

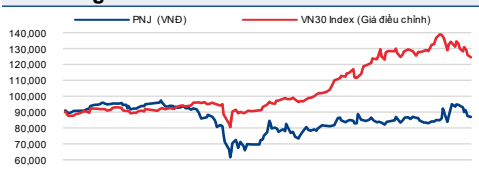
Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ115,000 (từ VNĐ97,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 32.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (10/11/2025)	87,000
Mã Bloomberg	PNJ VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	61,783-97,389
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	88,167
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	29,398
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,118
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	¿.T.N Dung , gia đình (14.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	2.35	3.07	(4.33)
So với chỉ số	12.4	(1.22)	(30.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	6,677	5,937	12.5
2026F	7,679	6,838	12.3
2027F	8,605	7,999	7.6

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

Vị thế tốt trong bối cảnh thay đổi chính sách; Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với PNJ lên Mua vào và tăng 19% giá mục tiêu lên 115.000đ sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận.
- Lợi nhuận Q3/2025 tăng vọt 130% so với cùng kỳ, cao hơn 94% so với dự báo của chúng tôi, nhờ doanh thu vàng 24K tăng mạnh, doanh thu bán lẻ tăng ổn định và tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Nhằm phản ánh KQKD tích cực và triển vọng lạc quan, chúng tôi điều chỉnh tăng 12–15% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025–2027. Theo đó, lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng lần lượt 12%, 15% và 12% trong năm 2025, 2026 và 2027.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 3 tháng qua, PNJ đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 11,6 lần, thấp hơn 16% (1,2 độ lệch chuẩn) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 13,8 lần.

Sự kiện: Cập nhật KQKD Q3/2025

PNJ công bố KQKD Q3/2025 tích cực và tốt hơn kỳ vọng. Lợi nhuận thuần tăng vọt 130% so với cùng kỳ lên 496 tỷ đồng, cao hơn nhiều so với dự báo của HSC ở mức 255 tỷ đồng. Doanh thu thuần tăng 14% so với cùng kỳ lên 8.136 tỷ đồng, nhờ doanh thu vàng 24K tăng mạnh và doanh thu bán lẻ vững chắc. Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 19,8% nhờ không có chi phí không thường xuyên và tăng giá bán trang sức.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Trong thời gian tới, mặc dù giá vàng vẫn được kỳ vọng sẽ tiếp tục xu hướng tăng, BLĐ vẫn lạc quan đối với năm 2026, kỳ vọng nhu cầu sẽ vững chắc hơn và các cơ hội mới từ nghị định về nhập khẩu vàng, điều này cho phép PNJ sản xuất vàng miếng cho các ngân hàng.

HSC điều chỉnh tăng 12-15% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 12%, 15% và 12% trong năm 2025, 2026 và 2027. Theo đó, lợi nhuận thuần dự kiến đạt 2.375 tỷ đồng trong năm 2025, 2.731 tỷ đồng trong năm 2026 và 3.061 tỷ đồng trong năm 2027.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 3 tháng qua, PNJ đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 11,6 lần (dựa trên dự báo của HSC), thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn (hoặc 16%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 13,8 lần. Trong khi đó, cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 11,3 lần, thấp hơn so với bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực ở mức 12,3 lần.

Chúng tôi tăng 19% giá mục tiêu đối với PNJ lên 115.000đ và nâng khuyến nghị lên Mua vào (tiềm năng tăng giá 32%) nhằm phản ánh KQKD Q3/2025 tốt hơn kỳ vọng và triển vọng tích cực cho năm 2026.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 11/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,610	2,751	3,090 ▲	3,564 ▲	3,986 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,971	2,113	2,375 ▲	2,731 ▲	3,061 ▲
EPS ĐC (đồng)	5,584	5,697	6,677 ▲	7,679 ▲	8,605 ▲
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,001	2,002	2,003
BVPS (đồng)	29,891	33,309	38,729	44,660	51,517 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.5	11.5	9.84	8.22	6.89
P/E ĐC (lần)	15.6	15.3	13.0	11.3	10.1
Lợi suất cổ tức (%)	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30
P/B (lần)	2.91	2.61	2.25	1.95	1.69
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	5.22	2.01	17.2	15.0	12.1
ROAE (%)	21.6	20.1	19.5	19.4	18.8

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

Giá vàng tăng mạnh; chênh lệch giá trong nước và thế giới còn cao

Giá vàng thế giới đã tăng hơn 60% tính từ đầu năm, đạt khoảng 4.000 USD/ounce, do căng thẳng địa chính trị leo thang, xung đột thương mại và nhu cầu trú ẩn an toàn trong bối cảnh bất ổn toàn cầu. Các tổ chức nghiên cứu lớn đã trở nên lạc quan hơn, dự báo giá sẽ dao động trong khoảng 4.500-4.900 USD/ounce vào năm 2026, nhằm phản ánh kỳ vọng nới lỏng tiền tệ và việc các ngân hàng trung ương tiếp tục mua vào. Tại Việt Nam, Nghị định 232/2025 đã chấm dứt cơ chế độc quyền sản xuất vàng miếng của Ngân hàng Nhà nước, cho phép các ngân hàng và doanh nghiệp tham gia sản xuất vàng miếng dưới sự cấp phép nghiêm ngặt, dần thu hẹp khoảng cách giá vàng trong nước và thế giới. Tuy nhiên, bất chấp những cải cách này, khoảng cách chênh lệch đã nới rộng trở lại từ giữa tháng 4/2025 lên khoảng 18-20 triệu đồng/lượng, do nguồn cung vẫn khan hiếm và nhu cầu mua tài sản trú ẩn an toàn của hộ gia đình không ngừng tăng.

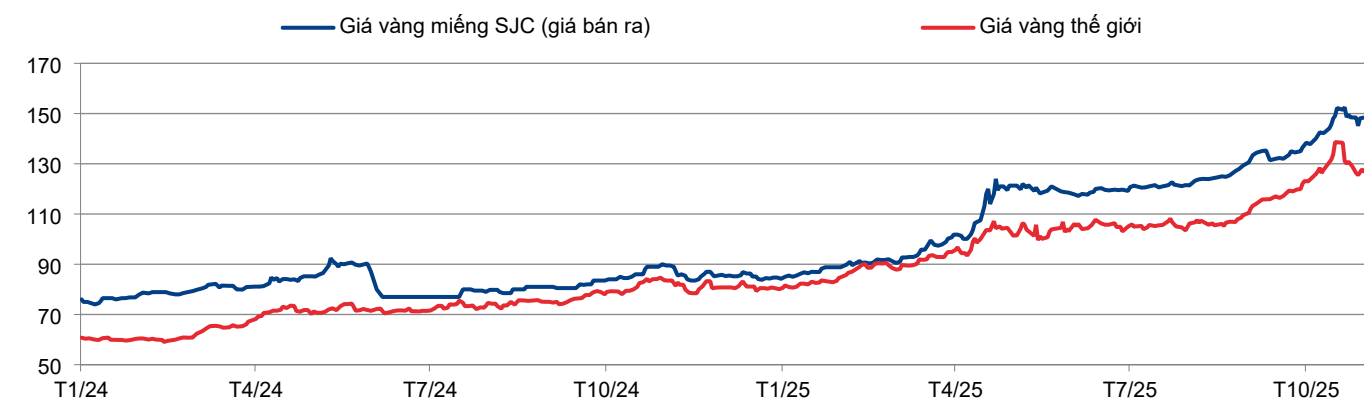
Giá vàng thế giới tăng mạnh do rủi ro địa chính trị toàn cầu leo thang

Giá vàng thế giới tiếp tục xu hướng tăng, với mức tăng hơn 60% kể từ đầu năm, đạt 4.360 USD/ounce vào cuối tháng 10/2025 trước khi điều chỉnh nhẹ xuống khoảng 4.000 USD/ounce hiện tại. Những lo ngại về rủi ro địa chính trị và kinh tế toàn cầu là động lực lớn nhất, chẳng hạn như căng thẳng địa chính trị dai dẳng từ các cuộc chiến ở Ukraine và Trung Đông, xung đột thương mại leo thang giữa Mỹ và Trung Quốc, và sự bất ổn ở một số khu vực ở châu Á đã củng cố sức hấp dẫn trú ẩn an toàn của vàng.

Các tổ chức nghiên cứu toàn cầu ngày càng lạc quan về vàng, hầu hết đều điều chỉnh tăng dự báo cho năm 2026. Các cập nhật gần đây từ các tổ chức hàng đầu như UBS, Goldman Sachs và J.P. Morgan đều dự báo giá vàng sẽ giao dịch trong khoảng 4.500-4.900 USD/ounce trong năm sau, cao hơn so với các dự báo trước đó khoảng 3.700-4.000 USD/ounce. Triển vọng lạc quan hơn phản ánh kỳ vọng nới lỏng tiền tệ, hoạt động mua vào của các ngân hàng trung ương và rủi ro địa chính trị kéo dài thúc đẩy nhu cầu trú ẩn an toàn.

Biểu đồ 1: Giá vàng thế giới so với giá vàng miếng SJC

Chênh lệch giá vẫn duy trì ở mức cao



Nguồn: HSC thu thập

Bảng 2: Dự báo giá vàng thế giới

Phần lớn các tổ chức đều dự báo giá vàng sẽ tiếp tục tăng mạnh

	Giá cũ	Thời điểm dự báo	Giá mới	Thời điểm dự báo
UBS	3.500 USD vào cuối năm 2025, 3.700 USD vào cuối năm 2026	19-8-25	4.700 USD trong năm 2026	16-10-25
Goldman Sachs	3.700 USD vào cuối năm 2025	25-5	4.900 USD vào cuối năm 2026	7-10-25
Investing Haven	3.500 USD trong năm 2025 và 3.900 USD trong năm 2026	4-8-25	3.800 USD cuối năm 2025, 4.200 USD trong năm 2026, 5.155 USD vào năm 2030	15-9-25
HSBC	Bình quân 3.125 USD trong năm 2025 và 2026	1-7-25	Bình quân 3.455 USD trong năm 2025; tối đa 5.000 USD trong năm 2026	17-10-25
J.P. Morgan	Bình quân 3.675 USD vào Q4/25, vượt 4.000 USD vào giữa năm 2026	25-6	4.500 USD trong năm 2026, 5.055 USD vào cuối năm 2026	23-10-25

Nguồn: HSC thu thập

Việt Nam: Từ độc quyền chuyển sang thị trường cạnh tranh

Từ tháng 8/2025, Nghị định 232/2025 đã cải cách thị trường vàng Việt Nam bằng cách chấm dứt độc quyền sản xuất vàng miếng của NHNN và cho phép các ngân hàng và doanh nghiệp đủ điều kiện sản xuất vàng miếng theo các quy tắc cấp phép nghiêm ngặt. Nghị định cũng yêu cầu chuyển khoản ngân hàng đối với các giao dịch trên 20 triệu đồng để tăng cường tính minh bạch. Từ khi ban hành, khoảng cách chênh lệch giá vàng trong nước-thế giới đã thu hẹp từ 20,2 triệu đồng xuống khoảng 15,7 triệu đồng/lượng, đánh dấu một bước tiến tới một thị trường mở và ổn định hơn.

Khoảng cách giá trong nước – thế giới nói rộng trở lại từ giữa tháng 4/2025

Khoảng cách chênh lệch lớn trước đợt thanh tra vào tháng 5/2024

Trước đợt thanh tra của NHNN vào tháng 5/2024, khoảng cách chênh lệch giữa giá vàng trong nước và thế giới đã nói rộng. Vàng miếng SJC có mức chênh lệch cao hơn là do tình trạng khan hiếm nguồn cung khi NHNN độc quyền sản xuất và nhập khẩu theo Nghị định 24/2012. Nhu cầu tăng mạnh trong bối cảnh lạm phát, bất ổn toàn cầu và tiền đồng yếu đi đã tạo ra sự biến động giá vàng và kích thích hoạt động đầu cơ. Từ đó, khoảng cách chênh lệch đạt đỉnh khoảng 20 triệu đồng/lượng, gây ra một "cơn sốt vàng" nhất thời.

Khoảng cách bắt đầu thu hẹp sau đợt thanh tra vào tháng 5/2024

Vào tháng 5/2024, NHNN đã tiến hành thanh tra thị trường vàng trong nước trong 45 ngày nhằm khắc phục tình trạng chênh lệch giá vàng SJC trong nước và giá vàng thế giới. Chiến dịch này nhắm vào các doanh nghiệp kinh doanh vàng lớn như PNJ, SJC, Doji, Bảo Tín Minh Châu và hai ngân hàng. Nội dung thanh tra bao gồm việc chấp hành các quy định của pháp luật phòng, chống rửa tiền và việc lập và sử dụng hoá đơn, chứng từ. Sau đợt thanh tra, NHNN đã trực tiếp kiểm soát giá vàng và nguồn cung. Từ ngày 3/6/2025, bốn ngân hàng thương mại Nhà nước và SJC được ủy quyền bán vàng miếng thương hiệu SJC theo mức giá do NHNN đặt ra, thu hẹp khoảng cách giá trong nước-thế giới từ hơn 20 triệu đồng/lượng vào cuối tháng 5 xuống khoảng 4 triệu đồng vào đầu tháng 6.

Tuy nhiên, khoảng cách chênh lệch đã nói rộng trở lại từ giữa tháng 4/2025

Từ giữa tháng 4/2025, khoảng cách giá vàng trong nước-thế giới lại nói rộng mạnh, từ khoảng 6 triệu đồng/lượng lên 10 triệu đồng/lượng, đạt đỉnh 19,5 triệu đồng/lượng. Tình trạng chênh lệch này vẫn tiếp diễn do nguồn cung khan hiếm bất chấp động thái của Chính phủ nhằm chấm dứt sự độc quyền trong thời gian dài của SJC theo Nghị định 232/2025, trong khi các hộ gia đình tăng cường mua tài sản trú ẩn an toàn trong bối cảnh bất ổn toàn cầu và lãi suất thấp. Trong Q3/2025, khoảng cách nói rộng hơn nữa, lên khoảng 18–20 triệu đồng/lượng, tương đương với mức chênh lệch 20-25%. Khi giá vàng trong nước tiếp tục tăng mạnh theo xu hướng toàn cầu, vàng miếng SJC đạt 147 triệu đồng/lượng hiện tại, tăng 65% tính từ đầu năm.

PNJ – Vị thế tốt trong thị trường có thay đổi chính sách

KQKD Q3/2025 của PNJ vượt xa kỳ vọng của HSC, với lợi nhuận thuần tăng 130% so với cùng kỳ lên 496 tỷ đồng, nhờ doanh thu vàng 24K tăng mạnh và doanh thu bán lẻ tăng ổn định. Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 19,8% nhờ không có chi phí không thường xuyên và tăng giá bán trang sức. BLĐ vẫn lạc quan về triển vọng năm 2026, kỳ vọng nhu cầu sẽ mạnh hơn và các cơ hội mới từ nghị định về nhập khẩu vàng, điều này có thể cho phép PNJ sản xuất vàng miếng cho các ngân hàng. Dựa trên KQKD tích cực, chúng tôi tăng 12–15% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025–2027 và nâng khuyến nghị lên Mua vào với giá mục tiêu cao hơn là 115.000đ.

KQKD Q3/2025 cao hơn nhiều so với kỳ vọng

PNJ công bố KQKD Q3/2025 tích cực và tốt hơn kỳ vọng của HSC. Lợi nhuận thuần tăng vọt 130% so với cùng kỳ lên 496 tỷ đồng, cao hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi ở mức 255 tỷ đồng. Doanh thu thuần tăng 14% so với cùng kỳ lên 8.136 tỷ đồng, nhờ doanh thu vàng 24K tăng mạnh và doanh thu bán lẻ tăng nhẹ.

Lợi nhuận gộp 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 trong Q3/2024, khi công ty ghi nhận khoản lỗ 195 tỷ đồng lỗ do hao hụt từ việc mua lại trang sức đã qua gia công. Điều này tạo ra áp lực lớn lên tỷ suất lợi nhuận. Ngoài ra, công ty đã nhiều lần tăng giá bán vàng trang sức để bù đắp cho phần chi phí đầu vào tăng cao.

Ngoài ra, chúng tôi cũng cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp của doanh thu vàng 24K cũng cao hơn so với cùng kỳ nhờ giá vàng tăng mạnh và khoảng cách chênh lệch giữa giá vàng thế giới và trong nước ngày càng lớn (15-17% trong Q3/2025 so với 5-7% trong Q3/2024).

Bảng 3: KQKD Q3/2025 & 9 tháng đầu năm 2025, PNJ

Lợi nhuận thuần tăng mạnh 130% so với cùng kỳ trong Q3

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	7,130	8,136	14.1%	29,242	25,353	-13.3%
Lợi nhuận gộp	1,251	1,607	28.5%	4,881	5,285	8.3%
Chi phí BH&QL	948	998	5.3%	3,089	3,256	5.4%
Lợi nhuận thuần	216	496	129.8%	1,382	1,610	16.5%

Nguồn: PNJ

Bảng 4: Các chỉ số quan trọng, PNJ

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng so với cùng kỳ

%	Q3/24	Q3/25	Chênh lệch (điểm cơ bản)	9T24	9T25	Chênh lệch (điểm cơ bản)
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.5%	19.8%	221	16.7%	20.8%	415
Chi phí BH&QL / doanh thu	13.3%	12.3%	(103)	10.6%	12.8%	228
Tỷ suất lợi nhuận thuần	3.0%	6.1%	307	4.7%	6.4%	162

Nguồn: PNJ

Bảng 5: Cơ cấu doanh thu thuần, PNJ

Doanh thu mảng vàng 24k tăng mạnh trong Q3/25

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ
Bán lẻ	5,004	5,221	4.3%	15,900	16,711	5.1%
Bán buôn	962	851	-11.6%	2,758	2,904	5.3%
Vàng 24k	1,083	1,978	82.7%	10,209	5,676	-44.4%
Mảng khác	81	86	6.4%	375	62	-83.5%
Tổng	7,130	8,136	14.1%	29,242	25,353	-13.3%

Nguồn: PNJ, HSC

Gặp gỡ chuyên viên phân tích: Triển vọng lạc quan cho năm 2026 với nhiều cơ hội mới

Triển vọng tích cực trong năm 2026

BLĐ vẫn giữ quan điểm tích cực đối với năm 2026, kỳ vọng tâm lý người tiêu dùng cải thiện sẽ hỗ trợ doanh thu, điều này cũng phụ thuộc một phần vào hạn ngạch nhập khẩu vàng theo nghị định mới. Công ty có kế hoạch tiếp tục mở rộng mạng lưới bán lẻ, đồng thời nâng cao hiệu suất cửa hàng thông qua tích hợp đa kênh và hợp tác kỹ thuật số. Nhu cầu đối với các sản phẩm làm từ vàng 24K, cả nhẫn trơn và trang sức vẫn vững chắc, hỗ trợ đà tăng trưởng doanh thu chung. Các thiết kế nhẹ hơn, giá bán phải chăng hơn, các sản phẩm đa dạng hơn làm từ bạc, hợp kim và phụ kiện, cùng với các chiến dịch marketing trực tuyến và kết hợp với người nổi tiếng được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu bán lẻ. Với kỳ vọng giá vàng thế giới sẽ duy trì xu hướng tăng trong 6-12 tháng tới, PNJ đặt mục tiêu giữ nguyên hoặc cải thiện tỷ suất lợi nhuận của phân khúc bán lẻ thông qua việc không ngừng tối ưu hóa cơ cấu sản phẩm.

PNJ có thể sản xuất vàng miếng cho các ngân hàng

Tại buổi gặp gỡ chuyên viên phân tích trong thời gian gần đây, BLĐ đã bày tỏ sự lạc quan cho năm 2026, đề cập đến các cơ hội tiềm năng từ nghị định mới về nhập khẩu vàng. Quy định cho phép một số ngân hàng và doanh nghiệp được nhập khẩu vàng nguyên liệu, giảm bớt những hạn chế về nguồn cung trong nước. NHNN dự kiến sẽ cấp giấy phép nhập khẩu trong vài tuần tới, với hạn ngạch được phân bổ định kỳ dựa trên chính sách ngoại hối. Hiện có tám ngân hàng và ba doanh nghiệp đủ điều kiện xin cấp phép sản xuất vàng miếng. PNJ đang đàm phán với một số ngân hàng để cung cấp dịch vụ sản xuất vàng miếng. Với năng lực đã được kiểm chứng, đội ngũ kỹ sư lành nghề và công nghệ tinh luyện và truy xuất nguồn gốc tiên tiến, PNJ nắm giữ lợi thế rõ ràng để tham gia thị trường vàng miếng.

Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Dựa trên KQKD Q3/2025 tốt hơn kỳ vọng, HSC điều chỉnh tăng 12-15% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, sau khi điều chỉnh tăng cả doanh thu thuần và tỷ suất lợi nhuận gộp.

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 6-21% dự báo doanh thu thuần, chủ yếu do điều chỉnh tăng mạnh doanh thu vàng 24K. Doanh thu thuần dự kiến đạt lần lượt 35.521 tỷ đồng trong năm 2025 (giảm 6% so với cùng kỳ), 41.010 tỷ đồng trong năm 2026 (tăng trưởng 16%) và 45.660 tỷ đồng trong năm 2027 (tăng trưởng 11%).
- Chúng tôi điều chỉnh tăng tỷ suất lợi nhuận gộp mảng bán lẻ lên 30% trong năm 2025 (so với 29,5% trước đó), 30,2% trong năm 2026 và năm 2027 (so với 29,8% trước đó).
- Theo đó, lợi nhuận thuần dự kiến đạt lần lượt 2.375 tỷ đồng trong năm 2025 (tăng trưởng 12%), 2.731 tỷ đồng trong năm 2026 (tăng trưởng 15%) và 3.061 tỷ đồng trong năm 2027 (tăng trưởng 12%).

Dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2025 sẽ tăng 5% so với cùng kỳ lên 765 tỷ đồng trên 10.168 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 18% so với cùng kỳ. Doanh thu vàng 24K vững chắc (tăng 81% so với cùng kỳ) tiếp tục thúc đẩy đà tăng trưởng doanh thu. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán lẻ sẽ tăng 6%. Đáng chú ý, chúng tôi dự báo LNTT sẽ tăng 10%, trong khi lợi nhuận thuần dự kiến tăng chỉ 5%. Trong Q4/2024, mặc dù LNTT tăng 8% so với cùng kỳ, lợi nhuận thuần đã tăng vọt 16% so với cùng kỳ nhờ khoản hoãn thuế thu nhập 68 tỷ đồng. Chúng tôi giả định sẽ không có khoản tương tự trong Q4/2025.

Bảng 6: Điều chỉnh dự báo cho giai đoạn 2025-2027, PNJ

Chúng tôi tăng 12-15% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu thuần	33,431	35,521	6.3%	-6.1%
Lợi nhuận thuần	2,122	2,375	11.9%	12.4%
2026F				
Doanh thu thuần	35,357	41,010	16.0%	15.5%
Lợi nhuận thuần	2,386	2,731	14.5%	15.0%
2027F				
Doanh thu thuần	37,680	45,660	21.2%	11.3%
Lợi nhuận thuần	2,652	3,061	15.4%	12.1%

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 7: Dự báo doanh thu thuần theo mảng kinh doanh, PNJ

HSC điều chỉnh tăng đáng kể dự báo doanh thu mảng vàng 24k

Tỷ đồng	2024	2025F		2026F		2027F	
	Thực tế	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Bán lẻ	21,801	22,958	22,975	24,706	25,031	26,844	27,205
Tăng trưởng	14.4%	5.3%	5.4%	7.6%	8.9%	8.7%	8.7%
Điều chỉnh			0.1%		1.3%		1.3%
Bán buôn	3,869	4,450	4,102	4,628	4,307	4,813	4,522
Tăng trưởng	34.8%	15.0%	6.0%	4.0%	5.0%	4.0%	5.0%
Điều chỉnh			-7.8%		-6.9%		-6.0%
Vàng 24k	11,530	5,650	8,071	5,650	11,299	5,650	13,559
Tăng trưởng	13.1%	-51.0%	-30.0%	0.0%	40.0%	0.0%	20.0%
Điều chỉnh			42.9%		100.0%		140.0%
Màng khác	622	373	373	373	373	373	373
Tăng trưởng	-38.9%	-40.0%	-40.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Điều chỉnh			0.0%		0.0%		0.0%
Tổng	35,521	33,431	35,521	35,357	41,010	37,680	45,660
Tăng trưởng	14.1%	0.0%	0.0%	5.8%	15.5%	6.6%	11.3%
Điều chỉnh			6.3%		16.0%		21.2%

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 8: Dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp, PNJ

Chúng tôi nâng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng Bán lẻ & giả định tổng tỷ suất lợi nhuận gộp

%	2024	2025F		2026F		2027F	
		Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.6%	20.7%	20.3%	21.2%	19.5%	21.6%	19.1%
% tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ	29.4%	29.5%	30.0%	29.8%	30.2%	29.8%	30.2%

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 9: Ước tính KQKD Q4/2025, PNJ

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng 5% trong Q4/2025

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ	Q4/24	Q4/25	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	7,130	8,136	14.1%	29,242	25,353	-13.3%	8,581	10,168	18.5%
Giá vốn hàng bán	(5,879)	(6,529)	11.0%	(24,361)	(20,068)	-17.6%	(6,788)	(8,234)	21.3%
Lợi nhuận gộp	1,251	1,607	28.5%	4,881	5,285	8.3%	1,793	1,934	7.9%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.5%	19.8%		16.7%	20.8%		20.9%	19.0%	
Chi phí BH&QL	(948)	(998)	5.3%	(3,089)	(3,256)	5.4%	(914)	(966)	5.7%
Chi phí BH&QL / doanh thu	13.3%	12.3%		10.6%	12.8%		10.7%	9.5%	
Lợi nhuận HĐ	315	607	92.8%	1,788	2,005	12.1%	864	955	10.6%
LNTT	318	626	96.8%	1,787	2,027	13.4%	864	953	10.3%
Lợi nhuận thuần	216	496	129.8%	1,382	1,610	16.5%	731	765	4.7%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận, HSC tăng 18% giá mục tiêu đối với PNJ lên 115.000đ và nâng khuyến nghị lên Mua vào với tiềm năng tăng giá 32% so với giá thị giá hiện tại.

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá cổ phiếu PNJ. Chúng tôi tiếp tục sử dụng WACC ở mức 11,7%, với lãi suất phi rủi ro tiêu chuẩn 4%, hệ số beta là 1 lần, tốc độ tăng trưởng dài hạn 3% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%. Chúng tôi cũng lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026).

Bảng 10: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, PNJ

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận thuần	2,375	2,731	3,061	3,360	3,680
+ Khấu hao	93	101	110	120	131
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	82	91	101	107	113
- Thay đổi vốn lưu động	(81)	(353)	(450)	(484)	(543)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(94)	(102)	(111)	(121)	(132)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	2,376	2,469	2,711	2,982	3,249

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Tính toán WACC, PNJ

WACC là 11,7%

	Giá định
Tỷ trọng của vốn CSH	90%
Beta	1.0
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	12.5%
Tỷ trọng nợ	10%
Chi phí nợ	6.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.8%
WACC	11.7%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Giá mục tiêu, PNJ

Giá mục tiêu là 115.000đ/cp

	Tỷ đồng
Giá trị dài hạn (với tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%)	41,636
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	29,860
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	7,285
Giá trị của doanh nghiệp	37,145
Nợ (cuối năm 2026)	4,101
Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn (cuối năm 2026)	6,191
Giá trị của vốn CSH	39,235
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	341
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	115,009

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 13: Phân tích độ nhạy, PNJ

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

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%	115,600	110,568	106,003	101,843	98,036
	2.5%	120,886	115,301	110,262	105,693	101,530
	3.0%	126,848	120,606	115,009	109,962	105,388
	3.5%	133,625	126,594	120,334	114,725	109,669
	4.0%	141,396	133,406	126,349	120,070	114,447

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3% trong 3 tháng qua, PNJ đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 11,6 lần (dựa trên dự báo của HSC), thấp hơn 16% (hoặc 1,2 độ lệch chuẩn) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 13,8 lần (Biểu đồ 15-16). Trong khi đó, cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 11,3 lần, thấp hơn so với bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực ở mức 12,3 lần.

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

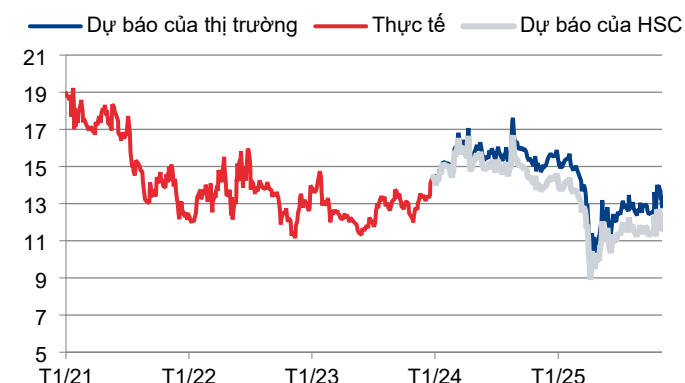
PNJ đang giao dịch với định giá thấp hơn một chút so với các công ty cùng ngành khác

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2025	P/E 2026
Chow Tai Fook Jewelry Group Ltd	1929:HK	17,364	16.4	14.3
Lao Feng Xiang CO. LTD - A	600612:CH	2,896	14.5	13
Chow Sang Sang Holdings	0116: HK	1,129	6.0	5.8
Guangdong CHJ Industry	002345:CH	1,687	21.6	17
Chow Tai Seng Jewelry Co Ltd	002867:CH	2,080	12.9	11.6
Bình quân		5,031	14.3	12.3
PNJ		1,173	13.1	11.4

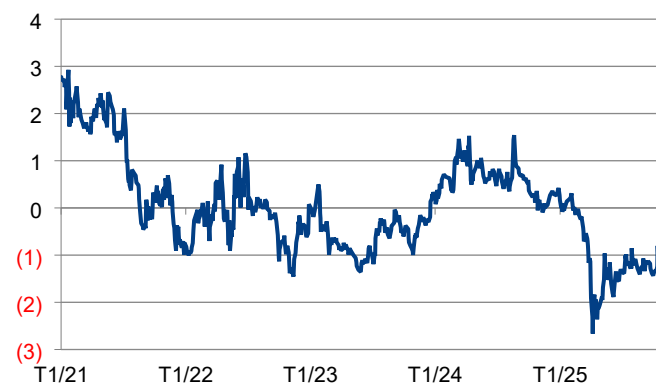
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Biểu đồ 15: P/E trượt dự phóng 1 năm, PNJ

Dựa trên ước tính của HSC, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,6 lần

Ghi chú: Dựa trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021
Nguồn: HSC, Bloomberg**Biểu đồ 16: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, PNJ**

...thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 13,8 lần

Ghi chú: Dựa trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021
Nguồn: HSC, Bloomberg

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	35,521	41,010	45,660
Lợi nhuận gộp	6,059	6,674	7,219	7,984	8,710
Chi phí BH&QL	(3,529)	(4,003)	(4,222)	(4,522)	(4,835)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	2,529	2,670	2,997	3,462	3,876
Lãi vay thuần	(40.0)	(2.60)	(28.4)	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)	11.4	(35.4)	(35.2)
LNTT	2,489	2,651	2,980	3,427	3,840
Chi phí thuế TNDN	(518)	(538)	(605)	(696)	(780)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,971	2,113	2,375	2,731	3,061
Lợi nhuận thuần ĐC	1,971	2,113	2,375	2,731	3,061
EBITDA ĐC	2,610	2,751	3,090	3,564	3,986
EPS (đồng)	5,584	5,697	6,677	7,679	8,605
EPS ĐC (đồng)	5,584	5,697	6,677	7,679	8,605
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,001	2,002	2,003
Sig CP bình quân (triệu đv)	328	338	338	338	338
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	328	338	338	338	338
Sig 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	2,533	4,191	6,262
Đầu tư ngắn hạn	810	1,020	1,500	2,000	2,000
Phải thu khách hàng	217	401	405	462	509
Hàng tồn kho	10,941	13,015	13,019	13,541	14,152
Các tài sản ngắn hạn khác	95.9	133	121	141	157
Tổng tài sản ngắn hạn	12,960	15,693	17,578	20,334	23,081
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	726	856	981
Tổng tài sản dài hạn	1,470	1,515	1,583	1,714	1,839
Tổng cộng tài sản	14,430	17,208	19,161	22,048	24,920
Nợ ngắn hạn	2,384	3,342	3,552	4,101	4,338
Phải trả người bán	255	624	567	662	741
Nợ ngắn hạn khác	1,418	1,339	1,263	1,400	1,547
Tổng nợ ngắn hạn	4,614	5,942	6,064	6,947	7,502
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	6,074	6,957	7,513
Vốn chủ sở hữu	9,807	11,255	13,087	15,091	17,408
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	9,807	11,255	13,087	15,091	17,408
Tổng nợ phải trả và VCSH	14,430	17,208	19,161	22,048	24,920
BVPS (đ)	29,891	33,309	38,729	44,660	51,517
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,488	2,219	1,019	(90.3)	(1,925)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,529	2,670	2,997	3,462	3,876
Khấu hao	(81.1)	(80.8)	(93.3)	(101)	(110)
Lãi vay thuần	(40.0)	(2.60)	(28.4)	0	0.00
Thuế TNDN đã nộp	(466)	(555)	(605)	(696)	(780)
Thay đổi vốn lưu động	(420)	(2,118)	(96.5)	(316)	(419)
Khác	(181)	8.29	(129)	(140)	(149)
LCT thuần từ HKKD	1,503	83.2	2,232	2,412	2,638
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	211	549	237
Khác	0	0	(267)	(529)	(21.2)
LCT thuần từ HĐTC	(909)	353	(728)	(652)	(456)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	880	896	1,123	2,533	4,191
LCT thuần trong kỳ	16.6	225	1,410	1,658	2,071
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	1.60	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	896	1,123	2,533	4,191	6,262
Dòng tiền tự do	1,421	(7.22)	2,138	2,310	2,527

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	20.3	19.5	19.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.88	7.27	8.70	8.69	8.73
Tỷ suất LNT (%)	5.95	5.59	6.69	6.66	6.70
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.8	20.3	20.3	20.3	20.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	(2.18)	14.1	(6.09)	15.5	11.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	4.23	5.39	12.3	15.3	11.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	8.88	7.17	12.4	15.0	12.1
Tăng trưởng EPS (%)	5.22	2.01	17.2	15.0	12.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	5.22	2.01	17.2	15.0	12.1
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0.05	0.05	0.05
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	35.8	35.1	30.0	26.1	23.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	21.6	20.1	19.5	19.4	18.8
ROACE (%)	27.7	25.3	24.6	24.6	23.8
Vòng quay tài sản (lần)	2.39	2.39	1.95	1.99	1.94
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.59	0.03	0.74	0.70	0.68
Số ngày tồn kho	147	153	168	150	140
Số ngày phải thu	2.93	4.70	5.23	5.10	5.03
Số ngày phải trả	3.43	7.32	7.32	7.32	7.32
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	17.3	21.4	9.14	0.75	(9.75)
Nợ/tài sản (%)	18.0	20.5	19.5	19.5	18.3
EBIT/lãi vay (lần)	63.2	1,026	106	nm	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.99	1.28	1.21	1.21	1.15
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.81	2.64	2.90	2.93	3.08
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.91	0.84	0.86	0.71	0.60
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.5	11.5	9.84	8.22	6.89
P/E (lần)	15.6	15.3	13.0	11.3	10.1
P/E ĐC (lần)	15.6	15.3	13.0	11.3	10.1
P/B (lần)	2.91	2.61	2.25	1.95	1.69
Lợi suất cổ tức (%)	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30

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) 2025.

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