

Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng)

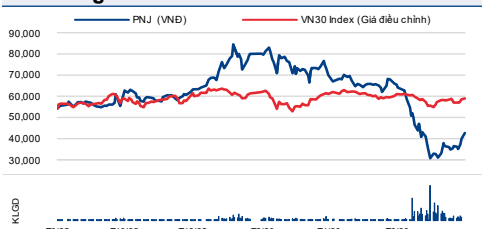
Giá mục tiêu: VNĐ50,400 (từ VNĐ46,700)

Tiềm năng tăng/giảm: 18.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (24/8/2026)	42,650
Mã Bloomberg	PNJ VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	30,750-84,671
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	39,950
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	21,825
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	834
Slg CP lưu hành (tr.đv)	512
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	251
Slg CP NN được mua (tr.đv)	22.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	44.7%
Tỷ lệ freefloat	0%
Cổ đông lớn	↳ T.N Dung , gia đình (15.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	38.7	(34.9)	(22.6)
So với chỉ số	30.7	(32.6)	(27.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,621	4,480	(19.2)
2027F	4,396	5,801	(24.2)
2028F	5,177	6,295	(17.8)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức hàng đầu Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng

my.th@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 362

Nguyễn Lê Hoài Phúc

Chuyên viên cao cấp, Ngành Hàng Tiêu Dùng

phuc.nlh@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 369

Rủi ro đã được giải tỏa; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

- HSC nâng khuyến nghị đối với PNJ lên Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng) với giá mục tiêu mới cao hơn là 50.400đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 18%. Thông tin cập nhật từ cơ quan công an cho thấy PNJ không liên quan đến vụ án buôn lậu kim cương, qua đó giúp Công ty loại bỏ rủi ro pháp lý; ngoài ra, chính sách mới đối sản phẩm giúp PNJ giảm nhu cầu thanh toán bằng tiền mặt xuống mức có thể kiểm soát.
- Chúng tôi giảm 38% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 xuống 2 nghìn tỷ đồng (giảm 28%), chủ yếu do các khoản dự phòng không thường xuyên (lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi: tăng trưởng 14%). Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận tăng trưởng lần lượt 21% trong năm 2027 (lợi nhuận HĐKD cốt lõi: giảm 23%) và 18% trong năm 2028 (giảm 14-16% so với dự báo trước). Tồn kho và dư nợ dự kiến đạt mức cao nhất vào cuối 2026.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm đến 35% trong 3 tháng qua, PNJ đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 10,4 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021.

Sự kiện: Cơ quan công an xác nhận PNJ không liên quan đến vụ án buôn lậu kim cương

Vào thứ Sáu tuần trước (21/8/2026), Công an tỉnh Thanh Hóa đã công bố thông tin chính thức về vụ án buôn lậu kim cương, xác nhận số kim cương nhập lậu không đi vào hệ thống bán lẻ của PNJ. Cơ quan công an cũng xác nhận quy trình nhập khẩu và phân phối của PNJ được kiểm soát chặt chẽ và tuân thủ quy định pháp luật. Chúng tôi đánh giá đây là thông tin tích cực đáng kể vì phần lớn rủi ro pháp lý liên quan đã được giải tỏa, đồng thời góp phần khôi phục niềm tin của người tiêu dùng đối với sản phẩm kim cương của PNJ.

Tác động: Giảm bình quân 23% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028

Đối với năm 2026, HSC giảm 10% dự báo doanh thu thuần xuống 42,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 21%) và giảm 38% dự báo lợi nhuận thuần xuống 2 nghìn tỷ đồng (giảm 28%) (lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi sau khi cộng lại khoản dự phòng thuần ước tính 1,2 nghìn tỷ đồng: tăng trưởng 14%); cả hai đều thấp hơn đáng kể so với kế hoạch ban đầu của Công ty. Trong khi đó, sau khi giảm 14-16% dự báo cho năm 2027-2028, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần sẽ phục hồi lần lượt 21% đạt 2,5 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 (lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi: giảm 23%) và tiếp tục tăng trưởng 18% đạt 2,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2028. Đáng chú ý, năm 2026 nhiều khả năng là vùng đáy của lợi nhuận và đòn bẩy tài chính; quá trình phục hồi sẽ bắt đầu từ năm 2027 khi doanh thu cải thiện và dự phòng trở về mức bình thường. Rủi ro thanh khoản đã giảm song tồn kho kim cương và dư nợ cao cần nhiều thời gian hơn để trở về mức bình thường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 35% trong 3 tháng qua, PNJ đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 10,4 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021; P/E dự phóng năm 2026 là 11,8 lần (theo lợi nhuận thuần dự báo) hoặc 7,2 lần (theo lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi, sau khi cộng lại khoản dự phòng thuần ước tính 1,2 nghìn tỷ đồng) và P/E dự phóng năm 2027 là 9,7 lần, so với mức bình quân 10,8 lần của các doanh nghiệp trang sức cùng ngành trong năm 2027. Các mức định giá này cho thấy cổ phiếu đang dưới giá trị, dù vậy, để cổ phiếu có thể tái định giá mạnh và bền vững hơn, thị trường có thể cần thấy tiến triển rõ ràng hơn trong việc giảm lượng tồn kho kim cương. HSC nâng 8% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 50.400đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 18%, và nâng khuyến nghị đối với PNJ lên Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng). HSC loại bỏ phần bù phụ trội riêng của PNJ là 1,0% trong phần bù rủi ro vốn CSH đã áp dụng trước đó, dù tác động này phần nào bị bù trừ bởi chi phí nợ vay tăng cao; theo giả định WACC giảm xuống mức 12,2% (từ 12,9%).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,751	3,623	2,974 ▼	3,489 ▼	3,833 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,113	2,829	2,034 ▼	2,469 ▼	2,908 ▼
EPS ĐC (đồng)	3,829	5,073	3,621 ▼	4,396 ▼	5,177 ▼
DPS (đồng)	2,000	2,001	2,002	2,003	2,004
BVPS (đồng)	22,206	25,943	28,230 ▼	31,292 ▼	35,135 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.66	7.05	9.22	7.41	6.02
P/E ĐC (lần)	11.1	8.41	11.8	9.70	8.24
Lợi suất cổ tức (%)	4.69	4.69	4.69	4.70	4.70
P/B (lần)	1.92	1.64	1.51	1.36	1.21
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	2.81	32.5	(28.6)	21.4	17.8
ROAE (%)	20.1	23.1	14.7	16.2	17.1

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng khi rủi ro được giải tỏa và lợi nhuận chạm đáy

HSC nâng khuyến nghị đối với PNJ lên Tăng tỷ trọng và nâng 8% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 50.400đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 18%. Báo cáo ngày 7/7 của chúng tôi, '[D/g to Reduce on P-Lab fallout \(Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng do hệ quả từ PNJ-Lab\)](#)', dựa trên ba rủi ro chính liên quan đến cuộc điều tra buôn lậu kim cương: pháp lý, thanh khoản và lợi nhuận. Hai rủi ro đầu tiên hiện đã giảm phần lớn, còn rủi ro lợi nhuận đã phản ánh trong dự báo mới thấp hơn của chúng tôi. Quan trọng hơn, cơ quan công an đã xác nhận số kim cương nhập lậu không đi vào hệ thống bán lẻ của PNJ, đồng thời quy trình nhập khẩu/phân phối của Công ty được kiểm soát chặt chẽ và tuân thủ quy định pháp luật; do đó, chúng tôi loại bỏ phần bù phụ trội riêng của doanh nghiệp 1,0% (trong phần bù rủi ro vốn CSH) đã áp dụng trước đó. Dù rủi ro thanh khoản cũng đã giảm nhưng áp lực đang chuyển sang bảng CĐKT với tồn kho gộp và dư nợ ước tính đạt đỉnh lần lượt ở mức 20,5 nghìn tỷ đồng và 6,3 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2026. Quá trình đưa lượng hàng tồn kho cao về mức bình thường sẽ là phần cần nhiều thời gian nhất trong quá trình phục hồi.

Cơ quan công an xác nhận PNJ không liên quan đến vụ án buôn lậu kim cương

Thứ Sáu tuần trước, Công an tỉnh Thanh Hóa đã công bố thông tin chính thức về vụ án buôn lậu kim cương. Ông Đặng Ngọc Thảo, cựu Tổng giám đốc PNJ-Lab, cùng nhân viên Trần Tiến Như Nghi đã cấu kết với một số cá nhân người Ấn Độ để buôn lậu kim cương vào Việt Nam. Điểm tích cực quan trọng đối với PNJ là số kim cương nhập lậu do ông Thảo bán cho khách hàng cá nhân và không đi vào hệ thống bán lẻ của PNJ. Ngoài ra, quy trình nhập khẩu và phân phối của PNJ được kiểm soát chặt chẽ và tuân thủ quy định pháp luật.

Đây là thông tin tích cực đáng kể đối với PNJ vì giúp giảm rủi ro liên quan pháp lý trực tiếp và cải thiện niềm tin của người tiêu dùng đối với sản phẩm kim cương của Công ty.

Quan điểm của HSC về hoạt động và triển vọng lợi nhuận của PNJ

Bốn điểm chính:

1. Mặc dù lợi nhuận năm 2026 chịu ảnh hưởng rõ rệt từ khoản dự phòng lớn (chủ yếu trong Q2/2026), doanh thu suy yếu và chi phí lãi vay cao nhưng HSC vẫn kỳ vọng doanh thu hữu cơ của PNJ sẽ dần phục hồi từ Q4/2026 nhờ tâm lý đối với sản phẩm kim cương PNJ cải thiện và nhu cầu sản phẩm vàng tăng lên khi chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới thu hẹp xuống mức thấp nhất từ trước đến nay.
2. Năm 2026 là vùng đáy của lợi nhuận, đòn bẩy tài chính và dòng tiền. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 đạt 2.034 tỷ đồng, giảm 28% (lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi: tăng trưởng 14%). Lợi nhuận thuần năm 2027 dự báo phục hồi 21% đạt 2.469 tỷ đồng từ mức nền chịu ảnh hưởng của các khoản dự phòng năm 2026 (lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi năm 2027: giảm 23%); lợi nhuận thuần năm 2028 tiếp tục tăng trưởng 18%.
3. Thanh khoản ngắn hạn không còn là vấn đề đáng lo ngại nhờ chính sách thu mua lại mới với thời gian thanh toán kéo dài, hạn mức thu mua lại mỗi ngày và các ưu đãi khuyến khích khách hàng chuyển đổi sang sản phẩm khác.
4. Tuy nhiên, các vấn đề liên quan trên bảng CĐKT (tồn kho cao, dư nợ cao) sẽ cần nhiều thời gian hơn để xử lý, tùy thuộc khả năng thanh lý lượng tồn kho kim cương lớn.

Chuyển đổi sản phẩm giúp giải quyết nhu cầu tiền mặt nhưng tạo áp lực tồn kho

HSC ước tính doanh thu bán lẻ lũy kế của PNJ trong giai đoạn 2006-nửa đầu năm 2026 đạt 166.183 tỷ đồng, trong đó sản phẩm liên quan đến kim cương chiếm 27%, tương ứng 44.869 tỷ đồng theo giá bán lẻ ban đầu.

Chúng tôi thực hiện phân tích kịch bản đối với tổng giá trị thu mua lại trong năm 2026. Cụ thể:

- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định tổng giá trị hàng thu mua lại ở mức 9.220 tỷ đồng, gồm 8.720 tỷ đồng sản phẩm liên quan đến kim cương (tương ứng tỷ lệ khách hàng bán lại là 22%) và 500 tỷ đồng vàng miếng.

Bảng 1: Hoạt động thu mua lại và nhu cầu tiền mặt, PNJ

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định tổng giá trị hàng thu mua lại là 9.220 tỷ đồng, trong khi tiền mặt cần có để mua lại cho giai đoạn 28/7-31/12 ước tính ở mức 412 tỷ đồng, tương đương 4,5% tổng giá trị thu mua lại

Tỷ đồng	Kịch bản thấp	Kịch bản cơ sở	Kịch bản cao
Tỷ lệ bán lại kim cương	20%	22%	23%
Tổng giá trị bán lại	8,227	9,220	10,202
Trừ: đã mua lại từ 3/7 đến 27/7	(7,062)	(7,062)	(7,062)
Còn phải mua lại, từ 28/7 đến 31/12	1,165	2,158	3,140
Trừ: chuyển đổi sang sản phẩm khác, từ 28/7 đến 31/12 (tỷ lệ trung bình 81%)	(941)	(1,746)	(2,554)
Tiền mặt cần có để thanh toán từ 28/7 đến 31/12	224	412	586

Nguồn: HSC ước tính

- Trong kịch bản cao (tiêu cực nhất), tổng giá trị hàng thu mua lại đạt 10.202 tỷ đồng, gồm 9.202 tỷ đồng sản phẩm liên quan đến kim cương và 1.000 tỷ đồng vàng miếng. Kịch bản này dựa trên giá trị thu mua lại thực tế 7.062 tỷ đồng trong giai đoạn ngày 1-27/7, cộng với hạn mức thu mua lại 20 tỷ đồng/ngày trong 157 ngày từ 28/7 đến 31/12/2026. Phần kim cương này tương ứng tỷ lệ khách hàng bán lại là vào khoảng 23% giá trị bán lẻ của sản phẩm liên quan đến kim cương.
- Trong kịch bản thấp (tích cực nhất), tổng giá trị thu mua lại đạt 8.227 tỷ đồng, trong đó sản phẩm liên quan đến kim cương là 7.927 tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ khách hàng bán lại là 20%.
- Trong tất cả các kịch bản, chúng tôi giả định giá thu mua lại bình quân tương đương khoảng 88% giá bán lẻ ban đầu và cơ cấu sản phẩm bán lại gồm 68% trang sức kim cương và 32% kim cương rời.

Thanh khoản ngắn hạn không còn là nút thắt

Tính đến ngày 27/7, PNJ đã xử lý lượng sản phẩm khách hàng bán lại trị giá 7.062 tỷ đồng, gồm 5.900 tỷ đồng trong giai đoạn ngày 1-20/7 và 1.162 tỷ đồng trong giai đoạn ngày 21-27/7. Việc điều chỉnh chính sách đổi sản phẩm, áp dụng từ ngày 21/7, là yếu tố then chốt làm thay đổi triển vọng. HSC nâng giả định tỷ lệ giá trị sản phẩm bán lại được chuyển sang sản phẩm khác lên 90% đối với trang sức kim cương và vàng miếng, và 60% đối với kim cương viên rời; tỷ lệ bình quân theo đó đạt khoảng 81%, so với khoảng 19% trước khi thay đổi chính sách. Các giả định trên được tính theo giá trị sản phẩm, khác với số liệu PNJ công bố rằng 95% khách hàng lựa chọn đổi sang sản phẩm khác – tính theo số lượng khách hàng.

Trên cơ sở này, chúng tôi ước tính phần thanh toán bằng tiền mặt còn lại từ ngày 28/7 đến cuối năm là 412 tỷ đồng trong kịch bản cơ sở, chỉ tương đương 4,5% tổng giá trị thu mua lại, và chỉ 586 tỷ đồng ngay cả trong kịch bản cao. Khi phân bổ theo lịch thanh toán 120 ngày, các khoản này đang ở mức có thể kiểm soát. Do đó, chúng tôi không còn xem thanh khoản ngắn hạn là rủi ro chính.

Chuyển đổi sản phẩm làm tăng doanh thu năm 2026 nhưng chuyển áp lực sang bảng CĐKT

Việc chuyển đổi sản phẩm giúp loại bỏ dòng tiền ra tức thời nhưng lại tạo ra hai tác động khác. Thứ nhất, giá trị chuyển đổi được ghi nhận là doanh thu. Chúng tôi ước tính doanh thu từ chuyển đổi sản phẩm đạt 3.804 tỷ đồng trong năm 2026, với khoảng 80% là trang sức bán lẻ và khoảng 20% là vàng miếng, qua đó trở thành một trong hai động lực chính giúp doanh thu thuần tăng trưởng 21%. Nếu loại trừ doanh thu

chuyển đổi, doanh thu hữu cơ vẫn tăng trưởng 10% đạt khoảng 38,6 nghìn tỷ đồng nhờ KQKD nửa đầu năm 2026 tích cực trước khi sự việc xảy ra.

Thứ hai, hàng hóa khách hàng bán lại vẫn nằm trên bảng CĐKT trong khi các sản phẩm dùng để đổi cho khách hàng cần được bổ sung vào hàng tồn kho. Chúng tôi dự báo tồn kho gộp tăng 31% so với cuối Q2/2026 lên 20.456 tỷ đồng vào cuối năm 2026; trong đó tồn kho liên quan đến kim cương tăng gấp ba lên 11.711 tỷ đồng và tỷ trọng trong tổng tồn kho tăng từ 24% lên 57%. Quá trình đưa lượng hàng tồn kho cao này về mức bình thường sẽ là phần cần nhiều thời gian nhất trong quá trình phục hồi.

Bảng 2: Triển vọng bảng cân đối kế toán và tài chính (kịch bản cơ sở), PNJ

Tỷ đồng	Cuối Q2/26	2026F	2027F	2028F
Tổng hàng tồn kho	15,560	20,456	18,739	17,772
Hàng tồn kho kim cương	3,734	11,711	9,027	7,005
Tỷ trọng hàng tồn kho kim cương	24%	57%	48%	39%
Tiền và các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn	3,903	2,045	3,025	3,278
Nợ cuối năm	3,989	6,306	4,917	2,240

Nguồn: HSC ước tính

Do tồn kho tăng, HSC dự báo dự nợ cuối năm 2026 tăng lên 6,3 nghìn tỷ đồng từ 4,2 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2025. Chúng tôi cũng giả định PNJ duy trì bộ đệm thanh khoản thận trọng hơn từ năm 2027, với tiền mặt và các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn tương đương 1,3 tháng giá vốn hàng bán vào cuối mỗi năm. Tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH đạt mức cao nhất là 0,3 lần vào cuối năm 2026, vẫn ở mức an toàn theo đánh giá của chúng tôi.

Dự phòng thu mua lại chủ yếu tập trung trong Q2-Q3/2026

Do thu mua lại kim cương, PNJ ghi nhận khoản dự phòng 865 tỷ đồng trong chi phí quản lý doanh nghiệp trong Q2/2026. Chúng tôi dự báo Công ty sẽ ghi nhận dự phòng thêm 231 tỷ đồng trong Q3/2026 và 54 tỷ đồng trong Q4/2026, dựa trên giá trị thu mua lại phát sinh thêm trong từng quý, đưa tổng dự phòng thu mua lại năm 2026 lên 1,2 nghìn tỷ đồng; khoảng 95% trong số này được trích lập đến cuối Q3/2026.

Dự báo dự phòng của chúng tôi hoàn toàn dựa trên kim cương rời và được hiệu chỉnh theo số liệu thực tế Q2/2026 (hàm ý tỷ lệ thu hồi khoảng 59% trên chi phí thu mua lại kim cương rời). Chúng tôi giả định không phát sinh thêm dự phòng đối với trang sức kim cương khách hàng bán lại, do giá trị vàng cấu thành sau khi đánh giá lại theo giá vàng hiện tại cao hơn giá thu mua lại.

HSC lưu ý rằng phần lớn chi phí dự phòng chỉ phát sinh trong năm 2026 trong khi áp lực từ chi phí tài chính còn kéo dài sang các năm sau. Chi phí lãi vay tăng 276% lên 447 tỷ đồng trong năm 2026 và đạt đỉnh 460 tỷ đồng trong năm 2027 dù dự nợ cuối năm giảm, do số dự nợ bình quân trong năm vẫn ở mức cao. Chi phí lãi vay sau đó giảm xuống 293 tỷ đồng trong năm 2028.

Bảng 3: Tác động của việc thu mua lại đến lợi nhuận

Tỷ đồng	Q2/26	Q3/26F	Q4/26F	2026F	2027F	2028F
Dự phòng thu mua lại trong chi phí quản lý DN	865	231	54	1,149	0	0
Dự phòng lũy kế	75%	95%	100%			
Chi phí lãi vay				447	460	293

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, PNJ

Chúng tôi giảm bình quân 23% dự báo lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2026-28

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2026F				
Doanh thu thuần	47,193	42,450	-10%	21%
Lợi nhuận thuần	3,256	2,034	-38%	-28%
Lợi nhuận thuần 'HĐKD cốt lõi'	3,396	3,218	-5%	14%
2027F				
Doanh thu thuần	51,660	35,916	-30%	-15%
Lợi nhuận thuần	2,928	2,469	-16%	21%
Lợi nhuận thuần 'HĐKD cốt lõi'	2,944	2,469	-16%	-23%

2028F				
Doanh thu thuần	55,091	38,330	-30%	7%
Lợi nhuận thuần	3,399	2,908	-14%	18%

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo mới: Giảm 5-16% dự báo lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi giai đoạn 2026-2028

HSC giảm bình quân lần lượt 24%, 23% và 12% dự báo doanh thu thuần, lợi nhuận thuần và lợi nhuận HĐKD cốt lõi giai đoạn 2026-2028 để phản ánh tác động từ việc khách hàng bán lại sản phẩm và các hoạt động liên quan. Đối với năm 2026, chúng tôi hiện dự báo doanh thu thuần đạt 42.450 tỷ đồng (tăng trưởng 21%, giảm 10% so với dự báo trước và thấp hơn 13% so với kế hoạch ban đầu của Công ty), lợi nhuận thuần đạt 2.034 tỷ đồng (giảm 28%, giảm 38% so với dự báo trước và thấp hơn 40% so với kế hoạch ban đầu của Công ty), và lợi nhuận HĐKD cốt lõi đạt 3.218 tỷ đồng (tăng trưởng 14%, giảm 5% so với dự báo trước). Trong khi đó, dự báo mới cho các năm 2027-2028 (sau khi giảm lần lượt 16% và 14%) cho thấy lợi nhuận thuần phục hồi 21% đạt 2.469 tỷ đồng trong năm 2027 (lợi nhuận HĐKD cốt lõi: giảm 23%) và tiếp tục tăng trưởng 18% đạt 2.908 tỷ đồng trong năm 2028.

Doanh thu: năm 2026 hưởng lợi từ doanh thu chuyển đổi, mức điều chỉnh thặng dư nằm ở các năm 2027-2028

Đáng chú ý, doanh thu ghi nhận năm nay dự kiến được hỗ trợ bởi khoảng 3.804 tỷ đồng giá trị sản phẩm khách hàng bán lại và chuyển đổi sang sản phẩm khác và được ghi nhận vào doanh thu. Nếu loại trừ doanh thu phát sinh từ chuyển đổi sản phẩm, chúng tôi dự báo doanh thu thuần hữu cơ đạt 38.645 tỷ đồng, tăng trưởng 10%, hoàn toàn đến từ 6 tháng đầu năm.

Theo mảng, tăng trưởng doanh thu năm 2026 chủ yếu đến từ vàng 24K với doanh thu tăng 96% so với cùng kỳ do doanh thu vàng miếng tăng mạnh trong Q1/2026. Chúng tôi nâng nhẹ 1% dự báo doanh thu bán lẻ lên 24.866 tỷ đồng, tăng trưởng 3%. Nếu loại trừ doanh thu từ chuyển đổi sản phẩm, doanh thu bán lẻ hữu cơ dự kiến giảm 10% xuống 21.823 tỷ đồng.

Mức điều chỉnh giảm lớn hơn nằm ở các năm 2027-2028, khi chúng tôi giảm 30% dự báo doanh thu thuần mỗi năm, trong đó giảm 8% dự báo doanh thu bán lẻ. Do không còn doanh thu từ hoạt động đổi sản phẩm, doanh thu bán lẻ năm 2027 dự kiến giảm 2%, nhưng vẫn tăng trưởng 11% so với nền doanh thu bán lẻ hữu cơ năm 2026. Dự báo này cũng nhất quán với kỳ vọng của chúng tôi rằng niềm tin của khách hàng đối với sản phẩm kim cương sẽ dần phục hồi từ Q4/2026.

Bảng 5: Giả định doanh thu, PNJ

HSC giảm bình quân 26% dự báo doanh thu giai đoạn 2026-28

Tỷ đồng	2026F		2027F		2028F	
	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Bán lẻ	24,632	24,866	26,356	24,320	28,201	26,023
Tăng trưởng	2%	3%	7%	-2%	7%	7%
Điều chỉnh		1%		-8%		-8%
Bán buôn	4,867	4,271	5,841	4,968	6,425	5,316
Tăng trưởng	24%	9%	20%	16%	10%	7%
Điều chỉnh		-12%		-15%		-17%
Vàng 24k	17,168	12,929	18,885	6,209	19,829	6,519
Tăng trưởng	160%	96%	10%	-52%	5%	5%
Điều chỉnh		-25%		-67%		-67%
Khác	525	383	578	419	636	471
Tăng trưởng	134%	71%	10%	9%	10%	13%
Điều chỉnh		-27%		-28%		-26%
Tổng	47,193	42,450	51,660	35,916	55,091	38,330
Tăng trưởng	35%	21%	10%	-15%	7%	7%
Điều chỉnh		-10%		-30%		-30%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: Điều chỉnh các giả định khác, PNJ

Chúng tôi điều chỉnh giảm giả định tỷ suất lợi nhuận thuần năm 2026, đồng thời tăng đáng kể giả định nợ năm 2026 và giả định chi phí lãi vay giai đoạn 2026-2028

	2026F			2027F			2028F		
	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Điều chỉnh	Cũ	Mới	Điều chỉnh
Tỷ suất lợi nhuận									
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18.7%	20.5%	1.8%	16.7%	21.7%	5.0%	17.1%	21.8%	4.7%
Chi phí BH&QL/doanh thu	9.9%	13.7%	3.8%	9.3%	12.3%	3.0%	9.2%	12.1%	2.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	6.9%	4.8%	-2.1%	5.7%	6.9%	1.2%	6.2%	7.6%	1.4%
Nợ & chi phí lãi vay									
Nợ	6,135	6,306	2.8%	6,716	4,917	-26.8%	6,611	2,240	-66.1%
Chi phí lãi vay	259	447	72.8%	321	460	43.3%	333	293	-11.9%
Hàng tồn kho	19,172	20,456	6.7%	21,081	18,739	-11.1%	22,378	17,772	-20.6%
Dự phòng giảm giá hàng tồn kho	60	368	513.8%	263	-	-100.0%	95	-	-100.0%
Dòng tiền tự do của DN	206	(1,593)	N/A	1,198	3,688	207.9%	2,466	4,205	70.5%

Nguồn: HSC ước tính

Biên lợi nhuận: Biên lợi nhuận gộp duy trì tốt, áp lực chủ yếu đến từ các khoản mục bên dưới

HSC nâng dự báo biên lợi nhuận gộp giai đoạn 2026-2028 lần lượt 1,8 điểm phần trăm, 5,0 điểm phần trăm, 4,7 điểm phần trăm lên mức 20,5%, 21,7%, 21,8%. Hoạt động đổi sản phẩm có biên lợi nhuận tương đương hoạt động bán lẻ thông thường. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ năm 2026 dự kiến đạt 32,8%, cao hơn giả định trước đó của chúng tôi. Mức cải thiện này giúp bù đắp hoàn toàn tác động bất lợi từ việc tỷ trọng vàng 24K trong tổng doanh thu năm 2026 tăng lên 30%, từ 19% trong năm 2025. Dù vậy, biên lợi nhuận gộp năm 2026 vẫn giảm 1,5 điểm phần trăm, một phần do khoản dự phòng giảm giá hàng tồn kho 368 tỷ đồng hạch toán vào giá vốn hàng bán trong Q2/2026. Nếu loại trừ khoản này, biên lợi nhuận gộp năm 2026 sẽ đạt 21,4%.

Phần điều chỉnh lớn hơn nằm ở các khoản chi phí bên dưới lợi nhuận gộp. Chúng tôi nâng 3,8 điểm phần trăm giả định tỷ lệ bán hàng & quản lý trên doanh thu năm 2026 lên 13,7%, phản ánh khoản dự phòng thu mua lại ước tính 1,2 nghìn tỷ đồng trong chi phí quản lý doanh nghiệp, trong đó 865 tỷ đồng đã trích lập trong Q2/2026, cũng như tăng giả định chi phí tiếp thị nhằm khôi phục niềm tin khách hàng. Nếu loại trừ các khoản dự phòng, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu năm 2026 sẽ ở mức 11%. Chúng tôi cũng nâng tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu các năm 2027-2028 lần lượt thêm 3,0 điểm phần trăm và 2,9 điểm phần trăm lên mức 12,3% và 12,1%. Theo đó, biên lợi nhuận thuần năm 2026 giảm 2,1 điểm phần trăm so với dự báo trước đó xuống mức 4,8%, trước khi phục hồi lên mức 6,9% trong năm 2027 và 7,6% trong năm 2028.

Nguồn vốn và dòng tiền: năm 2026 nhiều khả năng là vùng đáy

HSC nâng 3% dự báo dư nợ cuối năm 2026 lên 6.306 tỷ đồng nhưng giảm lần lượt 27% và 66% dự báo dư nợ các năm 2027-2028 xuống 4.917 tỷ đồng và 2.240 tỷ đồng khi tồn kho kim cương dần được xử lý. Chi phí lãi vay năm 2026 tăng 73% so với dự báo trước lên 447 tỷ đồng, gần gấp bốn lần mức năm 2025. Chi phí này đạt mức đỉnh 460 tỷ đồng trong năm 2027, cao hơn 43% so với dự báo trước do số dư nợ cao được duy trì trong cả năm, trước khi giảm xuống 293 tỷ đồng trong năm 2028.

Tồn kho cuối năm đạt mức đỉnh 20.456 tỷ đồng trong năm 2026, tăng 29% và cao hơn 7% so với dự báo trước, dẫn đến dòng tiền ra từ vốn lưu động là 3.961 tỷ đồng và khiến dòng tiền tự do của doanh nghiệp âm 1.593 tỷ đồng, so với mức dương nhẹ trong dự báo trước. Dòng tiền tự do của doanh nghiệp sau đó phục hồi lên 3.688 tỷ đồng trong năm 2027 và 4.205 tỷ đồng trong năm 2028 khi tồn kho giảm và vốn lưu động được giải phóng. Chúng tôi xem năm 2026 là vùng đáy của lợi nhuận, đòn bẩy tài chính và dòng tiền, với quá trình phục hồi bắt đầu từ năm 2027.

Q3-Q4/2026: Doanh thu hữu cơ dự kiến chạm đáy trong Q3/2026

HSC dự báo doanh thu thuần đạt 9.271 tỷ đồng trong Q3/2026, tăng 14% so với cùng kỳ, và 7.450 tỷ đồng trong Q4/2026, giảm 23% so với cùng kỳ; trong đó, doanh thu từ chuyển đổi sản phẩm đạt lần lượt 3.455 tỷ đồng và 349 tỷ đồng. Nếu loại trừ hoạt động đổi sản phẩm, doanh thu hữu cơ dự kiến chạm mức đáy 5.816 tỷ đồng trong

Q3/2026, giảm 29% so với cùng kỳ, trước khi phục hồi 22% so với quý trước đạt 7.101 tỷ đồng trong Q4/2026; doanh thu bán lẻ hữu cơ bình quân ngày cải thiện từ 42 tỷ đồng lên 55 tỷ đồng. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh bắt đầu phục hồi từ Q4/2026, dù doanh thu vẫn giảm so với cùng kỳ.

Trong khi đó, lợi nhuận thuần dự báo đạt 404 tỷ đồng trong Q3/2026, giảm 19% so với cùng kỳ (lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi đạt 588 tỷ đồng, tăng 18% so với cùng kỳ), và 445 tỷ đồng trong Q4/2026, giảm 63% so với cùng kỳ (lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi đạt 478 tỷ đồng, giảm 61% so với cùng kỳ). Chúng tôi ước tính PNJ sẽ trích lập thêm 231 tỷ đồng dự phòng thu mua lại trong chi phí quản lý doanh nghiệp trong Q3/2026, đưa mức trích lập lũy kế lên 95% dự báo năm 2026 là 1.149 tỷ đồng; 54 tỷ đồng còn lại được trích lập trong Q4/2026. Do đó, áp lực trích lập dự phòng giảm mạnh trong Q4/2026 nhưng chi phí tài chính tăng từ 151 tỷ đồng lên 226 tỷ đồng khi dư nợ đạt đỉnh. Biên lợi nhuận gộp dự kiến duy trì ở mức 21,8% trong Q3/2026 và 22,4% trong Q4/2026, nhờ hoạt động đổi sản phẩm có biên lợi nhuận tương đương hoạt động bán lẻ thông thường.

Bảng 7: Dự báo KQKD Q3 & Q4/2026, PNJ

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần 6 tháng cuối năm 2026 sẽ giảm 50% so với cùng kỳ do khoản dự phòng mua lại và chi phí tài chính tăng

Tỷ đồng	Q3/25	Q3/26F	So với cùng kỳ	Q4/25	Q4/26F	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	8,136	9,271	14%	9,623	7,450	-23%
Doanh thu hữu cơ	8,136	5,816	-29%	9,623	7,101	-26%
Doanh thu từ chuyển đổi sản phẩm	-	3,455	N/M	-	349	N/M
Lợi nhuận gộp	1,607	2,019	26%	2,399	1,671	-30%
Chi phí bán hàng	758	980	29%	704	726	3%
Chi phí quản lý	240	471	96%	187	250	34%
Khoản dự phòng mua lại	-	231	N/M	-	54	N/M
Chi phí tài chính	31	151	386%	39	226	480%
Lợi nhuận thuần	496	404	-19%	1,218	445	-63%
Lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi	496	588	18%	1,218	478	-61%

Nguồn: HSC ước tính

Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 50.400đ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá PNJ. Sau khi hạ dự báo và áp dụng một số điều chỉnh trong các giả định định giá, chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý là 50.400đ/cp, tăng 8% so với dự báo trước đó và tương ứng tiềm năng tăng giá 18%. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với PNJ lên Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng).

Thay đổi chính trong mô hình DCF là loại bỏ phần bù phụ trội riêng của doanh nghiệp 1,0% (trong phần bù rủi ro vốn CSH) mà chúng tôi bổ sung ngày 7/7 để phản ánh bất định pháp lý liên quan đến cuộc điều tra. Cập nhật từ Công an tỉnh Thanh Hóa xác nhận số kim cương nhập lậu do cựu Tổng giám đốc PNJ-Lab bán trực tiếp cho khách hàng cá nhân, không đi vào hệ thống bán lẻ của PNJ, đồng thời quy trình nhập khẩu và phân phối của PNJ tuân thủ quy định. Theo chúng tôi, thông tin này đã loại bỏ rủi ro pháp lý mà phần bù phụ trội trên phản ánh. Ở chiều ngược lại, chúng tôi nâng giả định chi phí nợ vay từ 7% lên 9%, do quy mô dư nợ hiện tại của PNJ lớn hơn và có chi phí vay cao hơn. Sau các giả định trên, giả định WACC giảm từ 12,9% xuống 12,2%. Các giả định khác không thay đổi, gồm lãi suất phi rủi ro 4%, beta 1 lần, tỷ trọng vốn CSH/nợ vay 90/10 và tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%.

Bảng 8: Giả định WACC, PNJ

	Cũ	Mới
Tỷ trọng vốn CSH	90%	90%
Beta	1.0	1.0
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	9.75%	8.75%
Phần bù rủi ro tiêu chuẩn	8.75%	8.75%
Phần bù rủi ro phụ trội riêng của doanh nghiệp	1.00%	0.00%
Chi phí vốn CSH	13.8%	12.8%
Tỷ trọng nợ	10%	10%
Chi phí nợ	7.0%	9.0%
Thuế suất	20.0%	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	5.6%	7.2%
WACC	12.9%	12.2%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, PNJ

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	2,034	2,469	2,908	3,189	3,352
+ Khấu hao	99	108	118	129	141
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	357	367	234	118	112
- Thay đổi vốn lưu động	(3,961)	876	1,088	(276)	(847)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(121)	(132)	(143)	(155)	(169)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(1,593)	3,688	4,205	3,006	2,590

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: Định giá, PNJ

Tỷ đồng	Giá trị (cuối 2026)	Giá trị (cuối 2027)	Giá trị (giữa 2027)
Giá trị dài hạn	31,603	31,603	31,603
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	19,945	22,377	21,161
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	7,164	8,231	7,698
Giá trị của doanh nghiệp	27,108	30,609	28,859
Nợ	6,306	4,917	5,611
Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	2,045	3,025	2,535
Giá trị vốn CSH	22,848	28,716	25,782
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	512	512	512
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	44,648	56,117	50,383

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, PNJ

Kịch bản cơ sở của chúng tôi sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	51,554	46,904	42,995	39,661	36,782
	2.0%	56,571	50,958	46,327	42,439	39,127
	3.0%	62,946	55,989	50,383	45,767	41,899
	4.0%	71,315	62,399	55,429	49,828	45,226
	5.0%	82,786	70,845	61,878	54,891	49,292

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá: Cổ phiếu đã bị chiết khấu quá mức

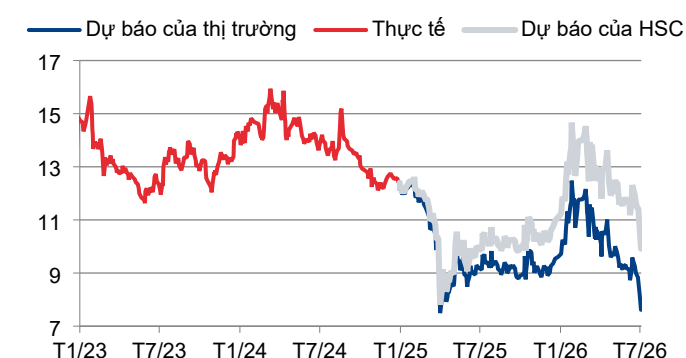
Giá cổ phiếu PNJ đã giảm tới 44% so với thời điểm trước khi chúng tôi hạ khuyến nghị vào ngày 7/7, có lúc chạm đáy 30.750đ/cp. Chúng tôi cho rằng đợt điều chỉnh mạnh này phản ánh ba mối lo ngại: rủi ro pháp lý liên quan đến vụ án buôn lậu, áp lực hoạt động và thanh khoản do khách hàng bán lại sản phẩm, và rủi ro lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng. Hai trong số ba mối lo ngại trên đến nay đã phần lớn được giải tỏa. Rủi ro pháp lý đã được loại bỏ sau thông tin cập nhật của cơ quan công an, trong khi đó, cơ chế thanh toán công bố ngày 25/7 của PNJ giúp giảm đáng kể áp lực lên hoạt động kinh doanh và nguồn vốn. Theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, PNJ chỉ còn phải thanh

toán bằng tiền mặt khoảng 412 tỷ đồng. Rủi ro đối với lợi nhuận vẫn còn nhưng đã được phản ánh trong dự báo mới thấp hơn của chúng tôi.

Thực tế, giá cổ phiếu đã phản ánh phần lớn những diễn biến này, phục hồi 39% từ mức đáy và hiện chỉ còn thấp hơn khoảng 22% so với mức trước khi hạ khuyến nghị. Sau khi giá cổ phiếu giảm 35% trong 3 tháng qua, PNJ đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 10,4 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021; P/E dự phóng năm 2026 là 11,7 lần (theo lợi nhuận thuần dự báo) hoặc 7,2 lần (theo lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi, sau khi cộng lại khoản dự phòng thuần ước tính 1,2 nghìn tỷ đồng) và P/E dự phóng năm 2027 là 9,7 lần, so với mức bình quân 10,8 lần của các doanh nghiệp trang sức cùng ngành trong năm 2027. Các mức định giá này cho thấy cổ phiếu đang hấp dẫn, dù vậy, để được định giá lại ở mặt bằng cao hơn thị trường có thể cần thấy triển vọng rõ ràng hơn trong việc giảm lượng tồn kho kim cương.

Biểu đồ 12: P/E trượt dự phóng 1 năm

PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,4 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 13: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân

...thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ tháng 1/2021



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 14: So sánh định giá các công ty cùng ngành, PNJ

PNJ đang giao dịch với P/E 2026 là 11,7 lần và P/E 2027 là 9,7 lần, sát với bình quân các công ty cùng ngành

	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2026	P/E 2027
Chow Tai Fook	1929 HK	17,025	12.0	12.7
Lao Feng Xiang	600612 CH	2,281	12.1	11.3
Guangdong CHJ	002345 CH	1,273	11.6	9.8
Chow Tai Seng	002867 CH	1,982	10.6	9.6
Bình quân		5,640	11.5	10.8
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	PNJ VN	834	11.7	9.7

Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	37,823	34,976	42,450	35,916	38,330
Lợi nhuận gộp	6,674	7,703	8,695	7,797	8,345
Chi phí BH&QL	(4,003)	(4,165)	(5,820)	(4,416)	(4,630)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,670	3,538	2,874	3,381	3,715
Lãi vay thuần	(2.60)	(13.5)	0	0.00	0
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(16.6)	24.6	(271)	(283)	(66.8)
LNTT	2,651	3,549	2,603	3,097	3,648
Chi phí thuế TNDN	(538)	(720)	(570)	(628)	(740)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	(0.14)	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	2,113	2,829	2,034	2,469	2,908
Lợi nhuận thuần ĐC	2,113	2,829	2,034	2,469	2,908
EBITDA ĐC	2,751	3,623	2,974	3,489	3,833
EPS (đồng)	3,798	5,073	3,621	4,396	5,177
EPS ĐC (đồng)	3,829	5,073	3,621	4,396	5,177
DPS (đồng)	2,000	2,001	2,002	2,003	2,004
Sig CP bình quân (triệu đv)	503	508	512	512	512
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	507	512	512	512	512
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	507	512	512	512	512

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	1,123	522	700	900	1,000
Đầu tư ngắn hạn	1,020	2,007	1,345	2,125	2,278
Phải thu khách hàng	401	157	76.8	60.1	66.3
Hàng tồn kho	13,015	15,836	20,045	18,329	17,362
Các tài sản ngắn hạn khác	133	95.5	118	98.3	105
Tổng tài sản ngắn hạn	15,693	18,617	22,285	21,512	20,811
TSCĐ hữu hình	248	238	239	240	241
TSCĐ vô hình	609	620	641	663	687
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	3.98	5.93	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	654	688	861	977	1,131
Tổng tài sản dài hạn	1,515	1,551	1,740	1,880	2,059
Tổng cộng tài sản	17,208	20,168	24,025	23,392	22,870
Nợ ngắn hạn	3,342	4,223	6,306	4,917	2,240
Phải trả người bán	624	334	338	281	300
Nợ ngắn hạn khác	1,339	1,361	2,179	1,421	1,552
Tổng nợ ngắn hạn	5,942	6,878	9,565	7,364	4,876
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0.18	1.72	1.72	1.72	1.72
Tổng nợ dài hạn	0.18	1.72	1.72	1.72	1.72
Tổng nợ phải trả	5,952	6,893	9,579	7,379	4,890
Vốn chủ sở hữu	11,255	13,276	14,446	16,013	17,980
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	11,255	13,276	14,446	16,013	17,980
Tổng nợ phải trả và VCSH	17,208	20,168	24,025	23,392	22,870
BVPS (đ)	22,206	25,943	28,230	31,292	35,135
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,219	3,701	5,606	4,017	1,240

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	2,670	3,538	2,874	3,381	3,715
Khấu hao	(80.8)	(85.3)	(99.2)	(108)	(118)
Lãi vay thuần	(2.60)	(13.5)	0	0.00	0
Thuế TNDN đã nộp	(555)	(607)	(636)	(628)	(740)
Thay đổi vốn lưu động	(2,118)	(2,918)	(3,952)	868	1,090
Khác	8.29	(58.0)	64.8	(296)	(89.4)
LCT thuần từ HKKD	83.2	26.8	(1,550)	3,433	4,094
Đầu tư TS dài hạn	(90.4)	(125)	(121)	(132)	(143)
Góp vốn & đầu tư	0	(1.95)	0	0	0
Thanh lý	0.00	0.00	0	0	0
Khác	(121)	(775)	663	(780)	(153)
LCT thuần từ HĐĐT	(211)	(902)	541	(912)	(296)
Cổ tức trả cho CSH	(672)	(674)	(674)	(674)	(674)
Thu từ phát hành CP	67.2	64.9	0	0	0
Tăng/giảm nợ	957	882	2,082	(1,389)	(2,677)
Khác	0	0	(222)	(259)	(347)
LCT thuần từ HĐTC	353	273	1,186	(2,322)	(3,698)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	896	1,123	522	700	900
LCT thuần trong kỳ	225	(602)	178	200	100
Ảnh hưởng của tỷ giá	1.60	1.24	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,123	522	700	900	1,000
Dòng tiền tự do	(7.22)	(97.9)	(1,671)	3,302	3,951

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	17.6	22.0	20.5	21.7	21.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.27	10.4	7.00	9.71	10.00
Tỷ suất LNT (%)	5.59	8.09	4.79	6.88	7.59
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.3	20.3	21.9	20.3	20.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	14.1	(7.53)	21.4	(15.4)	6.72
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	5.39	31.7	(17.9)	17.3	9.85
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	7.17	33.9	(28.1)	21.4	17.8
Tăng trưởng EPS (%)	2.01	33.6	(28.6)	21.4	17.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	2.81	32.5	(28.6)	21.4	17.8
Tăng trưởng DPS (%)	0	0.05	0.05	0.05	0.05
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	52.7	39.4	55.3	45.6	38.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	20.1	23.1	14.7	16.2	17.1
ROACE (%)	25.3	28.8	20.7	22.2	21.8
Vòng quay tài sản (lần)	2.39	1.87	1.92	1.51	1.66
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.03	0.01	(0.54)	1.02	1.10
Số ngày tồn kho	153	212	217	238	211
Số ngày phải thu	4.70	2.10	0.83	0.78	0.81
Số ngày phải trả	7.32	4.47	3.65	3.65	3.65
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	21.4	29.3	40.3	26.3	8.01
Nợ/tài sản (%)	20.5	21.8	27.2	21.8	10.7
EBIT/lãi vay (lần)	1,026	261	nm	N/a	nm
Nợ/EBITDA (lần)	1.28	1.22	2.20	1.46	0.64
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.64	2.71	2.33	2.92	4.27
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.63	0.73	0.65	0.72	0.60
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.66	7.05	9.22	7.41	6.02
P/E (lần)	11.2	8.41	11.8	9.70	8.24
P/E ĐC (lần)	11.1	8.41	11.8	9.70	8.24
P/B (lần)	1.92	1.64	1.51	1.36	1.21
Lợi suất cổ tức (%)	4.69	4.69	4.69	4.70	4.70

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2026.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn