

CTCP vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Năm giữ (Từ Khả quan)

Hàng tiêu dùng

Giá hiện tại (đồng)	120.000
Cao/Thấp nhất 52 tuần (đồng)	127.000/61.190
Giá mục tiêu	132.600
Giá mục tiêu trước đó (VND)	113.500
Consensus	9,7%
Tiềm năng tăng giá	10,5%
Tỷ suất cổ tức	1,7%
Tổng tỷ suất sinh lời	12,2%

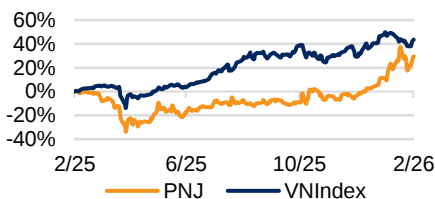
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	1.554,9
GTGDĐQ 3 tháng (tr USD)	5,7
Sở hữu NN (tr USD)	0
Số CP lưu hành (tr)	341,1
Số CP sau pha loãng (tr)	341,1

	PNJ	VNI
P/E trượt	14,8x	15,0x
P/B hiện tại	3,1x	2,2x
ROA	15,9%	2,4%
ROE	23,5%	14,8%

* dữ liệu ngày 13/02/2026

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
PNJ	5.5%	15.0%	0.6%
Tương quan VNIndex	2.3%	3.8%	35.7%

Cơ cấu sở hữu

Dragon Capital	6.02%
T.Rowe Price Associates, Inc	5.79%
Sprucegrove Investment Management	4.81%
Vinacapital VOF Ltd.	3.75%
Others	79.6%

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập từ năm 1988, với hơn 30 năm phát triển, PNJ đã trở thành công ty dẫn đầu th trường trang sức bán lẻ có thương hiệu tại Việt Nam với các mặt hàng có chất lượng cao, kiểu dáng đa dạng.

Sẵn sàng cho tăng trưởng doanh số mạnh mẽ

- Chúng tôi thay đổi khuyến nghị Khả quan thành Năm giữ, với mức tăng giá 10,5%.
- Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 17% nhờ doanh số bán lẻ vượt kỳ vọng trong 4Q25 và triển vọng tích cực cho năm 2026.

Tiêu điểm tài chính

- PNJ ghi nhận lợi nhuận cao kỷ lục 1,2 nghìn tỷ trong 4Q25, tăng vọt 67% svck, nhờ doanh số bán lẻ tăng mạnh.
- Năm 2025, PNJ đạt tổng doanh thu 35 nghìn tỷ, giảm 7% svck, chủ yếu do doanh số vàng 24K giảm 43% svck.
- Lợi nhuận sau thuế năm 2025 của PNJ tăng 34% svck lên 2,8 nghìn tỷ, nhờ doanh số bán lẻ tăng mạnh và biên lợi nhuận cải thiện.

Luận điểm đầu tư

Doanh số trang sức bùng nổ nhờ tiêu dùng phục hồi trong mùa cao điểm

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của PNJ sẽ chủ yếu được thúc đẩy bởi mảng trang sức, nhờ sự phục hồi mạnh của tiêu dùng không thiết yếu, giá bán tăng và tiếp tục tối ưu chi phí. Doanh thu bán lẻ dự báo tăng khoảng ~15% svck trong năm 2026, nhờ sự phục hồi doanh số cửa hàng hiện hữu từ nửa cuối 2025 và mở mới cửa hàng trong năm 2026. Trang sức tiếp tục là động lực lợi nhuận chính nhờ biên lợi nhuận cấu trúc cao hơn so với vàng miếng.

Doanh thu vàng miếng phục hồi sau khi Nghị định 232 được triển khai

Sau khi giảm mạnh trong nửa đầu 2025 do nguồn cung nguyên liệu thắt chặt và giá vàng cao, doanh số vàng miếng được kỳ vọng phục hồi trong năm 2026 khi có thêm hướng dẫn về Nghị định 232, xóa bỏ cơ chế độc quyền Nhà nước đối với nhập khẩu và sản xuất vàng miếng. Điều kiện nguồn cung cải thiện sẽ giúp khối lượng giao dịch trở lại bình thường, với doanh thu vàng miếng dự báo tăng 45% svck trong năm 2026, đóng góp tích cực vào tăng trưởng doanh thu.

Điều chỉnh chính sách thu đổi có thể tăng DT nhưng thu hẹp biên trang sức

Từ tháng 11/2025, chính sách thu đổi mới của PNJ (mua lại theo giá vàng thị trường thời điểm hiện tại thay vì giá bán trên hóa đơn) giúp gia tăng giá trị thu đổi cho khách hàng và tăng lượng nguyên liệu đầu vào trong bối cảnh thiếu hụt vàng. Dù có thể khiến biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ theo năm, chính sách này hỗ trợ tăng sản lượng bán lẻ và nâng cao tính linh hoạt trong vận hành, qua đó duy trì tăng trưởng lợi nhuận gộp tuyệt đối.

Động lực tăng trưởng mới từ vàng miếng B2B và xuất khẩu trang sức

Nghị định 232 cho phép một số ngân hàng thương mại đạt điều kiện sản xuất vàng miếng, trong đó một số ngân hàng cho biết có kế hoạch thuê ngoài gia công. Với vị thế là đơn vị chế tác vàng lớn và có năng lực cao nhất Việt Nam, PNJ có lợi thế để nhận được các hợp đồng này, qua đó hỗ trợ tăng trưởng mảng bán buôn. Bên cạnh đó, việc thuế xuất khẩu trang sức giảm từ 1% xuống 0% có thể thúc đẩy lợi nhuận xuất khẩu từ mức nền thấp (hiện chiếm khoảng ~1% tổng doanh thu), và dự kiến tăng lên từ năm 2026.

Chuyên viên phân tích:



Phạm Thị Bích Ngọc

ngoc.phambich@vndirect.com.vn

	2023	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng DT thuần	(2,2%)	14,1%	(7,5%)	22,4%	16,0%
Tăng trưởng EPS	(10,2%)	(7,6%)	31,9%	8,3%	28,8%
Biên lợi nhuận gộp	18,3%	17,6%	22,0%	19,3%	19,0%
Biên LN ròng	5,9%	5,6%	8,2%	7,3%	8,1%
P/E (x)	11,4	12,3	9,3	8,6	6,7
Rolling P/B (x)	2,1	1,9	1,7	1,4	1,2
ROAE	20,0%	19,0%	22,0%	20,7%	22,7%
Nợ ròng trên VCSH	15,2%	19,7%	27,9%	26,0%	17,5%

Nguồn: VNDIRECT

Tóm tắt KQKD: Lợi nhuận quý 4/2025 tăng mạnh nhờ kênh trang sức

Hình 2: KQKD 2025

Tỷ đồng	Q4/25	% svck	2025	% svck	Hoàn thành dự phóng
Doanh thu	9.623	16,6%	34.976	(7,5%)	96,3%
Bán lẻ trang sức	7.698	29,0%	24.416	10,7%	103,7%
Vàng 24K	962	(32,0%)	6.649	(42,9%)	77,9%
Bán sỉ	962	12,1%	3.938	4,1%	99,2%
Khác	96	772,7%	350	98,9%	119,9%
Lợi nhuận gộp	2.419	35,0%	7.703	15,4%	104,5%
CP BH & QLDN	1.059	12,9%	4.165	4,0%	100,8%
Lợi nhuận sau thuế	1.219	66,8%	2.829	33,9%	108,1%
Biên LNG	25,1%	3,4 đ%	22,0%	4,4 đ%	
Biên LNR	12,7%	3,8 đ%	8,1%	2,5 đ%	

Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo Công ty

Doanh thu tăng trưởng, được dẫn dắt bởi mảng bán lẻ trong mùa cao điểm

Trong Q4/2025, PNJ ghi nhận doanh thu thuần 9,6 nghìn tỷ đồng, tăng 12% svck, chủ yếu nhờ doanh thu bán lẻ tăng mạnh 29% svck, đạt 7,7 nghìn tỷ đồng. Đà tăng này đến từ giá bán cải thiện theo diễn biến giá vàng, đồng thời PNJ hưởng lợi từ lợi thế chi phí nguyên liệu, đặc biệt trong mùa cao điểm cưới hỏi và lễ hội, trong bối cảnh chi tiêu không thiết yếu đang phục hồi.

Ngược lại, doanh thu vàng 24K giảm 32% svck xuống 1 nghìn tỷ đồng, sau khi ghi nhận mức tăng mạnh trong Q3/2025. Doanh thu bán buôn cũng giảm 8% svck xuống 1 nghìn tỷ đồng, do PNJ ưu tiên phân bổ nguyên liệu cho mảng trang sức có biên lợi nhuận gộp cao hơn. Cả năm 2025, PNJ ghi nhận doanh thu 35 nghìn tỷ đồng, giảm 7,5% svck, tuy nhiên vượt kế hoạch năm 12% và hoàn thành 96% dự báo của chúng tôi.

Biên lợi nhuận gộp mở rộng nhờ cơ cấu sản phẩm cải thiện

Trong năm 2025, PNJ mở mới 17 cửa hàng và đóng 15 cửa hàng hoạt động kém hiệu quả. Nhìn chung, số lượng cửa hàng chỉ biến động nhẹ, trong khi doanh thu trên cùng cửa hàng tăng mạnh 30% svck, đạt 6 tỷ đồng/cửa hàng/tháng, phản ánh hiệu quả của chiến lược tối ưu độ phủ cửa hàng.

Lợi nhuận gộp Q4/25 tăng 35% svck lên 2,4 nghìn tỷ đồng, trong khi biên lợi nhuận gộp cải thiện 3,4 đ% svck lên 25,1%, nhờ tỷ trọng trang sức bán lẻ tăng lên trong cơ cấu sản phẩm và doanh thu vàng miếng sụt giảm mạnh.

Biên lợi nhuận ròng mở rộng

Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu duy trì ổn định quanh 8,5% trong 4Q25 và cả năm 2025, phản ánh nỗ lực tối ưu vận hành của ban lãnh đạo. Tổng thể, LNST 4Q25 của PNJ tăng vọt 67% svck, đạt 1,2 nghìn tỷ đồng. Biên LNST mở rộng 3,8 đ% svck lên 12,7%, nhờ biên LNG cải thiện và kiểm soát chi phí hiệu quả. LNST cả năm 2025 đạt 2,8 nghìn tỷ đồng, vượt 8% dự báo của chúng tôi và cao hơn 44% so với kế hoạch của công ty.

Triển vọng 2026: Tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ

Hình 3: Điều chỉnh dự phóng giai đoạn 2026-2027

Tỷ đồng	2024	Dự phóng cũ		Dự phóng mới				Thay đổi		Đánh giá
		2025F	2026F	2025F	% svck	2026F	% svck	2025	2026	
Doanh thu thuần	34.976	36.331	40.270	42.800	22,4%	49.629	16,0%	17,8%	23,2%	Kỳ vọng tăng ở cả mảng trang sức và vàng miếng
Mảng bán lẻ	24.343	23.537	24.801	27.863	14,5%	31.493	13,0%	18,4%	27,0%	Kỳ vọng gia tăng khách hàng chuyển từ hệ kinh doanh truyền thống và tăng doanh thu vàng trang sức giờ nguồn cung phục hồi
Mảng vàng 24K	6.610	8.531	10.271	9.555	44,6%	11.689	22,3%	12,0%	13,8%	Kỳ vọng phục hồi tốt nhờ triển vọng được cấp phép nhập khẩu và sản xuất vàng miếng
Mảng bán sỉ	3.847	3.971	4.765	5.001	30,0%	6.001	20,0%	25,9%	25,9%	Chúng tôi kỳ vọng một số ngân hàng thương mại sẽ hợp tác với PNJ gia công và chuẩn hóa các sản phẩm vàng mang thương hiệu của ngân hàng, sau khi Nghị định 232 được hướng dẫn áp dụng cụ thể
	176	292	433	381	116,5%	446	17,1%	30,5%	3,0%	Triển vọng tăng trưởng của xuất khẩu trang sức khi miễn thuế xuất khẩu
Giá vốn hàng bán	(27.273)	(28.961)	(32.695)	(34.555)	26,7%	(40.206)	16,4%	19,3%	23,0%	Kỳ vọng tăng do thay đổi chính sách thu mua lại vàng trang sức từ khách hàng
Lợi nhuận gộp	7.703	7.370	7.575	8.245	7,0%	9.423	14,3%	11,9%	24,4%	
Biên LNG	22,0%	20,3%	18,8%	19,3%	-2,7 đ%	19,0%	-0,3 đ%	-1,0 đ%	0,2 đ%	Kỳ vọng biên lợi nhuận thu hẹp do thay đổi chính sách mua lại vàng miếng
Chi phí BH&QLDN	(4.166)	(4.131)	(4.315)	(4.352)	4,5%	(4.444)	2,1%	5,3%	3,0%	
CP BH&QLDN/doanh thu	11,9%	11,4%	10,7%	10,2%	-1,7 đ%	9,0%	-1,2 đ%	-1,2 đ%	-1,7 đ%	Kỳ vọng tiếp tục quản lý tốt chi phí vận hành trong khi tăng trưởng doanh thu
Chi phí bán hàng	(3.293)	(3.368)	(3.471)	(3.406)	3,4%	(3.478)	2,1%	1,1%	0,2%	
Chi phí QLDN	(873)	(763)	(844)	(946)	8,4%	(966)	2,1%	24,0%	14,5%	
Lợi nhuận từ HĐKD	3537	3239	3260	3893	0,101	4979	27,9%	0,202	52,7%	
Lợi nhuận trước thuế	3.589	3.285	3.324	3.889	8,4%	5.010	28,8%	18,4%	50,7%	
Lợi nhuận ròng	2.869	2.618	2.649	3.107	8,3%	4.003	28,8%	18,7%	51,1%	Lợi nhuận chủ yếu được tác động bởi biến động mảng trang sức

Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo Công ty

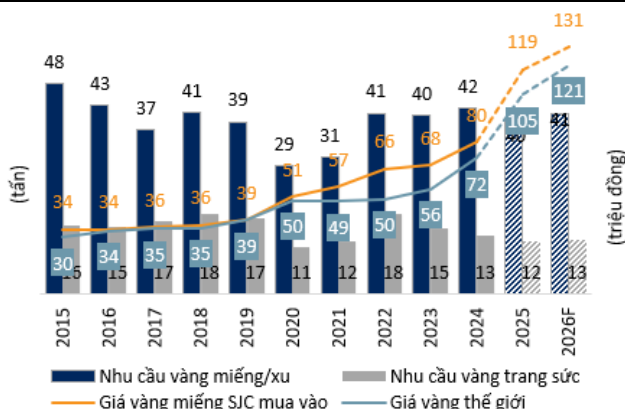
Nguồn cung cải thiện hứa hẹn một mùa bán lẻ sôi động

Giá vàng được kỳ vọng tăng nhẹ trong năm 2026, khi FED nhiều khả năng duy trì mật bằng lãi suất thấp. Các xung đột đang diễn ra ở một số khu vực được cho là sẽ tiếp tục củng cố vai trò của vàng như một tài sản trú ẩn an toàn quan trọng trên toàn cầu. Giá vàng SJC trong nước do SJC niêm yết đã tăng vọt lên VND180 triệu/lượng. Trong bối cảnh giá vàng cao và nguồn cung vàng trong nước hạn chế, các nhà bán lẻ trang sức có cơ sở điều chỉnh tăng giá các dòng sản phẩm trung và cao cấp.

Ngoài ra, doanh số bán lẻ dự kiến tăng 15% svck trong năm 2026, nhờ: (1) sự phục hồi của chi tiêu không thiết yếu; (2) xu hướng dịch chuyển từ các cửa hàng nhỏ lẻ truyền thống sau khi siết chặt quản lý thuế; và (3) khả năng mở rộng hệ thống cửa hàng, tập trung vào khu vực miền Bắc. PNJ tự tin về nguồn cung

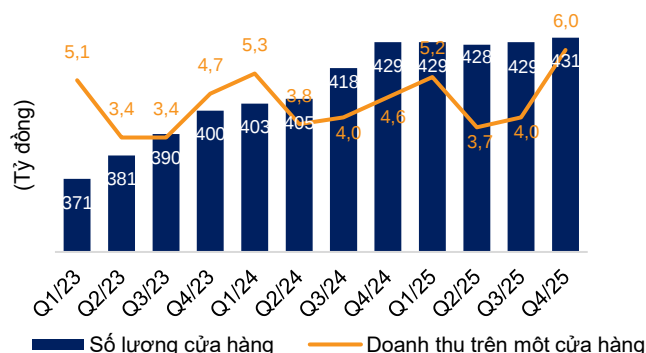
nguyên liệu cho hoạt động bán lẻ năm 2026 nhờ định hướng của Chính phủ trong việc quản lý nguồn cung vàng trong nước và chính sách mua lại mới mang lại lợi ích cho khách hàng thu đổi.

Hình 4: Giá vàng tăng mạnh đã khiến sản lượng bán vàng sụt giảm, mặc dù tổng giá trị giao dịch tại Việt Nam vẫn tiếp tục tăng mạnh.



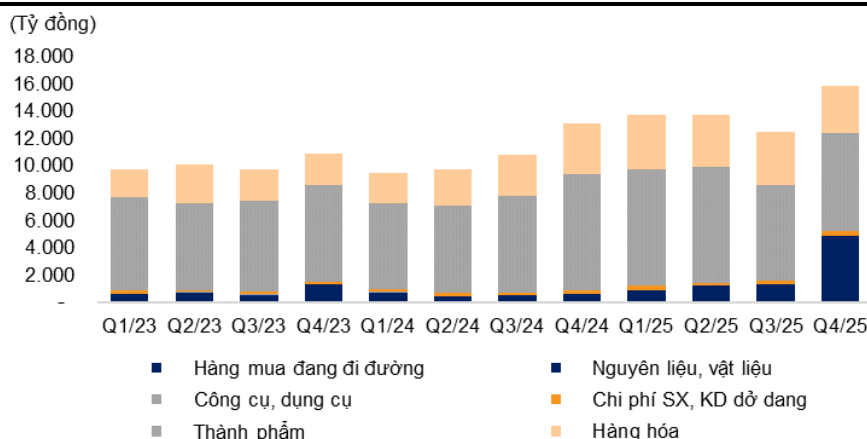
Nguồn: VNDIRECT, Tổng cục Thống kê

Hình 5: Doanh thu/cửa hàng dự kiến sẽ duy trì mức cao nửa đầu năm



Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo Công ty

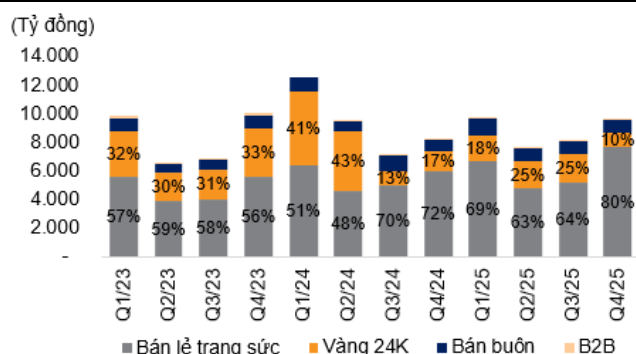
Hình 6: PNJ chuẩn bị tốt nguyên liệu cho 2026 từ quý 4/2025



Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo công ty

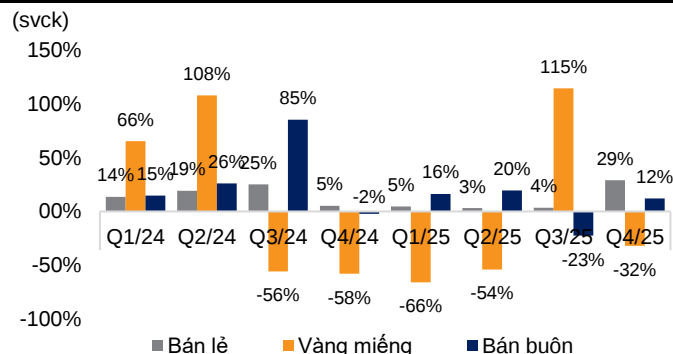
Trong 1Q25, doanh số vàng miếng giảm 58% svck do nguồn cung nguyên liệu bị thắt chặt trong bối cảnh giá vàng ở mức cao. Tuy nhiên, nguồn cung đã có dấu hiệu cải thiện từ giữa năm 2025 nhờ việc ban hành nghị định 232, văn bản đã xóa bỏ cơ chế độc quyền của Nhà nước trong hoạt động nhập khẩu và sản xuất vàng miếng, cùng chính sách tận dụng hàng tồn kho và mua lại linh hoạt của PNJ. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu vàng miếng sẽ phục hồi khoảng 20% trong năm 2026.

Hình 7: Tỷ trọng vàng miếng của PNJ tăng trở lại mức 2023



Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo Công ty

Hình 8: Bán lẻ trang sức kỳ vọng duy trì đà phục hồi



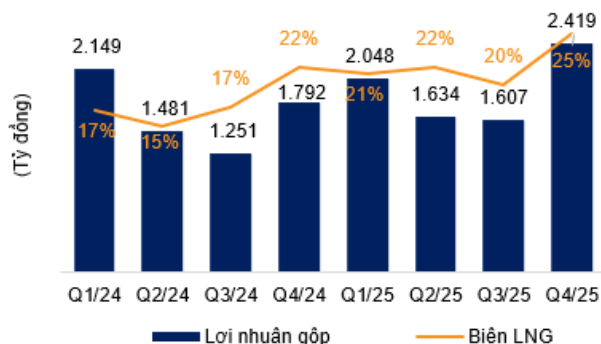
Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo Công ty

Chính sách thu mua thay đổi có thể giảm biên lợi nhuận gộp trang sức

Từ tháng 11/2025, PNJ đã cập nhật chính sách thu đổi, chuyển từ mua lại với mức chiết khấu trên giá bán sản phẩm cũ sang chiết khấu trên giá vàng nguyên liệu tại thời điểm hiện tại. Thay đổi này nhằm tăng tính linh hoạt và gia tăng giá trị thu đổi cho khách hàng, đặc biệt trong bối cảnh giá vàng biến động mạnh và nguồn cung nguyên liệu vàng hạn chế.

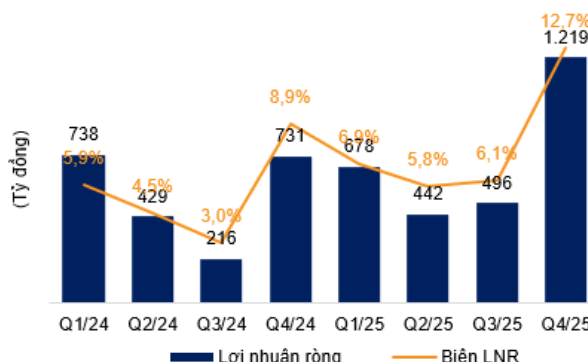
Chính sách này cũng gián tiếp giúp PNJ tăng lượng vàng nguyên liệu đầu vào và quản trị rủi ro biến động giá thị trường tốt hơn. Mặc dù ban lãnh đạo cho biết biên lợi nhuận gộp vẫn sẽ duy trì trên 20%, việc điều chỉnh tỷ lệ chiết khấu có thể khiến biên LNG thu hẹp trên cơ sở năm, do chính sách trước đây đem lại giá vốn sản phẩm thấp hơn.

Hình 9: Biên lợi nhuận gộp cao kỷ lục ở quý 4/2025



Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo Công ty

Hình 10: Biên lợi nhuận ròng kỳ vọng duy trì mức cao nhờ kiểm soát tốt chi phí



Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo Công ty

Tiềm năng tăng doanh số ở các phân khúc khác

Sau khi Nghị định 232 được ban hành, PNJ cùng một số ngân hàng thương mại đã nộp hồ sơ xin phê duyệt nhập khẩu và sản xuất vàng miếng. Hiện có 9 ngân hàng đáp ứng điều kiện về vốn để được phép xuất khẩu và sản xuất vàng miếng. Một số ngân hàng cho biết có kế hoạch thuê ngoài gia công vàng miếng mang thương hiệu riêng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng PNJ – đơn vị có năng lực sản xuất lớn nhất hiện nay – có thể giành được các hợp đồng B2B tiềm năng, qua đó thúc đẩy doanh số B2B tăng khoảng 30% svck.

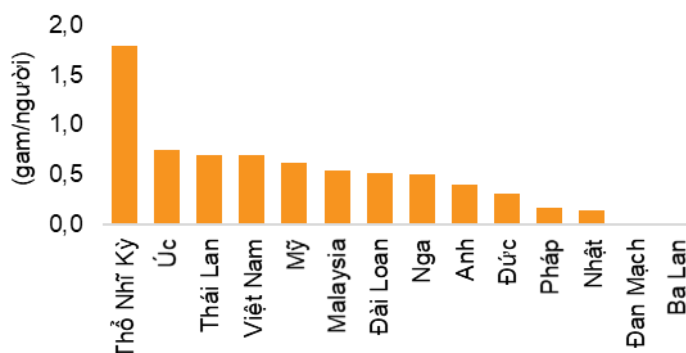
Chính phủ cũng đã giảm thuế xuất khẩu trang sức từ 1% xuống 0%, điều này có thể hỗ trợ lợi nhuận của các nhà sản xuất trong nước. Hiện PNJ đang xuất khẩu sang 13 quốc gia, tuy nhiên doanh thu xuất khẩu mới chỉ đóng góp khoảng 1% tổng doanh thu. Chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng này có thể tăng từ năm 2026, dù vẫn chiếm tỷ lệ nhỏ trong cơ cấu doanh thu chung.

Hình 11: Các ngân hàng thương mại đủ điều kiện vốn để xin cấp phép sản xuất vàng miếng



Nguồn: VNDIRECT Research

Hình 12: Nhu cầu tiêu thụ vàng/người ở các thị trường quốc tế của PNJ năm 2024



Nguồn: VNDIRECT Research, Hội đồng Vàng Thế giới

Định giá: Khuyến nghị Nắm giữ với giá mục tiêu tăng lên 132.600đ/cp

Chúng tôi định giá dựa trên sự kết hợp tỷ trọng ngang bằng giữa phương pháp DCF và P/E. Giá mục tiêu được điều chỉnh tăng 17% do tác động tổng hợp từ:

- Mô hình DCF: Chúng tôi điều chỉnh WACC từ 9,3% lên 9,4% do tăng lãi suất phi rủi ro lên 3,6% và giảm chi phí nợ vay xuống 6%.
- Định giá P/E: Giảm P/E của các doanh nghiệp so sánh (peers) từ 18 lần xuống 14,5 lần.
- Lợi nhuận sau thuế vượt kỳ vọng trong 4Q25.

Động lực tăng giá bao gồm: 1) Doanh số dòng trang sức mới tốt hơn kỳ vọng; và 2) Sự phục hồi mạnh hơn dự kiến của doanh số vàng miếng.

Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) Mở rộng cửa hàng/doanh số chậm hơn kỳ vọng; và 2) nhu cầu trang sức yếu hơn dự kiến.

Hình 13: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	133.900	50%	66.950
P/E	131.370	50%	65.685
Giá trung bình (đồng)			20,9
Giá mục tiêu (Làm tròn)			132.600

Nguồn: VNDIRECT

Hình 14: Định giá theo hệ số (P/E)

LNST tính EPS 2026 (tỷ đồng)	3.107
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (CP)	342.919.000
EPS (đồng)	9.060
P/E mục tiêu	14,5
Giá mục tiêu (đồng)	131.370

Nguồn: VNDIRECT

Hình 15: Giá định

Chi phí sử dụng vốn	
Beta	0,9
Phần bù rủi ro thị trường	8,1%
Lãi suất phi rủi ro	3,6%
Chi phí vốn CSH	10,9%
Chi phí sử dụng nợ	6,0%
Thuế DN	20,3%
WACC	9,4%

Nguồn: VNDIRECT

Hình 16: Giá mục tiêu

Phương pháp DCF (tỷ đồng)	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	8.094
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	39.533
Giá trị doanh nghiệp	47.627
Tiền và tương đương tiền	2.529
Tổng nợ	(4.223)
Giá trị vốn CSH	45.933
SL cổ phiếu (triệu)	343
Giá cổ phiếu (VND)	133.900

Nguồn: VNDIRECT

Hình 17: Định giá DCF - tóm tắt dòng tiền tự do

Định giá DCF	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
LNTT	2.670	3.537	3.893	4.979	5.963	6.322	6.730	7.162
Thuế	-538	-720	-782	-1.007	-1.227	-1.309	-1.408	-1.506
Khấu hao	81	85	79	87	96	105	116	127
Chi phí vốn	-90	-125	-158	-174	-191	-211	-232	-255
Thay đổi vốn lưu động	-2.726	-3.590	-2.521	-2.481	-3.630	-3.031	-1.984	-1.434
Dòng tiền tự do	-603	-813	511	1.404	1.011	1.876	3.222	4.094
Dòng tiền tự do hiện tại			460	1.123	809	1.313	1.933	2.456
Dòng tiền dài hạn								65.888
Giá trị hiện tại dòng tiền dài hạn								39.533

Nguồn: VNDIRECT, Bloomberg

Hình 18: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 13/02/2026)

Tên doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa	LN ròng	Tỷ lệ nợ ròng/VCSH	ROE (%)	P/B	P/E	P/E điều chỉnh
Đơn vị		(triệu USD)	2025 (tr USD)	2025 svck	TTM (lần)	2025 (lần)	TTM (lần)	2025 (lần)
Phu Nhuan Jewelry JSC	Việt Nam	1.576	108,8	48%	13%	23,1	23,1	3,1
Luk Fook Holdings International Ltd	Hồng Kông	2.390	141,1	-55%	7%	9,6	8,4	1,4
Lao Feng Xiang Co Ltd	Trung Quốc	2.748	270,8	-12%	-23%	12,8	na	1,8
Zojirushi Corp	Nhật Bản	750	40,1	17%	-35%	6,8	6,8	1,1
PC Jeweller Ltd	Ấn Độ	809	68,3	na	34%	12,7	12,7	1,0
Trung vị		1.600	104,7	-12%	-8%	11,2	8,4	1,3
Trung bình		1.674	130,1	-17%	-4%	10,5	9,3	1,3

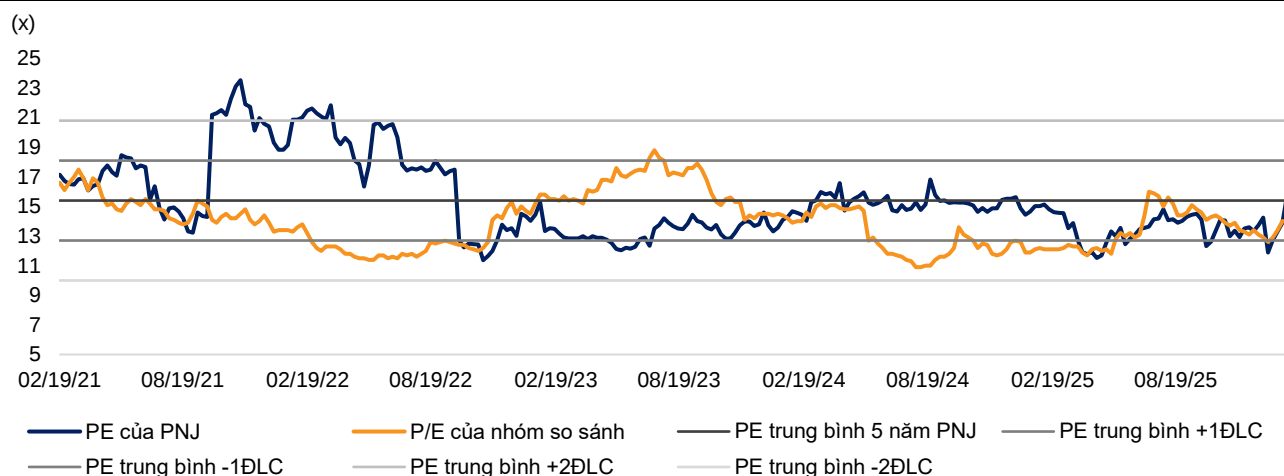
Nguồn: VNDIRECT, Bloomberg

Hình 19: Phân tích độ nhạy

Tăng trưởng dài hạn	Chi phí vốn							
		9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	12,4%
	2,1%	134.600	130.900	127.200	125.100	122.500	120.000	110.100
	2,4%	137.800	133.700	129.700	127.400	124.600	121.900	111.500
	2,7%	141.300	136.800	132.500	129.900	126.800	123.900	113.100
	3,0%	145.300	140.200	135.500	132.600	129.200	126.100	114.700
	3,3%	149.700	144.000	138.800	135.600	131.900	128.500	116.500
	3,6%	154.600	148.200	142.500	139.000	134.800	131.100	118.400
	3,9%	160.200	153.000	146.600	142.600	138.100	133.900	120.500

Nguồn: VNDIRECT

Hình 20: P/E 5 năm của PNJ và các DN so sánh



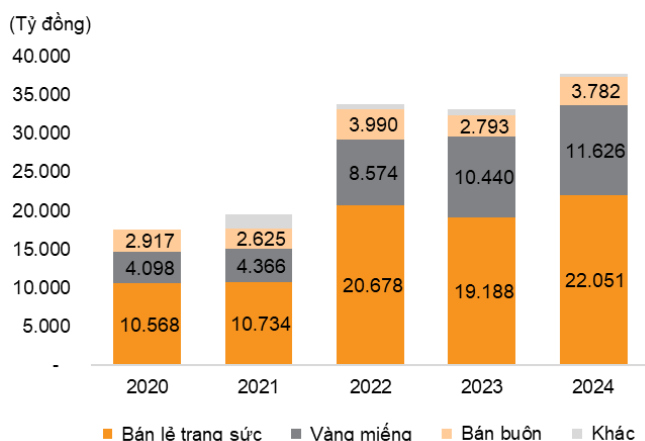
Nguồn: VNDIRECT, Bloomberg

Phụ lục 1: Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập từ năm 1988, PNJ đã trở thành công ty dẫn đầu thị trường trang sức bán lẻ có thương hiệu tại Việt Nam với các mặt hàng có chất lượng cao, kiểu dáng đa dạng.

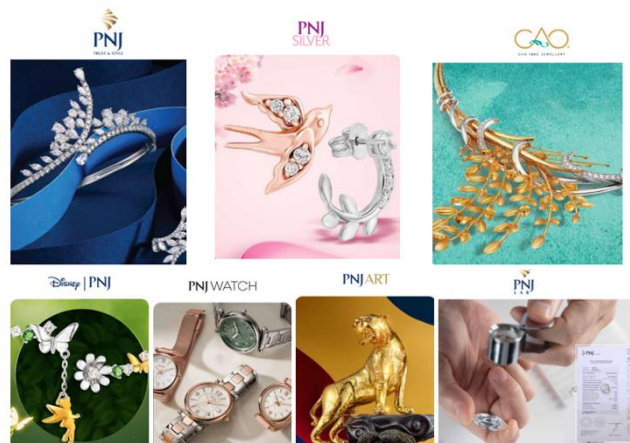
- PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ, cung cấp ra thị trường các sản phẩm trang sức bao gồm trang sức vàng, bạc, kim cương. Ngoài ra, công ty còn kinh doanh vàng 24K và gia công trang sức cho các khách hàng lớn trong nước.
- So với các doanh nghiệp cùng ngành, PNJ có lợi thế cạnh tranh lớn về năng lực sản xuất khi sở hữu 2 nhà máy ở Gò Vấp và Long Hậu (tổng công suất hơn 4 triệu sản phẩm/năm) với hơn 1.000 nghệ nhân và thợ kim hoàn.
- Tính đến 2024, công ty sở hữu hệ thống bán lẻ rộng khắp cả nước với hơn 400 cửa hàng không ngừng được mở rộng và nâng cấp, hệ thống bán hàng Omnichannel thông qua website và ứng dụng di động mang đến cho khách hàng trải nghiệm toàn diện với các chương trình khuyến mãi và chăm sóc khách hàng được làm mới thường xuyên.
- PNJ sở hữu đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm, nhiệt tình và năng động, với trung bình 20 năm kinh nghiệm trong ngành. Hiện tại, công ty đang chiếm lĩnh hơn 55% thị phần trang sức với lượng lớn khách hàng thuộc phân khúc trung đến cao cấp.

Hình 11: Doanh thu của PNJ theo từng mảng



Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo Công ty

Hình 22: Danh mục sản phẩm đa dạng của PNJ



Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo Công ty

Phụ lục 2: Dự phóng tài chính

Báo cáo kết quả kinh doanh

(Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Doanh thu thuần	33.876	33.137	37.823	34.976	42.800	49.629	55.524
Bán lẻ trang sức	20.732	19.286	22.051	24.343	27.863	31.493	35.188
Vàng 24K	8.571	10.438	11.649	6.610	9.555	11.689	12.981
Bán buôn	4.065	2.817	3.782	3.847	5.001	6.001	6.901
Giá vốn hàng bán	(27.949)	(27.078)	(31.149)	(27.273)	(34.555)	(40.206)	(45.023)
Lợi nhuận gộp	5.927	6.059	6.674	7.703	8.245	9.423	10.501
Chi phí quản lý DN	(674)	(694)	(796)	(873)	(946)	(966)	(976)
Chi phí bán hàng	(2.828)	(2.836)	(3.208)	(3.293)	(3.406)	(3.478)	(3.562)
EBITDA thuần	2.505	2.610	2.751	3.622	3.972	5.066	6.059
Chi phí khấu hao	80	81	81	85	79	87	96
LN HĐ trước thuế & lãi vay	2.425	2.529	2.670	3.537	3.893	4.979	5.963
Thu nhập tài chính	(94)	(119)	(47)	(119)	(165)	(192)	(151)
Chi phí tài chính	(141)	(143)	(94)	(165)	(165)	(192)	(151)
Thu nhập ròng khác	(25)	5	(1)	69	(51)	(60)	(67)
Thu nhập từ các công ty LDLC	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	2.313	2.489	2.651	3.589	3.889	5.010	6.102
Chi phí thuế	(502)	(518)	(538)	(720)	(782)	(1.007)	(1.227)
Lợi nhuận ròng	1.811	1.971	2.113	2.869	3.107	4.003	4.875

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tiền & Tương đương tiền	880	896	1.123	522	1.260	2.893	2.198
Đầu tư tài chính ngắn hạn	200	810	1.020	2.007	2.868	3.821	4.831
Các khoản phải thu ngắn hạn	302	217	401	157	312	403	366
Hàng tồn kho	10.506	10.941	13.015	15.836	18.169	19.903	22.691
Tài sản ngắn hạn khác	80	96	133	96	128	149	167
Tổng tài sản ngắn hạn	11.968	12.960	15.692	18.618	22.737	27.169	30.253
Tài sản cố định	882	883	857	857	936	1.023	1.118
Tổng tài sản đầu tư	31	33	69	101	95	95	95
Tài sản dài hạn khác	364	449	474	472	578	670	750
Phải thu dài hạn	94	105	116	121	128	149	167
Tài sản dài hạn	1.371	1.470	1.516	1.551	1.737	1.937	2.130
Tổng tài sản	13.339	14.430	17.208	20.169	24.474	29.106	32.383
Nợ vay ngắn hạn	2.683	2.384	3.342	4.223	5.166	5.990	4.720
Phải trả người bán ngắn hạn	277	255	624	334	758	919	1.019
Phải trả ngắn hạn khác	1.893	1.675	1.949	2.293	2.106	2.349	2.642
Tổng nợ ngắn hạn	4.883	4.613	5.942	6.877	8.064	9.298	8.426
Nợ vay dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	10	9	10	13	13	13	13
Vốn góp của chủ sở hữu	2.462	3.282	3.381	3.413	3.445	3.477	3.509
Lợi nhuận giữ lại	2.522	2.740	3.301	4.412	5.871	7.415	9.849
Vốn chủ sở hữu	8.444	9.806	11.255	13.276	15.023	17.652	21.141
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
Tổng nợ và VCSH	13.339	14.430	17.208	20.169	24.474	29.106	32.383

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Lợi nhuận trước thuế	2.312	2.489	2.651	3.549	3.889	5.010	6.102
Khấu hao	80	81	81	85	79	87	96
Thuế đã nộp	(464)	(466)	(555)	(607)	(782)	(1.007)	(1.227)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0	0	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	(2.358)	(1.126)	(2.726)	(3.590)	(2.521)	(2.481)	(3.630)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	101	1.502	85	28	1.451	2.585	2.429
Đầu tư TSCĐ	(52)	(82)	(90)	(125)	(158)	(174)	(191)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	2	1	0	0	0	0	0
Các khoản khác	0	0	0	0	(106)	(92)	(80)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	20	68	39	82	0	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(370)	(577)	(211)	(902)	(1.013)	(1.127)	(1.201)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	1.447	0	67	65	32	32	32
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(39)	(299)	957	882	943	824	(1.270)
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức	(617)	(611)	(672)	(674)	(680)	(687)	(693)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	791	(910)	352	273	295	169	(1.931)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	355	880	896	1.123	523	1.260	2.893
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	522	15	226	(601)	733	1.627	(703)
Số dư tiền cuối kỳ	880	895	1.124	523	1.260	2.893	2.198

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EPS (VND)	7.645	6.863	6.343	8.366	9.060	11.673	14.216
P/E	11,2	12,3	15,3	11,5	12,9	10,0	8,2
PEG 1 năm	0,2	(1,2)	(2,0)	0,4	1,6	0,3	0,4
P/S	2,5	2,5	2,6	2,8	2,7	2,4	2,1
P/B	2,0	2,3	2,4	2,1	2,1	1,8	1,5
Tỷ suất cổ tức	2,9%	2,2%	2,0%	2,0%	1,7%	1,7%	1,7%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	34,1%	31,0%	31,8%	23,5%	21,9%	17,2%	14,2%
Chỉ số tăng trưởng							
Tăng trưởng doanh thu	73,3%	-2,2%	14,1%	-7,5%	22,4%	16,0%	11,9%
Tăng trưởng LN gộp	64,7%	2,2%	10,2%	15,4%	7,0%	14,3%	11,4%
Tăng trưởng LN ròng	76,2%	8,8%	7,2%	35,8%	8,3%	28,8%	21,8%
Tăng trưởng EPS	69,3%	-10,2%	-7,6%	31,9%	8,3%	28,8%	21,8%
Chỉ số hiệu quả sinh lời							
Biên LN gộp	17,5%	18,3%	17,6%	22,0%	19,3%	19,0%	18,9%
Biên EBITDA	7,4%	7,9%	7,3%	10,4%	9,3%	10,2%	10,9%
Biên LN hoạt động	7,2%	7,6%	7,1%	10,1%	9,1%	10,0%	10,7%
Biên LN ròng	5,3%	5,9%	5,6%	8,2%	7,3%	8,1%	8,8%
ROAA	14,0%	14,0%	12,0%	14,0%	12,7%	13,8%	15,1%
ROAE	21,0%	20,0%	19,0%	22,0%	20,7%	22,7%	23,1%
Chỉ số đòn bẩy							
Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	25,8	21,3	56,8	29,7	23,6	25,9	39,5
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	17,2	13,0	20,1	14,8	12,3	13,8	17,7
Nợ vay/ Vốn	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2
Nợ vay/ VCSH	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
Nợ vay ròng/ VCSH	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1
Chỉ số thanh khoản							
Vòng quay tổng tài sản	2,8	2,4	2,4	1,9	1,9	1,9	1,8
Vòng quay khoản phải thu	163,3	127,7	122,4	125,4	182,5	138,8	144,4
Số ngày phải thu	2,2	2,8	2,9	2,9	2,0	2,6	2,5
Vòng quay khoản phải trả	58,4	101,8	70,9	56,9	63,3	47,9	46,5
Số ngày phải trả	6,2	3,5	5,1	6,3	5,7	7,5	7,7
Vòng quay hàng tồn kho	2,9	2,5	2,6	1,9	2,0	2,1	2,1
Số ngày tồn kho	124,1	144,0	138,5	189,5	180,0	171,4	171,4
Hệ số thanh toán hiện hành	4,5	5,4	4,7	4,4	4,4	4,5	6,4
Hệ số thanh toán nhanh	0,4	0,7	0,6	0,6	0,8	1,1	1,5

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) 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.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Nghiên cứu và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Phạm Thị Bích Ngọc – Trưởng phòng Tiêu dùng và Bán lẻ

Email: ngoc.phambich@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>