

Tăng tỷ trọng

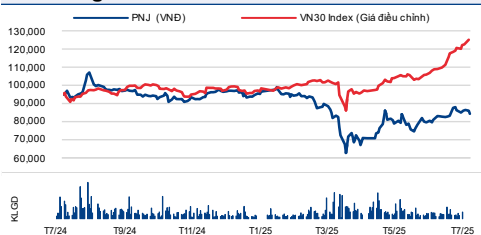
Giá mục tiêu: VNĐ85,300

Tiềm năng tăng/giảm: 1.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/7/2025)	84,300
Mã Bloomberg	PNJ VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	62,800-107,091
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	85,567
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	28,485
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,087
Slg CP lưu hành (tr.đv)	338
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	166
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	49.0%
Tỷ lệ freefloat	74.1%
Cổ đông lớn	C.T.N Dung , gia đình (14.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-24A	12-25F	12-26F
DT thuần (tỷ đồng)	37,823	31,549	33,506
EBITDA đc (tỷ đồng)	2,751	2,575	2,917
LNTT (tỷ đồng)	2,651	2,448	2,783
LNT ĐC (tỷ đồng)	2,113	1,951	2,219
FCF (tỷ đồng)	(7.22)	1,169	1,814
EPS ĐC (đồng)	5,697	5,485	6,237
DPS (đồng)	2,000	2,001	2,002
BVPS (đồng)	33,309	37,537	42,026
T.trưởng EBITDA (%)	5.39	(6.39)	13.3
T.trưởng EPS ĐC (%)	2.01	(3.71)	13.7
Tăng trưởng DPS (%)	0	0.05	0.05
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.27	8.16	8.71
Tỷ suất LNTT (%)	7.01	7.76	8.31
Tỷ suất LNT ĐC (%)	5.59	6.18	6.62
Tỷ lệ LN trả CT (%)	35.1	36.5	32.1
Nợ thuần/VCSH (%)	21.4	16.7	10.5
ROAE (%)	20.1	16.3	16.5
ROACE (%)	25.3	20.7	20.9
EV/doanh thu (lần)	0.81	0.97	0.89
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.2	11.8	10.2
P/E ĐC (lần)	14.8	15.4	13.5
P/B (lần)	2.53	2.25	2.01
Lợi suất cổ tức (%)	2.37	2.37	2.37

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

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA

Trưởng phòng

giang.bnc@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng

my.th@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 362

Lợi nhuận Q2/2025 vượt dự báo 7%

- PNJ công bố lợi nhuận thuần Q2/2025 đạt 442 tỷ đồng, tăng 3% so với cùng kỳ và cao hơn 7% so với dự báo của HSC ở mức 415 tỷ đồng. Trong khi đó, doanh thu thuần giảm 20% so với cùng kỳ xuống 7.582 tỷ đồng, chủ yếu do doanh thu vàng 24K giảm mạnh.
- Xét theo phân khúc sản phẩm, doanh thu bán lẻ tăng 4,6%, doanh thu bán buôn tăng 5%, trong khi doanh thu vàng 24K giảm mạnh 52% so với cùng kỳ do thiếu hụt nguyên liệu. Doanh thu các mảng đều sát với dự báo của chúng tôi.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện nhờ mức đóng góp cao hơn của doanh thu bán lẻ và tỷ suất lợi nhuận gộp của doanh thu bán lẻ cải thiện, nhờ hoạt động tái chế và mua lại hàng tồn kho với chi phí đầu vào thấp. Chúng tôi đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu.

Sự kiện: Công bố KQKD Q2/2025

PNJ báo cáo lợi nhuận thuần Q2/2025 đạt 442 tỷ đồng, tăng 3% so với cùng kỳ. Trong khi đó, doanh thu thuần giảm 20% so với cùng kỳ xuống 7.582 tỷ đồng, chủ yếu do doanh thu vàng 24K giảm mạnh trong bối cảnh thiếu hụt nguyên liệu. Mặc dù doanh thu thuần sát với dự báo, lợi nhuận thuần cao hơn 7% so với kỳ vọng ở mức 415 tỷ đồng do tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ cải thiện. KQKD theo phân khúc kinh doanh:

- Doanh thu bán lẻ tăng 4,6% so với cùng kỳ đạt 4.755 tỷ đồng – sát với dự báo của chúng tôi.
- Doanh thu bán buôn tăng 5% so với cùng kỳ đạt 890 tỷ đồng – sát với dự báo của chúng tôi.
- Doanh thu vàng 24K giảm mạnh 52% so với cùng kỳ đạt 1.919 tỷ đồng – sát với dự báo của chúng tôi.

Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện nhờ tái chế hàng tồn kho với chi phí thấp; vượt dự báo

Lợi nhuận gộp tăng 10% so với cùng kỳ đạt 1.634 tỷ đồng, tương ứng với tỷ suất lợi nhuận gộp 21,6%, cao hơn so với mức 15,6% trong Q2/2024, chủ yếu nhờ đóng góp cao hơn của doanh thu bán lẻ. Doanh thu bán lẻ đóng góp 63% tổng doanh thu trong Q2/2025, cao hơn so với mức 48% trong Q2/2024.

Trong khi đó, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp từ doanh thu bán lẻ cải thiện lên khoảng 32% so với 30% trong Q2/2024 và 30% trong Q1/2025. Công ty cho biết việc tận dụng hàng tồn kho trang sức tái chế và mua lại sản phẩm với chi phí đầu vào thấp đã giúp tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Tỷ suất lợi nhuận gộp từ doanh thu bán lẻ cao hơn kỳ vọng của chúng tôi ở mức khoảng 29%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/7.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD Q2/2025 & 6 tháng đầu năm 2025, PNJ

Lợi nhuận thuần tăng 3% so với cùng kỳ trong Q2/2025 nhưng giảm 4% so với cùng kỳ trong 6 tháng đầu năm 2025

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	6T2024	6T2025	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	9,519	7,582	-20.3%	22,113	17,218	-22.1%
Lợi nhuận gộp	1,481	1,634	10.3%	3,630	3,682	1.4%
Chi phí BH&QL	938	1,059	12.8%	2,141	2,258	5.5%
Lợi nhuận thuần	429	442	3.0%	1,167	1,119	-4.1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15.6%	21.6%		16.4%	21.4%	
Chi phí BH&QL/Doanh thu	9.9%	14.0%		9.7%	13.1%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.5%	5.8%		5.3%	6.5%	

Nguồn: PNJ

Ngành – dấu hiệu phục hồi vào cuối tháng 6/tháng 7

Từ đầu năm đến nay, tổng nhu cầu ngành vẫn còn yếu hơn so với các năm trước. Tuy nhiên, trong tháng 6 và tháng 7, đã xuất hiện những dấu hiệu ban đầu cho thấy sức mua và niềm tin của người tiêu dùng ở một số nhóm khách hàng đã tăng trở lại.

Trong dài hạn, BLĐ vẫn giữ quan điểm lạc quan về nhu cầu trang sức do tỷ lệ chi tiêu cho hàng xa xỉ trên tổng chi tiêu ở Việt Nam vẫn còn thấp hơn so với các nước láng giềng. Tăng trưởng kinh tế được kỳ vọng sẽ mở rộng tầng lớp trung lưu ở đô thị, dẫn đến nhu cầu đối với các sản phẩm xa xỉ tăng cao.

Xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu

Lợi nhuận thuần và doanh thu thuần nửa đầu năm 2025 giảm lần lượt 4% và 22% so với cùng kỳ đạt 1.119 tỷ đồng và 1.218 tỷ đồng. Theo đó lợi nhuận nửa đầu năm 2025 hoàn thành 57% dự báo cho cả năm của HSC.

Cho năm 2025, chúng tôi dự báo doanh thu thuần đạt 31.549 tỷ đồng, giảm 17% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 1.951 tỷ đồng, giảm 8% so với cùng kỳ. Chúng tôi đang xem xét lại dự báo lợi nhuận, khuyến nghị và giá mục tiêu. PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,6 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 15,6 lần.

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu thuần, PNJ

Doanh thu mảng bán lẻ tăng 4,6% so với cùng kỳ trong Q2 và tăng 5,5% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2025

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	6T2024	6T2025	% so với cùng kỳ
Bán lẻ	4,544	4,753	4.6%	10,896	11,483	5.5%
Bán buôn	846	890	5.2%	1,796	2,050	14.5%
Vàng 24k	4,003	1,917	-52.1%	9,150	3,657	-59.8%
Khác	126	22	-82.8%	270	28	-89.7%
Tổng	9,519	7,582	-20.3%	22,113	17,218	-22.1%

Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	33,137	37,823	31,549	33,506	35,863
Lợi nhuận gộp	6,059	6,674	6,632	7,252	7,870
Chi phí BH&QL	(3,529)	(4,003)	(4,150)	(4,437)	(4,775)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,529	2,670	2,482	2,816	3,094
Lãi vay thuần	(40.0)	(2.60)	(57.4)	0	0.00
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(0.12)	(16.6)	23.6	(32.1)	(37.1)
LNTT	2,489	2,651	2,448	2,783	3,057
Chi phí thuế TNDN	(518)	(538)	(497)	(565)	(621)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,971	2,113	1,951	2,219	2,437
Lợi nhuận thuần ĐC	1,971	2,113	1,951	2,219	2,437
EBITDA ĐC	2,610	2,751	2,575	2,917	3,205
EPS (đồng)	5,584	5,697	5,485	6,237	6,851
EPS ĐC (đồng)	5,584	5,697	5,485	6,237	6,851
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,001	2,002	2,003
Slg CP bình quân (triệu đv)	328	338	338	338	338
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	328	338	338	338	338
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	328	338	338	338	338

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	896	1,123	1,191	2,028	3,418
Đầu tư ngắn hạn	810	1,020	1,500	2,000	2,000
Phải thu khách hàng	217	401	364	384	409
Hàng tồn kho	10,941	13,015	13,455	13,914	14,389
Các tài sản ngắn hạn khác	95.9	133	106	112	119
Tổng tài sản ngắn hạn	12,960	15,693	16,616	18,438	20,335
TSCĐ hữu hình	256	248	249	250	251
TSCĐ vô hình	626	609	608	608	608
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	3.98	3.98	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	583	654	697	801	909
Tổng tài sản dài hạn	1,470	1,515	1,554	1,659	1,768
Tổng cộng tài sản	14,430	17,208	18,171	20,097	22,103
Nợ ngắn hạn	2,384	3,342	3,155	3,351	3,407
Phải trả người bán	255	624	499	526	561
Nợ ngắn hạn khác	1,418	1,339	1,251	1,371	1,503
Tổng nợ ngắn hạn	4,614	5,942	5,476	5,886	6,167
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0.22	0.18	0.18	0.18	0.18
Tổng nợ dài hạn	0.22	0.18	0.18	0.18	0.18
Tổng nợ phải trả	4,623	5,952	5,487	5,896	6,178
Vốn chủ sở hữu	9,807	11,255	12,684	14,201	15,925
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	9,807	11,255	12,684	14,201	15,925
Tổng nợ phải trả và VCSH	14,430	17,208	18,171	20,097	22,103
BVPS (đ)	29,891	33,309	37,537	42,026	47,129
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,488	2,219	1,964	1,323	(11.4)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,529	2,670	2,482	2,816	3,094
Khấu hao	(81.1)	(80.8)	(93.3)	(101)	(110)
Lãi vay thuần	(40.0)	(2.60)	(57.4)	0	0.00
Thuế TNDN đã nộp	(466)	(555)	(497)	(565)	(621)
Thay đổi vốn lưu động	(420)	(2,118)	(668)	(323)	(335)
Khác	(181)	8.29	(90.1)	(113)	(128)
LCT thuần từ HKKD	1,503	83.2	1,262	1,916	2,121
Đầu tư TS dài hạn	(82.0)	(90.4)	(93.8)	(102)	(111)
Góp vốn & đầu tư	(3.98)	0	0	0	0
Thanh lý	1.08	0.00	0	0	0
Khác	(492)	(121)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(577)	(211)	(93.8)	(102)	(111)
Cổ tức trả cho CSH	(611)	(672)	(672)	(672)	(672)
Thu từ phát hành CP	0	67.2	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(299)	957	(187)	196	56.4
Khác	0	0	(242)	(502)	(3.96)
LCT thuần từ HĐTC	(909)	353	(1,100)	(978)	(619)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	880	896	1,123	1,191	2,028
LCT thuần trong kỳ	16.6	225	68.3	837	1,391
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	1.60	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	896	1,123	1,191	2,028	3,418
Dòng tiền tự do	1,421	(7.22)	1,169	1,814	2,010

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	18.3	17.6	21.0	21.6	21.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.88	7.27	8.16	8.71	8.94
Tỷ suất LNT (%)	5.95	5.59	6.18	6.62	6.79
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.8	20.3	20.3	20.3	20.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	(2.18)	14.1	(16.6)	6.20	7.03
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	4.23	5.39	(6.39)	13.3	9.86
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	8.88	7.17	(7.66)	13.7	9.84
Tăng trưởng EPS (%)	5.22	2.01	(3.71)	13.7	9.84
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	5.22	2.01	(3.71)	13.7	9.84
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0.05	0.05	0.05
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	35.8	35.1	36.5	32.1	29.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	21.6	20.1	16.3	16.5	16.2
ROACE (%)	27.7	25.3	20.7	20.9	20.5
Vòng quay tài sản (lần)	2.39	2.39	1.78	1.75	1.70
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.59	0.03	0.51	0.68	0.69
Số ngày tồn kho	147	153	197	193	188
Số ngày phải thu	2.93	4.70	5.34	5.34	5.33
Số ngày phải trả	3.43	7.32	7.32	7.32	7.32
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	17.3	21.4	16.7	10.5	1.05
Nợ/tài sản (%)	18.0	20.5	18.2	17.5	16.2
EBIT/lãi vay (lần)	63.2	1,026	43.2	nm	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.99	1.28	1.29	1.21	1.12
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.81	2.64	3.03	3.13	3.30
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.88	0.81	0.97	0.89	0.79
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.2	11.2	11.8	10.2	8.88
P/E (lần)	15.1	14.8	15.4	13.5	12.3
P/E ĐC (lần)	15.1	14.8	15.4	13.5	12.3
P/B (lần)	2.82	2.53	2.25	2.01	1.79
Lợi suất cổ tức (%)	2.37	2.37	2.37	2.37	2.38

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) 2021.

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.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC 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 đến 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 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
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