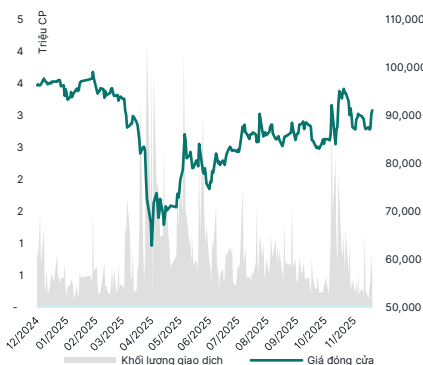


| Khuyến nghị       | MUA     |
|-------------------|---------|
| Giá hiện tại      | 90,300  |
| Giá mục tiêu      | 117,918 |
| Lợi nhuận kỳ vọng | 30.58%  |

| Thông tin giao dịch |                    |
|---------------------|--------------------|
| Ngành               | Bán lẻ             |
| KLGD TB 3 tháng     | 382,570 cp         |
| SLCP lưu hành       | 341.15 triệu cp    |
| Biên độ 52 tuần     | 61,800-97,400 đồng |
| Vốn hoá             | 29,748 tỷ đồng     |
| Beta                | 0.63               |

Biến động giá PNJ 1 năm



| Cổ đông lớn                               |       |
|-------------------------------------------|-------|
| Quản Lý Quỹ Đầu Tư Dragon Capital         | 6.02% |
| Sprucegrove Investment Management Ltd     | 4.81% |
| Công ty Cổ phần Quản lý quỹ VinaCapital   | 4.31% |
| Vinacapital Vietnam Opportunity Fund Ltd. | 3.75% |
| Trần Phương Ngọc Hà                       | 3.63% |
| Trần Phương Ngọc Thảo                     | 3.55% |

## THỜI HOÀNG KIM CỦA NGÀNH KIM HOÀN

### Khuyến nghị

Chúng tôi cho rằng PNJ vẫn tiếp tục giữ vững vị thế dẫn đầu ngành kim hoàn nhờ chuỗi giá trị từ chế tác đến bán buôn. Nghị định 232 về hoạt động kinh doanh vàng kỳ vọng sẽ gỡ bỏ “nút thắt lớn của PNJ” về nguồn cung vàng nguyên liệu. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với PNJ với giá mục tiêu 117,918 đồng/cp (+30.58% so với giá đóng cửa ngày 04/12/2025).

### Luận điểm đầu tư

#### ▶ PNJ tiếp tục duy trì lợi thế cạnh tranh trong ngành bán lẻ trang sức

Chúng tôi dự báo doanh thu mảng bán lẻ năm 2025/26 lần lượt đạt 24 nghìn tỷ đồng (+8.8% YoY) và 25.7 nghìn tỷ đồng (+6.9% YoY), đóng góp 62.3% và 60.4% vào tổng doanh thu, SSSG lần lượt ở mức 8.2%/6.5%, đồng thời mở mới trung bình 15 cửa hàng trong mỗi năm. Sự tăng trưởng này nhờ vào sự phục hồi chi tiêu trong tầng lớp trung lưu tại Việt Nam, cùng với vị thế vượt trội của PNJ so với các đối thủ về mạng lưới cửa hàng, năng lực thiết kế và sản xuất. Chúng tôi đánh giá, PNJ vẫn duy trì được thị phần dẫn đầu bởi lợi thế về quy mô cửa hàng, qua đó sẽ được hưởng lợi đầu tiên trong bối cảnh sức mua phục hồi trở lại.

#### ▶ Biên lợi nhuận gộp duy trì đà cải thiện

Chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp 2025/2026 lần lượt đạt 6,651 tỷ đồng (-0.34% YoY) và 7,579 tỷ đồng (+13.96%) nhờ cơ cấu danh mục sản phẩm hiệu quả và điều chỉnh tăng giá bán lẻ. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng tin rằng biên lợi nhuận gộp của doanh số bán vàng 24k cũng được cải thiện so với cùng kỳ năm trước, do giá vàng tăng đáng kể và khoảng cách lớn hơn giữa giá vàng thế giới và trong nước (15-17% trong quý 3 năm 2025 so với 5-7% trong quý 3 năm 2024).

#### ▶ Nghị định 232 kỳ vọng lập lại trật tự thị trường vàng

Vào tháng 8 năm 2025, Nghị định 232/2025 đã cải cách thị trường vàng Việt Nam bằng cách chấm dứt độc quyền sản xuất thỏi vàng của Ngân hàng Nhà nước và cho phép các ngân hàng và doanh nghiệp đủ điều kiện sản xuất vàng miếng theo các quy định cấp phép nghiêm ngặt. PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức hàng đầu, sẽ là một trong số các doanh nghiệp đủ điều kiện được cấp phép nhập khẩu vàng. Với việc tiếp cận nguồn nguyên liệu dễ dàng hơn, hoạt động sản xuất của Công ty sẽ ổn định, từ đó duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp trong dài hạn. Ngoài ra, với việc tiếp cận nguyên liệu được cải thiện, PNJ có thể mở rộng HKKD xuất khẩu trang sức. Bên cạnh đó, PNJ đã chủ động thiết lập quan hệ đối tác chiến lược với một số ngân hàng này nhằm cung cấp dịch vụ gia công sản xuất vàng miếng, chúng tôi đánh giá PNJ có lợi thế cạnh tranh vượt trội để tham gia sâu rộng và chiếm lĩnh thị phần trong lĩnh vực sản xuất vàng miếng.

### Triển vọng doanh nghiệp

Lợi nhuận dự báo tăng trưởng mạnh từ 2026, được thúc đẩy bởi doanh thu mảng bán lẻ. Dù giá vàng cao tiếp tục là yếu tố bất lợi nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp mảng bán lẻ dự kiến vẫn ổn định nhờ khả năng điều chỉnh giá bán linh hoạt.

### Rủi ro

- (1) Sức mua hồi phục chậm hơn dự kiến đối với mảng bán lẻ trang sức.
- (2) Giá vàng tiếp tục đà tăng bởi rủi ro địa chính trị.

## Tổng quan kết quả kinh doanh 3Q2025

|                      | Q3/24 | Q3/25 | So với cùng kỳ | 9M24   | 9M25   | Tăng trưởng |
|----------------------|-------|-------|----------------|--------|--------|-------------|
| Doanh thu thuần      | 7,130 | 8,136 | 14.11%         | 29,242 | 25,353 | -13.30%     |
| <i>Bán lẻ</i>        | 4,991 | 5,199 | 4.17%          | 15,937 | 16,630 | 4.35%       |
| <i>Bán buôn</i>      | 965   | 871   | -9.76%         | 2,778  | 2,914  | 4.90%       |
| <i>Vàng 24k</i>      | 1,087 | 2,026 | 86.36%         | 10,264 | 5,673  | -44.73%     |
| <i>Các mảng khác</i> | 86    | 41    | -52.85%        | 263    | 136    | -48.29%     |
| Lợi nhuận gộp        | 1,251 | 1,607 | 28.52%         | 4,881  | 5,285  | 8.27%       |
| Chi phí BH&QL        | 948   | 998   | 5.31%          | 3,089  | 3,256  | 5.41%       |
| Lợi nhuận sau thuế   | 216   | 496   | 129.67%        | 1,382  | 1,610  | 16.53%      |
| EPS                  | 645   | 1,370 | 112.40%        | 3,849  | 4,451  | 15.64%      |

Nguồn: PNJ, Kafi Research

Doanh thu thuần tăng 14.11% so với cùng kỳ lên 8,136 tỷ đồng, nhờ doanh thu vàng 24k tăng mạnh và doanh thu bán lẻ tăng nhẹ, cụ thể:

- Mảng bán lẻ tăng 4.17% so với cùng kỳ lên 5,199 tỷ đồng, chủ yếu do mức nền cao của Q3/2024 (tăng 20% so với cùng kỳ),
- Mảng bán buôn giảm 9.76% so với cùng kỳ xuống 871 tỷ đồng do một số cửa hàng kinh doanh truyền thống (vốn là khách hàng bán buôn của PNJ) tạm thời thu hẹp quy mô kinh doanh khi chính phủ mở đợt thanh tra vàng mới trong tháng 9/2025. Hơn nữa, PNJ cũng ưu tiên phân bổ vàng nguyên liệu cho hoạt động bán lẻ hơn là sản xuất cho bán buôn.
- Vàng 24k tăng mạnh 86.36% so với cùng kỳ lên 2,026 tỷ đồng so với mức nền thấp của Q3/2024 và nhu cầu tăng cao.

Lợi nhuận gộp tăng 28.52% so với cùng kỳ lên 1,607 tỷ đồng, vượt xa mức tăng của doanh thu và đẩy tỷ suất lợi nhuận gộp lên 19.8% từ 17.5% trong Q3/2024. Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện đa phần là nhờ PNJ không có khoản chi phí không thường xuyên nào như trong Q3/2024.

Tổng kết Q3-2025, PNJ ghi nhận lợi nhuận sau thuế đạt 496 tỷ đồng (+129.67% YoY), vượt dự báo của chúng tôi.

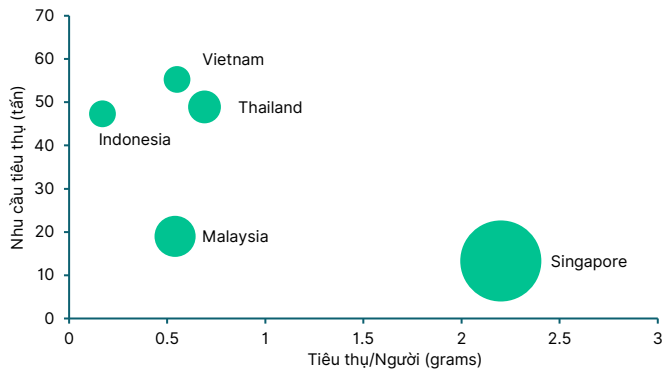
# Luận điểm đầu tư

## ► Nghị định 232 đánh dấu một bước ngoặt về sự tự do và ổn định thị trường vàng trong nước

### Bối cảnh

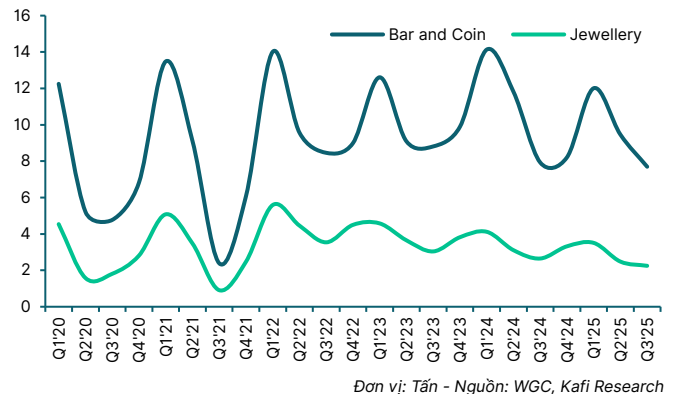
Mức tiêu thụ vàng tại Việt Nam đạt 55.3 tấn (-0.39% YoY) trong năm 2024, và quốc gia cao nhất trong khu vực Đông Nam Á. Điều này phản ánh đặc trưng văn hóa tích trữ vàng sâu sắc của người Việt Nam, nơi vàng được coi là kênh đầu tư truyền thống và công cụ bảo toàn tài sản quan trọng.

#### Việt Nam đứng đầu về mức tiêu thụ vàng các nước ASEAN



Nguồn: WGC, Worldbank, Kafi Research  
\*Độ to vòng tròn thể hiện giá trị GDP/người

#### Nhu cầu vàng thời Việt Nam có tính chu kỳ trong khi vàng trang sức vẫn chưa có xu hướng phục hồi rõ rệt



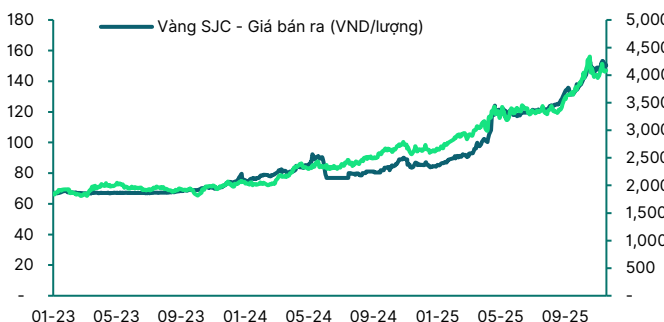
Đơn vị: Tấn - Nguồn: WGC, Kafi Research

### Giá vàng dự báo tiếp tục neo ở mức cao trong năm 2026

Giá vàng toàn cầu tiếp tục xu hướng tăng, tăng hơn 60% kể từ đầu năm, đạt 4,360 USD/ounce vào cuối tháng Mười, trước khi giảm nhẹ xuống khoảng 4,000 USD/ounce hiện nay. Những lo ngại về rủi ro địa chính trị và kinh tế toàn cầu là những nhân tố chính như: căng thẳng địa chính trị dai dẳng từ các cuộc chiến ở Ukraine và Trung Đông, căng thẳng thương mại gia tăng giữa Mỹ và Trung Quốc, và sự bất ổn kéo dài ở một số khu vực châu Á đã một lần nữa củng cố sức hấp dẫn của vàng như một kênh trú ẩn an toàn.

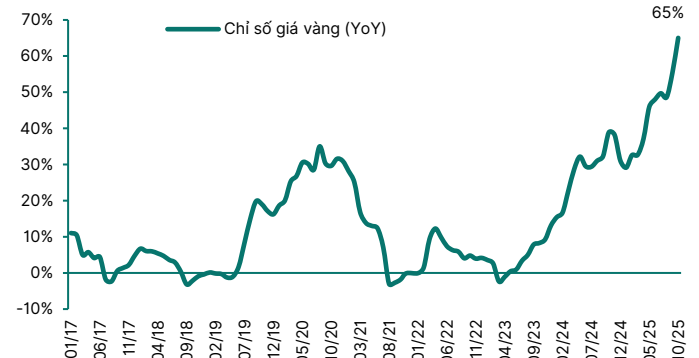
Theo báo cáo của Goldman Sachs, giá vàng thế giới vẫn còn neo ở mức cao đạt 4,000 USD/ounce vào giữa năm 2026, bởi hoạt động mua vào của các ngân hàng trung ương và kỳ vọng Fed sẽ sớm bắt đầu cắt giảm lãi suất. Tại Việt Nam, đồng VND đã mất giá 3.4% kể từ đầu năm 2025, chúng tôi dự báo tỷ giá vẫn còn neo cao tại thời điểm cuối năm 2027 ở mức 27,500. Kết hợp hai điều trên chúng tôi nhận định rằng PNJ vẫn phải đối mặt với áp lực từ giá nguyên liệu đầu vào năm 2026.

#### Giá vàng thế giới so với giá vàng miếng SJC



Nguồn: FiinPro-X, Kafi Research

#### Chỉ số giá vàng Việt Nam so với cùng kỳ



Nguồn: GSO, Kafi Research

Vào tháng 8 năm 2025, Nghị định 232/2025 đã cải cách thị trường vàng Việt Nam bằng cách chấm dứt độc quyền sản xuất thỏi vàng của Ngân hàng Nhà nước và cho phép các ngân hàng và doanh nghiệp đủ điều kiện sản xuất vàng miếng theo các quy định cấp phép nghiêm ngặt. Nghị định cũng yêu cầu giao dịch trên 20 triệu đồng phải chuyển khoản qua ngân hàng nhằm tăng tính minh bạch.

Những thay đổi đáng chú ý trong Nghị định 232/2025

| Tiêu đề                                     | Nội dung                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | Đánh giá                                                                                                |
|---------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Điều kiện cấp giấy phép sản xuất vàng miếng | Các doanh nghiệp có thể được NHNN cấp phép sản xuất vàng miếng nếu đáp ứng các điều kiện như sau: (a) có giấy phép kinh vàng; (b) có vốn điều lệ từ 1.000 tỷ đồng trở lên; (c) không bị xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực kinh doanh mua, bán vàng miếng; và (d) có quy trình nội bộ về sản xuất vàng miếng. | Trong số các doanh nghiệp kinh doanh vàng, PNJ, Doji và SJC đáp ứng điều kiện về vốn điều lệ tối thiểu. |
| Tiêu chuẩn sản xuất vàng miếng              | Chỉ vàng miếng đáp ứng các tiêu chuẩn cụ thể mới có thể được sản xuất. Nhà sản xuất phải công bố các tiêu chuẩn áp dụng, trọng lượng và hàm lượng vàng của sản phẩm theo quy định của pháp luật, và chịu trách nhiệm pháp lý để đảm bảo vàng miếng sản xuất ra phù hợp với các tiêu chuẩn đó.                        |                                                                                                         |
| Cho phép nhập khẩu vàng                     | Cấp phép nhập khẩu vàng nguyên liệu cho các doanh nghiệp và tổ chức tín dụng được cấp hạn ngạch, phù hợp với chính sách xóa bỏ cơ chế độc quyền của Nhà nước về xuất khẩu và nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất vàng miếng.                                                                                      | Mở rộng nguồn cung nguyên liệu giúp giảm áp lực lên thị trường vàng trong nước.                         |
| Hạn ngạch xuất nhập khẩu                    | NHNN sẽ đưa ra hạn ngạch hằng năm và cấp giấy phép riêng lẻ cho việc xuất khẩu và nhập khẩu vàng miếng và vàng nguyên liệu, dựa trên chính sách tiền tệ tại thời điểm đó cũng như cân đối cung cầu trong nước.                                                                                                       | Chưa công bố cụ thể quy chế xét hạn ngạch cho từng doanh nghiệp.                                        |
| Quy định thanh toán                         | Các giao dịch mua bán vàng có giá trị từ 20 triệu đồng trở lên phải chuyển khoản.<br>Khi bán vàng nguyên liệu mua từ các tổ chức tín dụng hoặc doanh nghiệp được quản lý, phải phát hành hóa đơn điện tử.                                                                                                            | Giúp theo dõi dòng tiền, chống rửa tiền nhưng có thể làm tăng chi phí giao dịch.                        |

Triển vọng

Các sửa đổi được đề xuất đánh dấu một bước ngoặt hướng tới sự tự do và ổn định thị trường vàng trong nước. Trong những tháng gần đây, tình hình bất ổn kinh tế và nhu cầu vàng tăng cao như một tài sản trú ẩn an toàn đã làm tăng mức chênh lệch giữa giá vàng trong nước và thế giới. Hiện tại, vàng trong nước giao dịch cao hơn 12% so với giá vàng thế giới, tương đương 12-13 triệu đồng/lượng. Chúng tôi kỳ vọng khoảng cách này sẽ thu hẹp sau khi các quy định mới được ban hành, đồng thời việc cấp phép nhập khẩu vàng hỗ trợ tạo đà để PNJ chủ động nguồn nguyên liệu sản xuất, tối ưu biên lợi nhuận gộp. Chúng tôi ước tính doanh thu kinh doanh vàng năm 2025/26 lần lượt đạt 9,786 tỷ đồng (-16% YoY) và 11,547 tỷ đồng (+18% YoY).

PNJ có thể cung cấp dịch vụ sản xuất vàng miếng cho các ngân hàng

Tại cuộc họp Nhà phân tích gần đây, Ban Lãnh đạo PNJ đã thể hiện quan điểm tích cực về triển vọng kinh doanh năm 2026. Trọng tâm của sự lạc quan này là những cơ hội tiềm năng đến từ Nghị định 232 liên quan đến việc nhập khẩu vàng. Quy định mới này dự kiến nới lỏng các giới hạn về nguồn cung vàng thô trong nước bằng cách cho phép một số ngân hàng và doanh nghiệp được chọn lựa được quyền nhập khẩu. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) dự kiến sẽ cấp giấy phép nhập khẩu trong vài tuần tới, với hạn ngạch được phân bổ định kỳ, căn cứ vào chính sách ngoại tệ. Hiện có 8 ngân hàng và 3 công ty đáp ứng đủ điều kiện

để nộp hồ sơ xin cấp phép sản xuất vàng miếng. PNJ đã chủ động thiết lập quan hệ đối tác chiến lược với một số ngân hàng này nhằm cung cấp dịch vụ gia công sản xuất vàng miếng. Với năng lực sản xuất được khẳng định, đội ngũ kỹ sư có tay nghề cao cùng với việc ứng dụng công nghệ tinh luyện và truy xuất nguồn gốc hiện đại, PNJ được đánh giá là có lợi thế cạnh tranh vượt trội để tham gia sâu rộng và chiếm lĩnh thị phần trong lĩnh vực sản xuất vàng miếng.

Chúng tôi sẽ theo dõi sát sao các động thái sắp tới của PNJ về mảng kinh doanh này, qua đó sẽ cập nhật trong các kỳ báo cáo tiếp theo.

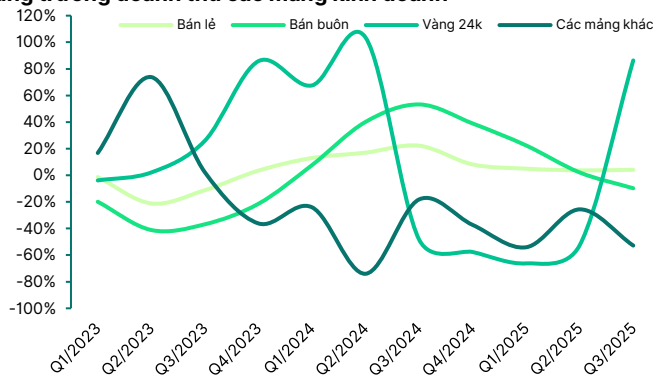
## ► Lợi nhuận gộp liên tục cải thiện

Lợi nhuận gộp Q3/25 tăng 29% so với cùng kỳ lên 1,607 tỷ đồng, vượt xa mức tăng của doanh thu và đẩy tỷ suất lợi nhuận gộp lên 19.8% từ 17.5% trong Q3/2024. Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện đa phần là nhờ PNJ không có khoản chi phí không thường xuyên nào như trong Q3/24. Khi đó, công ty ghi nhận khoản chi phí 195 tỷ đồng do hao hụt từ việc tái chế trang sức mua lại, tạo ra áp lực lớn lên tỷ suất lợi nhuận. Hơn nữa, công ty đã nhiều lần tăng giá bán vàng trang sức để bù đắp cho phần chi phí đầu vào tăng cao.

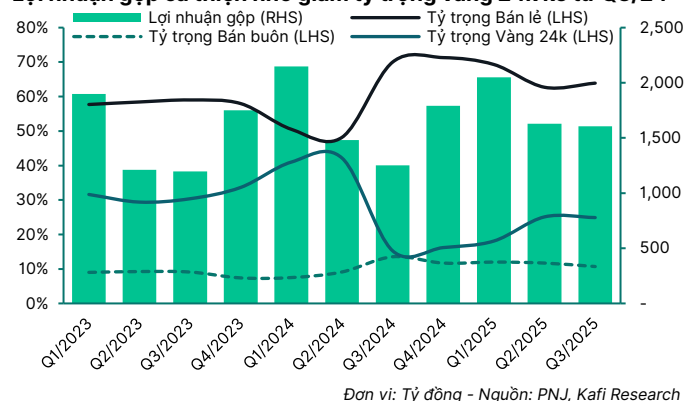
Chúng tôi cũng tin rằng biên lợi nhuận gộp của doanh số bán vàng 24k cũng được cải thiện so với cùng kỳ năm trước, do giá vàng tăng đáng kể và khoảng cách lớn hơn giữa giá vàng thế giới và trong nước (15-17% trong quý 3 năm 2025 so với 5-7% trong quý 3 năm 2024).

Theo ước tính của chúng tôi, biên lợi nhuận gộp 2025/26 lần lượt đạt mức 17.8% và 18.4%. Bên cạnh đó, nhờ tối ưu chi phí SG&A và chủ động nguồn nguyên liệu vàng từ 2025, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận sau thuế tăng mạnh mẽ đạt 6.1% và 6.7% trong 2025/26 so với mức 5.6% của năm 2024.

**Tăng trưởng doanh thu các mảng kinh doanh**



**Lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giảm tỷ trọng vàng 24k kể từ Q3/24**



Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF nhằm cung cấp định giá hợp lý và đồng thời phản ánh kỳ vọng của thị trường. Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PNJ với giá mục tiêu 117,918 VND/CP (+30.58% so với giá đóng cửa ngày 04/12/2025).

Bảng dự báo dòng tiền tự do của doanh nghiệp

| Chỉ tiêu                               | Đơn vị  | 2025F       | 2026F   | 2027F | 2028F | 2029F   |
|----------------------------------------|---------|-------------|---------|-------|-------|---------|
| Lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT) | Tỷ đồng | 2,882       | 3,511   | 4,163 | 4,896 | 5,612   |
| Lợi nhuận hoạt động ròng sau thuế      | Tỷ đồng | 2,297       | 2,799   | 3,318 | 3,902 | 4,473   |
| Khấu hao                               | Tỷ đồng | 83          | 91      | 95    | 99    | 58      |
| Vốn lưu động                           | Tỷ đồng | (2,625)     | (2,204) | (667) | (935) | (1,582) |
| CAPEX                                  | Tỷ đồng | (120)       | (90)    | (52)  | (58)  | (65)    |
| Dòng tiền tự do (FCF)                  | Tỷ đồng | (365)       | 596     | 2,693 | 3,009 | 2,884   |
| Giá trị hiện tại của FCFF (WACC)       | Tỷ đồng | (338)       | 511     | 2,137 | 2,211 | 1,962   |
| PV của giá trị cuối cùng               | Tỷ đồng | 33,317      |         |       |       |         |
| Nợ ròng                                | Tỷ đồng | 427         |         |       |       |         |
| Giá trị vốn cổ phần                    | Tỷ đồng | 40,228      |         |       |       |         |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành             | CP      | 341,149,100 |         |       |       |         |
| Giá hợp lý                             | VND/CP  | 117,918     |         |       |       |         |

Bảng định giá PNJ

| Chỉ tiêu                                | Đơn vị   | Giá trị  |
|-----------------------------------------|----------|----------|
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn              | %        | 2%       |
| Giá trị dài hạn                         | Tỷ đồng  | 48,977   |
| Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn    | Tỷ đồng  | 33,325   |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do    | Tỷ đồng  | 6,484    |
| Giá trị của doanh nghiệp                | Tỷ đồng  | 39,809   |
| Nợ                                      | Tỷ đồng  | -705     |
| Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn              | Tỷ đồng  | 1,132    |
| Giá trị của vốn CSH                     | Tỷ đồng  | 40,235   |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) | Triệu CP | 341.1491 |
| Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)      | VND/CP   | 117,940  |

Bảng tính toán WACC

| Chỉ tiêu               | Đơn vị | Giá trị |
|------------------------|--------|---------|
| Tỷ trọng của vốn CSH   | %      | 88%     |
| Beta                   |        | 0.95    |
| Lãi suất phi rủi ro    | %      | 3.62%   |
| Phần bù rủi ro vốn CSH | %      | 8.35%   |
| Chi phí vốn CSH        | %      | 9.07%   |
| Tỷ trọng nợ            | %      | 12%     |
| Chi phí nợ             | %      | 0.42%   |
| Thuế suất              | %      | 20.00%  |
| Chi phí nợ sau thuế    | %      | 0.34%   |
| WACC                   | %      | 8.01%   |

## Phụ lục Báo cáo tài chính

### ► Bảng kết quả kinh doanh

|                              | 2020     | 2021     | 2022     | 2023     | 2024     | 2025F    | 2026F    |
|------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Doanh thu thuần              | 17,511   | 19,547   | 33,876   | 33,137   | 37,823   | 38,125   | 42,004   |
| Giá vốn hàng bán             | (14,076) | (15,949) | (27,949) | (27,078) | (31,149) | (31,322) | (34,257) |
| Lợi nhuận gộp                | 3,435    | 3,598    | 5,927    | 6,059    | 6,674    | 6,803    | 7,747    |
| Chi phí bán hàng             | (1,421)  | (1,688)  | (2,828)  | (2,836)  | (3,208)  | (3,195)  | (3,520)  |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | (506)    | (502)    | (674)    | (694)    | (796)    | (726)    | (716)    |
| Lợi nhuận từ HĐKD            | 1,508    | 1,409    | 2,425    | 2,529    | 2,670    | 2,882    | 3,511    |
| Lợi nhuận tài chính          | (159)    | (102)    | (87)     | (45)     | (18)     | 58       | 22       |
| Chi phí lãi vay              | (154)    | (104)    | (94)     | (119)    | (47)     | (9)      | (32)     |
| Lợi nhuận trước thuế         | 1,346    | 1,279    | 2,312    | 2,489    | 2,651    | 2,939    | 3,532    |
| Lợi nhuận sau thuế           | 1,069    | 1,029    | 1,811    | 1,971    | 2,113    | 2,342    | 2,815    |

### ► Bảng cân đối kế toán

|                           | 2020         | 2021          | 2022          | 2023          | 2024          | 2025F         | 2026F         |
|---------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>   | <b>7,144</b> | <b>9,292</b>  | <b>11,966</b> | <b>12,958</b> | <b>15,693</b> | <b>18,519</b> | <b>23,101</b> |
| Tiền và tương đương tiền  | 422          | 355           | 880           | 896           | 1,123         | 1,132         | 3,347         |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn | -            | -             | 200           | 810           | 1,020         | 1,143         | 1,259         |
| Phải thu ngắn hạn         | 99           | 112           | 301           | 215           | 401           | 383           | 422           |
| Hàng tồn kho              | 6,546        | 8,755         | 10,506        | 10,941        | 13,015        | 15,728        | 17,925        |
| Tài sản ngắn hạn khác     | 77           | 70            | 80            | 96            | 133           | 134           | 148           |
| <b>Tài Sản Dài Hạn</b>    | <b>1,262</b> | <b>1,243</b>  | <b>1,277</b>  | <b>1,365</b>  | <b>1,400</b>  | <b>1,492</b>  | <b>1,583</b>  |
| Phải thu dài hạn          | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Tài sản cố định           | 932          | 910           | 882           | 883           | 857           | 894           | 901           |
| Bất động sản đầu tư       | -            | -             | -             | -             | -             | -             | -             |
| Chi phí xây dựng dở dang  | 33           | 31            | 31            | 29            | 65            | 116           | 151           |
| Đầu tư tài chính dài hạn  | -            | -             | -             | 4             | 4             | 4             | 4             |
| Tài sản dài hạn khác      | 297          | 302           | 364           | 449           | 474           | 478           | 526           |
| Lợi thế thương mại        | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>  | <b>8,483</b> | <b>10,619</b> | <b>13,337</b> | <b>14,428</b> | <b>17,208</b> | <b>20,127</b> | <b>24,812</b> |
| <b>Nợ phải trả</b>        | <b>3,241</b> | <b>4,606</b>  | <b>4,893</b>  | <b>4,621</b>  | <b>5,952</b>  | <b>6,990</b>  | <b>9,342</b>  |
| Nợ ngắn hạn               | 3,232        | 4,563         | 4,883         | 4,612         | 5,942         | 6,980         | 9,332         |
| Nợ dài hạn                | 9            | 43            | 10            | 9             | 11            | 11            | 11            |
| Vốn chủ sở hữu            | <b>5,242</b> | <b>6,013</b>  | <b>8,444</b>  | <b>9,806</b>  | <b>11,255</b> | <b>13,137</b> | <b>15,470</b> |
| Vốn điều lệ               | 2,276        | 2,276         | 2,462         | 3,282         | 3,381         | 3,381         | 3,381         |
| Lợi ích cổ đông thiểu số  | -            | -             | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>     | <b>8,483</b> | <b>10,619</b> | <b>13,337</b> | <b>14,428</b> | <b>17,208</b> | <b>20,127</b> | <b>24,812</b> |

### ► Bảng lưu chuyển tiền tệ

| Lưu chuyển tiền tệ                     | 2020    | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F |
|----------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh | 1,497   | (722) | 101   | 1,508 | 83    | (110) | 882   |
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư     | (84)    | (48)  | (371) | (578) | (211) | (120) | (90)  |
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính  | (1,085) | 704   | 792   | (914) | 353   | 238   | (257) |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ         | 327     | (67)  | 522   | 15    | 225   | 9     | 535   |
| Tiền & tương đương tiền đầu kỳ         | 95      | 422   | 355   | 880   | 896   | 1,123 | 1,132 |
| Tiền & tương đương tiền cuối kỳ        | 422     | 355   | 880   | 896   | 1,123 | 1,132 | 1,667 |

## ► Chỉ số tài chính

|                              | 2020   | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F |
|------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Tăng trưởng</b>           |        |       |       |       |       |       |       |
| Doanh thu                    | 3.0%   | 11.6% | 73.3% | -2.2% | 14.1% | 0.8%  | 10.2% |
| Lợi nhuận sau thuế           | -10.4% | -3.8% | 76.0% | 8.9%  | 7.2%  | 10.9% | 20.2% |
| Tổng tài sản                 | -1.4%  | 25.2% | 25.6% | 8.2%  | 19.3% | 17.0% | 23.3% |
| Tổng vốn chủ sở hữu          | 14.5%  | 14.7% | 40.4% | 16.1% | 14.8% | 16.7% | 17.8% |
| <b>Khả năng sinh lời</b>     |        |       |       |       |       |       |       |
| Tỷ suất lãi gộp              | 19.6%  | 18.4% | 17.5% | 18.3% | 17.6% | 17.8% | 18.4% |
| Tỷ suất EBIT                 | 8.6%   | 7.2%  | 7.2%  | 7.6%  | 7.1%  | 7.6%  | 8.4%  |
| Tỷ suất lãi ròng             | 6.1%   | 5.3%  | 5.3%  | 5.9%  | 5.6%  | 6.1%  | 6.7%  |
| ROA                          | 12.6%  | 9.7%  | 13.6% | 13.7% | 12.3% | 11.6% | 11.3% |
| ROE                          | 20.4%  | 17.1% | 21.4% | 20.1% | 18.8% | 17.8% | 18.2% |
| <b>Hiệu quả hoạt động</b>    |        |       |       |       |       |       |       |
| Số ngày khoản phải thu       | 2      | 2     | 3     | 2     | 4     | 4     | 4     |
| Số ngày hàng tồn kho         | 167    | 198   | 135   | 146   | 151   | 182   | 189   |
| Số ngày khoản phải trả       | 13     | 13    | 3     | 3     | 7     | 7     | 7     |
| <b>Khả năng thanh toán</b>   |        |       |       |       |       |       |       |
| Tỷ suất thanh toán hiện thời | 2.21   | 2.04  | 2.45  | 2.81  | 2.64  | 2.65  | 2.48  |
| Tỷ suất thanh toán nhanh     | 0.19   | 0.12  | 0.30  | 0.44  | 0.45  | 0.40  | 0.55  |
| <b>Cấu trúc tài chính</b>    |        |       |       |       |       |       |       |
| Tổng nợ/Tổng tài sản         | 0.38   | 0.43  | 0.37  | 0.32  | 0.35  | 0.35  | 0.38  |
| Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu       | 0.62   | 0.77  | 0.58  | 0.47  | 0.53  | 0.53  | 0.60  |
| Vay ngắn hạn/VCSH            | 0.62   | 0.76  | 0.58  | 0.47  | 0.53  | 0.53  | 0.60  |
| Vay dài hạn/VCSH             | 0.00   | 0.01  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |

Đơn vị: Tỷ đồng – Nguồn: Kafi Research

# TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

## Khuyến nghị

Khuyến nghị đầu tư của Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI") được xây dựng trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (1) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố, (2) tỷ suất cổ tức dự kiến

Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

**Mua:** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

**Nắm giữ:** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%.

**Bán:** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI"). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố theo nhận thức tốt nhất của KAFI. KAFI không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay tính cập nhật của những thông tin này. Một số đường dẫn báo cáo này có thể liên kết với những trang web khác do các bên thứ ba quản lý, không thuộc quyền kiểm soát của KAFI. KAFI không đưa ra phát biểu nào về tính chính xác hoặc về bất kỳ khía cạnh nào khác của những thông tin đăng tải trên các trang web đó.

Các quan điểm, khuyến nghị trong báo cáo này được KAFI đưa ra sau khi xem xét kỹ càng, cẩn thận và dựa trên nhận thức tốt nhất cũng như trên cơ sở nỗ lực đem lại một quan điểm mang tính chất tham khảo cho nhà đầu tư. Những quan điểm, khuyến nghị này có thể thay đổi mà KAFI không cần thông báo trước hay có trách nhiệm cập nhật liên tục các thay đổi này.

Không một thông tin cũng như khuyến nghị nào trong báo cáo này được trình bày nhằm mục đích mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Việc sử dụng bất kỳ nội dung, thông tin nào trong báo cáo này sẽ do các nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu hoàn toàn trách nhiệm và rủi ro. Các nhà đầu tư cần hiểu rõ kết quả đầu tư có thể phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khách quan và hoàn toàn nằm ngoài khả năng nhận biết, dự đoán hoặc kiểm soát của KAFI. Do vậy, các nhà đầu tư nên xem xét mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về vấn đề tài chính, thuế, pháp lý và các khía cạnh khác trước khi thực hiện giao dịch đối với bất kỳ chứng khoán nào của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

KAFI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ hoặc liên quan đến các sai sót, bỏ sót hoặc hệ quả nào từ việc sử dụng các thông tin, áp dụng các khuyến nghị trong báo cáo này. Trong mọi trường hợp, KAFI cùng các đơn vị hợp danh hoặc pháp nhân hoặc thành viên, đại lý hoặc nhân viên của KAFI sẽ không chịu trách nhiệm đối với các nhà đầu tư hoặc bất kỳ tổ chức, cá nhân nào từ bất kỳ quyết định hoặc hành động nào được thực hiện dựa vào những thông tin, khuyến nghị trong báo cáo này hoặc bất kỳ thiệt hại mang tính hệ quả, cụ thể hoặc thiệt hại tương tự thậm chí trong trường hợp KAFI đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại đó.

Báo cáo này là sản phẩm thuộc quyền sở hữu của KAFI, không bên nào được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông (toàn bộ hoặc một phần) nội dung báo cáo mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KAFI.