

# Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (PNJ)

## Triển vọng cải thiện tích cực

13/03/2026

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

**LNST quý 4 tăng 67% nhờ chiếm thêm thị phần và duy trì được biên lợi nhuận cao**

Trong quý 4, PNJ ghi nhận doanh thu và LNST đạt lần lượt 9,623 tỷ VNĐ (+12% YoY) và 1,219 tỷ VNĐ (+67%YoY). Tăng trưởng vượt trội đến từ việc tận dụng nguồn tích trữ nguyên liệu giá thấp, khả năng điều chỉnh giá bán theo thị trường nhanh hơn và nỗ lực chiếm thêm thị phần. Lũy kế, doanh nghiệp ghi nhận doanh thu là 34,976 tỷ VNĐ (-8%YoY) và LNST kỷ lục đạt 2,829 tỷ VNĐ (+34% YoY).

**Chính sách bán hàng và thu mua mới thúc đẩy nguồn cung và cả doanh số**

PNJ đưa ra chính sách mua lại với giá sát với thị trường, áp dụng cả với sản phẩm từ doanh nghiệp khác. Chiến lược này kì vọng gia tăng nguồn cung nguyên liệu trang sức trong bối cảnh giá các kim loại quý như vàng và bạc đã tăng từ 70%-150% YTD trong 2025, khiến khả năng nhập khẩu và cả nguồn cung trong nước đều hạn chế. Ngoài ra, chính sách này sẽ góp phần tăng lượt ghé thăm cửa hàng và nhu cầu thu cũ đổi mới (trade-in).

**Tiếp tục chiếm thêm thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ với dự địa tăng trưởng còn nhiều**

Các thay đổi về quy định thuế, hóa đơn, thắt chặt nguồn gốc xuất xứ nguyên liệu trang sức và thanh toán khi mua hàng đã phần nào thu hẹp quy mô các cửa hàng trong thị trường bán lẻ trang sức, vốn có quy mô phân mảnh và mang tính nhỏ lẻ địa phương. Với lợi thế quy mô, khả năng đảm bảo nguyên liệu đầu vào và xuất xứ, PNJ kì vọng sẽ chiếm thêm được nhiều thị phần từ các nhà vàng nhỏ lẻ.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 140,300 VND/ cổ phiếu**

KBSV xác định giá mục tiêu của PNJ đến cuối 2026 là 140,300 VNĐ/ cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 20%. PNJ hiện đang được giao dịch với mức PE dự phóng 2026 là 12 lần, thấp hơn so với mức trung bình 3 năm của doanh nghiệp là 14.2 lần, cho thấy triển vọng tăng giá vẫn còn. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu PNJ.

## MUA Duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 140,300</b>
Tăng/giảm (%)	20%
Giá hiện tại (13/03/2026)	VND 116,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 135,100
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	40.6/1.7

### 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%)

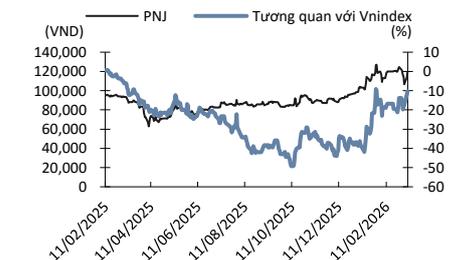
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2.1	29.0	31.7	21.5
Tương đối	4.6	30.3	30.5	-4.3

### Dự phóng KQKD & định giá

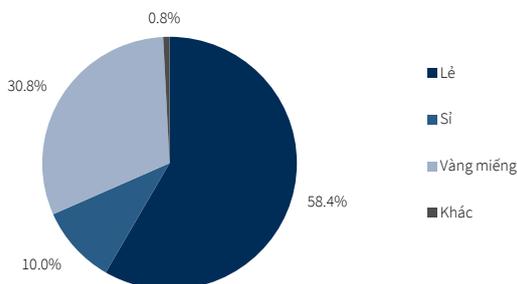
FY-end	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	37,823	34,976	37,415	39,077
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	2,670	3,538	4,268	4,509
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	2,113	2,829	3,420	3,625
EPS (VNĐ)	6,250	8,369	10,019	10,621
Tăng trưởng EPS (%)	7	34	21	6
P/E (x)	19	14	12	11
P/B (x)	3.6	3.1	3.1	3.1
ROE (%)	20.1	23.1	23.5	21.0
Tỷ suất cổ tức (%)	1.7	1.7	1.7	1.7

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. 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

Lợi thế nguồn cung tiếp tục được cải thiện nhờ chính sách mua lại, đồng thời thúc đẩy nhu cầu thu cũ đổi mới của khách hàng

Tiếp tục chiếm thêm thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ với dư địa thị phần rộng lớn

Sửa đổi nghị định 24 sẽ tháo gỡ các khó khăn tồn tại ở thị trường vàng trong dài hạn

## Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

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

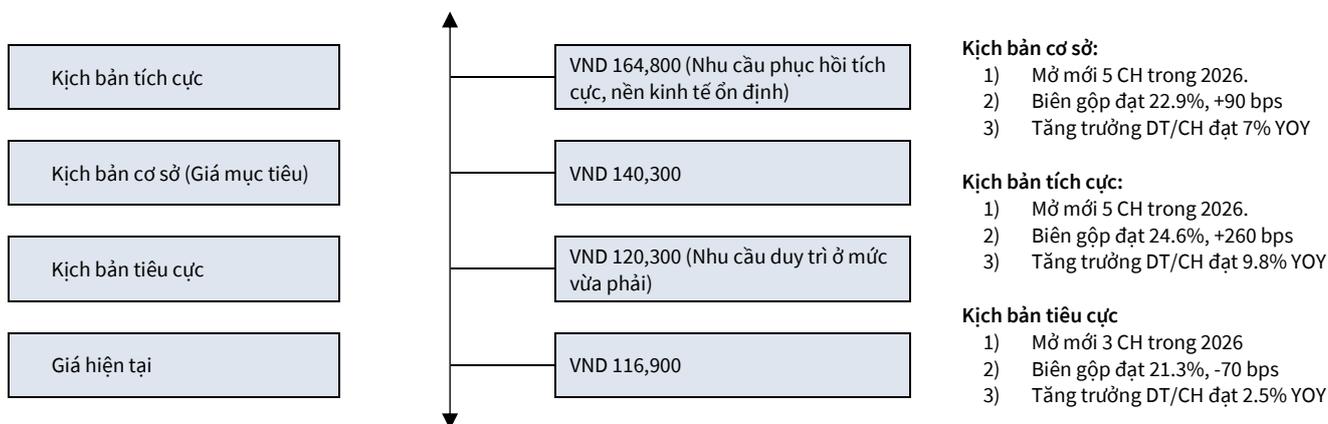
## Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Doanh thu	37,415	39,077	4%	NA	43,806	NA	-15%	NA
EBIT	4,248	4,425	32%	NA	4,489	NA	-5%	NA
LNST công ty mẹ	3,420	3,625	35%	NA	3,517	NA	-3%	NA

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

### Tăng trưởng vượt trội trong mùa cao điểm

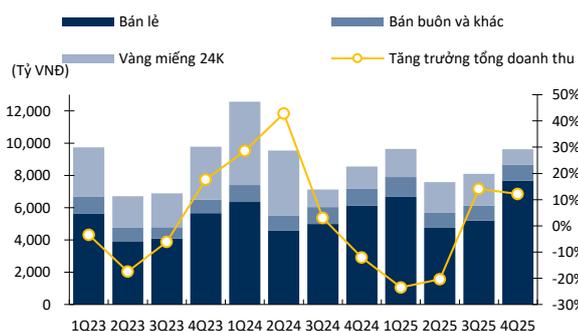
PNJ ghi nhận LNST kỉ lục trong quý 4-2025, đạt 1,219 tỷ VNĐ (+67% YoY). Động lực tăng trưởng chính đến từ hoạt động bán lẻ trang sức khởi sắc với mức tăng 25% YOY, vượt kì vọng của chúng tôi. Mặc dù quy mô hoạt động không thay đổi nhiều, PNJ đã chiếm thêm một phần lớn thị phần của các cửa hàng nhỏ lẻ. Ngoài ra, khả năng kiểm soát chi phí hoạt động tốt đã góp phần không nhỏ vào kết quả kinh doanh.

**Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh**

(tỷ VNĐ)	4Q2024	4Q2025	+/-%YoY	2024	2025	+/-%QoQ	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>8,543</b>	<b>9,623</b>	<b>13%</b>	<b>37,785</b>	<b>34,938</b>	<b>-8%</b>	
- Bán lẻ trang sức	6,114	7,689	26%	22,051	24,326	10%	Doanh thu bán lẻ tiếp tục tích cực, được hỗ trợ bởi khả năng chế tác, cung cấp đa dạng sản phẩm ở các phân khúc và nguồn nguyên liệu dồi dào
- Bán sỉ trang sức	1,004	914	-9%	3,782	3,810	1%	
- Vàng 24K	1,386	953	-31%	11,649	6,586	-43%	Vàng 24K tiếp tục sụt giảm do nguồn cung khan hiếm
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,792</b>	<b>2,419</b>	<b>35%</b>	<b>6,674</b>	<b>7,703</b>	<b>15%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>21.0%</i>	<i>25.1%</i>	<i>415bps</i>	<i>17.7%</i>	<i>22.0%</i>	<i>439bps</i>	Biên gộp tiếp tục cải thiện do cơ cấu doanh thu dịch chuyển sang vàng trang sức. Chiến lược tích trữ và tái chế nguyên liệu giúp duy trì biên lợi nhuận cao. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng sức mạnh thương hiệu đã giúp PNJ duy trì mức giá bán hợp lí và bảo vệ biên lợi nhuận
Thu nhập tài chính	28	58	103%	76	148	96%	Chủ yếu đến từ số dư tiền mặt cao hơn cùng kì
Chi phí tài chính	(43)	(51)	19%	(94)	(165)	76%	
SG&A	(914)	(909)	-1%	(4,003)	(4,165)	4%	Chi phí hoạt động được tối ưu, tăng chậm hơn so với doanh thu. Điều này có thể đến từ chi phí bán hàng liên quan đến hoạt động vàng 24K sụt giảm
<i>SG&amp;A/tổng doanh thu</i>	<i>10.7%</i>	<i>9.4%</i>	<i>-126bps</i>	<i>10.6%</i>	<i>11.9%</i>	<i>133bps</i>	
<b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>878</b>	<b>1,510</b>	<b>72%</b>	<b>2,670</b>	<b>3,538</b>	<b>32%</b>	
Thu nhập khác	(1)	5	272%	(11.1)	28.0	151%	
Lợi nhuận trước thuế	864	1,522	76%	2,651	3,549	34%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>731</b>	<b>1,219</b>	<b>67%</b>	<b>2,113</b>	<b>2,829</b>	<b>34%</b>	
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>731</b>	<b>1,219</b>	<b>67%</b>	<b>2,113</b>	<b>2,829</b>	<b>34%</b>	Lợi nhuận tăng mạnh 67% YoY chủ yếu nhờ doanh số trang sức bán lẻ và biên gộp giữ ở mức cao
<i>Biên LNST</i>	<i>8.6%</i>	<i>12.7%</i>	<i>411bps</i>	<i>5.6%</i>	<i>8.1%</i>	<i>251bps</i>	

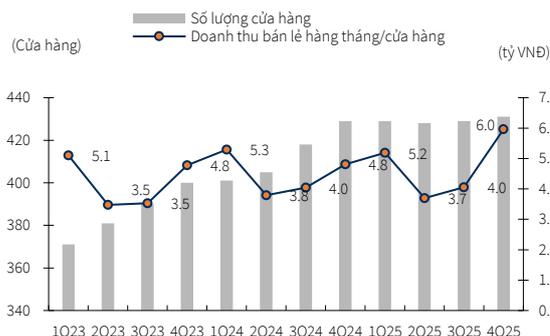
Nguồn: PNJ, KBSV

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



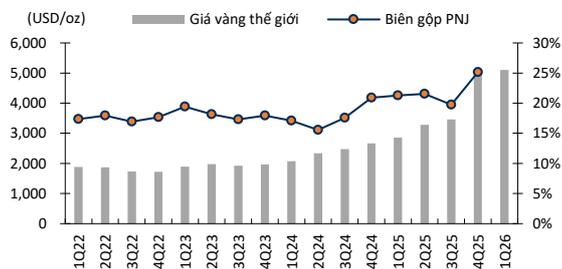
Nguồn: PNJ, KBSV

**Biểu đồ 3. Doanh số bán lẻ và số lượng cửa hàng hiện tại của PNJ**



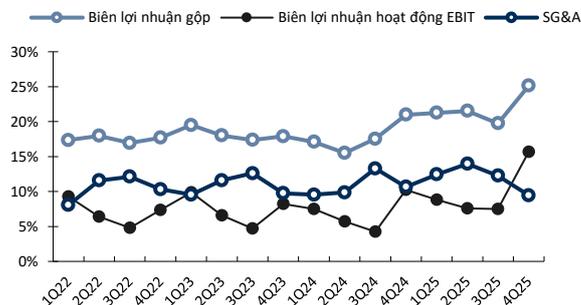
Nguồn: PNJ, KBSV

**Biểu đồ 4. Giá vàng toàn cầu đã tăng khoảng 40% YoY**



Nguồn: Wichart, PNJ

**Biểu đồ 5. Biên lợi nhuận và chi phí hoạt động của PNJ**



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV

**Lợi thế nguồn cung tiếp tục được cải thiện nhờ chính sách mua lại**

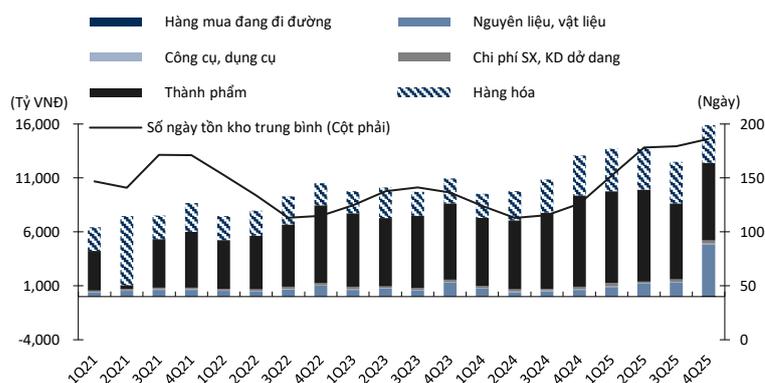
Kể từ tháng 11-2025, PNJ đã thay đổi chính sách thu mua sản phẩm cũ, chuyển từ thu mua dựa trên giá gốc trên hóa đơn sang thu mua theo giá thị trường, đặc biệt áp dụng cả với sản phẩm đến từ nhà sản xuất khác. Theo đó, với chính sách mới của PNJ, khách hàng cũng sẽ được khuyến khích mua các sản phẩm trang sức hơn và có thể bán lại khi cần thiết dựa trên giá thị trường các kim loại quý, phần nào thay thế nhu cầu đầu tư vàng miếng do hạn chế nguồn cung. Ngoài ra, điều này cũng góp phần gia tăng lượt ghé thăm cửa hàng và nhu cầu đổi/ nâng cấp sản phẩm khi khách hàng bán lại sản phẩm cũ.

**Chiến lược này sẽ giúp cải thiện nguồn cung trong bối cảnh hoạt động nhập khẩu có khả năng cao sẽ tiếp tục bị kiểm chế do hạn chế về tỉ giá và dự trữ ngoại hối.**

Với giá các kim loại như vàng và bạc đã tăng cao từ 70%-150% YOY trong năm vừa qua, chi phí nhập khẩu đã tăng mạnh tương ứng, khiến nguồn cung sụt giảm tương ứng và đặt áp lực lên các doanh nghiệp chế tác trang sức. Theo Hội Đồng Vàng Toàn Cầu (World Gold Council), sản lượng vàng nhập khẩu/ tiêu thụ cả năm của Việt Nam ước giảm khoảng -15% YoY. Điều này đòi hỏi các doanh nghiệp phải thích ứng bằng việc thiết kế các sản phẩm với hàm lượng thấp hơn, điều chỉnh chiến lược bán hàng và tập trung nhiều hơn vào các phân khúc tầm trung trong bối cảnh tâm lý tiêu dùng chưa phục hồi ổn định.

Chiến lược tích trữ nguyên liệu giúp PNJ duy trì lượng nguyên liệu dồi dào trong bối cảnh nguồn cung đầu vào không ổn định và giá nguyên liệu đầu vào là vàng, bạc và đá quý có xu hướng biến động mạnh, ảnh hưởng đến chi phí hoạt động.

**Biểu đồ 6. Cơ cấu tồn kho của PNJ tại cuối kì và số ngày tồn kho trung bình**



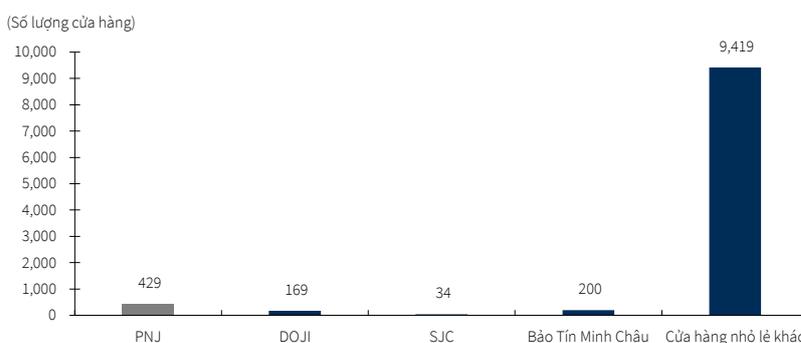
Nguồn: PNJ, KBSV tổng hợp và tính toán

## Tiếp tục chiếm thêm thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ với dư địa thị phần rộng lớn

Với nguồn cung nguyên liệu thiếu hụt, đi kèm với việc thắt chặt chính sách hóa đơn và thanh toán trong bán hàng, các doanh nghiệp kinh doanh vàng nhỏ lẻ sẽ tiếp tục gặp nhiều khó khăn với chi phí hoạt động và tuân thủ tăng cao. Ước tính có hơn 9,000 cửa hàng bán lẻ trang sức trên toàn quốc, mặc dù quy mô mỗi cửa hàng là khá nhỏ, thị phần của các cửa hàng nhỏ lẻ địa phương ước tính chiếm khoảng 60%-70% doanh số trang sức và vàng 24K, cho thấy sự phân mảnh với quy mô manh mún và gặp khó tuân thủ các quy định mới. Điều này đem lại lợi thế rõ ràng cho các doanh nghiệp lớn như PNJ với khả năng truy suất nguồn gốc nguyên liệu, hoạt động bài bản và khả năng thích ứng với biến động về nguồn cung và giá vàng. Chúng tôi kì vọng tăng trưởng về thị phần sẽ tiếp tục là động lực chính của PNJ trong thời gian tới, tận dụng dư địa thị trường còn nhiều và lợi thế quy mô.

Đại diện Cục Quản lý và Phát triển thị trường trong nước (Bộ Công Thương) vào năm 2025 cho biết mạng lưới kinh doanh vàng quá manh mún, khiến cơ quan Nhà nước *chưa thể thống kê đầy đủ số lượng hộ và điểm kinh doanh*, đặc biệt là ở vùng sâu vùng xa.

**Biểu đồ 7. Quy mô cửa hàng vàng và trang sức trên toàn quốc của doanh nghiệp**



Nguồn: Bộ Tài chính/Tổng cục Thuế

## Cập nhật về nghị định 232

Nghị định 232/2025/NĐ-CP (sửa đổi Nghị định 24/2012) đã chính thức có hiệu lực từ ngày 10/10/2025, đánh dấu việc Nhà nước từ bỏ độc quyền sản xuất vàng miếng và mở cửa cho phép nhập khẩu vàng nguyên liệu.

Đối với PNJ, chúng tôi duy trì kì vọng doanh nghiệp nằm trong 1 số ít được tiếp cận tốt hơn với nguồn nguyên liệu, đồng thời có thể giữ vai trò gia công vàng miếng cho doanh nghiệp khác và các ngân hàng. Với việc biên lợi nhuận gia công và kinh doanh vàng miếng được đánh giá không quá hấp dẫn, chúng tôi cho rằng tác động chủ yếu vẫn là khả năng mở rộng biên lợi nhuận thông qua tối ưu chi phí nguyên liệu với quy mô lớn. Mặc dù vậy, khả năng mở rộng quy mô vàng nguyên liệu nhập khẩu vẫn đang bỏ ngỏ với những tác động lên dự trữ ngoại tệ có thể hạn chế hạn ngạch trong ngắn hạn. Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng khi nguồn dự trữ ngoại tệ khả quan hơn, PNJ sẽ có nhiều tiềm năng cải thiện chi phí hoạt động và thúc đẩy sản xuất, xuất khẩu.

## DỰ PHÓNG KQKD & ĐỊNH GIÁ

**Bảng 8. Dự phóng KQKD 2026-2027**

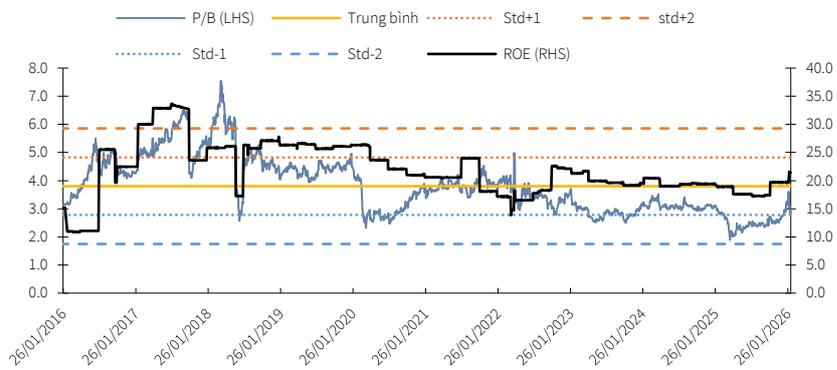
(tỷ VND)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích KBSV
<b>Doanh thu</b>	<b>34,976</b>	<b>37,415</b>	<b>7%</b>	<b>39,077</b>	<b>4%</b>	
Bán lẻ trang sức	24,326	26,310	8%	27,413	4%	Chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu bán lẻ trung bình trên mỗi cửa hàng trong 4 quý của 2026 đạt lần lượt 10%/3%/3%/10%, tương đương mức tăng 7% cho cả năm 2026, phản ánh tính mùa vụ và khả năng chiếm thêm thị phần của doanh nghiệp. Ở kịch bản cơ sở, KBSV hiện kì vọng PNJ sẽ mở mới rông 5 cửa hàng mỗi năm trong 2 năm tới.
Bán sỉ	3,810	4,001	5%	4,201	5%	
Vàng miếng 24K	6,586	6,915	5%	7,261	5%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>7,703</b>	<b>8,558</b>	<b>11%</b>	<b>8,926</b>	<b>4%</b>	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>22.0%</i>	<i>22.9%</i>	<i>85bps</i>	<i>22.8%</i>	<i>-3bps</i>	Biên gộp được dự báo tiếp tục cải thiện nhẹ nhờ nguồn nguyên liệu được tích trữ ở mức giá hợp lý, khả năng chuyển giá cho người tiêu dùng nhờ lợi thế thương hiệu và khả năng thiết kế cho đa dạng phân khúc và nhu cầu.
Thu nhập tài chính	148	150	1%	240	60%	
Chi phí tài chính	-165	-130	-21%	-156	20%	
<b>SG&amp;A</b>	<b>-4,165</b>	<b>-4,309</b>	<b>3%</b>	<b>-4,501</b>	<b>4%</b>	
<i>SG&amp;A/ doanh thu</i>	<i>11.9%</i>	<i>11.5%</i>	<i>-39bps</i>	<i>11.5%</i>	<i>0bps</i>	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>3,549</b>	<b>4,290</b>	<b>21%</b>	<b>4,547</b>	<b>6%</b>	
Lợi nhuận sau thuế	2,829	3,420	21%	3,625	6%	
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>2,829</b>	<b>3,420</b>	<b>21%</b>	<b>3,625</b>	<b>6%</b>	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>9.1%</i>	<i>105bps</i>	<i>9.3%</i>	<i>14bps</i>	

Nguồn: PNJ, KBSV dự phóng

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:  
140,300VND**

KBSV xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu PNJ bằng phương pháp PE với mục tiêu là 14 lần so với lợi nhuận của năm 2026, tương đương mức trung bình 3 năm gần đây. Chúng tôi cho rằng đây là mức hợp lý, phản ánh triển vọng mở rộng thị trường, khả năng duy trì biên lợi nhuận vững chắc và đảm bảo nguồn cung tốt hơn các đối thủ cạnh tranh. Theo đó KBSV duy trì khuyến nghị MUA với PNJ giá mục tiêu là 140,300 VNĐ/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng là 20%.

**Biểu đồ 9. Diễn biến PB và ROE của PNJ giai đoạn 2016-2025**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## PHỤ LỤC

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

#### Báo cáo Kết quả HDKD

(Tỷ VNĐ)	2024	2025	2026F	2027F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
Doanh số thuần	37,823	34,976	38,219	40,789
Giá vốn hàng bán	-31,149	-27,273	-28,820	-30,320
Lãi gộp	6,674	7,703	9,398	10,469
Thu nhập tài chính	76	148	151	266
Chi phí tài chính	-94	-165	-130	-156
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	-3,598	-3,840
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-796	-872	-804	-858
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,652	3,521	4,996	5,771
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	5,039	5,918
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-615	-849	-1,022	-1,200
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	2,113	2,829	4,017	4,718
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	2,113	2,829	4,017	4,718
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.6%	22.0%	24.6%	25.7%
Tỷ suất EBITDA	7.3%	10.4%	13.4%	14.6%
Tỷ suất EBIT	7.1%	10.1%	13.1%	14.4%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	7.0%	10.1%	13.2%	14.5%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	7.0%	10.1%	13.1%	14.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.6%	8.1%	10.5%	11.6%

#### Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(VNĐ)	2024	2025	2026F	2027F
Lãi trước thuế	2,651	3,549	5,039	5,918
Khấu hao TSCĐ	81	85	86	89
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-47	-112	-151	-266
Chi phí lãi vay	124	95	130	156
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	2,809	3,617	5,104	5,898
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-262	176	-155	-14
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-2,130	-2,807	1,448	785
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	274	-286	123	108
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	14	169	24	25
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-622	-744	-1,180	-1,389
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	83	125	5,365	5,413
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-90	-125	-40	-40
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	-2,151	-4,531
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	151	266
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-211	-1,000	-2,040	-4,305
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	3,092	3,253
Tiền trả các khoản đi vay	-5,832	-8,936	-4,223	-3,092
Cổ tức đã trả	-672	-674	-683	-683
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	353	273	-1,814	-522
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	225	-602	1,511	586
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	896	1,123	522	2,033
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,123	522	2,033	2,618

#### Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2024	2025	2026F	2027F
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>17,208</b>	<b>20,168</b>	<b>22,491</b>	<b>26,787</b>
Tài sản ngắn hạn	15,693	18,617	20,986	25,332
Tiền và tương đương tiền	1,123	522	2,033	2,618
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1,020	2,007	4,158	8,689
Các khoản phải thu	535	252	407	421
Hàng tồn kho, ròng	13,015	15,836	14,388	13,603
Tài sản dài hạn	1,515	1,551	1,505	1,455
Phải thu dài hạn	116	121	121	121
Tài sản cố định	857	857	811	761
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
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>5,952</b>	<b>6,893</b>	<b>6,042</b>	<b>6,491</b>
Nợ ngắn hạn	5,942	6,878	6,027	6,477
Phải trả người bán	624	334	353	371
Người mua trả tiền trước	188	182	182	182
Vay ngắn hạn	3,342	4,223	3,092	3,253
Nợ dài hạn	11	14	14	14
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	11	14	14	14
Quy đầu tư phát triển	0	0	0	0
Vay dài hạn	0	0	0	0
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>11,255</b>	<b>13,276</b>	<b>16,449</b>	<b>20,296</b>
Vốn góp	3,381	3,413	3,413	3,413
Thặng dư vốn cổ phần	1,950	1,983	1,983	1,983
Lãi chưa phân phối	3,301	4,412	6,386	8,823
Cổ phiếu quỹ	-3	-3	-3	-3
Quy đầu tư phát triển	2,626	3,471	4,671	6,081
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

#### Chỉ số chính

(x, %, VNĐ)	2024	2025	2026F	2027F
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	18.6	13.9	9.8	8.3
P/E pha loãng	18.6	13.9	9.8	8.3
P/B	3.5	3.0	2.4	1.9
P/S	1.0	1.1	1.0	1.0
P/Tangible Book	3.7	3.1	2.5	2.0
P/Cash Flow	174.5	-65.2	26.0	67.0
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	15.5	11.8	8.3	7.1
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	16.0	12.0	8.5	7.2
<b>Hiệu quả quản lý</b>				
ROE%	20%	23%	27%	26%
ROA%	13%	15%	19%	19%
ROIC%	23%	20%	23%	28%
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.2	0.1	0.3	0.4
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.4	0.4	1.0	1.7
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.6	2.7	3.5	3.9
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	0.3
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.2	0.3
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
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	94	223	123	125
Hệ số quay vòng HTK	2	2	2	2
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](mailto:info@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://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.