

Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Giá vàng neo cao gây khó trong ngắn hạn

10/09/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

LNST tăng 3% YoY nhờ nhu cầu phục hồi nhẹ dù giá vàng neo cao

Kết thúc Q2/2025, PNJ ghi nhận doanh thu thuần đạt 7,582 tỷ đồng (-21% YoY) và LNST đạt 442 tỷ VND, +3% YoY. Giá vàng neo cao và tình trạng thiếu nguồn cung vàng khiến doanh thu vàng miếng tiếp tục giảm mạnh 53% YoY. Ngược lại, doanh thu mảng cốt lõi là trang sức bán lẻ / si tăng lần lượt 4%/2% YoY, nhờ sức mua của tệp khách hàng có thu nhập cao phục hồi và PNJ chiếm thêm thị phần

Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ tích trữ nguyên liệu và tái chế thành phẩm

Bất chấp giá vàng neo cao tại nội địa và thế giới, biên gộp của PNJ trong quý 2 cải thiện lần lượt 20bps/50bps so với mùa cao điểm trong 1Q2025/4Q2024 nhờ chiến lược tích trữ tồn kho nguyên liệu và linh hoạt tái chế trang sức cũ để đưa ra các sản phẩm mới với biên lợi nhuận gộp cao hơn. Dù vậy, nhu cầu vẫn yếu buộc PNJ tăng chi phí bán hàng, khiến biên lợi nhuận hoạt động chưa cải thiện tương đương

Tháo gỡ nguồn cung nguyên liệu giúp hỗ trợ chế tác trang sức trong bối cảnh nguồn cung thắt chặt và giá vàng tăng cao

Sửa đổi nghị định 24 đã chính thức được thông qua, dự kiến giúp khai thông khó khăn về nguyên liệu đầu vào, giúp các doanh nghiệp chế tác sản xuất như PNJ tối ưu chi phí sản xuất, cải thiện biên lợi nhuận và chi phí vốn lưu động. Dù vậy, chúng tôi dự báo doanh thu trang sức bán lẻ trong nửa cuối năm 2025 tiếp tục giảm nhẹ do giá vàng và tỷ giá neo cao, cùng nỗi lo lạm phát khiến tâm lý tiêu dùng thắt chặt.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 97,300 VND/cp

Dựa trên 2 phương pháp là chiết khấu dòng tiền (FCFF) và PE mục tiêu 14.2 lần, định giá hợp lý của PNJ là 97,300 VND/cổ phiếu, cao hơn 14% thị giá hiện tại. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PNJ.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 97,300
Tăng/giảm (%)	14%
Giá hiện tại (10/09/2025)	VND 85,700
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 101,400
Vốn hóa thị trường	29.1/1.1
(nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	86.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	79.1/3.1
Sở hữu nước ngoài (%)	46.8%
Cổ đông lớn	VIETFUND (9.16%)

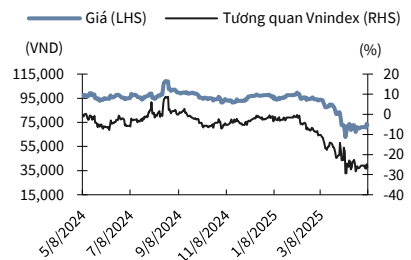
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1.6	15.2	-7.1	-12.4
Tương đối	-3.5	-10.2	-32.8	-43.3

Dự phóng KQKD & định giá

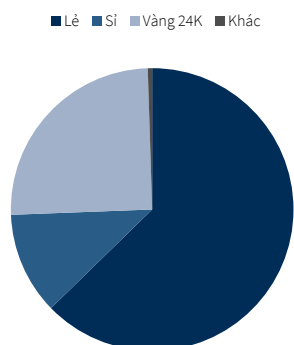
FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	33,137	37,823	33,042	35,080
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,529	2,670	2,696	2,993
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	1,971	2,113	2,041	2,271
EPS (VND)	5,830	6,250	6,038	6,716
Tăng trưởng EPS (%)	9	7	(3)	11
P/E (x)	14	14	14	13
P/B (x)	2.9	2.6	2.3	2.3
ROE (%)	21.6	20.1	17.1	17.1
Tỷ suất cổ tức (%)	2.2	2.3	2.2	2.5

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 1H2025



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 về sản xuất và 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.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

Chú thích

Nhu cầu trang sức có những tín hiệu phục hồi nhất định

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Sửa đổi NĐ 24 đa dạng nguồn nguyên liệu vàng, giúp cải thiện chi phí và hiệu quả hoạt động

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Giá vàng tăng cao khiến doanh nghiệp tăng tích trữ nguyên liệu để bảo vệ lợi nhuận

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

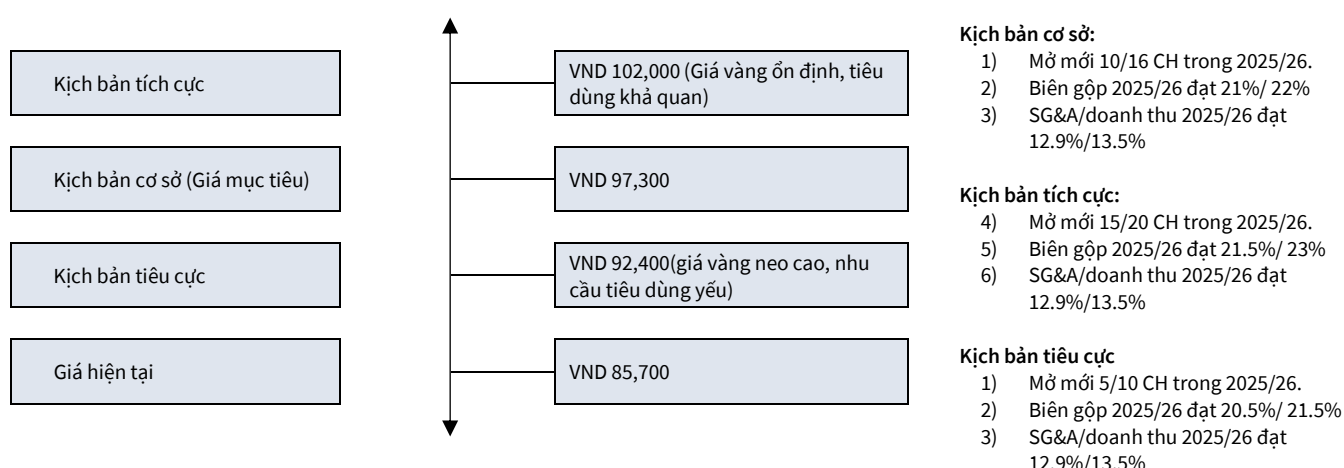
Dự phóng kết quả kinh doanh

(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	33,042	35,080	5%	1%	33,442	36,221	-1%	-3%
EBIT	2,570	2,859	-5%	-17%	2,663	3,032	-3%	-6%
LNST công ty mẹ	2,041	2,271	-2%	-14%	2,077	2,404	-2%	-6%

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



HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

PNJ đã hoàn thành 55% KH lợi nhuận cả năm

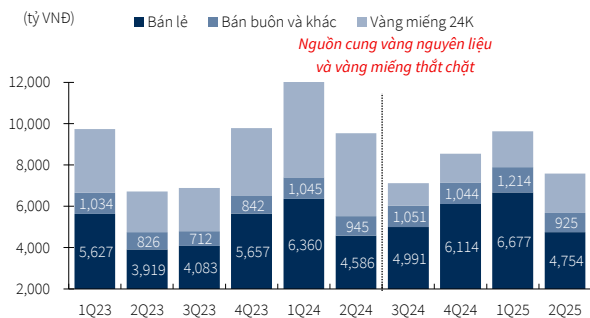
KQKD khả quan và vững chắc trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu bất ổn khiến tiêu dùng còn dè dặt. Sức mua tiêu dùng cũng có phần hạn chế bởi giá vàng tăng cao khiến giá sản phẩm đầu ra cũng ở mức cao.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2Q2024	2Q2025	+/-%YoY	1H2024	1H2025	+/-%QoQ	Chú thích
Doanh thu	9,519	7,582	-20%	16,648	14,991	-10%	
- Bán lẻ trang sức	4,586	4,754	4%	10,946	11,431	4%	Có dấu hiệu phục hồi nhẹ từ các phân khúc khách hàng cao cấp. Giá trị mỗi đơn hàng giảm nhẹ do nhu cầu yếu. Bù lại, PNJ tiếp tục thu hút thêm nhiều khách hàng mới nhờ độ phủ lớn và hoạt động hiệu quả, giúp doanh thu duy trì tăng trưởng nhẹ
- Bán sỉ trang sức	869	887	2%	1,813	2,043	13%	
- Vàng 24K	4,013	1,903	-53%	9,177	3,647	-60%	
Lợi nhuận gộp	1,481	1,634	10%	3,630	3,682	1%	Biên LNG Q2/2025 cải thiện lên mạnh do tỉ trọng vàng trang sức tăng cao. So với quý 1/2025 với cơ cấu doanh thu tương tự, biên gộp tăng nhẹ 20bps cho thấy hiệu quả chiến lược tích trữ nguyên liệu
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>15.5%</i>	<i>21.5%</i>	<i>598bps</i>	<i>21.8%</i>	<i>24.5%</i>	<i>276bps</i>	
Thu nhập tài chính	8.0	23.6	195%	22.2	61.2	176%	Thu nhập tài chính tăng mạnh nhờ tiền và đầu tư ngắn hạn tăng mạnh
Chi phí tài chính	13.8	45.7	231%	37.8	82.8	119%	PNJ tăng vay nợ ngắn hạn để duy trì lượng hàng tồn kho ở mức cao trong môi trường giá vàng tăng cao. Số dư nợ vay lên mức trung bình 3,292 tỷ VNĐ trong nửa năm, cao hơn 10 lần so với cùng kì 1H2024.
SG&A	938	1,059	13%	2,141	2,258	5%	Nhu cầu thị trường yếu vào mùa thấp điểm cũng như tâm lý tiêu dùng chưa phục hồi khiến chi phí bán hàng tăng mạnh hơn doanh thu bán lẻ
<i>SG&A/ lợi nhuận gộp</i>	<i>63%</i>	<i>65%</i>	<i>146bps</i>	<i>59%</i>	<i>61%</i>	<i>235bps</i>	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	543	575	6%	1,489	1,424	-4%	
Thu nhập khác	-6	-1	-90%	-9	-1	-89%	
Lợi nhuận trước thuế	533	552	4%	1,469	1,406	-4%	
Lợi nhuận sau thuế	428	442	3%	1,166	1,119	-4%	Lợi nhuận nửa năm giảm nhẹ 4% do kết quả kém khả quan từ mùa cao điểm Q1/2025
LNST công ty mẹ	428	442	3%	1,166	1,119	-4%	
<i>Biên LNST</i>	<i>4.5%</i>	<i>5.8%</i>	<i>132bps</i>	<i>7.0%</i>	<i>7.5%</i>	<i>46bps</i>	

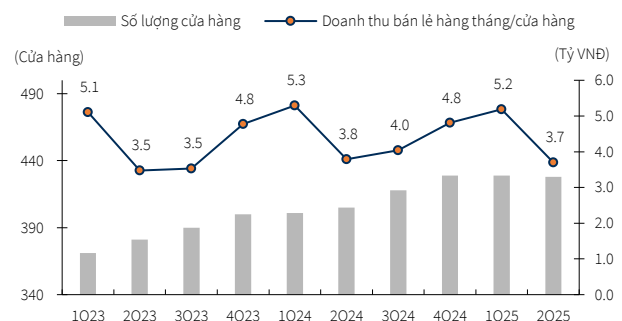
Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 2. Tổng doanh thu giảm chủ yếu từ đến từ vàng miếng 24K với nguồn cung thắt chặt



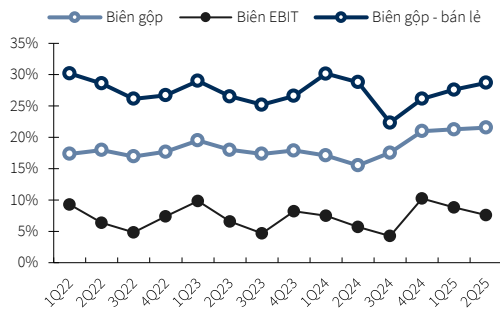
Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 3. Tăng trưởng nhờ số cửa hàng cao 6%YoY, dù doanh thu bán lẻ trung bình/cửa hàng giảm nhẹ 2.5% YoY



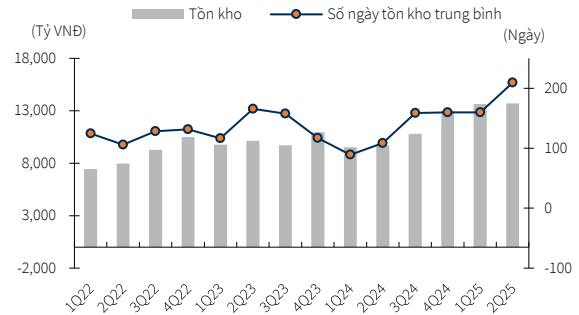
Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 4. Biên gộp duy trì ở mức cao nhờ tái chế thành phẩm và tích trữ tồn kho trong bối cảnh giá vàng neo cao



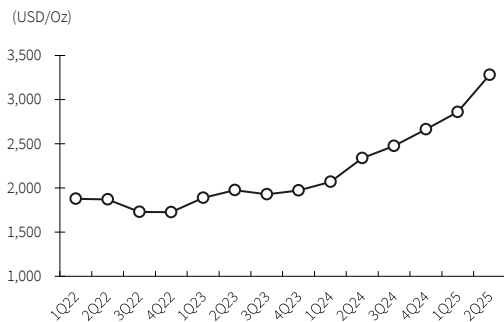
Nguồn: Wichart

Biểu đồ 5. Quản trị tồn kho chặt chẽ nhằm giảm thiểu rủi ro giá vàng tiếp tục leo cao



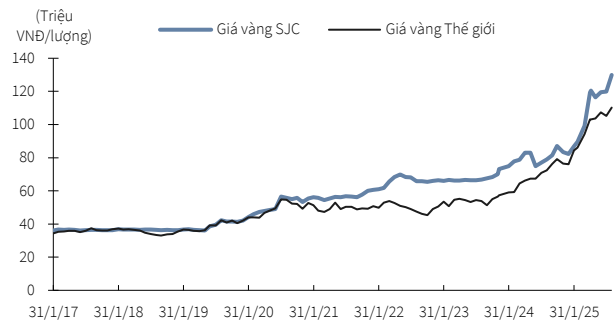
Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV

Biểu đồ 6. Giá vàng thế giới đã tăng khoảng 40% YoY do bất ổn địa chính trị toàn cầu



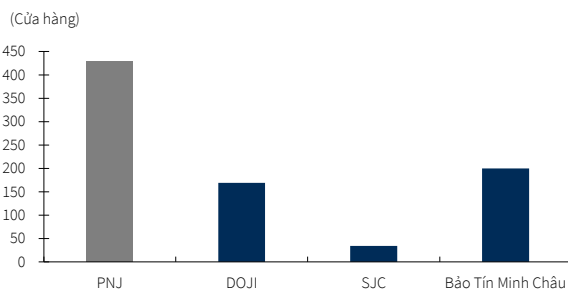
Nguồn: Wichart

Biểu đồ 7. Giá vàng nội địa neo cao với nguồn cung trong nước thắt chặt



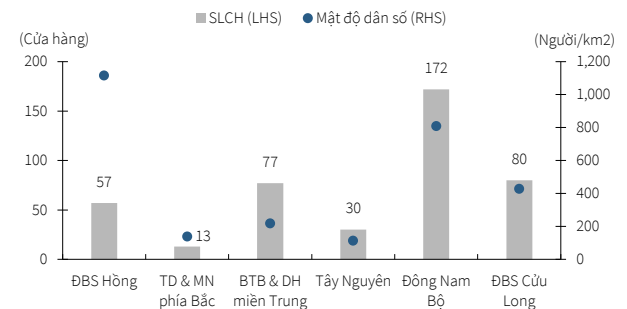
Nguồn: Wichart, KBSV; * Giá vàng thế giới: Quy đổi dựa trên 1 số giá định về tỷ giá

Biểu đồ 8. PNJ duy trì lợi thế cạnh tranh trong ngành nhờ số lượng cửa hàng vượt trội



Nguồn: PNJ, KBSV tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 9. Độ phủ ở mức cao ở hầu hết các vùng và dư địa mở rộng còn tại các địa phương phía Bắc



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

Tháo gỡ nguồn cung nguyên liệu giúp hỗ trợ chế tác trang sức trong bối cảnh nguồn cung thắt chặt và giá vàng tăng cao

Chính phủ đã chính thức thông qua ban hành nghị định 232/2025, sửa đổi ND 24/2012 và dự kiến có hiệu lực từ ngày 10/10/2025. Điều này dự kiến sẽ đem lại những thay đổi tích cực cho thị trường vàng trong nước. Các doanh nghiệp tư nhân có hoạt động sản xuất và kinh doanh vàng miếng và trang sức như PNJ sẽ có thể tham gia nhập khẩu vàng nguyên liệu, giúp đa dạng hóa nguyên liệu đầu vào và cải thiện chi phí sản xuất.

Biểu đồ 10. Tóm tắt các sửa đổi chính trong nghị định 232/2025 sửa đổi ND 24/2012

Các mục chính	Quy định cũ (Nghị định 24/2012)	Quy định mới (Nghị định 232/2025)
Sản xuất và kinh doanh vàng miếng	- Nhà nước (NHNN) độc quyền sản xuất vàng miếng (khoản 3 Điều 4).	- Bỏ độc quyền sản xuất từ nhà nước - Cho phép doanh nghiệp/ngân hàng được NHNN cấp phép sản xuất.
Xuất/Nhập khẩu vàng	- Nhà nước độc quyền nhập khẩu cho sản xuất vàng miếng; hạn chế cho trang sức	- Cấp hạn mức và giấy phép hàng năm cho từng doanh nghiệp, ngân hàng để xuất/nhập khẩu vàng miếng và vàng nguyên liệu

Nguồn: Nghị định 232/2025, KBSV tổng hợp

Nghị định sẽ đưa ra hạn mức nhất định, dựa trên nhu cầu thực tế của doanh nghiệp. Với vị thế là doanh nghiệp bán lẻ và chế tác trang sức đầu ngành với thị phần vượt trội trong ngành, PNJ có tiềm năng hưởng lợi đáng kể:

- **Bán lẻ:** Giá vàng nguyên liệu đầu vào của doanh nghiệp có thể được cải thiện đáng kể, giúp tăng biên lợi nhuận bán lẻ, đặc biệt là khi nhu cầu phục hồi.
- **Vàng miếng 24K:** PNJ có thể tham gia vào chuỗi giá trị sản xuất vàng miếng nhờ năng lực sản xuất và quy mô vốn đáp ứng quy định. Với hệ thống phân phối lớn và phủ rộng cả nước, doanh thu vàng miếng 24K có thể phục hồi tích cực.
- **Bán sỉ:** Các quy định mới thắt chặt giấy phép hoạt động, nguồn gốc sản phẩm và hóa đơn. Điều này phần nào tiếp tục thu hút các đơn vị nhỏ lẻ chuyển sang thu mua từ doanh nghiệp sản xuất uy tín, có nguồn gốc minh bạch như PNJ, Doji,...

Mặt khác, chúng tôi cho rằng rủi ro giá vàng vẫn neo cao sẽ tiếp tục gia tăng chi phí sản xuất cho doanh nghiệp, được bù đắp bởi chiến lược tích trữ nguyên liệu tồn kho của PNJ.

DỰ PHÓNG KQKD & ĐỊNH GIÁ

Bảng 11. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	37,823	33,042	-13%	35,080	6%	
Bán lẻ trang sức	22,051	22,704	3%	23,990	6%	Chúng tôi giả định doanh thu bán lẻ trung bình/cửa hàng tăng lần lượt -2%/3% trong 2025/26. Đả phục hồi nhẹ từ 2026 đến từ việc thu nhập của người tiêu dùng cải thiện nhờ tăng trưởng kinh tế cao và hoạt động kinh doanh sôi động hơn Giả định PNJ mở mới rông 10/16 cửa hàng trong 2025/26
Bán sỉ	3,782	4,060	7%	4,203	4%	
Vàng miếng 24K	11,649	6,090	-48%	6,708	10%	Doanh thu vàng miếng về mức nền mới, dự kiến tăng trưởng ổn định nhờ nguồn cung tốt hơn từ 2026 và nhu cầu đầu tư dự kiến tích cực
Lợi nhuận gộp	6,674	6,948	4%	7,713	11%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>17.6%</i>	<i>21.0%</i>	<i>338bps</i>	<i>22.0%</i>	<i>96bps</i>	KBSV kì vọng biên gộp trong năm 2025/26 từ đạt 21%/22%, cải thiện nhẹ nhờ cơ cấu bán lẻ cao hơn và chiến lược tích trữ nguyên liệu hợp lý trong giai đoạn giá vàng tăng cao. Dự phóng này điều chỉnh giảm so với báo cáo cũ do giá vàng tăng cao và doanh thu bán lẻ dự kiến thấp hơn
Thu nhập tài chính	76	74	-2%	76	2%	
Chi phí tài chính	94	201	314%	210	5%	
SG&A	4,003	4,252	6%	4,720	11%	Chi phí bán hàng như quảng cáo và thương mại dự kiến tiếp tục tăng mạnh do nhu cầu yếu bởi tâm lý tiêu dùng thận trọng
Lợi nhuận trước thuế	2,651	2,561	-3%	2,849	11%	
Lợi nhuận sau thuế	2,113	2,041	-3%	2,271	11%	
LNST công ty mẹ	2,113	2,041	-3%	2,271	11%	
<i>Biên LNST</i>	<i>5.6%</i>	<i>6.2%</i>	<i>59bps</i>	<i>6.5%</i>	<i>29bps</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:
97,300VND**

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu PNJ theo 2 phương pháp như sau:

- (1) Phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) với giá mục tiêu kì vọng 1 năm tới, kết thúc trong 1H2026 là 99,600 VNĐ/Cổ phiếu, tương đương mức P/E 2026 là 14.8 lần, cao hơn nhẹ mức 14.2 của trung bình 5 năm gần đây.
- (2) Phương pháp P/E với hệ số mục tiêu là 14.2 lần, tương đương mức trung bình 5 năm. Định giá hợp lý là 94,970 VNĐ/cổ phiếu.

Với mức giá hợp lý dựa trên tỉ trọng 50/50 của 2 phương pháp là 97,300 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 15% so với mức giá tại ngày 10/09/2025, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PNJ.

Biểu đồ 12. Mô hình chiết khấu dòng tiền FCFF

DCF model	2H-2025	2026	2027	2028	2029	2030
LNST của công ty mẹ	922	2,271	2,459	2,634	2,827	3,010
Khiên thuế	12	88	92	97	101	106
Khấu hao và lợi thế thương mại	40	89	89	37	32	29
Vốn lưu động	289	(134)	(203)	(204)	(63)	(107)
Đầu tư tài sản dài hạn	2	(64)	(64)	(64)	(32)	(20)
FCFF	1,264	2,250	2,372	2,499	2,864	3,017

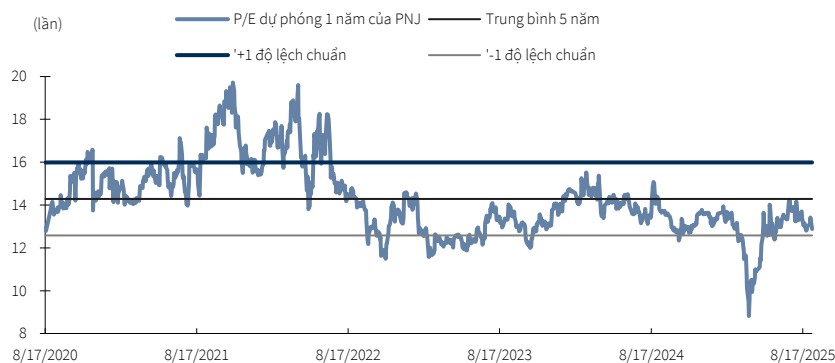
Nguồn: KBSV

Biểu đồ 13. Tổng hợp giả định và định giá theo phương pháp FCFF

Giả định chính	Giá trị	Chỉ tiêu	Giá trị
Beta	0.9	Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền 2025-2029 (Tỷ VNĐ)	11,204
Lãi suất phi rủi ro	4.6%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng (Tỷ VNĐ)	23,856
Phần bù rủi ro	8.4%	Tổng giá trị hiện tại (Tỷ VNĐ)	35,059
Chi phí vốn chủ	12.0%	Tiền mặt ròng (Tỷ VNĐ)	-1,381
Chi phí lãi vay	4%	Cổ đông không kiểm soát (Tỷ VNĐ)	0
Tăng trưởng dài hạn	3.0%	Giá trị VCSH (tỷ VNĐ)	33,679
WACC	11.1%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	338
		Giá trị VCSH/ cổ phiếu (VNĐ)	99,619

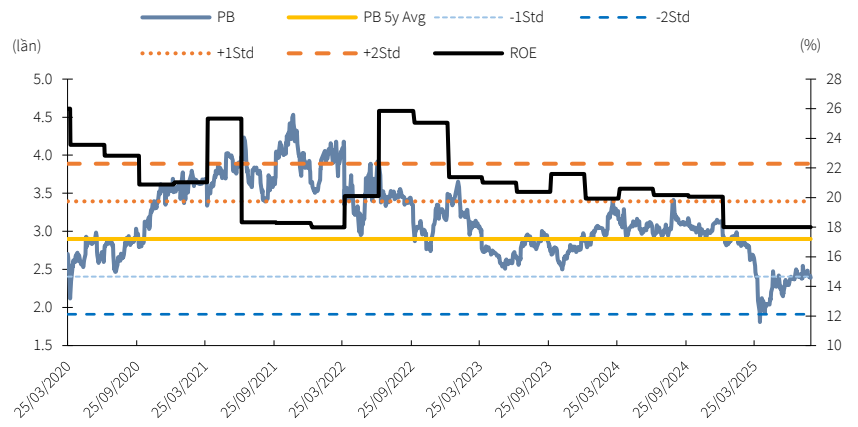
Nguồn: KBSV

Biểu đồ 14. PNJ đang giao dịch ở mức P/E dự phóng hấp dẫn, tương đương -1 độ lệch chuẩn so với trung bình quá khứ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 15. Diễn biến PB và ROE của PNJ giai đoạn 2023-2025



Nguồn: Bloomberg, KBSV

PHỤ LỤC

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

Báo cáo Kết quả HDKD

(Tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F
(Báo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	33,137	37,823	33,042	35,080
Giá vốn hàng bán	-27,078	-31,149	-26,094	-27,366
Lãi gộp	6,059	6,674	6,948	7,713
Thu nhập tài chính	98	76	74	76
Chi phí tài chính	-143	-94	201	210
Trong đó: Chi phí lãi vay	-119	-47	71	73
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-2,836	-3,208	-3,423	-3,800
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-694	-796	-829	-920
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,484	2,652	2,570	2,859
Thu nhập khác	5	-1	2	0
Chi phí khác	12	10	11	10
Thu nhập khác, ròng	12	10	11	10
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2,489	2,651	2,561	2,849
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-518	-615	-520	-578
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,971	2,113	2,041	2,271
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,971	2,113	2,041	2,271
Chỉ số hoạt động				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18.3%	17.6%	21.0%	22.0%
Tỷ suất EBITDA	7.9%	7.3%	8.4%	8.8%
Tỷ suất EBIT	7.6%	7.1%	8.2%	8.5%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	7.5%	7.0%	7.8%	8.1%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	7.5%	7.0%	7.8%	8.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.9%	5.6%	6.2%	6.5%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(VND)	2023	2024	2025F	2026F
Lãi trước thuế	2,489	2,651	2,561	2,849
Khấu hao TSCĐ	81	81	84	89
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-81	-47	-74	-76
Chi phí lãi vay	121	124	201	210
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi đối với lưu động	2,610	2,809	2,771	3,072
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	39	-262	132	-17
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-437	-2,130	-614	-197
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	92	274	-240	79
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-104	14	-64	23
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-693	-622	-740	-811
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,508	83	1,246	2,150
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-83	-90	-40	-64
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	2	0	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-2,240	-1,120	0	-1,310
Tiền thu từ cho vay hoặc từ phát hành công cụ nợ	1,680	960	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-4	0	0	0
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	66	39	74	76
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-578	-211	34	-1,298
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	67	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	8,159	6,789	2,799	2,936
Tiền trả các khoản đi vay	-8,458	-5,832	-3,342	-2,799
Cổ tức đã trả	-615	-672	-649	-722
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-914	353	-1,191	-585
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	15	225	89	267
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	880	896	1,123	1,212
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	896	1,123	1,212	1,479

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F
(Báo cáo chuẩn)				
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	14,428	17,208	17,735	19,500
Tài sản ngắn hạn	12,958	15,693	16,263	18,054
Tiền và tương đương tiền	896	1,123	1,212	1,479
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	810	1,020	1,020	2,330
Các khoản phải thu	311	535	403	419
Hàng tồn kho, ròng	10,941	13,015	13,629	13,826
Tài sản dài hạn	1,469	1,515	1,471	1,446
Phải thu dài hạn	105	116	116	116
Tài sản cố định	883	857	813	788
Tài sản dở dang dài hạn	29	65	65	65
Đầu tư dài hạn	4	4	4	4
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
NỢ PHẢI TRẢ	4,621	5,952	5,168	5,476
Nợ ngắn hạn	4,612	5,942	5,158	5,465
Phải trả người bán	257	624	523	548
Người mua trả tiền trước	215	188	188	188
Vay ngắn hạn	2,384	3,342	2,799	2,936
Nợ dài hạn	9	11	11	11
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	9	11	11	11
Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
Vay dài hạn	0	0	0	0
VỐN CHỦ SỞ HỮU	9,806	11,255	12,566	14,024
Vốn góp	3,282	3,381	3,381	3,381
Thặng dư vốn cổ phần	1,851	1,950	1,950	1,950
Lãi chưa phân phối	2,740	3,301	3,946	4,662
Cổ phiếu quỹ	-3	-3	-3	-3
Quỹ đầu tư phát triển	1,936	2,626	3,293	4,034
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

Chỉ số chính

(x, %, VND)	2023	2024	2025F	2026F
Chỉ số định giá				
P/E	14.5	13.6	14.0	12.6
P/E pha loãng	14.5	13.6	14.0	12.6
P/B	2.9	2.5	2.3	2.0
P/S	0.9	0.8	0.9	0.8
P/Tangible Book	3.1	2.7	2.4	2.1
P/Cash Flow	1,902.7	127.4	322.3	107.4
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	12.3	11.6	11.5	10.4
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	12.7	12.0	11.9	10.7
Hiệu quả quản lý				
ROE%	22%	20%	17%	17%
ROA%	14%	13%	12%	12%
ROIC%	25%	23%	21%	20%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.2	0.2	0.2	0.3
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.4	0.4	0.4	0.7
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.8	2.6	3.2	3.3
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.5	0.5	0.4	0.4
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.0	0.1	0.1	0.1
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.0	0.1	0.1	0.1
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	154	94	123	123
Hệ số quay vòng HTK	2	2	2	2
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	105	50	50	50

Nguồn: PNJ, KBSI

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, Quận Ba Đình, TP Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

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

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Quận 1, 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, số 37 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@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 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 đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
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, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. 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, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.

