

Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Nguồn vàng nguyên liệu đầu vào khan hiếm

11/12/2024

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

LNST Q3/2024 giảm 14.8% YoY, PNJ ghi nhận mức lợi nhuận thấp nhất trong 3 năm gần nhất

Kết thúc Q3/2024, PNJ ghi nhận doanh thu thuần đạt 7,225 tỷ đồng (+3.1% YoY), hoàn thành 78.7% kế hoạch doanh thu thuần cả năm. Lợi nhuận gộp đạt 1,251 tỷ đồng tương ứng biên LNG đạt 17.5%, tăng 0.2ppts YoY do tỷ trọng doanh thu mảng vàng miếng suy giảm – mảng có biên LNG thấp. LNST đạt 216 tỷ đồng giảm 14.8% YoY do thuế thu nhập doanh nghiệp của PNJ tăng 70% đạt 102 tỷ đồng.

Thiếu hụt nguồn cung mảng vàng 24K

Doanh thu vàng 24K đạt 10,264 tỷ đồng trong 9T2024, tăng 43.5% YoY do hoạt động mua bán vàng sôi động trong nửa đầu năm. Tuy nhiên, doanh thu mảng vàng 24K của PNJ trong Q3/2024 đã giảm 48.2% YoY xuống còn 1,087 tỷ VND do nguồn cung suy giảm, người dân chủ yếu chỉ mua vàng và rất hiếm khi bán ra trong giai đoạn địa chính trị thế giới đang diễn ra căng thẳng.

KQKD mảng bán lẻ và sỉ ghi nhận tăng trưởng tích cực

Doanh thu bán lẻ trang sức trong Q3/2024 đạt hơn 4,991 tỷ đồng, tăng 22.3% YoY, PNJ mở mới 16 cửa hàng và đóng 3 cửa hàng trong quý 3. Bán lẻ trang sức vẫn tiếp tục duy trì tăng trưởng nhờ PNJ tận dụng cơ hội thị trường phát triển mạng lưới cửa hàng và tiếp thị hiệu quả đến khách hàng thông qua các chiến lược marketing và chương trình bán hàng. Bên cạnh đó, doanh thu bán sỉ cũng ghi nhận tăng 30.2% YoY nhờ vào nhu cầu của khách hàng dịch chuyển về các nhà sản xuất uy tín.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 115,100 VND/cp

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2025 của PNJ với doanh thu thuần đạt 33,237 tỷ đồng (-12.1% yoy), LNST đạt 2,619 tỷ đồng (+26.2% 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 115,100 VND/cổ phiếu.

MUA Thay đổi

Giá mục tiêu	VND 115,100
Tăng/giảm (%)	18.9%
Giá hiện tại (11-12-2024)	VND 96,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 117,600
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	32.6/1.3

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	90.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	78.6/3.1
Sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Cổ đông lớn	VIETFUND (9.16%)

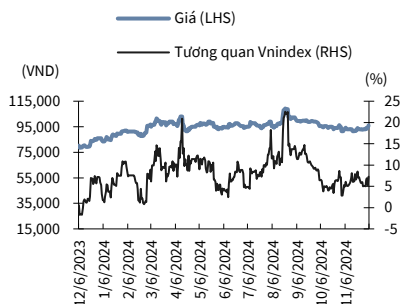
Biến động giá cổ phiếu

(%)	YTD	1M	3M	12M
Tuyệt đối	1.8	-3.6	1.1	19.9
Tương đối	1.3	-3.1	2.3	7.3

Dự phóng KQKD & định giá

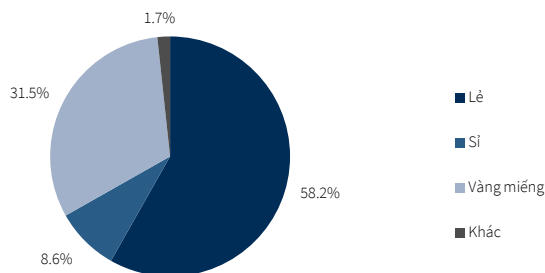
Cuối năm tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	33,876	33,137	37,819	33,237
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,406	2,607	2,758	3,389
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	1,811	1,971	2,076	2,619
EPS (VND)	5,973	6,009	6,325	7,980
Tăng trưởng EPS (%)	32.0	0.6	5.2	26.2
P/E (x)	16.2	16.1	15.3	12.1
P/B (x)	3.8	3.5	3.1	2.8
ROE (%)	21.4	20.1	19.4	21.8
Tỷ suất cổ tức (%)	2.6	1.4	2.1	2.1

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2023



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.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

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.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

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

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

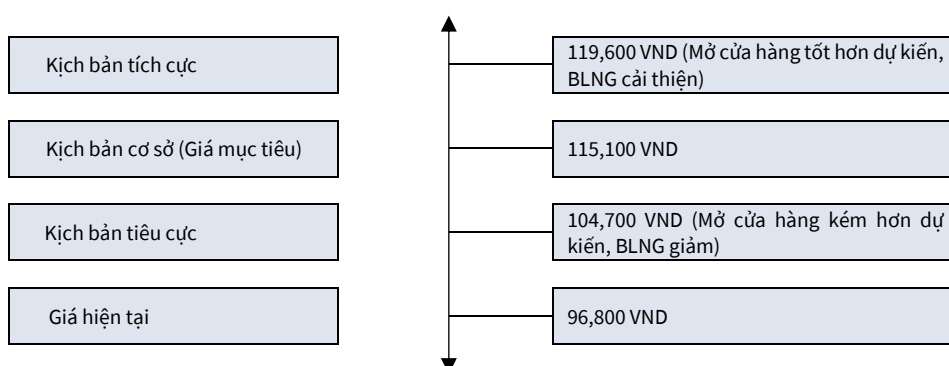
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	37,819	33,237	0%	-21%	38,094	36,970	-1%	-10%
EBIT	2,758	3,389	-6%	0%	2,663	3,140	4%	8%
LNST công ty mẹ	2,076	2,619	-7%	1%	2,110	2,477	-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



Kịch bản cơ sở:

- 1) Mở mới 35 cửa hàng giai đoạn 2025 – 2028
- 2) Biên LNG 2025 đạt 22.9%

Kịch bản tích cực:

- 1) Mở mới 40 cửa hàng giai đoạn 2025 – 2028
- 2) Biên LNG 2025 đạt 23.3%

Kịch bản tiêu cực:

- 1) Mở mới 25 cửa hàng giai đoạn 2025 – 2028
- 2) Biên LNG 2025 đạt 21.9% do nguồn cung vàng bán lẻ khan hiếm

Hoạt động kinh doanh

Doanh thu tăng trưởng tích cực đến từ mảng bán lẻ trang sức và mảng bán sỉ trang sức

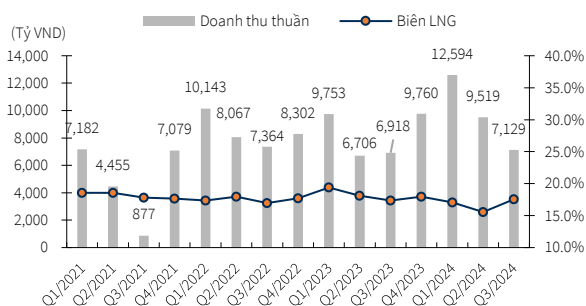
PNJ ghi nhận doanh thu thuần trong 10T/2024 đạt 32,371 tỷ đồng (+22.7% YoY), trong đó mảng vàng miếng 24K ghi nhận tăng 33.9% YoY nhờ thị trường vàng sôi động trong 1H2024. Trong khi đó, mảng bán lẻ trang sức vẫn tiếp tục duy trì tăng trưởng 16.5% YoY, nâng tổng số cửa hàng lên 421 cửa hàng tính đến thời điểm hiện tại và mảng bán sỉ tăng mạnh 32.7% YoY. LNST 10T/2024 đạt 1,600 tỷ đồng tăng 4.4% YoY, đạt 76.6% kế hoạch cả năm.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q3/2023	Q3/2024	+/-%YoY	9T2023	9T2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	6,991	7,130	2.0%	23,377	29,242	25.1%	
- Bán lẻ trang sức	4,083	4,991	22.3%	13,629	15,937	16.9%	PNJ đầu tư phát triển mạng lưới cửa hàng và tiếp thị hiệu quả đến khách hàng thông qua các chiến lược marketing và chương trình bán hàng nhằm gia tăng số lượng khách hàng mới và tỷ lệ khách hàng cũ quay lại.
- Vàng 24K	2,100	1,087	-48.2%	7,153	10,264	43.5%	Doanh thu mảng vàng 24K giảm mạnh do thiếu hụt nguồn cung vàng 24K.
- Bán sỉ trang sức	630	965	53.2%	2,127	2,778	30.6%	Doanh thu bán sỉ tăng mạnh nhờ nhu cầu khách hàng sỉ dịch chuyển về các nhà sản xuất chính quy, bài bản.
Lợi nhuận gộp	1,198	1,251	4.4%	4,307	4,881	13.3%	Biên LNG Q3/2024 có sự tăng trưởng do tỷ trọng doanh thu bán vàng 24K giảm mạnh về mức 15.2%.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>17.1%</i>	<i>17.5%</i>	<i>0.4ppts</i>	<i>18.4%</i>	<i>16.7%</i>	<i>-1.7ppts</i>	
Thu nhập tài chính	27	25	-7.5%	77	47	-38.9%	
Chi phí tài chính	-36	-13	-64.0%	-113	-51	-55.1%	Chi phí tài chính giảm mạnh do khoản vay ngắn hạn giảm 14.2% và nền lãi suất thấp.
SG&A	-872	-948	8.6%	-2,579	-3,089	19.8%	SG&A/ doanh thu thuần tăng cao đạt 13.3% trong Q3/2024 do PNJ tập trung quảng bá các bộ sưu tập mới và đẩy nhanh tiến độ mở rộng mạng lưới.
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	316	315	-0.4%	1,692	1,788	5.7%	
Lợi nhuận trước thuế	313	318	1.5%	1,693	1,787	5.6%	
Lợi nhuận sau thuế	253	216	-14.8%	1,340	1,382	3.2%	LNST thấp chủ yếu đến từ thuế TNDN tăng 70% YoY trong Q3/2024. Do PNJ nấu chảy hàng tồn kho lỗi một thành vàng nguyên chất sau đó tái sử dụng để làm nguyên liệu đầu vào cho các sản phẩm mới. Vậy nên việc ghi giảm hàng tồn kho không được phân loại là chi phí được khấu trừ thuế, LN chịu thuế lớn hơn nhiều so với LN kế toán. Từ những quý sau thuế TNDN sẽ trở về mức bình thường.
LNST công ty mẹ	253	216	-14.8%	1,340	1,382	3.2%	
<i>Biên LNST</i>	<i>3.6%</i>	<i>3.0%</i>	<i>-0.6ppts</i>	<i>5.7%</i>	<i>4.7%</i>	<i>-1.0ppts</i>	

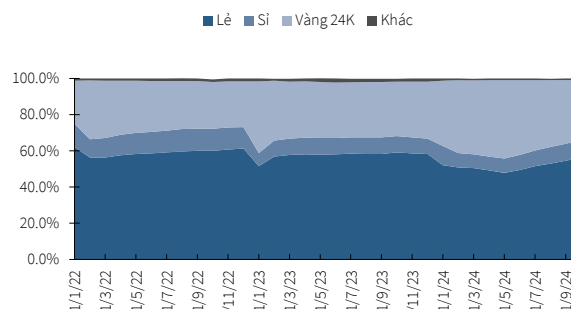
Nguồn: FRT, KBSV

Biểu đồ 2. Doanh thu thuần và BLNG của PNJ

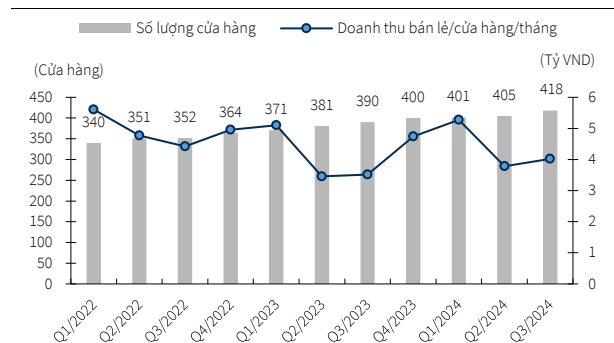


Nguồn: PNJ, KBSV

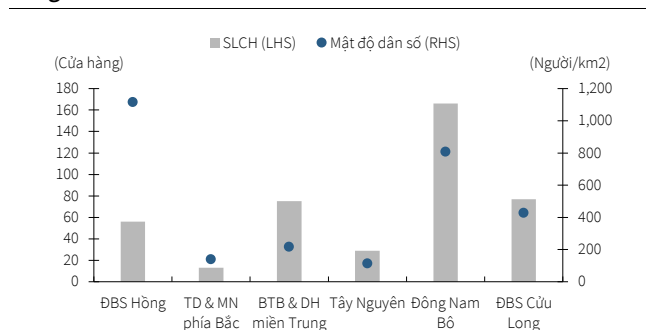
Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh của PNJ



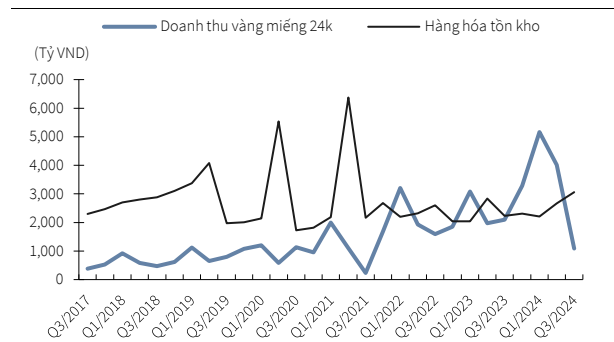
Nguồn: PNJ, KBSV

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

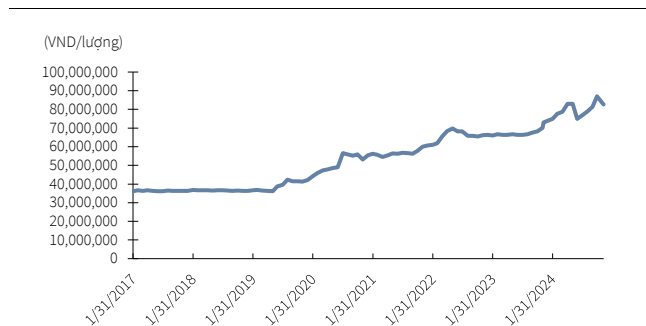
Nguồn: PNJ, KBSV

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: Bieudogiavang, KBSV

Mảng bán lẻ trang sức là động lực tăng trưởng chính của PNJ

Kết thúc 10T/2024, PNJ ghi nhận doanh thu lũy kế mảng bán lẻ trang sức đạt 18,257 tỷ đồng, tăng 16.9% YoY và số lượng cửa hàng đạt 421 cửa hàng. Chúng tôi cho rằng doanh thu mảng bán lẻ trang sức của PNJ sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực đạt mức 22,869 tỷ đồng (+18.6% YoY) trong năm 2024 và 25,995 tỷ đồng (+13.7% YoY) trong năm 2025 bởi PNJ còn dự định mở mạng lưới kinh doanh. PNJ được kỳ vọng sẽ mở mới 25 và 35 cửa hàng trong năm 2024 và 2025, tăng lần lượt 6 và 5 cửa hàng trong 2 năm tới so với báo cáo kỳ trước do (1) Độ phủ cửa hàng của PNJ ở khu vực miền Bắc còn khá ít, chỉ đạt 56 cửa hàng (Biểu đồ 5). Đồng bằng Sông Hồng là nơi có mật độ dân số cao nhất cả nước (đạt 1,115 người/km2) nhưng số lượng cửa hàng PNJ chỉ đạt trung bình từ 2 – 3 cửa hàng ở mỗi tỉnh thành (Không tính thành phố Hà Nội). Tại các tỉnh Trung du và miền núi phía Bắc, trung bình cửa hàng PNJ/tỉnh thành cũng chỉ đạt 1 – 2 cửa hàng trong khi đó số lượng cửa hàng PNJ trung bình tại mỗi tỉnh thành ở Đông Nam Bộ - nơi có mật độ dân số xếp thứ 2 lại là 11 cửa hàng (Không tính thành phố Hồ Chí Minh) còn đối với các khu vực còn lại của miền Trung và miền Nam là 5 – 6 cửa hàng. Vậy nên KBSV kì vọng PNJ sẽ phát triển thêm mạng lưới cửa hàng ở khu vực miền Bắc đầy tiềm năng này. (2) PNJ đẩy nhanh tiến độ mở mới cửa hàng trong Q3/2024 (Biểu đồ 4). Trong quý 3, PNJ đã mở mới 13 cửa hàng, tăng gần gấp 3 so với nửa đầu năm 2024. KBSV cho rằng PNJ đang muốn gia tăng thị phần sau khi 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.

Các doanh nghiệp kinh doanh vàng đang gặp phải khó khăn trong việc tìm kiếm nguồn cung bởi (1) Chính phủ ban hành chính sách siết chặt quản lý kinh doanh vàng. Cụ thể từ ngày 15/06/2024, đơn vị nào không thực hiện hóa đơn điện tử kết nối với cơ quan thuế trong mua bán vàng thì sẽ bị rút giấy phép hoạt động. Đồng thời Tổng cục hải quan chỉ đạo cơ quan hải quan đẩy mạnh kiểm tra, điều tra, tổ chức đấu tranh kịp thời ngăn chặn các hoạt động buôn lậu, gian lận thương mại, vận chuyển vàng trái phép. (2) Giá vàng vẫn neo cao do những bất ổn về địa chính trị trên thế giới trong thời gian vừa qua khiến người dân liên tục có động thái mua vàng vào nhằm đầu cơ tích trữ và rất hiếm hiếm khi bán ra. Nguyên liệu vàng đầu vào của PNJ đến từ 2 nguồn chính là khách hàng đã mua trang sức vàng/ vàng miếng của PNJ có nhu cầu bán lại và các cửa hàng kinh doanh vàng nhỏ lẻ hay khách hàng vãng lai sẽ bị ảnh hưởng bởi thực trạng nêu trên như sau:

Mảng bán lẻ trang sức chưa gặp trở ngại về nguồn cung

Đối với mảng bán lẻ trang sức, KBSV nhận định việc nguồn cung vàng trở nên khan hiếm chưa có tác động trọng yếu tới mảng kinh doanh này của PNJ trong năm 2024 và 2025 bởi (1) PNJ mua lại trang sức vàng với giá bằng khoảng 70% giá trị hóa đơn trước đó nên không bị ảnh hưởng bởi biến động giá vàng trên thị trường. (2) Các mặt hàng vàng trang sức của PNJ rất đa dạng từ vàng 8k đến 24k trong khi đó người dân chủ yếu tích trữ vàng 24k bởi có độ tinh khiết cao (3) Với kinh nghiệm 36 năm trong lĩnh vực kinh doanh vàng chúng tôi cho rằng PNJ cũng đã chuẩn bị phương án cho kịch bản nguồn cung hạn hẹp. Phía doanh nghiệp cũng đã khẳng định rằng đã chuẩn bị nguồn nguyên liệu vàng cho nhà máy trang sức PNJ từ giờ đến hết năm 2024. Còn đối với năm 2025, PNJ định hướng tái cơ cấu doanh mục sản phẩm hướng tới các sản phẩm có hàm lượng vàng thấp đồng thời tái chế các sản phẩm trang sức chậm bán thành các mặt hàng mới cũng như khuyến khích khách hàng bán lại trang sức của họ.

Khan hiếm nguồn vàng nguyên liệu đầu vào cho mảng vàng 24K

Đối với mảng bán vàng miếng, KBSV nhận định rằng nguồn cung vàng miếng có khả năng bị thiếu hụt trong năm 2025. Mặc dù kết thúc Q3/2024, hàng hóa tồn kho của PNJ đạt 3,060 tỷ VND (biểu đồ 6) cao hơn 14.9% so với mức trung bình 4 năm tuy nhiên với những khó khăn mà chúng tôi đề cập ở trên lượng vàng miếng PNJ mua vào từ người và các cửa hàng kinh doanh vàng nhỏ lẻ vẫn chưa thể cải thiện trong 2025. Vừa qua, hiệp hội kinh doanh vàng Việt Nam có đề xuất xóa bỏ độc quyền vàng miếng và cho phép 3 doanh nghiệp Doji, SJC và PNJ được nhập khẩu vàng nguyên liệu. Tuy nhiên, mức độ khả thi của đề xuất này cần được theo dõi thêm bởi mục tiêu dài hạn của chính phủ Việt Nam vẫn là chống “vàng hóa” nền kinh tế, ổn định kinh tế vĩ mô.

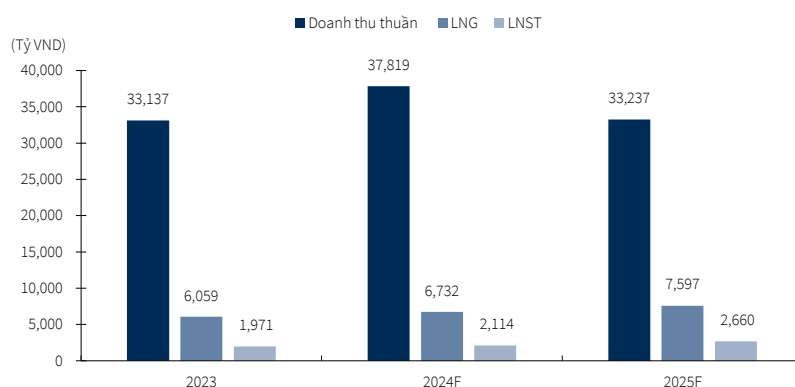
Dự phóng kết quả kinh doanh

Bảng 8. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	33,137	37,819	14.1%	33,237	-12.1%	
- Bán lẻ trang sức	19,286	22,869	18.6%	25,995	13.7%	- Doanh thu/cửa hàng tăng 7% YoY - Số lượng cửa hàng mở mới đạt lần lượt 25 và 35 cửa hàng trong 2024 và 2025.
- Vàng 24K	10,438	11,273	8.0%	3,382	-70.0%	Doanh thu vàng 24K giảm 70% YoY trong năm 2025 với giả định thiếu hụt nguồn cung vàng.
- Bán sỉ trang sức	2,850	3,676	29.0%	3,860	5.0%	Doanh thu bán sỉ tăng nhờ nhu cầu khách hàng sỉ dịch chuyển về các nhà sản xuất chính quy, bài bản.
Lợi nhuận gộp	6,059	6,732	11.1%	7,597	12.8%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>18.3%</i>	<i>17.8%</i>	<i>-0.5ppts</i>	<i>22.9%</i>	<i>5.1ppts</i>	Biên lợi nhuận dự báo sẽ cải thiện trong thời gian tới bởi tỷ trọng doanh thu vàng miếng suy giảm.
Thu nhập tài chính	97.83	117.49	20.1%	107	-9.3%	
Chi phí tài chính	-143	-92	-35.5%	-111	21.1%	
SG&A	-3,530	-4,092	15.9%	-4,315	5.5%	
Lợi nhuận trước thuế	2,488.76	2,665.66	7.1%	3,277	22.9%	
Lợi nhuận sau thuế	1,971	2,076	5.3%	2,619	26.2%	
LNST công ty mẹ	1,971	2,076	5.3%	2,619	26.2%	
<i>Biên LNST</i>	<i>5.9%</i>	<i>5.5%</i>	<i>-0.5ppts</i>	<i>7.9%</i>	<i>2.4ppts</i>	

Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 9. Dự phóng KQKD của PNJ



Nguồn: PNJ, KBSV

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:
115,100VND**

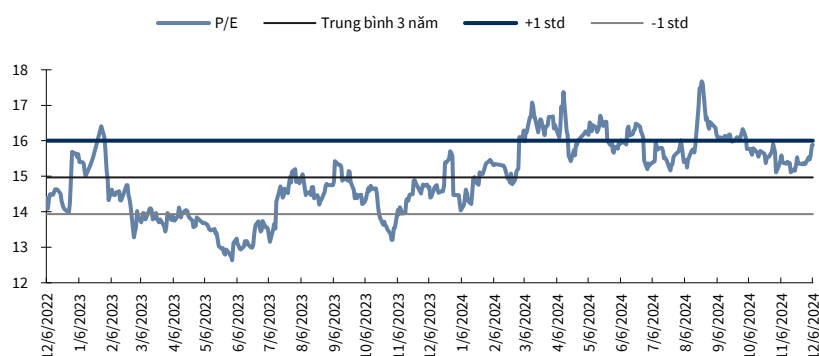
Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu PNJ với 2 phương pháp là (1) chiết khấu dòng tiền và (2) phương pháp so sánh để đưa ra mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu PNJ trong năm 2025.

(1) Với phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do trong doanh nghiệp FCFF với các giả định nêu dưới đây. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cổ phiếu PNJ đối với phương pháp này là 110,800 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 7,980 VND/cổ phiếu. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu đối với phương pháp này là 119,400 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 115,100 VND, cao hơn 18.9% giá đóng cửa ngày 11/12/2024.

Biểu đồ 10. Diễn biến P/E của PNJ giai đoạn 2022-2024



Nguồn: Bloomberg, KBSV

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

Chi phí VCSH	11.52%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng (Tỷ VND)	26,294
Chi phí vốn vay sau thuế	3.17%	Giá trị hiện tại FCFF (Tỷ VND)	35,653
Lãi suất phi rủi ro	4.70%	Tiền và tương đương tiền (Tỷ VND)	2,271
Beta	0.87	Đầu tư ngắn hạn (Tỷ VND)	665
Tăng trưởng dài hạn	2.0%	Nợ vay (Tỷ VND)	2,227
Thời gian dự phóng (năm)	6	Giá trị VCSH (Tỷ VND)	36,362
WACC	10.22%	SLCP	328,169,188
Giá mục tiêu (VND/Cổ phiếu)			110,802

Nguồn: KBSV dự phóng

PHỤ LỤC

PNJ – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2022 – 2025F

Báo cáo Kết quả HĐKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F	(Tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần	33,876	33,137	37,819	33,237	Tổng tài sản	13,337	14,428	15,646	16,541
Giá vốn hàng bán	-27,949	-27,078	-31,087	-25,640	Tài sản ngắn hạn	11,966	12,958	13,449	14,497
Lãi gộp	5,927	6,059	6,732	7,597	Tiền và tương đương tiền	880	896	1,260	2,271
Thu nhập tài chính	54	98	117	107	Giá trị đầu tư ngắn hạn	200	810	756	665
Chi phí tài chính	-141	-143	-92	-111	Các khoản phải thu	301	215	250	224
Trong đó: Chi phí lãi vay	-94	-119	-92	-111	Hàng tồn kho, ròng	10,506	10,941	11,072	11,239
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0	Tài sản dài hạn	1,371	1,469	2,197	2,044
Chi phí bán hàng	-2,828	-2,836	-3,220	-2,816	Phải thu dài hạn	94	105	245	216
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-674	-694	-872	-1,498	Tài sản cố định	882	883	866	870
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,337	2,484	2,666	3,277	Tài sản dở dang dài hạn	31	29	30	32
Thu nhập khác	9	12	0	0	Nợ phải trả	4,893	4,621	4,939	4,527
Chi phí khác	-34	-7	0	0	Nợ ngắn hạn	4,883	4,612	4,939	4,526
Thu nhập khác, ròng	42	19	0	0	Phải trả người bán	277	257	427	354
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Người mua trả tiền trước	222	215	266	233
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2,380	2,503	2,666	3,277	Vay ngắn hạn	2,683	2,384	2,298	2,227
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-502	-518	-590	-658	Nợ dài hạn	10	9	0	0
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,811	1,971	2,076	2,619	Phải trả dài hạn	0	0	0	0
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,811	1,971	2,076	2,619	Vay dài hạn	0	0	0	0
					Vốn chủ sở hữu	8,444	9,806	10,707	12,014
					Vốn góp	2,462	3,282	3,282	3,282
					Phải dư vốn cổ phần	2,251	1,851	1,851	1,851
					Lãi chưa phân phối	2,522	2,740	3,640	4,948
					Vốn và quỹ khác	1,209	1,933	1,933	1,933
					Lợi ích CĐKKKS	0	0	0	0
Chỉ số hoạt động	2022	2023	2024F	2025F	Chỉ số chính	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.5%	18.3%	17.8%	22.9%	(x, %, VNĐ)				
Tỷ suất EBITDA	7.3%	8.1%	7.6%	10.5%	Chỉ số định giá				
Tỷ suất EBIT	7.1%	7.9%	7.3%	10.2%	P/E	16.1	16.0	15.2	12.1
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	6.8%	7.5%	7.0%	9.9%	P/E pha loãng	16.1	16.0	15.2	12.1
Tỷ suất lãi hoạt động KD	6.9%	7.5%	7.0%	9.9%	P/B	3.7	3.4	3.1	2.8
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.3%	5.9%	5.5%	7.9%	P/S	0.9	1.0	0.8	1.0
					P/Tangible Book	3.7	3.4	3.1	2.8
					P/Cash Flow	11.9	12.1	18.0	11.5
					EV/EBITDA	12.8	12.6	11.8	9.7
					EV/EBIT	13.3	13.0	12.3	10.0
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2022	2023	2024F	2025F	Chỉ số khả năng sinh lời	2022	2023	2024F	2025F
(Tỷ VNĐ)					ROE%	21.4	20.1	19.4	21.8
Lãi trước thuế	2,312	2,489	2,666	3,277	ROA%	13.6	13.7	13.3	15.8
Khấu hao TSCĐ	80	81	118	112	ROIC%	23.5	23.1	23.5	28.3
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-21	-80	0	0	Cấu trúc tài chính				
Chi phí lãi vay	94	119	92	111	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.3	0.4	0.5	0.7
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	2,460	2,610	2,876	3,501	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.0	0.0	0.0	0.0
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-52	39	-30	26	Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.2	0.4	0.4	0.6
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-1,753	-437	-127	-167	Vốn vay dài hạn/VCSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	77	92	368	-284	Vốn vay dài hạn/TTS	0.0	0.0	0.0	0.0
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-60	-104	0	0	Vốn vay ngắn hạn/VCSH	0.3	0.2	0.2	0.2
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế, khác	-571	-693	-436	17	Vốn vay ngắn hạn/TTS	0.2	0.2	0.1	0.1
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ HĐ SXKD	101	1,508	1,969	2,322	Công nợ ngắn hạn/VCSH	0.6	0.5	0.5	0.4
Tiền mua tài sản cố định	-52	-83	-244	-87	Công nợ ngắn hạn/TTS	0.4	0.3	0.3	0.3
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	1	2	0	0	Tổng công nợ/VCSH	0.6	0.5	0.5	0.4
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-540	-2,240	0	0	Tổng công nợ/TTS	0.4	0.3	0.3	0.3
Tiền thu từ cho vay/thu từ phát hành công cụ nợ	200	1,680	54	92	Chỉ số hoạt động				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	-4	-155	0	Vòng quay phải thu	2.9	2.5	2.8	2.3
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư	0	0	0	67	Vòng quay HTK	70.7	124.0	110.6	85.2
Cổ tức và tiền lãi nhận được	20	66	0	0	Vòng quay phải trả	2.5	2.3	2.4	2.0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-371	-578	-345	71					
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	1,447	0	0	0					
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0					
Tiền thu được các khoản đi vay	6,261	8,159	-86	-71					
Tiến trả các khoản đi vay	-6,300	-8,458	0	0					
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0					
Cổ tức đã trả	-617	-615	-1,175	-1,311					
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0					
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	792	-914	-1,261	-1,382					
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	522	15	363	1,011					
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	355	880	896	1,260					
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	880	896	1,260	2,271					

Nguồn: PNJ, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT 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**

quannd@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**

anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienns@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.