

Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Kỳ vọng tháo gỡ những bất cập trong quản lý thị trường vàng

Chuyên viên phân tích Nguyễn Hoàng Duy Anh
anhnhd@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

13/03/2025

Biên LNG Q4/2024 của PNJ có sự cải thiện đáng kể trong bối cảnh khó khăn về nguồn cung

Kết thúc Q4/2024, PNJ ghi nhận doanh thu thuần đạt 8,581 tỷ đồng (-12.1% YoY), sự suy giảm này chủ yếu vẫn đến từ mức giảm 57.8% YoY của mảng vàng 24K. Lợi nhuận gộp đạt 1,791 tỷ đồng tương ứng biên LNG đạt 20.9%, tăng 2.9ppts YoY do tỷ trọng doanh thu mảng vàng miếng suy giảm – mảng có biên LNG thấp cũng như PNJ chuyển đổi danh mục sản phẩm sang các sản phẩm có hàm lượng vàng thấp hơn – sản phẩm có biên LNG cao hơn. PNJ ghi nhận LNST đạt 732 tỷ đồng tăng 15.9% YoY tương đương biên lợi nhuận 8.5%.

Các mảng kinh doanh có kết quả phân hóa trong Q4/2024

Doanh thu bán lẻ trang sức trong Q4/2024 đạt 6,114 tỷ đồng (+8.1% YoY) do chiến lược marketing và các chương trình bán hàng phát huy hiệu quả. Doanh thu mảng bán sỉ ghi nhận mức tăng trưởng mạnh 39.0% YoY đạt 1,004 tỷ VND do PNJ có lợi thế là nhà sản xuất chính quy và uy tín. Trong khi đó, doanh thu mảng vàng 24K đạt 1,385 tỷ VND, giảm 57.8% YoY do khan hiếm nguồn cung vàng.

PNJ đẩy mạnh mở rộng mạng lưới cửa hàng trong 2H2024

Tính đến hết Q4/2024, PNJ sở hữu 429 cửa hàng tương đương với mở mới 29 cửa hàng so với đầu năm và chủ yếu số lượng cửa hàng mở mới đều đến từ 2H2024 với 24 cửa hàng mới. Doanh thu bán lẻ/cửa hàng đạt khoảng 4.8 tỷ VND tăng 1.12% YoY.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 111,900 VND/cp

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2025 của PNJ với doanh thu thuần đạt 32,613 tỷ đồng (-13.8% yoy), LNST đạt 2,464 tỷ đồng (+16.5% yoy). Với triển vọng duy trì tăng trưởng dài hạn của mảng bán lẻ trang sức, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PNJ cho năm 2025 với giá mục tiêu 111,900 VND/cổ phiếu.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 111,900
Tăng/giảm (%)	24.3%
Giá hiện tại (13-03-2025)	VND 90,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 121,300
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	31.8/1.2

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	86.4.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	49.4/1.9
Sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Cổ đông lớn	VIETFUND (9.16%)

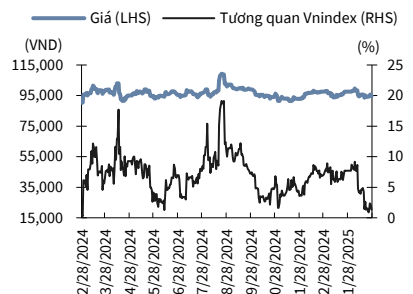
Biến động giá cổ phiếu

(%)	YTD	1M	3M	12M
Tuyệt đối	-3.0	2.0	-6.8	5.0
Tương đối	-6.4	-3.2	-8.8	0.7

Dự phóng KQKD & định giá

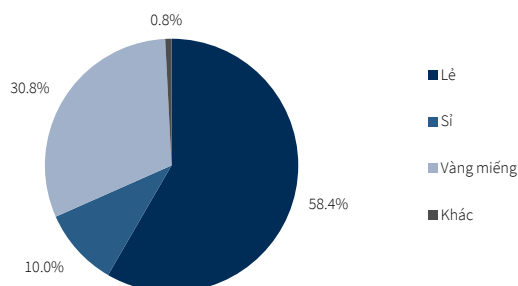
Cuối năm tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	33,137	37,823	32,613	35,667
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,607	2,698	3,197	3,751
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	1,971	2,115	2,464	2,909
EPS (VND)	6,009	6,444	7,289	8,604
Tăng trưởng EPS (%)	0.6	7.2	13.1	18.0
P/E (x)	15.7	14.6	12.9	10.9
P/B (x)	3.4	2.9	2.7	2.5
ROE (%)	20.1	18.8	20.2	21.6
Tỷ suất cổ tức (%)	1.5	2.2	2.1	2.1

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2024



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

PNJ thành lập năm 1988, bắt đầu từ cửa hàng kinh doanh Vàng bạc Phú Nhuận. Trải qua hơn 35 năm hoạt động và phát triển, PNJ đã trở thành một trong những doanh nghiệp dẫn đầu của ngành sản xuất kinh doanh vàng trang sức tại Việt Nam với thị phần vàng trang sức đạt 30% cùng mạng lưới hơn 400 cửa hàng phủ khắp cả nước.

Điểm nhấn đầu tư

Chú thích

Mảng bán lẻ trang sức là động lực tăng trưởng chính của PNJ. Tập trung phát triển mạng lưới cửa hàng tại khu vực miền Bắc kỳ vọng mở mới 12 – 25 cửa hàng trong năm 2025.

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

Mảng bán lẻ trang sức chưa gặp trở ngại về nguồn cung. Do nguồn cung chính cho mảng này đến từ mua lại trang sức vàng với giá bằng khoảng 70% giá trị hóa đơn trước đó.

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

Khan hiếm nguồn vàng nguyên liệu đầu vào cho mảng vàng 24K gây ảnh hưởng đến BLNG. Do nhu cầu đầu cơ tích trữ vàng 24K của người dân tăng cao.

Tham khảo trong báo cáo kỳ trước [tại đây](#)

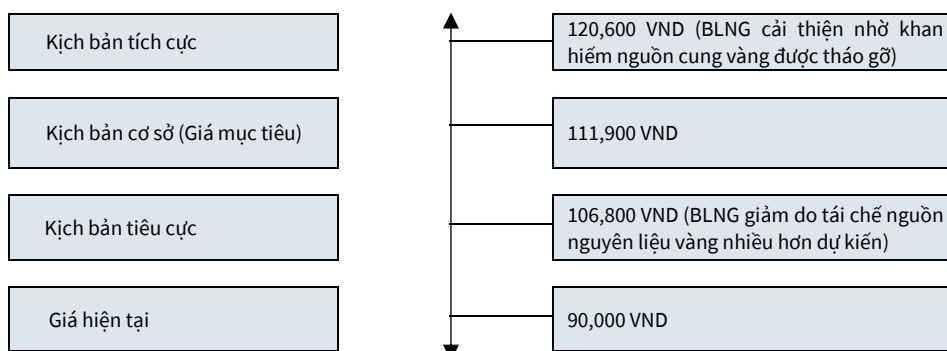
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	32,613	35,667	-2%	n/a	37,269	41,204	-12%	-13%
EBIT	3,197	3,751	-6%	n/a	3,099	3,662	3%	2%
LNST công ty mẹ	2,464	2,909	-6%	n/a	2,446	2,912	1%	0%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



Kịch bản cơ sở:

- Mở mới 19 cửa hàng trong năm 2025.
- Biên LNG 2025 đạt 22.2%.

Kịch bản tích cực:

- Mở mới 25 cửa hàng trong năm 2025.
- Biên LNG 2025 đạt 23.0%.

Kịch bản tiêu cực:

- Mở mới 12 cửa hàng trong năm 2025.
- Biên LNG 2025 đạt 21.7%.

Hoạt động kinh doanh

PNJ hoàn thành 101.8% kế hoạch doanh thu thuần của cả năm 2024

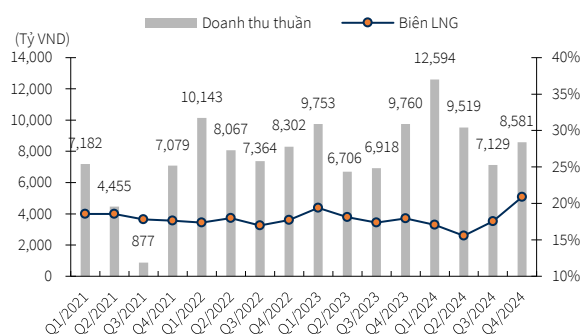
PNJ ghi nhận doanh thu thuần trong năm 2024 đạt 37,823 tỷ đồng (+14.1% YoY), trong đó mảng vàng miếng 24K ghi nhận tăng 11.5% YoY nhờ thị trường vàng sôi động trong 1H2024. Mảng bán lẻ trang sức tiếp tục duy trì tăng trưởng 14.4% YoY, nâng tổng số cửa hàng lên 429 cửa hàng tính đến hết năm 2024 và mảng bán sỉ tăng mạnh 34.6% YoY. LNST năm 2024 đạt 2,115 tỷ đồng tăng 7.3% YoY, hoàn thành 101.2% kế hoạch cả năm.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q4/2023	Q4/2024	+/-%YoY	2023	2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	9,864	8,581	-13.0%	33,137	37,823	14.1%	
- Bán lẻ trang sức	5,657	6,114	8.1%	19,286	22,051	14.3%	Mảng bán lẻ trang sức duy trì đà tăng trưởng nhờ các yếu tố sau: (1) Mở rộng mạng lưới cửa hàng với 29 cửa hàng mới. (2) Chiến lược và cấu trúc dòng sản phẩm được tối ưu hóa, phù hợp với thị trường. (3) Nâng cao tỷ lệ khách hàng cũ quay trở lại.
- Vàng 24K	3,285	1,386	-57.8%	10,438	11,649	11.6%	Doanh thu mảng vàng 24K tăng nóng trong 1H2024 nhờ sự sôi động của thị vàng. Tuy nhiên trong 2H2024, do nguồn cung vàng trở nên khan hiếm nên PNJ quyết định giảm tỷ trọng bán vàng 24K để tập trung nguồn nguyên liệu cho các mảng có BLNG cao hơn.
- Bán sỉ trang sức	722	1,004	39.0%	2,850	3,782	32.7%	Doanh thu bán sỉ tăng mạnh nhờ nhu cầu khách hàng sỉ dịch chuyển về các nhà sản xuất chính quy, uy tín trong bối cảnh nhà nước thắt chặt kiểm soát kinh doanh vàng.
Lợi nhuận gộp	1,751	1,791	2.3%	6,059	6,672	10.1%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>17.8%</i>	<i>20.9%</i>	<i>3.1ppts</i>	<i>18.3%</i>	<i>17.6%</i>	<i>-0.6ppts</i>	Biên LNG Q4/2024 tăng 3.1ppts do tỷ trọng doanh thu bán vàng 24K giảm mạnh về mức 16.2%.
Thu nhập tài chính	20	30	49.8%	97	77	-20.5%	
Chi phí tài chính	-29	-45	53.5%	-142	-95	-32.8%	Chi phí tài chính giảm mạnh do nền lãi suất thấp.
SG&A	-950	-913	-4.0%	-3,529	-4,002	13.4%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	792	864	9.0%	2,485	2,652	6.8%	
Lợi nhuận trước thuế	797	864	8.5%	2,489	2,651	6.5%	
Lợi nhuận sau thuế	632	733	15.9%	1,971	2,115	7.3%	
LNST công ty mẹ	632	733	15.9%	1,971	2,115	7.3%	
<i>Biên LNST</i>	<i>6.4%</i>	<i>8.5%</i>	<i>2.1ppts</i>	<i>5.9%</i>	<i>5.6%</i>	<i>-0.4ppts</i>	

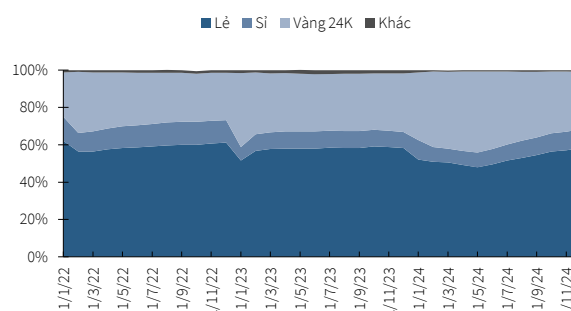
Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 2. Doanh thu thuần và BLNG của PNJ



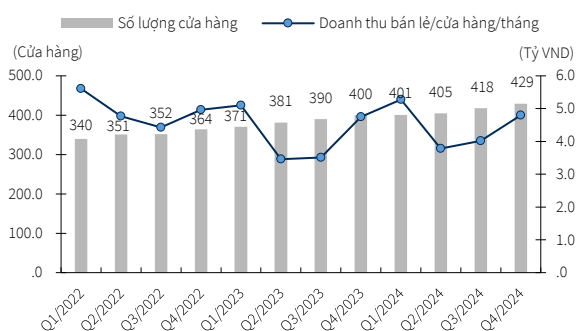
Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh của PNJ



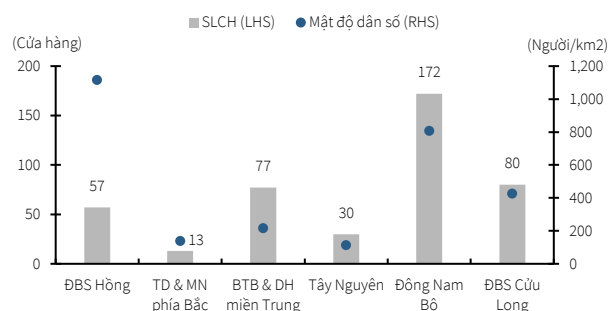
Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 4. Doanh thu bán lẻ/cửa hàng và số lượng cửa hàng của PNJ



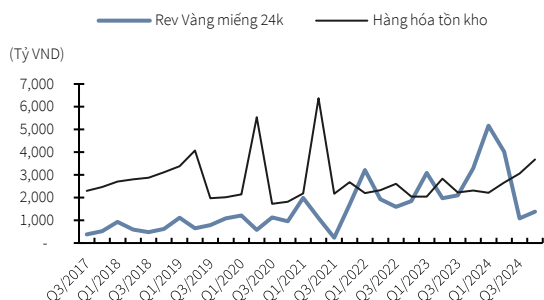
Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 5. Số lượng cửa hàng của PNJ và mật độ dân số theo vùng miền



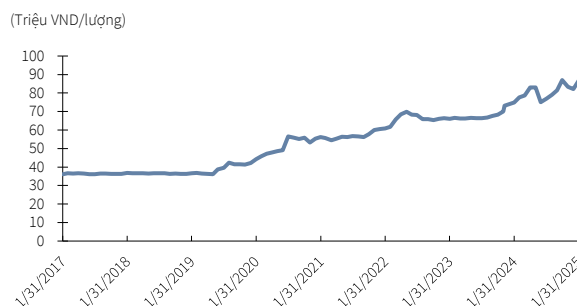
Nguồn: GSO, PNJ, KBSV tự tổng hợp (*Mật độ dân số được tính tới hết năm 2023)

Biểu đồ 6. Doanh thu vàng miếng 24K và hàng hóa tồn kho của PNJ



Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 7. Giá vàng SJC Hà Nội mua vào của PNJ theo tháng



Nguồn: Bieudogiang, KBSV

Biên lợi nhuận gộp của PNJ sẽ được cải thiện trong năm 2025

KBSV nhận định rằng biên LNG của PNJ sẽ được cải thiện trong năm 2025 đạt mức 22.2%, tương đương tăng 4.5ppts YoY bởi các yếu tố sau. (1) Tỷ trọng doanh thu mảng bán lẻ trên tổng doanh thu tăng cao do PNJ tiếp tục duy trì mở rộng mạng lưới cửa hàng để gia tăng thị phần mảng bán lẻ cùng với những chính sách về quản lý thị trường vàng chưa được tháo gỡ khiến doanh thu mảng vàng 24K chưa thể hồi phục trở lại (đây là mảng có biên LNG thấp hơn mảng bán lẻ trang sức). Xu hướng này được thể hiện rõ trong 2H2024 khi PNJ đẩy mạnh mở rộng mạng lưới cửa hàng với 24 cửa hàng được mở mới (Biểu đồ 4) và doanh thu mảng vàng 24K có sự suy giảm khiến tỷ trọng doanh thu bán lẻ trang sức đạt 71.2% (+21.2ppts so với 1H2024) thì BLNG cũng được cải thiện 2.9ppts đạt 19.4% trong 2H2024. (2) PNJ đã lên kế hoạch đối phó với tình trạng thiếu hụt nguồn cung vàng gây ảnh hưởng tiêu cực tới BLNG mảng bán lẻ trang sức. PNJ tăng cường khả năng sáng tạo trong thiết kế sản phẩm cũng như tập trung vào các sản phẩm có hàm lượng vàng thấp (Biên LNG cao hơn) để giảm thiểu với các chi phí phát sinh liên quan tới tỷ lệ hao hụt trong quá trình tái chế lại vàng thu mua.

PNJ duy trì phát triển mạng lưới cửa hàng tại các khu vực tiềm năng

KBSV duy trì quan điểm rằng PNJ vẫn còn dư địa để mở mới mạng lưới kinh doanh giống với báo cáo kỳ trước bởi các yếu tố sau: (1) Độ phủ cửa hàng của PNJ ở khu vực miền Bắc còn khá ít; (2) PNJ muốn gia tăng thị phần trong bối cảnh chính phủ ban hành nghị định về siết chặt quản lý hoạt động kinh doanh vàng gây ảnh hưởng tới một số đơn vị kinh doanh vàng thiếu tính minh bạch. Tuy nhiên chúng tôi điều chỉnh kỳ vọng số lượng cửa hàng mở mới cho năm 2025 từ 25 – 35 cửa hàng (báo cáo kỳ trước) xuống còn 12 – 25 cửa hàng do nhận thấy sức mua vẫn còn kém và chưa có dấu hiệu hồi phục. Đồng thời BLD PNJ cũng chia sẻ rằng với kịch bản lạc quan sức mua có thể quay trở lại vào Q3/2025 còn với kịch bản kém lạc quan hơn phải chờ tới Q4/2025 hoặc thậm chí sang năm 2026 sức mua mới có thể phục hồi.

Kỳ vọng tháo gỡ những bất cập trong quản lý thị trường vàng

Nội dung của Phiên chất vấn và trả lời chất vấn tại Kỳ họp thứ 8, Quốc hội khóa XV về vấn đề quản lý thị trường vàng vào ngày 11/11/2024 bao gồm những ý sau:

- (1) Tạo điều kiện cho hoạt động sản xuất trang sức. Nghị quyết quốc hội yêu cầu chậm nhất tháng 6/2025 tiến hành đề xuất sửa đổi Nghị định số 24/2012/NĐ-CP nhằm tạo điều kiện cho một số doanh nghiệp và TCTD nhập khẩu nguồn nguyên liệu vàng đầu vào.
- (2) Tiếp tục siết chặt quản lý HDKD vàng. NHNN sẽ tiếp tục phối hợp với các bộ, ngành liên quan để triển khai công tác thanh tra, kiểm tra hoạt động của các doanh nghiệp kinh doanh vàng, các cửa hàng, đại lý phân phối và mua bán vàng miếng và các chủ thể khác tham gia thị trường.
- (3) Thành lập sàn giao dịch vàng ở thời điểm phù hợp. Điểm tích cực của lập sàn giao dịch vàng là giao dịch minh bạch hơn và nhu cầu mua bán của người dân, doanh nghiệp, chủ thể sẽ thuận lợi hơn, hạn chế vàng hóa nền kinh tế.

KBSV cho rằng nếu những chính sách trên được đưa vào hoạt động PNJ sẽ được hưởng lợi do tình trạng khan hiếm nguồn cung vàng được xử lý giúp cải thiện hoạt động kinh doanh đồng thời gia tăng thị phần từ các đơn vị kinh doanh vàng thiếu minh bạch.

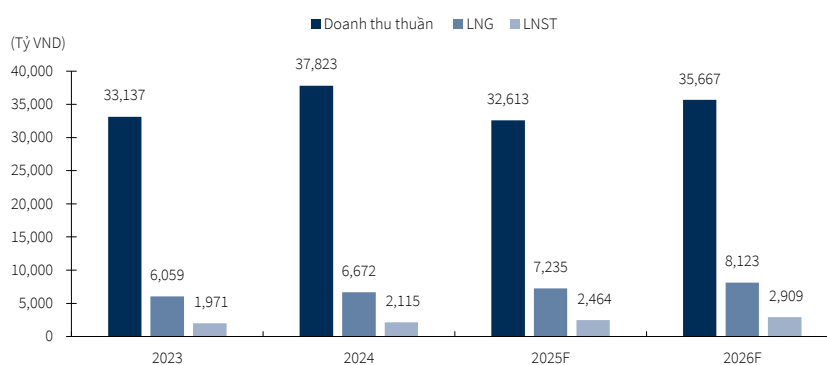
Dự phóng kết quả kinh doanh

Bảng 8. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	37,823	32,613	-13.8%	35,667	9.4%	
- Bán lẻ trang sức	22,051	25,147	14.0%	27,653	10.0%	- Doanh thu/cửa hàng tăng 5% YoY - Số lượng cửa hàng mở mới đạt 19 cửa hàng trong 2025.
- Vàng 24K	11,649	3,495	-70.0%	3,844	10.0%	Doanh thu vàng 24K giảm 70% YoY trong năm 2025 với giả định khan hiếm nguồn cung vàng và PNJ sẽ sử dụng nguồn nguyên liệu vàng cho các sản phẩm có BLNG cao hơn.
- Bán sỉ trang sức	3,782	3,971	5.0%	4,170	5.0%	Doanh thu bán sỉ tăng nhờ nhu cầu khách hàng si dịch chuyển về các nhà sản xuất chính quy, bài bản trong bối cảnh hoạt động kinh doanh vàng tiếp tục siết chặt.
Lợi nhuận gộp	6,672	7,235	8.4%	8,123	12.3%	Biên lợi nhuận dự báo cải thiện trong thời gian tới bởi tỷ trọng doanh thu mảng bán lẻ trang sức tăng cao.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>17.6%</i>	<i>22.2%</i>	<i>4.5ppts</i>	<i>22.8%</i>	<i>0.6ppts</i>	
Thu nhập tài chính			-35.7%		5.9%	
	77.44	50		53		
Chi phí tài chính			21.7%		-1.8%	
	(95)	(116)		(114)		
SG&A	-4,002	-4,087	2.1%	-4,425	8.3%	
Lợi nhuận trước thuế	2,651	3,081	16.2%	3,637	18.0%	
Lợi nhuận sau thuế			16.5%		18.0%	
LNST công ty mẹ	2,115	2,464		2,909		
			16.5%		18.0%	
	2,115	2,464		2,909		
<i>Biên LNST</i>	<i>5.6%</i>	<i>7.6%</i>	<i>2.0ppts</i>	<i>8.2%</i>	<i>0.6ppts</i>	

Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 9. Dự phóng QKD của PNJ



Nguồn: PNJ, KBSV

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:
111,900VND**

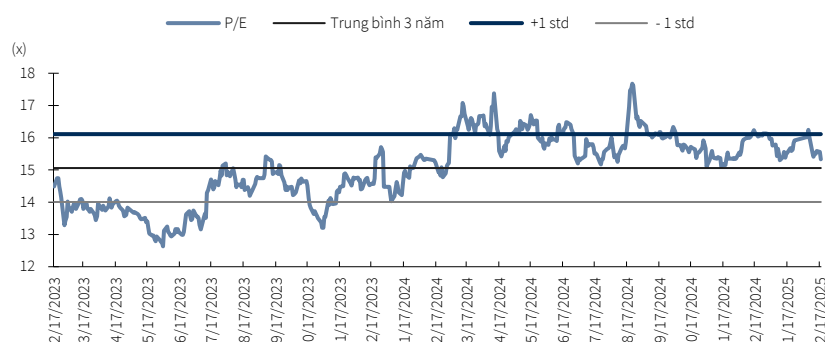
Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu PNJ với 2 phương pháp là (1) chiết khấu dòng tiền và (2) phương pháp so sánh để đưa ra mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu PNJ trong năm 2025.

(1) Với phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do trong doanh nghiệp FCFE với các giả định nêu dưới đây. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cổ phiếu PNJ đối với phương pháp này là 110,625 VND/cổ phiếu.

(2) Với phương pháp so sánh, chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu là 15 lần, tương đương với mức P/E trung bình 3 năm. EPS năm 2025 đạt 7,509 VND/cổ phiếu. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu đối với phương pháp này là 113,081 VND/cổ phiếu.

Với tỷ trọng sử dụng vào mô hình định giá đối với mỗi phương pháp là 50-50, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PNJ, mức giá mục tiêu 111,900 VND, cao hơn 24.3% giá đóng cửa ngày 13/03/2025.

Biểu đồ 10. Diễn biến P/E của PNJ giai đoạn 2023-2025



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 11. Định giá PNJ bằng phương pháp FCFE và các giả định

Chi phí VCSH	11.52%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng (Tỷ VND)	25,609
Chi phí vốn vay sau thuế	2.87%	Giá trị hiện tại FCFE (Tỷ VND)	36,484
Lãi suất phi rủi ro	4.70%	Tiền và tương đương tiền (Tỷ VND)	3,105
Beta	0.87	Đầu tư ngắn hạn (Tỷ VND)	1,043
Tăng trưởng dài hạn	2.0%	Nợ vay (Tỷ VND)	3,233
Thời gian dự phóng (năm)	6	Giá trị VCSH (Tỷ VND)	37,400
WACC	9.7%	SLCP	338,074,776
Giá mục tiêu (VND/Cổ phiếu)			110,625

Nguồn: KBSV dự phóng

PHỤ LỤC

PNJ – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2023A-2026F

Báo cáo Kết quả HKKD (TỶ VND)	2023	2024	2025F	2026F	Bảng cân đối kế toán (TỶ VND)	2023	2024	2025F	2026F
(Báo cáo chuẩn)					(Báo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	33,137	37,823	32,613	35,667	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	14,428	17,207	17,543	19,061
Giá vốn hàng bán	-27,078	-31,152	-25,378	-27,544	TÀI SẢN NGẮN HẠN	12,958	15,691	15,868	17,335
Lãi gộp	6,059	6,672	7,235	8,123	Tiền và tương đương tiền	896	1,123	3,105	3,931
Thu nhập tài chính	98	77	50	53	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	810	1,020	1,044	1,141
Chi phí tài chính	-143	-95	-116	-114	Các khoản phải thu	215	401	410	440
Trong đó: Chi phí lãi vay	-119	-47	-116	-114	Hàng tồn kho, ròng	10,941	13,013	11,194	11,697
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0	TÀI SẢN DÀI HẠN	1,469	1,516	1,675	1,726
Chi phí bán hàng	-2,836	-3,207	-3,403	-3,677	Phải thu dài hạn	105	116	346	378
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-694	-795	-684	-748	Tài sản cố định	883	857	822	797
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,484	2,652	3,081	3,637	Tài sản dở dang dài hạn	29	65	67	70
Thu nhập khác	12	10	0	0	Đầu tư dài hạn	453	479	439	480
Chi phí khác	-7	-11	0	0	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	5	-1	0	0	NỢ PHẢI TRẢ	4,621	5,950	5,322	5,579
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	4,612	5,940	5,321	5,579
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2,489	2,651	3,081	3,637	Phải trả người bán	257	624	311	461
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-518	-537	-617	-728	Người mua trả tiền trước	215	188	196	214
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,971	2,115	2,464	2,909	Vay ngắn hạn	2,384	3,342	3,233	3,174
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	Nợ dài hạn	9	11	0	0
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,971	2,115	2,464	2,909	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Chỉ số hoạt động	2023	2024	2025F	2026F	Doanh thu chưa thực hiện	9	11	0	0
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18.3%	17.6%	22.2%	22.8%	Vay dài hạn	0	0	0	0
Tỷ suất EBITDA	8.1%	7.2%	10.1%	10.8%	VỐN CHỦ SỞ HỮU	9,806	11,257	12,222	13,482
Tỷ suất EBIT	7.9%	7.1%	9.8%	10.5%	Vốn góp	3,282	3,381	3,381	3,381
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	7.5%	7.0%	9.4%	10.2%	Thặng dư vốn cổ phần	1,851	1,950	1,950	1,950
Tỷ suất lãi hoạt động KD	7.5%	7.0%	9.4%	10.2%	Lãi chưa phân phối	2,740	3,303	4,268	5,528
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.9%	5.6%	7.6%	8.2%	Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	1,933	2,623	2,623	2,623
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (TỶ VND)	2023	2024	2025F	2026F	Chỉ số chính (x, %, VND)				
Lãi trước thuế	2,489	2,651	2,464	2,909	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	81	81	100	97	P/E	510.4	23.0	17.9	15.7
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-80	-43	0	0	P/E pha loãng	510.4	23.0	17.9	15.7
Chi phí lãi vay	119	47	116	114	P/B	3.7	3.1	2.7	2.3
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	2,610	2,811	2,479	3,025	P/S	0.7	0.6	0.6	0.6
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	39	-246	19	-30	P/Tangible Book	3.7	3.1	2.7	2.3
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-437	-2,128	1,879	-502	P/Cash Flow	25.0	10.1	11.6	17.7
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	92	318	-498	281	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	-397.4	24.2	13.4	12.4
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-104	14	18	-11	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	242.1	26.3	22.1	19.7
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-693	-668	-12	10	Hiệu quả quản lý				
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,508	100	3,886	2,773	ROE%	20	19	20	22
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-83	-90	-66	-72	ROA%	14	12	14	15
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	2	0	0	0	ROIC%	23	20	26	29
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-2,240	-1,120	-230	-32	Cấu trúc tài chính				
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	1,680	960	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.4	0.4	0.8	0.9
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-4	0	1	-135	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.4	0.4	0.9	1.0
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.8	2.6	3.0	3.1
Cổ tức và tiền lãi nhận được	66	22	0	0	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-578	-228	-295	-240	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	67	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.3	0.3	0.2
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.2	0.2	0.2
Tiền thu được các khoản đi vay	8,159	6,663	0	0	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.5	0.5	0.4	0.4
Tiền trả các khoản đi vay	-8,458	-5,706	-109	-59	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.3	0.3
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.5	0.5	0.4	0.4
Cổ tức đã trả	-615	-672	-1,500	-1,648	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.3	0.3
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-914	353	-1,608	-1,707	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	128.5	122.8	80.4	83.9
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	15	225	1,983	826	Hệ số quay vòng HTK	2.5	2.6	2.1	2.4
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	880	896	1,123	3,105	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	124.0	85.8	69.7	92.4
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	896	1,123	3,105	3,931					

Nguồn: PNJ, KBSV

KHOI PHAN TICH CONG TY CHUNG KHOAN KB VIET NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.