hạn</b>				
Vay ngắn hạn	284,87	470,19	667,92	664,92
Khoản phải trả	84,59	159,58	157,19	297,84
Nợ khác	11,38	12,33	44,57	39,74
<b>Tổng vay nợ ngắn hạn</b>	<b>380,85</b>	<b>642,10</b>	<b>869,68</b>	<b>1.002,50</b>
<b>Vay nợ dài hạn</b>	<b>66,53</b>	<b>73,41</b>	<b>113,96</b>	<b>123,96</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>938,51</b>	<b>916,86</b>	<b>995,22</b>	<b>1.350,914</b>
Cổ phiếu thường	300.000	300.000	399.999	<b>599.999</b>
Quỹ đầu tư phát triển	11,11	31,73	52,70	252,70
Lợi nhuận giữ lại	88,84	21,42	52,35	188,04
Cổ phiếu Quỹ	-	-	-	-
Nguồn ngân sách & quỹ khác	538,56	563,71	490,17	310,17
Lợi ích cổ đông thiểu số	29,96	50,76	46,80	51,48
<b>Tổng vay nợ &amp; VCSH</b>	<b>1.415,84</b>	<b>1.683,13</b>	<b>2.025,66</b>	<b>2.528,86</b>
<b>Tăng trưởng &amp; tỷ suất (%)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>
Tăng trưởng Doanh thu	33,0%	75,6%	145,4%	6,2%
Tăng trưởng EBITDA	-53,6%	42,3%	36,7%	16,9%
Tăng trưởng EBIT	-76,7%	70,2%	53,5%	14,4%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-73,6%	14,9%	68,1%	14,6%
Tăng trưởng EPS	#DIV/0!	14,9%	26,1%	-1,8%
Tỷ suất LN gộp	8,5%	8,4%	4,9%	5,4%
Tỷ suất EBITDA	7,4%	6,5%	3,4%	3,6%
Tỷ suất EBIT	4,3%	4,1%	2,6%	2,8%
<b>Các chỉ số</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>
ROE	11,9%	13,6%	21,1%	18,7%
ROA	8,1%	7,8%	10,9%	10,0%
Số ngày hàng tồn kho	5,17	45,32	19,48	23,32
Số ngày khoản phải thu	28,74	4,83	4,92	8,02
Số ngày khoản phải trả	14,18	15,21	5,88	10,55
Vay nợ ròng/VCSH	0,46	0,74	0,94	0,83
Độ che phủ lãi vay - EBIT(x)	3,98	2,73	3,50	2,97
<b>Định giá so sánh</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>
<b>PE</b>	n/a	n/a	10,9	8,0
<b>PB</b>	n/a	n/a	2,4	1,87
<b>Lợi suất cổ tức</b>	n/a	n/a	3,3%	2,5%

Chú thích: TSLĐ = tài sản lưu động; VNNH = vay nợ ngắn hạn; TSMMTB = Tài sản máy móc thiết bị; TSNH: Tài Sản Ngắn Hạn; VCSH: vốn chủ sở hữu; EBIT: lợi nhuận trước thuế và lãi vay; EBITDA: Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao

Nguồn: Chứng Khoán Thăng Long

## ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**Thị trường tiềm năng lớn:** theo tập quán người Việt Nam, vàng và trang sức được sử dụng cho nhiều mục đích như dự trữ giá trị, phương tiện thanh toán trong các giao dịch giá trị lớn, và làm trang sức. Đặc biệt trong những năm gần đây, nhu cầu trang sức càng tăng mạnh khi kinh tế Việt Nam nhanh chóng vượt qua khó khăn và đời sống người dân ngày càng cao. Lượng vàng trang sức mỗi người Việt Nam sở hữu hiện nay khoảng USD 6; rất thấp so với các nước xung quanh như Trung Quốc USD 19 và Ấn Độ USD 13,6 (Số liệu của PNJ).

Nhóm mặt hàng kim loại quý, đá quý và sản phẩm, trong đó chủ yếu là vàng, tiếp tục đạt mức kim ngạch xuất khẩu khá cao trong tháng 6/2010. Tính trong 6 tháng đầu năm 2010, giá trị xuất khẩu vàng bạc đá quý của các doanh nghiệp lên tới hơn 1,34 tỉ USD, tương đương khoảng 36 tấn vàng, tăng gần 70 triệu USD so với giá trị xuất khẩu cùng kỳ năm ngoái (lũy kế 7 tháng là 1,55 tỷ USD). Trong khi từ tháng 11/2009 đến nay, NHNN chưa cấp phép nhập khẩu vàng cho bất cứ doanh nghiệp nào. Ước tính, từ đầu năm tới nay, đã có khoảng 36 tấn vàng được xuất khỏi Việt Nam. Với tỷ giá USD là 19.000 VND/USD, thì kim ngạch xuất khẩu vàng trong 6 tháng đầu năm tương đương với khoảng 25.500 tỷ đồng.

Hợp đồng xuất khẩu nữ trang năm 2010 tăng mạnh so với 2009, lượng xuất khẩu 6 tháng đầu năm tăng 51% so với cùng kỳ, tương đương khoảng 20 triệu USD. Tuy vậy, theo tính toán của PNJ, giá trị thặng dư của hoạt động xuất khẩu nữ trang năm nay không cao so với năm trước vì giá gia công theo các hợp đồng vẫn giữ nguyên, trong khi chi phí nhân công, điện nước tăng đáng kể. Nữ trang xuất khẩu chủ yếu là vàng, loại 18k, 14k, 10k và lợi nhuận thu được sau khi trừ các khoản chi phí khoảng 0,8% so với giá thành. Phần xuất khẩu nữ trang này đóng góp thêm cho PNJ khoảng 15% doanh thu và khoảng 10% lợi nhuận trong năm nay.

**Một trong những doanh nghiệp đầu ngành:** Tại phía Bắc, Bảo Tín Minh Châu là một đối thủ mạnh với lợi thế là hệ thống phân phối rộng khắp. Tuy nhiên khả năng cạnh tranh Bảo Tín Minh Châu ở miền Nam gần như không có. Ngược lại, ở phía Nam PNJ phải đối đầu với SJC. SJC có thương hiệu vàng miếng mạnh chiếm lĩnh gần 80% thị phần vàng miếng cả nước. Cũng vậy trong lĩnh vực trang sức, SJC thiếu sự đầu tư về mẫu mã và quảng cáo marketing. Ngoài ra, thị trường vàng, trang sức ở Việt Nam còn có sự hiện diện của hơn 8.000 doanh nghiệp kim hoàn nhỏ lẻ, với số lượng mẫu mã giới hạn.

Năm 2010, công ty PNJ cũng quyết định đầu tư và áp dụng hệ thống quản trị nguồn lực doanh nghiệp ERP. Trong dài hạn, hệ thống ERP sẽ giúp công ty quản trị tốt hơn phần chế biến và kinh doanh sản phẩm trang sức, cũng như giúp hoạch định việc tồn kho nguyên liệu vàng, và dự báo biến động giá vàng để giảm rủi ro. Qua thực tế kinh doanh nhiều năm, với sự tích lũy nhiều kinh nghiệm trong kinh doanh vàng bạc và trang sức, hệ thống ERP được kỳ vọng là công cụ giúp cho PNJ có thể hoạch định sản xuất kinh doanh tốt hơn.

**Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao:** nhờ vào chiến lược đầu tư tập trung vào phát triển sản phẩm và hệ thống phân phối. Doanh thu và lợi nhuận từ trang sức của PNJ đã tăng mạnh trong giai đoạn 2007-2009 và được dự đoán là sẽ giữ vững trong thời gian sắp tới.

Kết quả sản xuất kinh doanh Quý 1, doanh thu từ kinh doanh trang sức của công ty tăng mạnh so với Q4/2009 (trang sức vàng bán lẻ: +54%; trang sức vàng bán sỉ: +14%; trang sức bạc: +37%). Lợi nhuận sau thuế của riêng công ty mẹ đạt 64,5 tỷ (26% kế hoạch năm 2010), giảm 6% so với cùng kỳ năm 2009; nhưng nếu loại trừ khoản kinh doanh xuất khẩu vàng đột biến năm 2009 ra thì lợi nhuận gộp từ hoạt động chính truyền thống của PNJ đã tăng trưởng +48% trong Quý 1.

Tổng hợp kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2010 doanh thu 6 tháng của PNJ đạt 5.831 tỷ đồng, ước lợi nhuận trước thuế chưa hợp nhất đạt 158,2 tỷ đồng, tăng 17% so với cùng kỳ năm 2009 và bằng 64,48% so với kế hoạch năm; lợi nhuận sau thuế đạt 124,984 tỷ đồng, tăng 19,02% so với cùng kỳ năm 2009 và bằng 62,49% kế hoạch năm 2010. PNJ cho biết, trong 6 tháng đầu năm 2010, PNJ đã khai trương thêm 15 cửa hàng nâng tổng số cửa hàng hiện nay là 119 cửa hàng. Được biết, cuối tháng 6/2010, PNJ đã phát hành 20 triệu cổ phiếu theo tỷ lệ 2:1 thưởng cho cổ đông hiện hữu để tăng vốn điều lệ từ 400 tỷ đồng lên 600 tỷ đồng. Năm 2010, đại hội cổ đông PNJ đã thông qua kế hoạch kinh doanh với lợi nhuận trước thuế đạt 245 tỷ đồng và chia cổ tức ở mức 25%.

**Hoạt động đầu tư tiềm năng:** Công ty Địa ốc Đông Á (PNJ sở hữu 23%) đã tổ chức chào bán dự án Golden Square trong tháng 3/2010. Dự án Golden Square có vị trí trung tâm thành phố Đà Nẵng, với tổng vốn đầu tư 1.500 tỷ đồng. Golden Square là dự án nhà cao tầng đầu tiên lớn nhất của Đà Nẵng hiện nay với quy mô gồm 3 toà tháp cao từ 21 đến 36 tầng được xây dựng trên diện tích khuôn viên 10.600 m2, khởi công 2009 và dự kiến hoàn thành 2011. Toàn bộ khu đất này được Địa ốc Đông Á mua từ cách đây 3 năm giá 60 tỷ đồng.

**Bảng 1: Cơ cấu doanh thu và tăng trưởng mảng vàng, bạc và trang sức:**

Sản phẩm	Doanh thu			
	2008	2009	Tăng trưởng	Dự kiến 2010
	Tỷ đồng	Tỷ đồng	%	so với 2009
<b>PNJ Vàng</b>	1.976	2.422	23%	15%
<b>PNJ Bạc</b>	64	89	38%	30%
<b>CAO Nữ trang cao cấp</b>	43	48	10%	20%
<b>Vàng miếng</b>	1.121	3.494	212%	5%
<b>Xuất khẩu vàng</b>	290	3.558	1.127%	-

Nguồn: PNJ & TLS dự báo

**Bảng 2: Cơ cấu lợi nhuận và tăng trưởng mảng vàng, bạc và trang sức:**

Sản phẩm	Lợi nhuận thuần		
	2008	2009	Tăng trưởng
	Tỷ đồng	Tỷ đồng	%
<b>PNJ Vàng</b>	198	254	29%
<b>PNJ Bạc</b>	37	51	38%
<b>CAO Nữ trang cao cấp</b>	13	15	10%
<b>Vàng miếng</b>	3	10	260%
<b>Xuất khẩu vàng</b>	9	96	1.004%

Nguồn: PNJ

Trong tháng 4/2010, lũy kế doanh thu tiếp tục đạt 2.265 tỷ đồng (doanh thu quý 1 sau điều chỉnh đạt 1.753 tỷ), nâng tổng lợi nhuận trước thuế chưa hợp nhất của 4 tháng đầu năm 2010 lên mức 122 tỷ đồng, đạt xấp xỉ 50% kế hoạch cả năm. Điểm đặc biệt so với năm 2009 là 4 tháng đầu năm, không có đột biến về xuất khẩu vàng mà chỉ chủ yếu là từ hoạt động kinh doanh nữ trang, cho thấy sự phát triển bền vững của mảng ngành nghề này. Do vậy, doanh thu trung bình các tháng đầu năm 2010 tương đối ổn định nếu không có nhiều đột biến về xuất khẩu vàng. Ước tính doanh thu cả năm 2010 của toàn công ty trong khoảng 9.500 – 11.000 tỷ đồng, mức kỳ vọng 10.500 tỷ; lợi nhuận sau thuế ước đạt 240-260 tỷ đồng, tương đương với mức EPS kỳ vọng điều chỉnh khoảng 5.400 đồng/cổ phiếu.

**Danh mục đầu tư tài chính được đánh giá hấp dẫn:** PNJ sở hữu danh mục đầu tư gần 600 tỷ (theo giá trị sổ sách) vào nhiều doanh nghiệp niêm yết và chưa niêm yết, được ước tính sẽ đem lại khoảng 40 tỷ cổ tức cho công ty hàng năm.

**Bảng 3: Danh mục đầu tư tài chính tính đến 31/12/2009**

Danh mục	Số lượng cổ phiếu	Giá trị (Tỷ đồng)	Lãi/Lỗ chưa ghi nhận (tỷ đồng)
<b>Liên kết</b>		<b>512</b>	<b>264</b>
Ngân hàng Đông Á	26.168	272	225
Địa ốc M&C	2.615	65	
Địa ốc Kinh Đô	2.000	23	
Quê Hương Liberty	0.960	41	
Nhiên liệu Sài Gòn SFC	1.865	41	39
Địa ốc Đông Á	7.006	70	
<b>Công ty con</b>		<b>87</b>	<b>0</b>
Năng lượng Đại Việt	7.000	70	
Hải sản S.G	1.729	17	
Thời trang CAO	200.000		

Nguồn: PNJ

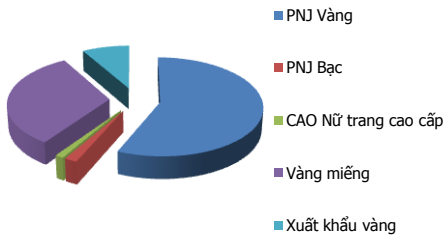
Đến thời điểm tháng 6/2010, PNJ đang tăng tỷ lệ sở hữu trong SFC lên 49.99%. SFC là một doanh nghiệp hoạt động hiệu quả, sở hữu nhiều bất động sản có vị trí tốt trong thành phố. Trong năm 2010, SFC sẽ khởi công xây dựng dự án văn phòng tại số 1A Phạm Ngọc Thạch, TP.HCM.

Ngoài ra, việc ngân hàng Đông Á dự định sẽ niêm yết trong Quý 3/2010 và công ty Bất động sản Đông Á đang chào bán dự án Golden Square Đà Nẵng sẽ làm cho giá trị các khoản đầu tư này tăng đáng kể.

PNJ là một trong số ít các doanh nghiệp trong ngành đầu tư vào **công nghệ hiện đại**, dây chuyền chế tác tự động có công suất lên đến 2 triệu sản phẩm/năm để đáp ứng nhu cầu đang tăng của thị trường trong và ngoài nước. Các dòng sản phẩm có mẫu mã đa dạng **thiết kế tinh xảo, kiểu dáng phong phú** do được đội ngũ hơn 1000 thợ kim hoàn lành nghề chế tác. Bên cạnh đó, PNJ có **hệ thống phân phối rộng lớn** gồm 119 cửa hàng bán lẻ và 3.000 đại lý phân phối khắp đất nước.

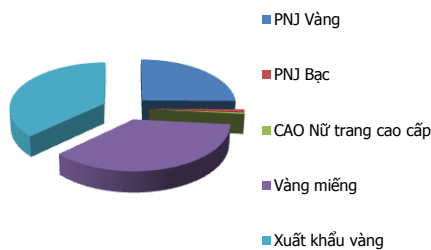
Với các thế mạnh này, PNJ đủ khả năng để đáp ứng nhu cầu của thị trường trang sức trong nước đang phục hồi mạnh mẽ sau một số khó khăn từ nội tại nền kinh tế cũng như ảnh hưởng của khủng hoảng toàn cầu. Do đó, chúng tôi cho rằng PNJ có thể giữ vững mức độ tăng trưởng doanh thu truyền thống trên 15%, lợi nhuận trên 25%/năm trong giai đoạn 2010 – 2012.

**Cơ cấu doanh thu 2008**



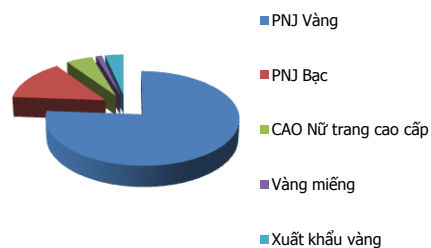
Nguồn: PNJ

**Cơ cấu doanh thu 2009**



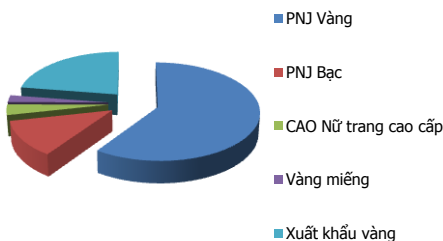
Nguồn: PNJ

**Đóng góp lợi nhuận 2008**



Nguồn: PNJ

**Đóng góp lợi nhuận 2009**





## RỦI RO CHÍNH

Một phần lớn sản phẩm của Công ty được xuất khẩu. Chính vì vậy những biến động vĩ mô của nền kinh tế thế giới ảnh hưởng rất lớn đến nhu cầu tiêu thụ sản phẩm cũng như giá bán sản phẩm của Công ty.

**1. Rủi ro kinh tế:** Nền kinh tế Việt Nam trong năm 2010 vẫn diễn biến phức tạp với lạm phát, lãi suất tăng cao, tỷ giá biến động... Tốc độ tăng trưởng của Việt Nam năm nay dự kiến sẽ chững lại chỉ ở mức 6 – 7%/năm. Nếu tốc độ tăng trưởng của Việt Nam bị chững lại thì khả năng tiêu thụ sản phẩm của PNJ có thể sẽ bị ảnh hưởng. Chính vì vậy, PNJ cần phải xây dựng chiến lược sản xuất kinh doanh hợp lý nhằm đảm bảo tính ổn định và phát triển bền vững của mình.

**2. Rủi ro về thị trường:** Ở lĩnh vực kinh doanh vàng miếng, thị trường ngày càng bị chia sẻ nhiều hơn do sự xuất hiện của một số công ty kinh doanh vàng mới xuất hiện bên cạnh những tên tuổi lớn như Công ty Vàng bạc Đá quý Sài Gòn (SJC), Công ty Vàng bạc Đá quý Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam, Công ty Vàng bạc Đá quý Bảo Tín Minh Châu... Cũng cần kể đến diễn biến thị trường vàng thế giới và trong nước có những diễn biến khó lường, ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động kinh doanh xuất khẩu vàng. Ở lĩnh vực kinh doanh trang sức, mặc dù nhãn hiệu nữ trang PNJ đang có ưu thế mạnh với thị phần khá lớn, nhưng mức độ cạnh tranh cũng gay gắt không kém. Sự cạnh tranh này không chỉ từ các đơn vị nhỏ lẻ trong nước mà còn từ nhiều thương hiệu nước ngoài đang dần lấn sân sang thị trường Việt Nam. Ngoài ra, khi đã gia nhập WTO, Việt Nam phải mở cửa thị trường, do vậy, sẽ tạo ra áp lực cạnh tranh rất cao, không những đối với những doanh nghiệp kinh doanh vàng bạc đá quý đang hoạt động, mà còn đối với cả những doanh nghiệp sắp hoạt động. Các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài với tiềm lực tài chính mạnh mẽ, mẫu mã đa dạng và phong cách quản lý hiện đại sẽ là những đối thủ cạnh tranh thực sự đối với các doanh nghiệp Việt Nam trong đó bao gồm cả PNJ.

**3. Rủi ro về nguyên vật liệu:** Nguyên, vật liệu trong hoạt động kinh doanh chính của Công ty là vàng, bạc và đá quý. Trong thời gian vừa qua, giá vàng biến động bất thường làm gia tăng chi phí sản xuất và giảm nhu cầu vàng từ các khách hàng truyền thống. Để hạn chế rủi ro này, giải pháp của PNJ là trữ vàng đúng lượng trang sức được đặt, đồng bộ và quản lý hiệu quả, chất lượng sản phẩm luôn đảm bảo và hao hụt trong quy trình sản xuất luôn được kiểm soát. Tuy nhiên từ đầu năm 2010 đến nay, lãi suất cho vay vàng đang giảm mạnh từ 5%/năm xuống còn 0,15%/năm tạo điều kiện khá thuận lợi cho doanh nghiệp. Dự báo trong thời gian tới, do các ngân hàng thương mại tiếp tục gặp khó khăn trong việc cho vay vàng, nên chi phí vay tiếp tục giảm, có lợi cho doanh nghiệp.

**4. Rủi ro về lãi suất:** Trong hoạt động kinh doanh của mình, PNJ sử dụng nguồn vốn vay ngân hàng, chủ yếu là các khoản vay ngắn hạn để bổ sung vốn lưu động. Chu kỳ trả nợ của các khoản vay này ngắn. PNJ còn vay ngân hàng bằng vàng và thanh toán theo lãi suất vay vàng. Tuy nhiên, chi phí lãi vay chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng chi phí hoạt động của Công ty. PNJ điều phối linh hoạt các dòng tiền và tài sản nhanh nên nhìn chung sự biến động của lãi suất đi vay không ảnh hưởng lớn đến hoạt động sản xuất kinh doanh.

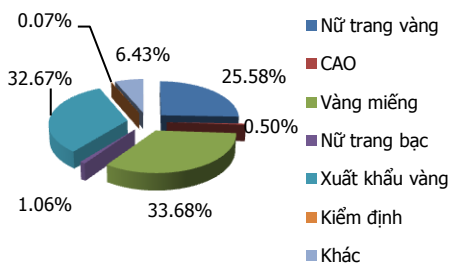
**5. Rủi ro về tỷ giá hối đoái:** Các nguyên vật liệu sản xuất của PNJ chủ yếu là nhập khẩu vì vậy sự biến động của tỷ giá hối đoái sẽ ảnh hưởng đến tình hình hoạt động kinh doanh của Công ty. Trong những năm gần đây với cơ chế quản lý tiền tệ thả nổi có kiểm soát của Nhà nước nên tỷ giá hối đoái của đồng Việt Nam với các ngoại tệ khác là tương đối ổn định. Để giảm thiểu rủi ro của biến động tỷ giá hối đoái tác động đến kết quả hoạt động kinh doanh của PNJ, thông tin về tỷ giá hối đoái luôn được cập nhật hàng ngày cho các bộ phận liên quan để có sự điều chỉnh kịp thời trong hoạt động kinh doanh. Bên cạnh đó, khi ký hợp đồng cung cấp dịch vụ sản phẩm, tùy từng thời điểm, PNJ sẽ đàm phán chọn đồng tiền thanh toán (các đồng tiền mạnh như USD, EUR) có lợi nhất.

## ĐỊNH GIÁ

Mô hình định giá của chúng tôi dựa trên những giả định quan trọng sau:

- Trong năm 2010, chúng tôi ước tính doanh thu từ các nhóm sản phẩm truyền thống của công ty, bao gồm trang sức vàng, bạc và đá quý cao cấp vẫn có sự tăng trưởng đều đặn. Số liệu quý 1 và công bố quý 2 cho thấy, tốc độ tăng trưởng doanh thu nhóm ngành hàng này ước tính trong khoảng 15%-20% tùy ngành hàng. Tuy nhiên, do các chi phí điện, nhân công cũng tăng lên, nên chi phí sản xuất cũng có xu hướng tăng thêm; dự tính tăng khoảng 2% so với trung bình năm 2009.
- Do tính bất ổn định và khó dự báo của giá vàng thế giới cũng như giá vàng ở Việt nam, tuy nhiên dựa vào lịch sử giá có xu hướng tăng đột biến trong 2 tháng cuối của quý II, khiến doanh thu từ kinh doanh vàng miếng có xu hướng sụt giảm. Dự kiến trong quý 3, khi giá vàng thị trường vẫn đứng ở mức cao, doanh thu từ kinh doanh vàng miếng cũng khó được cải thiện. Nhưng tính chung cả năm 2010, do ảnh hưởng bởi thị trường chứng khoán và bất động sản đang có xu hướng chững lại, dòng tiền sẽ được chia sẻ vào mua vàng. Do đó kinh doanh vàng miếng cũng khó sụt giảm so với năm 2009.

Cơ cấu doanh thu 2010E



Nguồn : PNJ

- Chúng tôi dự phóng dòng tiền để tính giá cổ phiếu PNJ theo 4 quý năm 2010. Nửa đầu năm 2010, thị trường vàng tiếp tục có biến động mạnh về giá trong 2 tháng 5 và 6 của quý 2, dẫn đến xuất khẩu vàng của PNJ cũng tăng đột biến so với quý 1. Dự báo giá vàng thế giới còn tiếp tục biến động có thể lên tới 1,250 US\$/ounce (tương đương 30 triệu đồng/lượng), cộng với sự lưỡng lự của chính sách quốc gia, xuất và nhập khẩu vàng trong quý 3&4 chắc chắn vẫn có nhưng bất ngờ lớn.
- Nếu PNJ vẫn giữ được thị phần xuất khẩu vàng đạt 10% như của năm 2009 (ước 200 triệu USD trên tổng kim ngạch xuất vàng 2 tỷ USD của cả nước), thì ước tính doanh thu từ xuất khẩu vàng của PNJ trong năm 2010 cũng sẽ đạt khoảng 3.500 tỷ đồng. Tuy nhiên biên lợi nhuận ước tính không cao, lợi nhuận ròng khoảng 2%. Các dòng tiền từ các hoạt động kinh doanh khác của PNJ cũng sẽ tăng trưởng đều đặn theo đúng kế hoạch, đặc biệt từ xuất khẩu nữ trang vàng. Tuy nhiên, lợi nhuận từ mảng xuất khẩu này ước tính đóng góp 10% trên tổng lợi nhuận của công ty.

Với những giả định trên, mô hình của chúng tôi cho thấy, nhiều khả năng lợi nhuận sau thuế của PNJ trong năm 2010 sẽ vào khoảng 252 tỷ đồng, tăng 23.5% so với năm 2009.

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh PE thị trường để định giá cổ phiếu PNJ. Mức PE 8 lần cho một doanh nghiệp đầu ngành với tốc độ tăng trưởng cao được kỳ vọng trong các năm kế tiếp là một đánh giá khá thận trọng. Giá hợp lý cho cổ phiếu PNJ được chúng tôi ước tính vào khoảng 43.200 đ/cp dựa trên ước tính PE 2010 (8 lần) với ước tính EPS bình quân 2010 khoảng 5.400 đồng/cổ phiếu.

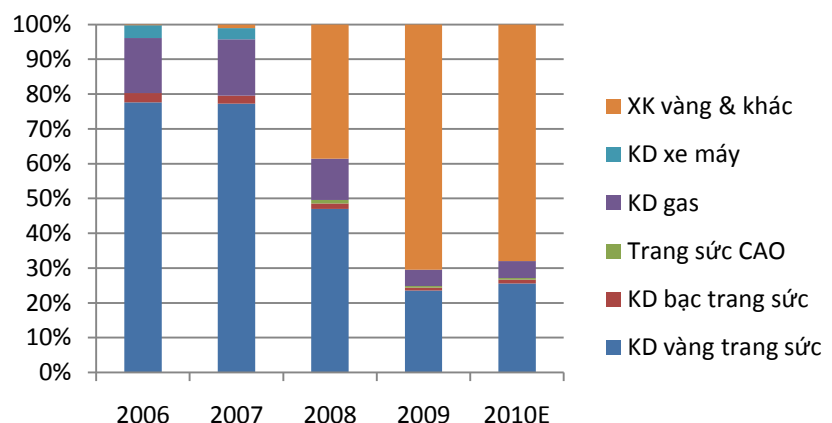
## MÔ HÌNH KINH DOANH

**Công ty CP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (PNJ)** hoạt động chính trong lĩnh vực kinh doanh xuất khẩu vàng và chế phẩm trang sức vàng bạc, đá quý. Các sản phẩm chính của PNJ là vàng lá (Phượng Hoàng Đông Á), trang sức vàng (PNJGold), trang sức bạc (PNJSilver), và trang sức vàng cao cấp (CAO Fine).

Ngoài ra, công ty còn kinh doanh trong lĩnh vực năng lượng thông qua việc sở hữu 70% công ty cổ phần Đại Việt (thương hiệu VinaGas, chuyên phân phối gas công nghiệp và gia dụng), và 49% công ty cổ phần Năng Lượng Sài Gòn (sở hữu số lượng lớn các cây xăng trong nội thành Sài Gòn).

Trong bối cảnh khó khăn của nền kinh tế, hoạt động đầu tư tài chính của PNJ phần nào cũng chịu sự ảnh hưởng và tác động. Hoạt động đầu tư tài chính của PNJ vẫn chủ yếu là đầu tư dài hạn và chủ trương đầu tư vào các ngành chiến lược như: ngân hàng, địa ốc, nhiên liệu, thực phẩm và đây là những ngành tương đối ổn định, có tiềm năng và thiết yếu trong nền kinh tế. Cụ thể tình hình hoạt động đầu tư năm 2009 của PNJ như sau: các khoản đầu tư tài chính của PNJ tăng 61,5 tỷ đồng, tương đương tăng 13,8% so với năm 2008 và đây là các khoản đầu tư mua cổ phiếu phát hành thêm của các Công ty đã đầu tư từ những năm trước như: Ngân hàng Đông Á, Công ty Địa ốc Đông Á, Công ty Cổ phần Quê Hương Liberty và Công ty Cổ phần Nhiên liệu Sài Gòn. Trong năm 2009, PNJ đã chuyển nhượng 70% phần vốn góp trong Công ty TNHH Bình khí đốt Hong Vi Na thu về lợi nhuận hơn 4 tỷ đồng, đồng thời chuyển nhượng 300.000 cổ phiếu của Công ty Cổ phần Vàng bạc đá quý Bến Thành thu về lợi nhuận 900 triệu đồng. Mặc dù trong năm 2009, điều kiện nền kinh tế chung gặp nhiều khó khăn, ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các đơn vị, tuy nhiên các đơn vị thành viên cũng đã đóng góp vào tổng lợi nhuận của PNJ 40,71 tỷ đồng. Về hoạt động đầu tư ủy thác, năm 2009 PNJ tiếp tục ủy thác đầu tư cho Công ty TNHH Quản Lý Quỹ Đông Á kinh doanh các chứng khoán trên sàn Hose và cũng đã thu về lợi nhuận 10,3 tỷ đồng.

**Đồ thị: Cơ cấu doanh thu từ 2006 đến 2010 (ước tính):**



Nguồn: Báo cáo tài chính các năm PNJ & TLS dự báo

**Bảng 4: Tỷ lệ sở hữu 2009**

Cổ đông	Tỷ lệ % trên VDL
Cổ đông trong nước	71,8%
Sở hữu nhà nước	0%
Cổ đông nước ngoài	28,2%
Tổng cộng	100%

*Nguồn: TLS***Bảng 5: Cổ đông tổ chức và nội bộ:**

Cổ đông lớn	
Nhà đầu tư	Tỷ lệ sở hữu
Vietnam Azalea Fund (VAF)	4,92%
Cao Thi Ngoc Dung	6,34%
VOF Investment Limited	4,00%
Vietnam Investment Limited	4,15%
Asia Value Investment	3,67%
CTCP Đầu tư & Thương mại ViệtTín	1,35%
Cổ đông nội bộ	
Ban giám đốc và Cán bộ nhân viên	50%

*Nguồn: TLS & Báo cáo PNJ*

**XUNG ĐỘT LỢI ÍCH**

Có thể có xung đột lợi ích do Chứng khoán Thang Long và các khách hàng có thể có quyền lợi tại công ty này thông qua việc đầu tư và/hoặc cùng cấp các dịch vụ tư vấn khác trong quá khứ, hiện tại hoặc tương lai.

**SẢN PHẨM**

Báo cáo này phân tích những diễn biến mới nhất tại doanh nghiệp. Vui lòng liên lạc với các chuyên viên phân tích hoặc cán bộ bán hàng có tên ở trên để biết thêm về doanh nghiệp này. Chúng tôi cảm ơn khách hàng về những phản hồi về sản phẩm. Chứng khoán Thang Long phát hành báo cáo này nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả.

Ý kiến phân tích: MUA: cổ phiếu được kỳ vọng tăng khoảng 15% để đạt giá mục giá mục tiêu. BÁN: cổ phiếu được kỳ vọng giảm hơn 15% so với giá mục tiêu. GIỮ: Cổ phiếu dao động trong khoảng -15% đến 15% so với giá mục tiêu.

**KHOI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ**

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sĩ, Manchester, UK) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua hai bản tin là The Investor Daily và The Investor Journal Weekly.

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG**

Được thành lập vào năm 2000, Công ty CP Chứng khoán Thang Long là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Công ty được thành lập theo Luật chứng khoán Việt Nam, cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Thang Long hiện là một trong những Công ty Chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam.

Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty Địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty Quản lý quỹ MB Capital, Thang Long có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, Thang Long đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới năm 2009
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty.

**VĂN PHÒNG**

**Trụ sở Công ty:** Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Ma St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 3726 2600. **Website:** [www.thanglongsc.com.vn](http://www.thanglongsc.com.vn)

**Trụ sở Phân tích:** Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Lang Ha St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 4456 8668. Email: [research@thanglongsc.com.vn](mailto:research@thanglongsc.com.vn)

**QUYỀN TỪ CHỐI**

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của Công ty Chứng khoán Thang Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của Công ty Chứng khoán Thang Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

©**Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thang Long 2006-2010, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO.** Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thang Long.