

# 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 / sỉ 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%) |

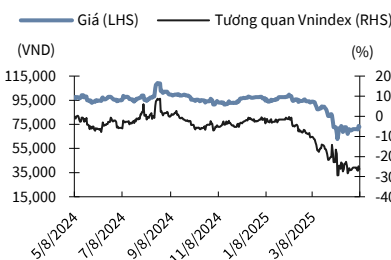
### Biến động giá cổ phiếu

| (%)       | 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

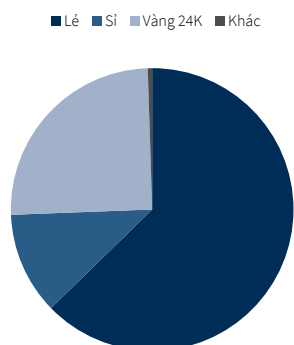
| FY-end                               | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh số thuần (tỷ VND)              | 33,137 | 37,823 | 33,042 | 35,080 |
| Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)            | 2,529  | 2,670  | 2,696  | 2,993  |
| 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



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 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.

## Điểm nhấn đầu tư

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

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

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

## Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

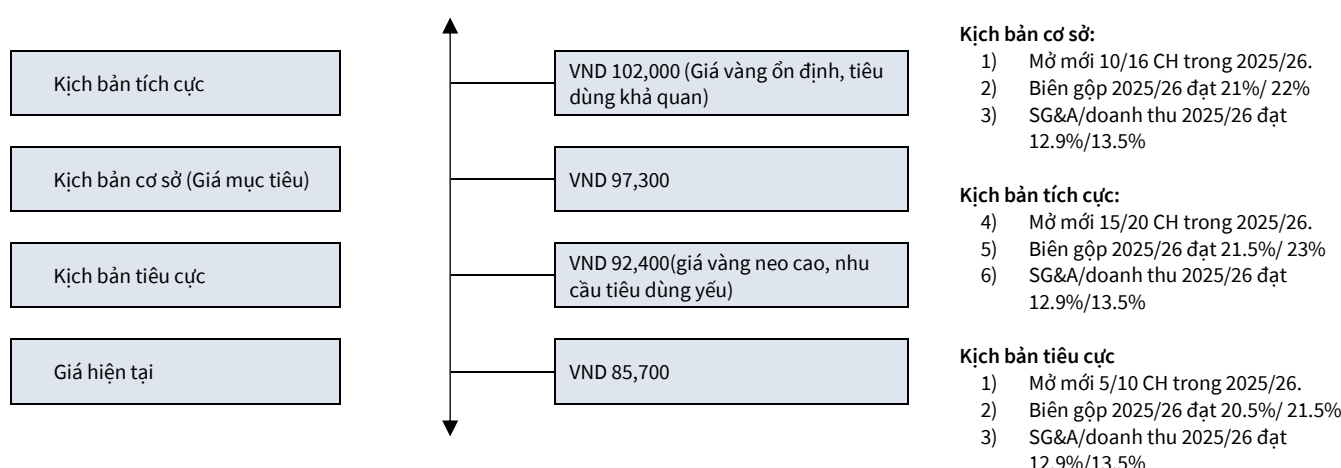
## Dự phóng kết quả kinh doanh

| (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

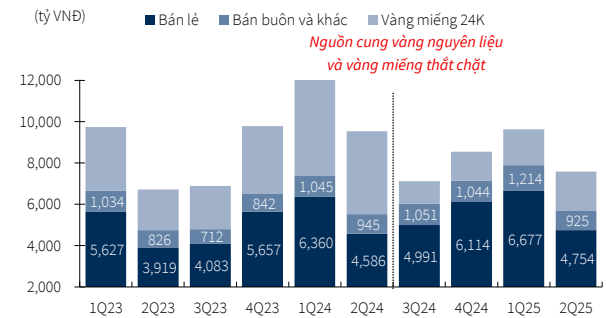
KQKD khả quan và vững chắc trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu bất ổn khiến tiêu dùng còn dè dặt. Sức mua tiêu dùng cũng có phần hạn chế bởi giá vàng tăng cao khiến giá sản phẩm đầu ra cũng ở mức cao.

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%      | Hưởng lợi từ việc siết chặt các quy định về đầu vào tại các cửa hàng nhỏ lẻ không có khả năng sản xuất Nguồn cung vàng hạn chế khiến doanh thu tiếp tục giảm mạnh                                                                               |
| Biên lợi nhuận gộp              | 15.5%  | 21.5%  | 598bps  | 21.8%  | 24.5%  | 276bps  |                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Thu nhập tài chính              | 8.0    | 23.6   | 195%    | 22.2   | 61.2   | 176%    |                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 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%      |                                                                                                                                                                                                                                                 |
| SG&A/ lợi nhuận gộp             | 63%    | 65%    | 146bps  | 59%    | 61%    | 235bps  |                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh | 543    | 575    | 6%      | 1,489  | 1,424  | -4%     | 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                                                                                                          |
| 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%     |                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Biên LNST                       | 4.5%   | 5.8%   | 132bps  | 7.0%   | 7.5%   | 46bps   |                                                                                                                                                                                                                                                 |

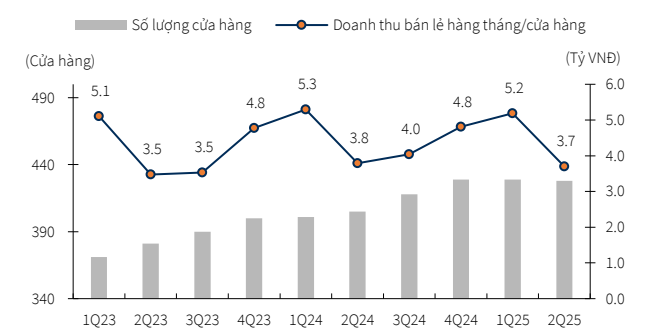
Nguồn: PNJ, KBSV

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



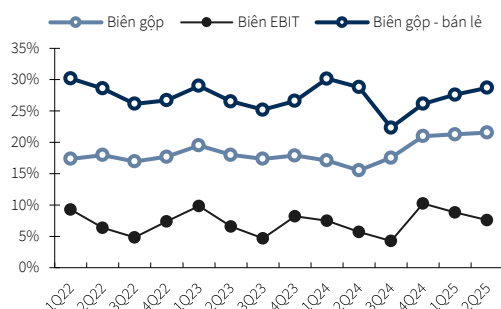
Nguồn: PNJ, KBSV

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



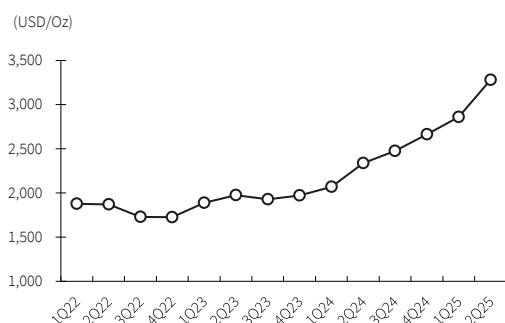
Nguồn: PNJ, KBSV

**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**



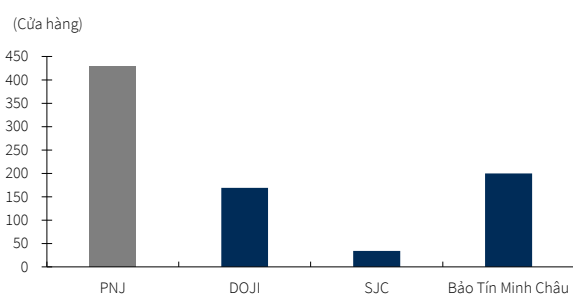
Nguồn: Wichart

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



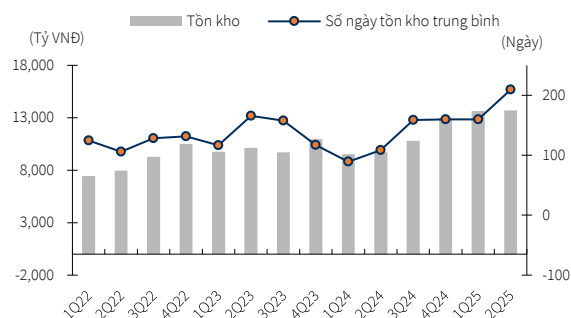
Nguồn: Wichart

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



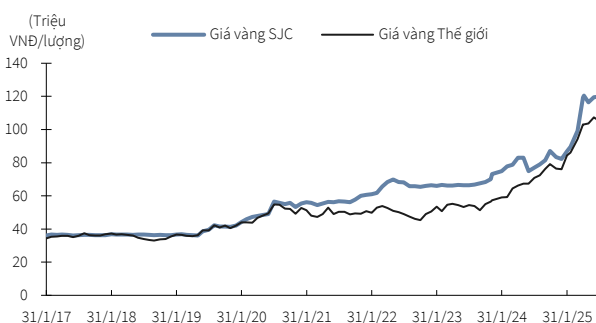
Nguồn: PNJ, KBSV tổng hợp và ước tính

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



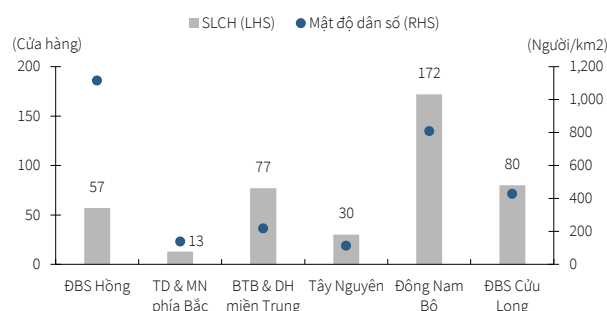
Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV

**Biểu đồ 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 giả định về tỷ giá

**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<br>- 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 |
| Bán sỉ               | 3,782  | 4,060  | 7%      | 4,203  | 4%      | Giả định PNJ mở mới ròng 10/16 cửa hàng trong 2025/26                                                                                                                                                                                   |
| 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%     | 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                                                                                               |
| Biên lợi nhuận gộp   | 17.6%  | 21.0%  | 338bps  | 22.0%  | 96bps   | 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%     |                                                                                                                                                                                                                                         |
| Biên LNST            | 5.6%   | 6.2%   | 59bps   | 6.5%   | 29bps   |                                                                                                                                                                                                                                         |

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 |
| Khiến 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 |

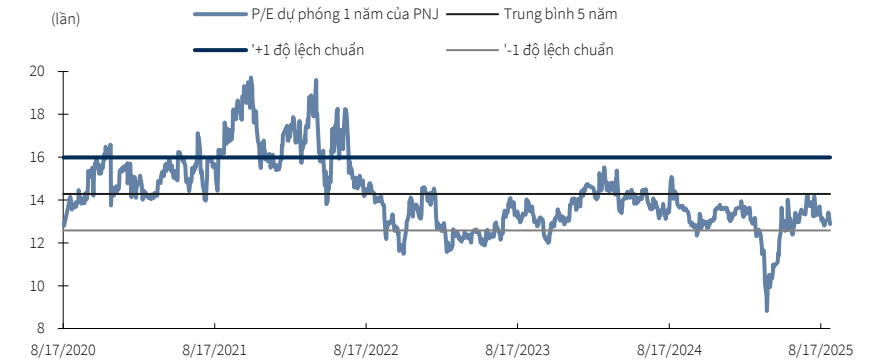
Nguồn: KBSV

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  |

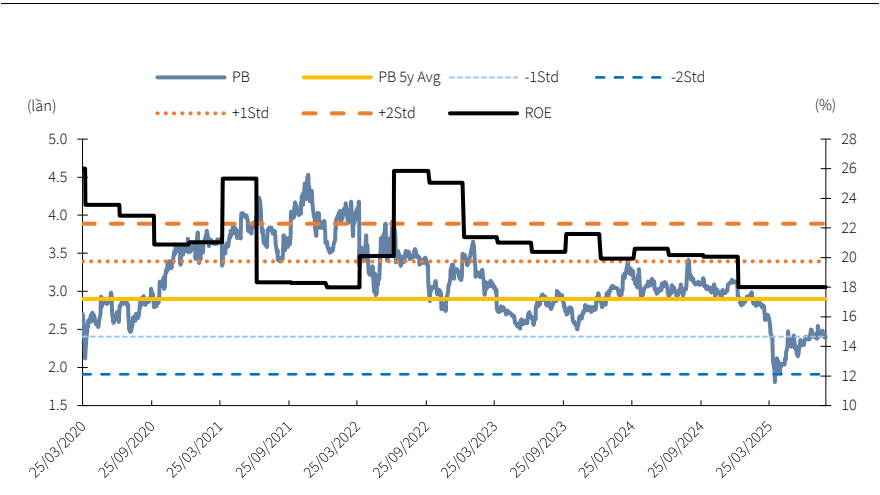
Nguồn: KBSV

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 HKKD<br>(Tỷ VNĐ)                             |         |         |         |         | Bảng cân đối kế toán<br>(Tỷ VNĐ)      |         |        |        |        |
|--------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------------------------------------|---------|--------|--------|--------|
| (Báo cáo chuẩn)                                              |         |         |         |         | (Báo cáo chuẩn)                       |         |        |        |        |
|                                                              | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   |                                       | 2023    | 2024   | 2025F  | 2026F  |
| Doanh số thuần                                               | 33,137  | 37,823  | 33,042  | 35,080  | TỔNG CỘNG TÀI SẢN                     | 14,428  | 17,208 | 17,735 | 19,500 |
| Giá vốn hàng bán                                             | -27,078 | -31,149 | -26,094 | -27,366 | Tài sản ngắn hạn                      | 12,958  | 15,693 | 16,263 | 18,054 |
| Lãi gộp                                                      | 6,059   | 6,674   | 6,948   | 7,713   | Tiền và tương đương tiền              | 896     | 1,123  | 1,212  | 1,479  |
| Thu nhập tài chính                                           | 98      | 76      | 74      | 76      | Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn         | 810     | 1,020  | 1,020  | 2,330  |
| Chi phí tài chính                                            | -143    | -94     | 201     | 210     | Các khoản phải thu                    | 311     | 535    | 403    | 419    |
| Trong đó: Chi phí lãi vay                                    | -119    | -47     | 71      | 73      | Hàng tồn kho, ròng                    | 10,941  | 13,015 | 13,629 | 13,826 |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)                 | 0       | 0       | 0       | 0       | Tài sản dài hạn                       | 1,469   | 1,515  | 1,471  | 1,446  |
| Chi phí bán hàng                                             | -2,836  | -3,208  | -3,423  | -3,800  | Phải thu dài hạn                      | 105     | 116    | 116    | 116    |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp                                 | -694    | -796    | -829    | -920    | Tài sản cố định                       | 883     | 857    | 813    | 788    |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh                             | 2,484   | 2,652   | 2,570   | 2,859   | Tài sản dở dang dài hạn               | 29      | 65     | 65     | 65     |
| Thu nhập khác                                                | 5       | -1      | 2       | 0       | Đầu tư dài hạn                        | 4       | 4      | 4      | 4      |
| Chi phí khác                                                 | 12      | 10      | 11      | 10      | Lợi thế thương mại                    | 0       | 0      | 0      | 0      |
| Thu nhập khác, ròng                                          | 12      | 10      | 11      | 10      | NỢ PHẢI TRẢ                           | 4,621   | 5,952  | 5,168  | 5,476  |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh                               | 0       | 0       | 0       | 0       | Nợ ngắn hạn                           | 4,612   | 5,942  | 5,158  | 5,465  |
| Lãi/(lỗ) ròng trước thuế                                     | 2,489   | 2,651   | 2,561   | 2,849   | Phải trả người bán                    | 257     | 624    | 523    | 548    |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp                           | -518    | -615    | -520    | -578    | Người mua trả tiền trước              | 215     | 188    | 188    | 188    |
| Lãi/(lỗ) thuần sau thuế                                      | 1,971   | 2,113   | 2,041   | 2,271   | Vay ngắn hạn                          | 2,384   | 3,342  | 2,799  | 2,936  |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                                 | 0       | 0       | 0       | 0       | Nợ dài hạn                            | 9       | 11     | 11     | 11     |
| Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ                         | 1,971   | 2,113   | 2,041   | 2,271   | Phải trả nhà cung cấp dài hạn         | 9       | 11     | 11     | 11     |
|                                                              |         |         |         |         | Quỹ đầu tư phát triển                 | 0       | 0      | 0      | 0      |
| Chỉ số hoạt động                                             |         |         |         |         | Vay dài hạn                           | 0       | 0      | 0      | 0      |
|                                                              | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   | VỐN CHỦ SỞ HỮU                        | 9,806   | 11,255 | 12,566 | 14,024 |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp                                        | 18.3%   | 17.6%   | 21.0%   | 22.0%   | Vốn góp                               | 3,282   | 3,381  | 3,381  | 3,381  |
| Tỷ suất EBITDA                                               | 7.9%    | 7.3%    | 8.4%    | 8.8%    | Thặng dư vốn cổ phần                  | 1,851   | 1,950  | 1,950  | 1,950  |
| Tỷ suất EBIT                                                 | 7.6%    | 7.1%    | 8.2%    | 8.5%    | Lãi chưa phân phối                    | 2,740   | 3,301  | 3,946  | 4,662  |
| Tỷ suất lợi nhuận trước thuế                                 | 7.5%    | 7.0%    | 7.8%    | 8.1%    | Cổ phiếu quỹ                          | -3      | -3     | -3     | -3     |
| Tỷ suất lãi hoạt động KD                                     | 7.5%    | 7.0%    | 7.8%    | 8.1%    | Quỹ đầu tư phát triển                 | 1,936   | 2,626  | 3,293  | 4,034  |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần                                      | 5.9%    | 5.6%    | 6.2%    | 6.5%    | Lợi ích cổ đông không kiểm soát       | 0       | 0      | 0      | 0      |
|                                                              |         |         |         |         |                                       |         |        |        |        |
| Báo cáo lưu chuyển tiền tệ<br>(VNĐ)                          | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   | Chỉ số chính<br>(x, %, VNĐ)           |         |        |        |        |
| Lãi trước thuế                                               | 2,489   | 2,651   | 2,561   | 2,849   | Chỉ số định giá                       |         |        |        |        |
| Khấu hao TSCĐ                                                | 81      | 81      | 84      | 89      | P/E                                   | 14.5    | 13.6   | 14.0   | 12.6   |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư                                 | -81     | -47     | -74     | -76     | P/E pha loãng                         | 14.5    | 13.6   | 14.0   | 12.6   |
| Chi phí lãi vay                                              | 121     | 124     | 201     | 210     | P/B                                   | 2.9     | 2.5    | 2.3    | 2.0    |
| Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động                   | 2,610   | 2,809   | 2,771   | 3,072   | P/S                                   | 0.9     | 0.8    | 0.9    | 0.8    |
| (Tăng)/giảm các khoản phải thu                               | 39      | -262    | 132     | -17     | P/Tangible Book                       | 3.1     | 2.7    | 2.4    | 2.1    |
| (Tăng)/giảm hàng tồn kho                                     | -437    | -2,130  | -614    | -197    | P/Cash Flow                           | 1,902.7 | 127.4  | 322.3  | 107.4  |
| Tăng/(giảm) các khoản phải trả                               | 92      | 274     | -240    | 79      | Giá trị doanh nghiệp/EBITDA           | 12.3    | 11.6   | 11.5   | 10.4   |
| (Tăng)/giảm chi phí trả trước                                | -104    | 14      | -64     | 23      | Giá trị doanh nghiệp/EBIT             | 12.7    | 12.0   | 11.9   | 10.7   |
| Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác        | -693    | -622    | -740    | -811    | Hiệu quả quản lý                      |         |        |        |        |
| Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh | 1,508   | 83      | 1,246   | 2,150   | ROE%                                  | 22%     | 20%    | 17%    | 17%    |
| Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác         | -83     | -90     | -40     | -64     | ROA%                                  | 14%     | 13%    | 12%    | 12%    |
| Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định                    | 2       | 0       | 0       | 0       | ROIC%                                 | 25%     | 23%    | 21%    | 20%    |
| Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ                             | -2,240  | -1,120  | 0       | -1,310  | Cấu trúc tài chính                    |         |        |        |        |
| Tiền thu từ cho vay hoặc từ phát hành công cụ nợ             | 1,680   | 960     | 0       | 0       | Tỷ suất thanh toán tiền mặt           | 0.2     | 0.2    | 0.2    | 0.3    |
| Đầu tư vào các doanh nghiệp khác                             | -4      | 0       | 0       | 0       | Tỷ suất thanh toán nhanh              | 0.4     | 0.4    | 0.4    | 0.7    |
| Tiền thu từ bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khá    | 0       | 0       | 0       | 0       | Tỷ suất thanh toán hiện thời          | 2.8     | 2.6    | 3.2    | 3.3    |
| Cố tức và tiền lãi nhận được                                 | 66      | 39      | 74      | 76      | 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    | -211    | 34      | -1,298  | 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              | 0.5     | 0.5    | 0.4    | 0.4    |
| Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu                   | 0       | 0       | 0       | 0       | Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản         | 0.1     | 0.1    | 0.1    | 0.1    |
| Tiền thu được các khoản đi vay                               | 8,159   | 6,789   | 2,799   | 2,936   | Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH              | 0.0     | 0.1    | 0.1    | 0.1    |
| Tiền trả các khoản đi vay                                    | -8,458  | -5,832  | -3,342  | -2,799  | Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản         | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| Cố tức đã trả                                                | -615    | -672    | -649    | -722    | Tổng công nợ/Vốn CSH                  | 0.0     | 0.1    | 0.1    | 0.1    |
| Tiền lãi đã nhận                                             | 0       | 0       | 0       | 0       | Tổng công nợ/Tổng Tài sản             | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính                    | -914    | 353     | -1,191  | -585    | Chỉ số hoạt động                      |         |        |        |        |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ                               | 15      | 225     | 89      | 267     | Hệ số quay vòng phải thu khách hàng   | 154     | 94     | 123    | 123    |
| Tiền và tương đương tiền đầu kỳ                              | 880     | 896     | 1,123   | 1,212   | Hệ số quay vòng HTK                   | 2       | 2      | 2      | 2      |
| Tiền và tương đương tiền cuối kỳ                             | 896     | 1,123   | 1,212   | 1,479   | Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp | 105     | 50     | 50     | 50     |

Nguồn: PNJ, KBSV

**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.

