

Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (PNJ)

Định giá hấp dẫn cho doanh nghiệp đầu ngành

15/06/2026

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

KQKD quý 1-2026 tăng trưởng cao

Trong quý 1-2026, doanh thu và LNST công ty mẹ của PNJ đạt lần lượt 17,245 tỷ VNĐ (+79% YoY) và 1,467 tỷ VNĐ (+117% YoY). Trong đó, doanh thu trang sức bán lẻ và vàng 24k đạt lần lượt 8,191 tỷ VNĐ (+23% YoY) và 7,398 tỷ VNĐ (+324% YoY), đóng góp chính vào cơ cấu doanh thu và đà tăng trưởng.

Mảng vàng 24k phục hồi về mức trước giai đoạn thắt chặt nguồn cung vàng

Sản lượng vàng 24k trong quý 1-2026 phục hồi về mức trung bình 2024, thời điểm giá bán và thị trường vàng ổn định. Mặt khác, PNJ phần nào đã hiện thực hóa một phần tồn kho giá thấp mà doanh nghiệp chủ động tích trữ trong 2025.

Mảng trang sức thương hiệu duy trì tăng trưởng cao

Chúng tôi kỳ vọng mảng trang sức là động lực chính với tăng trưởng doanh thu/cửa hàng đạt 11%/12% YoY trong 2026/2027, đóng góp khoảng 58% doanh thu và 86%-93% lợi nhuận gộp. Chủ yếu, chúng tôi kỳ vọng PNJ tiếp tục chiếm thêm thị phần và gia tăng doanh số từ tệp khách hàng hiện hữu. Điều này giúp bù đắp sự sụt giảm từ biên gộp của vàng 24k, được kỳ vọng sẽ quay về mức bình thường từ 2027.

Biên lợi nhuận mảng trang sức kỳ vọng vững chắc nếu giá vàng tiếp tục sụt giảm

Giá vàng đã giảm 20-25% từ đỉnh ~5,500 USD/oz về mức 4,100-4,400 USD/oz trong quý 1-2026, cho thấy dấu hiệu của xu hướng giảm. Chúng tôi cho rằng mảng kinh trang sức cốt lõi của PNJ đã có định vị thương hiệu tốt và không chịu tác động của định giá vàng trên thị trường, giúp duy trì biên gộp ở mức ~30%.

Khuyến nghị MUA — Giá mục tiêu 80,400 VND

KBSV dự báo LNST 2026/2027 đạt lần lượt 3,429/3,838 tỷ VNĐ, tương đương tăng trưởng 21%/12% YoY. KBSV xác định giá trị hợp lý của PNJ là 80,400 VNĐ/cổ phiếu. PNJ hiện giao dịch ở P/E 2026/27 là 10 lần/9.1 lần, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình quá khứ (13-14 lần), cho thấy triển vọng đầu tư khá hấp dẫn.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 80,400
Tăng/giảm (%)	24%
Giá hiện tại (15/0/2026)	VND 65,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 88,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	31.6/1.4

Dữ liệu giao dịch

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

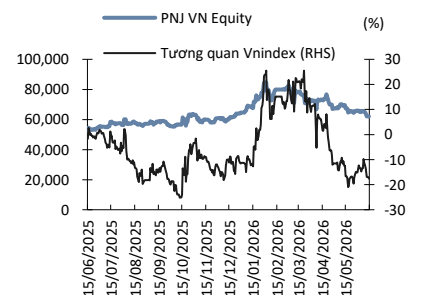
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-7.9	-20.4	2.3	19.2
Tương đối	-1.1	-26.1	-6.5	-17.0

Dự phóng KQKD & định giá

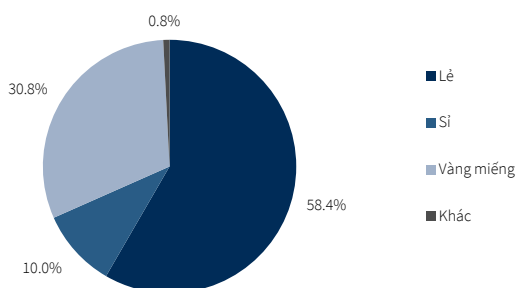
FY-end	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	37,823	34,976	47,732	51,767
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	2,670	3,538	4,280	4,776
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	2,113	2,829	3,429	3,838
EPS (VNĐ)	4,128	5,528	6,700	7,499
Tăng trưởng EPS (%)	7	34	21	12
P/E (x)	17	12	10	9
P/B (x)	3.1	2.6	2.6	2.6
ROE (%)	20.1	23.1	23.8	22.7
Tỷ suất cổ tức (%)	2.9	2.9	4.4	4.4

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2025



Hoạt động kinh doanh

PNJ thành lập năm 1988, bắt đầu từ cửa hàng kinh doanh Vàng bạc Phú Nhuận. Công ty hiện chiếm khoảng 50% thị phần trang sức và 18% thị phần toàn ngành trang sức & vàng. Điểm mạnh của PNJ là độ nhận diện thương hiệu cao, chuỗi giá trị từ chế tác đến bán lẻ được phát triển bài bản. Hiệu quả kinh doanh được duy trì tốt, với ROE trung bình đạt trên 20% mỗi năm.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

Mảng trang sức thương hiệu PNJ tiếp tục duy trì tăng trưởng trên 10%/năm trong 2026-2027 nhờ chiếm thêm thị phần từ cửa hàng địa phương

Biên gộp mảng trang sức vững chãi, bất chấp xu hướng sụt giảm của giá vàng nhờ nhận diện thương hiệu cao giúp linh hoạt điều chỉnh giá bán

Định giá hấp dẫn với PE dự phóng 2026/2027 đạt lần lượt 10/9.1 lần, thấp hơn đáng kể trung bình quá khứ, ~ 13-14 lần

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

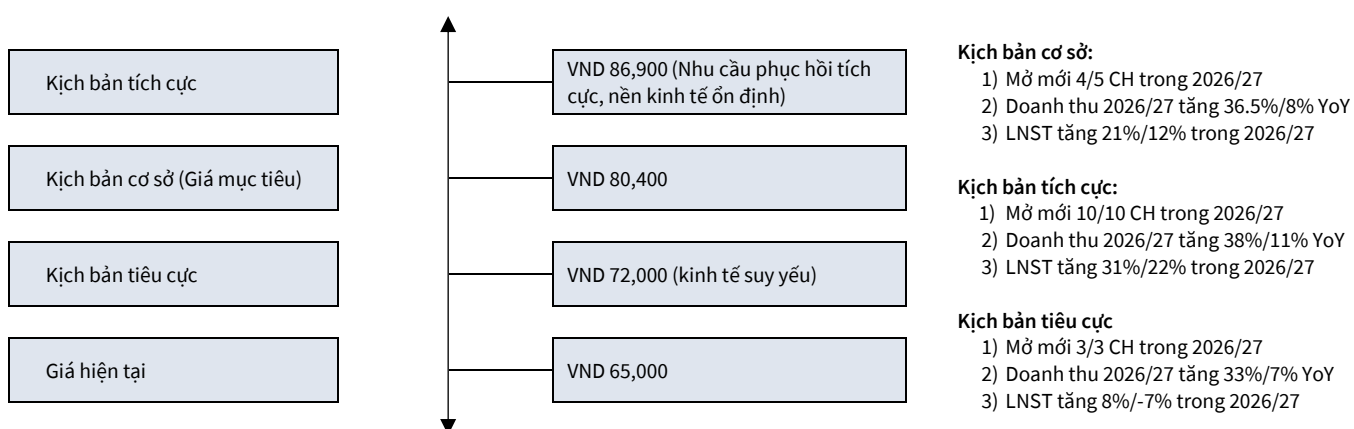
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Doanh thu	47,732	51,767	28%	32%	49,634	56,853	-4%	-9%
EBIT	4,164	4,477	-2%	1%	4,580	5,258	-9%	-15%
LNST công ty mẹ	3,429	3,838	0%	6%	3,587	4,254	-4%	-10%

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

Khả năng quản trị xuất sắc giúp duy trì tăng trưởng cao

Trong 1Q2026, doanh số mảng kinh doanh cốt lõi tiếp tục tăng trưởng nhờ:

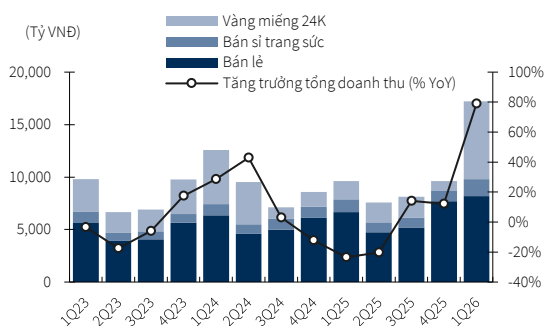
- 1) Tận dụng nguồn cung tích trữ nguyên liệu giá thấp trong 2025.
- 2) Nguồn cung vàng 24K phục hồi so với nền thấp quý 1 – 2025.
- 3) Chiếm thêm thị phần bán lẻ trang sức và vàng 24k từ các cửa hàng nhỏ lẻ địa phương không đạt chuẩn.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	1Q2025	4Q2025	1Q2026	+/-%YoY	+/-%QoQ	Chú thích
Doanh thu	9,635	9,623	17,245	79%	79%	Các dịp lễ trọng điểm trong quý 1 như Lễ tình nhân, Quốc tế phụ nữ, Vía Thần tài... thúc đẩy tiêu thụ vàng và trang sức. PNJ chiếm thêm thị phần của các cửa hàng địa phương không đạt chuẩn.
- Bán lẻ trang sức	6,677	7,689	8,191	23%	7%	Tăng trưởng tích cực chủ yếu từ doanh thu bình quân mỗi cửa hàng, đạt lần lượt 24%/22% trong 4Q25 và 1Q26
- Bán sỉ trang sức	1,156	914	1,522	32%	66%	
- Vàng 24K và khác	1,802	1,020	7,532	318%	638%	PNJ chủ động tích trữ nguyên liệu cao từ đầu năm 2025 với giá vốn rẻ
Lợi nhuận gộp	2,048	2,419	3,441	68%	42%	Biên gộp chung của PNJ giảm do tỉ trọng doanh thu từ mảng có biên thấp vàng 24K tăng mạnh lên mức trên 50%.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>21.3%</i>	<i>25.1%</i>	<i>20.0%</i>	<i>-131bps</i>	<i>-518bps</i>	
Thu nhập tài chính	38	58	52	39%	-9%	
Chi phí tài chính	(37)	(51)	(55)	49%	8%	
SG&A	(1,199)	(909)	(1,574)	31%	73%	PNJ tiếp tục đầu tư nhiều hơn vào quảng cáo & tiếp thị để duy trì hiện diện và thu hút thêm khách hàng mới.
<i>SG&A/tổng doanh thu</i>	<i>59%</i>	<i>38%</i>	<i>46%</i>	<i>-1281bps</i>	<i>817bps</i>	
<i>SG&A/ doanh thu bán lẻ</i>	<i>12.4%</i>	<i>9.4%</i>	<i>9.1%</i>	<i>-332bps</i>	<i>-32bps</i>	Xét trên doanh thu, biên chi phí vẫn được duy trì ổn định và tiếp tục có xu hướng cải thiện tốt nhờ khả năng cung ứng đa dạng sản phẩm.
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	850	1,510	1,867	120%	24%	
Thu nhập khác	(0)	5	0.7	-287%	-86%	
Lợi nhuận trước thuế	854	1,522	1,865	118%	23%	
Lợi nhuận sau thuế	678	1,219	1,467	117%	20%	
LNST công ty mẹ	678	1,219	1,467	117%	20%	
<i>Biên LNST</i>	<i>7.0%</i>	<i>12.7%</i>	<i>8.5%</i>	<i>148bps</i>	<i>148bps</i>	

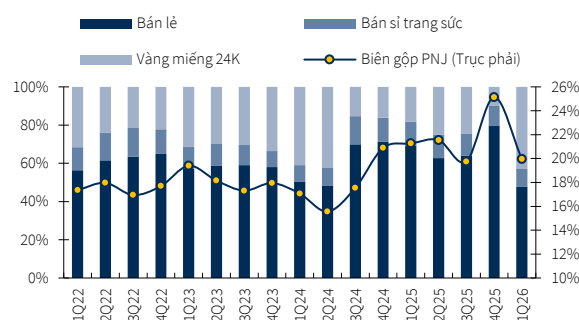
Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 2. Doanh thu ba mảng kinh doanh của PNJ



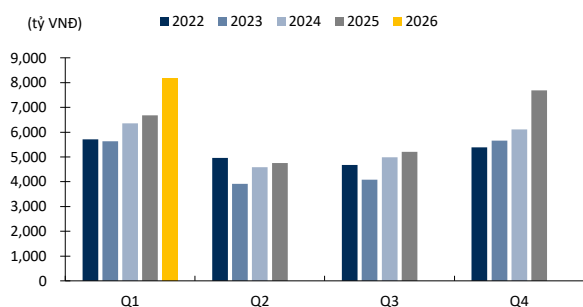
Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu và biên gộp tương ứng



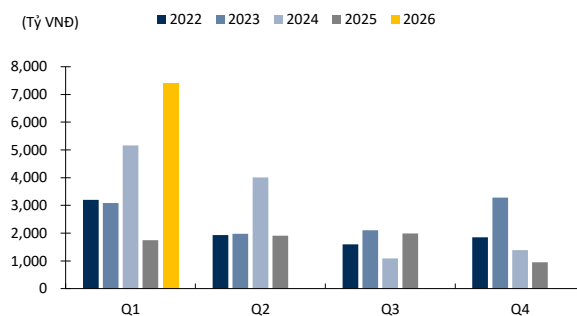
Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 4. Doanh thu bán lẻ trang sức theo quý của PNJ



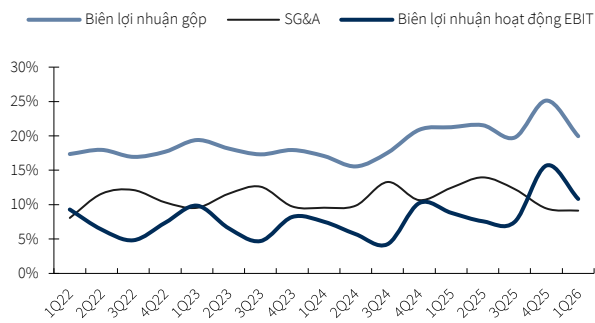
Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV

Biểu đồ 5. Doanh thu vàng 24K của PNJ



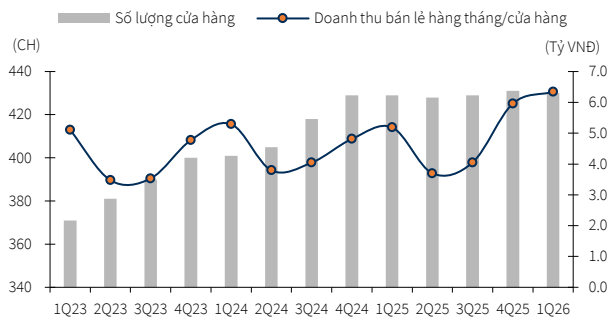
Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV

Biểu đồ 6. Biên lợi nhuận hợp nhất của PNJ



Nguồn: Wicart, PNJ

Biểu đồ 7. Doanh thu trang sức bán lẻ/cửa hàng tăng 24%/22% trong 4Q25/1Q26 – mùa cao điểm của ngành

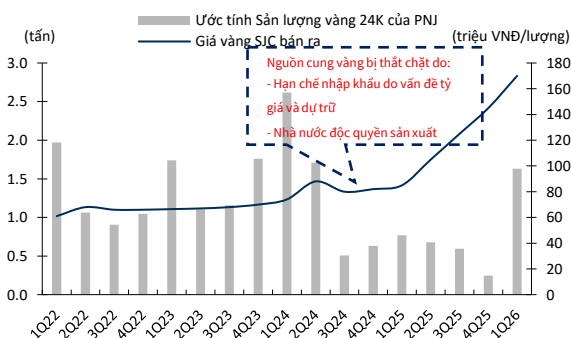


Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV

Màng vàng 24k phục hồi về mức trước giai đoạn thắt chặt nguồn cung vàng

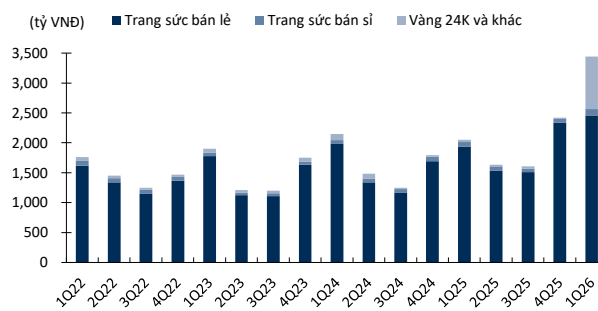
Doanh thu vàng 24k đóng góp chính vào tăng trưởng tổng doanh thu trong quý 1-2026, đạt 7,398 tỷ VNĐ, tăng trưởng đột biến 324% so với cùng kỳ 2025 – giai đoạn nguồn cung vàng trong nước thắt chặt. Nếu so với giai đoạn trước khi thị trường vàng khan hiếm nguồn cung, sản lượng vàng 24k bán ra đã phục hồi về mức trung bình 2024, đạt khoảng 1.5- 1.7 tấn trong quý 1 - 2026.

Biểu đồ 8. Ước tính sản lượng vàng 24k và giá vàng



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV

Biểu đồ 9. Cơ cấu lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh

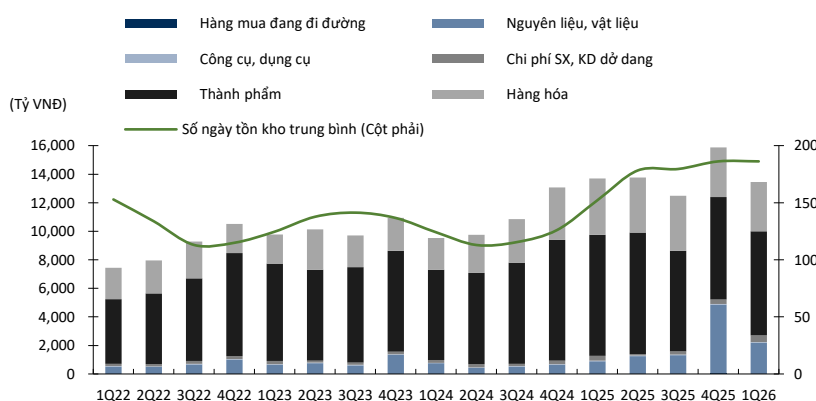


Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV

PNJ dường như đã hiện thực hóa lợi nhuận từ đợt tích trữ nguyên liệu giá thấp trong 2025, giúp ghi nhận lợi nhuận gộp tăng mạnh. Tuy vậy, chúng tôi kì vọng biên gộp màng vàng 24K sẽ giảm dần về mức bình thường trong các quý tiếp theo khi lượng tồn kho nguyên liệu không còn nhiều và giá thành sản phẩm vàng sẽ neo sát giá thị trường hơn. Mặt khác, PNJ có khả năng tái chế tốt nguồn thành phẩm hiện hữu, giúp đảm bảo không thiếu hụt nguyên liệu trong các giai đoạn cao điểm vào quý 4 và quý 1.

Tồn kho nguyên vật liệu đã giảm từ 4.8 nghìn tỷ VNĐ xuống 2.2 nghìn tỷ VNĐ trong quý 1-2026, vẫn cao hơn đáng kể so với trung bình quá khứ. Điều này có thể giúp duy trì biên gộp ổn định trong 2 quý sắp tới

Biểu đồ 10. Cơ cấu tồn kho cuối kỳ và số ngày tồn kho bình quân



Nguồn: PNJ, KBSV ước tính

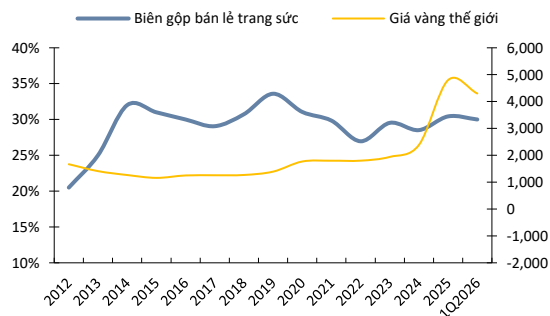
Xu hướng giá vàng sắp tới ít tác động đến mảng kinh doanh cốt lõi của PNJ

Giá vàng thế giới đã giảm 20%-25% từ mức đỉnh 5,500 USD/oz trong quý 1-2026 và giao dịch quanh mức 4,100-4,400 USD/oz, cho thấy xu hướng tăng đã chững lại. Đối với PNJ, biến động giá của vàng và đá quý có sự đa chiều lên các mảng kinh doanh như sau:

- **Mảng trang sức:** sản phẩm trang sức thương hiệu có khả năng điều chỉnh giá tốt dựa trên chi phí sản xuất do khách hàng không định giá theo vàng mà mua để tiêu dùng. Khi giá vàng và đá quý tăng cao, PNJ có thể chế tác với hàm lượng thấp hơn nhằm phù hợp với túi tiền của người tiêu dùng. Nếu giá đầu vào giảm, chi phí sản xuất sẽ được kiểm soát tốt hơn, giúp giảm giá thành mỗi sản phẩm và tăng khả năng chi trả của người tiêu dùng. Biên gộp mảng này kì vọng duy trì ổn định ở mức ~28%-30%, đóng góp 90%-95% lợi nhuận gộp toàn công ty.
- **Mảng vàng 24K:** Nếu giá vàng tiếp tục xu hướng giảm, mảng kinh doanh này sẽ ghi nhận sụt giảm doanh thu nhưng đóng góp nhỏ trong cơ cấu lợi nhuận gộp.

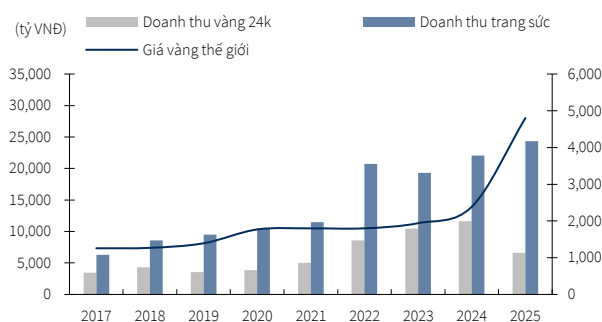
Chúng tôi kì vọng mảng trang sức cốt lõi tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, với tăng trưởng trung bình doanh số/cửa hàng đạt lần lượt 11%/12% trong 2026/27.

Biểu đồ 11. Tương quan giá vàng và biên gộp trang sức của PNJ



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV

Biểu đồ 12. Tương quan giá vàng và doanh thu trang sức, vàng 24k của PNJ



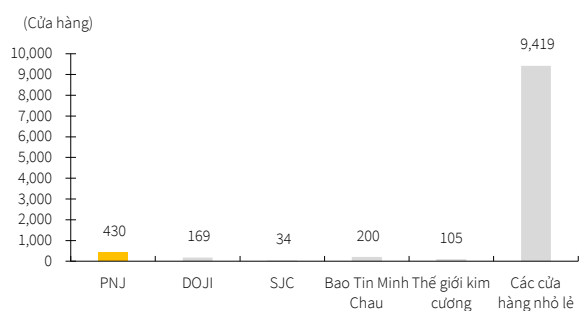
Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV

Chiếm thêm thị phần là động lực tăng trưởng chính

Ngành vàng và trang sức đang chuyển từ giai đoạn “phân mảnh” sang “tập trung” ở các doanh nghiệp lớn có khả năng chế tác và sản xuất, kiểm soát rủi ro đầu vào tốt và đáp ứng quy định tiêu chuẩn cao của luật pháp.

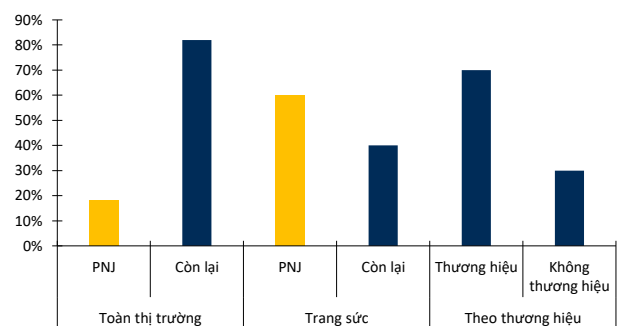
Trong đó, nhóm doanh nghiệp có thương hiệu như PNJ, Doji, Thế giới Kim Cương, Vàng Bạc đá quý Mạnh Hải.... hiện chiếm khoảng 30% tổng thị trường (vàng và trang sức), với 70% thị phần còn lại vẫn thuộc về các cửa hàng nhỏ lẻ không thương hiệu, phát triển ở quy mô địa phương. Trong thời gian tới, các doanh nghiệp lớn vẫn còn nhiều dư địa để chiếm thêm thị phần toàn ngành.

Biểu đồ 13. Quy mô cửa hàng của PNJ và đối thủ



Nguồn: PNJ, KBSV, Truyền thông

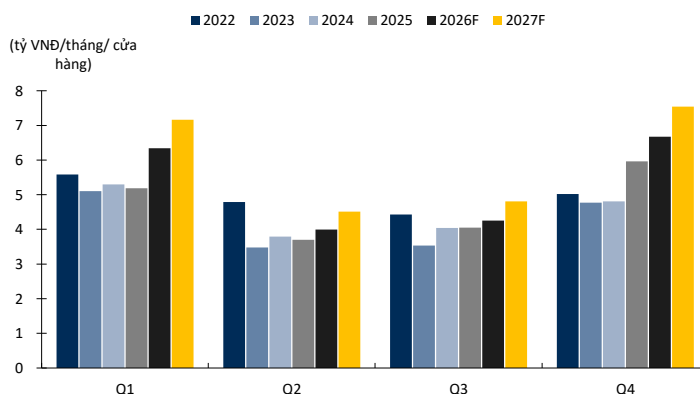
Biểu đồ 14. Thị phần toàn ngành vàng và trang sức



Nguồn: PNJ, KBSV, Truyền thông

Đối với PNJ, doanh nghiệp xác định chiến lược chiếm thêm thị phần không chỉ ở trang sức mà còn đến từ vàng 24k, với nguồn cung phục hồi nhờ thị trường vàng dần bình ổn hơn và PNJ duy trì chính sách thu mua nguyên liệu cạnh tranh. Mặc dù đây là mảng kinh doanh có biên lợi nhuận gộp thấp (1%-2%), nhưng giúp gia tăng lượt ghé thăm, cải thiện khả năng bán chéo các sản phẩm trang sức và tăng mức độ nhận diện thương hiệu PNJ. Điều này kì vọng có đóng góp không nhỏ trong giai tăng doanh số trang sức.

Biểu đồ 15. Doanh thu trang sức bán lẻ/cửa hàng của PNJ



Nguồn: Bloomberg, KBSV *Chú ý: số liệu Q2-2026 đến hết 2027 là dự phóng

Quy mô cửa hàng dự kiến tăng chậm từ 3-5 cửa hàng/năm. Doanh số bán lẻ trang sức là động lực tăng trưởng chính của PNJ. Chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh số mỗi cửa hàng trong 3 kịch bản cơ sở/tích cực/ tiêu cực, lần lượt là:
 - 2026: 11%/12%/7% YoY
 - 2027: 10%/12%/5% YoY

DỰ PHÓNG KQKD & ĐỊNH GIÁ

Bảng 16. Dự phóng KQKD 2026-2027

(tỷ VND)	2025	2026F	+/-%YoY	2027F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
Doanh thu	34,976	47,732	36%	51,767	8%	
Bán lẻ trang sức	24,326	27,227	12%	30,276	11%	Chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu trang sức bán lẻ trung bình trên mỗi cửa hàng trong 3 quý còn lại của 2026 đạt lần lượt 5%/5%/10%, tương đương mức tăng 11% cho cả năm 2026, chủ yếu nhờ quý 1 tiếp tục tích cực. Sang 2027, chúng tôi kì vọng tăng trưởng doanh số/ cửa hàng đạt 10% nhờ (1) thu nhập tệp khách hàng của doanh nghiệp tiếp tục tăng cao; (2) PNJ tiếp tục chiếm thêm thị phần với lợi thế cạnh tranh khác biệt. KBSV hiện kì vọng PNJ sẽ mở mới rông 4/5 cửa hàng mỗi năm trong 2026/2027.
Bán sỉ	3,810	4,309	13%	4,524	5%	
Vàng miếng 24K	6,586	15,876	141%	16,670	5%	Chúng tôi kì vọng nguồn cung phục hồi sẽ thúc đẩy doanh thu mảng vàng 24K, là động lực chính giúp duy trì tăng trưởng doanh thu cao.
Lợi nhuận gộp	7,703	9,394	22%	10,046	7%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>22.0%</i>	<i>19.7%</i>	<i>-234bps</i>	<i>19.4%</i>	<i>-27bps</i>	Biên gộp dự báo ở quanh mức 30% cho bán lẻ, 2% cho vàng trang sức 24k trong điều kiện bình thường.
Thu nhập tài chính	148	162	10%	365	125%	
Chi phí tài chính	-165	-46	-72%	-66	42%	
SG&A	-4,165	-5,230	26%	-5,569	6%	
<i>SG&A/ doanh thu</i>	<i>54.1%</i>	<i>55.7%</i>	<i>161bps</i>	<i>55.4%</i>	<i>-25bps</i>	
Lợi nhuận trước thuế	3,549	4,301	21%	4,814	12%	
Lợi nhuận sau thuế	2,829	3,429	21%	3,838	12%	
LNST công ty mẹ	2,829	3,429	21%	3,838	12%	LNST trong 2026 kì vọng tiếp tục bứt phá nhờ chiếm thêm thị phần, cải thiện biên lợi nhuận, trước khi tăng trưởng thấp hơn trong 2027
<i>Biên LNST</i>	<i>8.1%</i>	<i>7.2%</i>	<i>-91bps</i>	<i>7.4%</i>	<i>23bps</i>	

Nguồn: PNJ, KBSV dự phóng

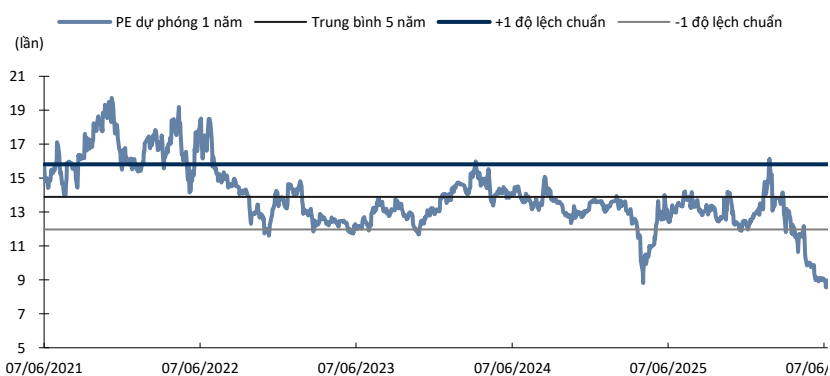
Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 80,400VND

Giá cổ phiếu PNJ đã sụt giảm 25% từ vùng đỉnh, chủ yếu theo chúng tôi đến từ việc:

- (1) **Mức lợi nhuận cao từ tích trữ nguyên liệu vàng** trong 2025 đã được hiện thực hóa, đặt dấu hỏi cho tiềm năng tăng trưởng trong tương lai và khả năng duy trì mức lợi nhuận cao hiện tại.
- (2) **Giá vàng sụt giảm gây ảnh hưởng đến tâm lý đối với cổ phiếu trang sức.**
- (3) **Tốc độ mở cửa hàng mới chậm lại**, đặt nghi ngờ về tiềm năng mở rộng của mảng bán lẻ cốt lõi.

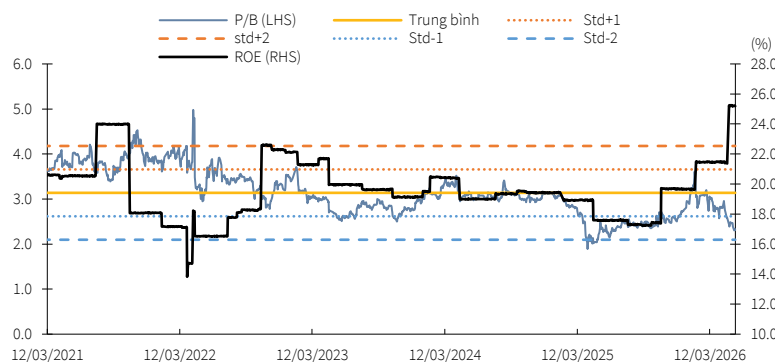
Chúng tôi cho rằng PNJ đang bị định giá thấp do các yếu tố trên, bất chấp việc các mảng kinh doanh cốt lõi tiếp tục duy trì được vị thế cạnh tranh và chiếm thêm thị phần. KBSV xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu PNJ bằng phương pháp PE với mục tiêu là 12 lần so với lợi nhuận của năm 2026, tương đương mức PEG là 1.0 lần, so với tăng trưởng LNST 1 năm (2027) là 12%. Giá mục tiêu hợp lý của PNJ dựa trên phương pháp này là 80,400 VNĐ/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 24%.

Biểu đồ 17. Diễn biến PE forward 1 năm của PNJ giai đoạn 2021-2026



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 18. Diễn biến PB và ROE của PNJ giai đoạn 2021-2025



Nguồn: Bloomberg, KBSV

PHỤ LỤC

PNJ – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2024A-2027

Báo cáo Kết quả HDKD (Tỷ VNĐ)	2024	2025	2026F	2027F
(Báo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	37,823	34,976	47,732	51,767
Giá vốn hàng bán	-31,149	-27,273	-38,339	-41,721
Lãi gộp	6,674	7,703	9,394	10,046
Thu nhập tài chính	76	148	162	365
Chi phí tài chính	-94	-165	-46	-66
Trong đó: Chi phí lãi vay	-47	-119	-104	-129
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-3,208	-3,293	-4,040	-4,277
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-796	-872	-1,191	-1,291
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,652	3,521	4,164	4,477
Thu nhập khác	-1	41	20	31
Chi phí khác	10	-13	-2	-7
Thu nhập khác, ròng	10	-13	-2	-7
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2,651	3,549	4,301	4,814
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-615	-849	-872	-976
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	2,113	2,829	3,429	3,838
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	2,113	2,829	3,429	3,838
Chỉ số hoạt động				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.6%	22.0%	19.7%	19.4%
Tỷ suất EBITDA	7.3%	10.4%	9.1%	9.4%
Tỷ suất EBIT	7.1%	10.1%	9.0%	9.2%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	7.0%	10.1%	9.0%	9.3%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	7.0%	10.1%	8.7%	8.6%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.6%	8.1%	7.2%	7.4%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (VNĐ)	2024	2025	2026F	2027F
Lãi trước thuế	2,651	3,549	4,301	4,814
Khấu hao TSCĐ	81	85	85	86
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-47	-112	-162	-365
Chi phí lãi vay	124	95	46	66
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	2,809	3,617	4,270	4,602
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-262	176	-232	-24
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-2,130	-2,807	1,563	959
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	274	-286	639	198
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	14	169	166	51
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-622	-744	-942	-1,069
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	83	125	5,463	4,717
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-90	-125	-20	-20
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-1,120	-4,067	-3,795	-3,977
Tiền thu từ cho vay hoặc từ phát hành công cụ nợ	960	3,210	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	-100	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	39	82	162	365
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-211	-1,000	-3,653	-3,633
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	67	65	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	6,789	9,818	4,113	4,476
Tiền trả các khoản đi vay	-5,832	-8,936	-4,223	-4,113
Cổ tức đã trả	-672	-674	-1,024	-1,024
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	353	273	-1,134	-661
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	225	-602	676	424
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	896	1,123	522	1,198
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,123	522	1,198	1,622

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)	2024	2025	2026F	2027F
(Báo cáo chuẩn)				
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	17,208	20,168	23,244	26,643
Tài sản ngắn hạn	15,693	18,617	21,757	25,223
Tiền và tương đương tiền	1,123	522	1,198	1,622
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1,020	2,007	5,803	9,780
Các khoản phải thu	535	252	484	508
Hàng tồn kho, ròng	13,015	15,836	14,273	13,313
Tài sản dài hạn	1,515	1,551	1,486	1,420
Phải thu dài hạn	116	121	121	121
Tài sản cố định	857	857	793	726
Tài sản dở dang dài hạn	65	95	95	95
Đầu tư dài hạn	4	6	6	6
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
NỢ PHẢI TRẢ	5,952	6,893	7,700	8,439
Nợ ngắn hạn	5,942	6,878	7,685	8,424
Phải trả người bán	624	334	469	511
Người mua trả tiền trước	188	182	182	182
Vay ngắn hạn	3,342	4,223	4,113	4,476
Nợ dài hạn	11	14	14	14
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	11	14	14	14
Quỹ đầu tư phát triển	0	0	0	0
Vay dài hạn	0	0	0	0
VỐN CHỦ SỞ HỮU	11,255	13,276	15,544	18,205
Vốn góp	3,381	3,413	5,118	5,118
Thặng dư vốn cổ phần	1,950	1,983	1,983	1,983
Lãi chưa phân phối	3,301	4,412	3,951	5,465
Cổ phiếu quỹ	-3	-3	-3	-3
Quỹ đầu tư phát triển	2,626	3,471	4,496	5,642
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

Chỉ số chính (x, %, VNĐ)	2024	2025	2026F	2027F
Chỉ số định giá				
P/E	16.5	12.3	10.2	9.1
P/E pha loãng	16.5	12.3	10.2	9.1
P/B	3.1	2.6	2.2	1.9
P/S	0.9	1.0	0.7	0.7
P/Tangible Book	3.3	2.8	2.3	2.0
P/Cash Flow	155.1	-58.0	51.6	82.3
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	13.9	10.6	8.8	7.9
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	14.3	10.8	8.9	8.0
Hiệu quả quản lý				
ROE%	20%	23%	24%	23%
ROA%	13%	15%	16%	15%
ROIC%	23%	20%	23%	24%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.2	0.1	0.2	0.2
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.4	0.4	0.9	1.4
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.6	2.7	2.8	3.0
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	0.5	0.5
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.2	0.4
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.0	0.0	0.0
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.1	0.0	0.0	0.0
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	94	223	123	125
Hệ số quay vòng HTK	2	2	3	3
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	50	82	82	82

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.