

## Mua vào (giữ nguyên)

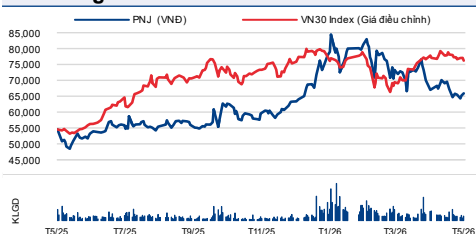
Giá mục tiêu: VNĐ100,000 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 52.0%

| Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2026) | 65,800                        |
|---------------------------------|-------------------------------|
| Mã Bloomberg                    | PNJ VN                        |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)        | 48,460-84,671                 |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)        | 65,300                        |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)       | 33,671                        |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)     | 1,279                         |
| Slg CP lưu hành (tr.đv)         | 512                           |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)   | 251                           |
| Slg CP NN được mua (tr.đv)      | 0.61                          |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN        | 49.0%                         |
| Tỷ lệ sở hữu của NN             | 48.9%                         |
| 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  | (2.23) | (19.0) | 20.6    |
| So với chỉ số    | (1.11) | (16.5) | (13.7)  |
| So với ngành     | -      | -      | -       |

Nguồn: Công ty, FactSet

## HSC và trung bình thị trường

| EPS ĐC (đồng) | HSC   | Thị trường | % ch.lệch |
|---------------|-------|------------|-----------|
| 2026F         | 6,724 | 7,004      | (4.0)     |
| 2027F         | 7,721 | 7,542      | 2.4       |
| 2028F         | 9,002 | 8,487      | 6.1       |

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

## Triển vọng vẫn tích cực; Mua vào

- KQKD Q1/2026 của PNJ tích cực và vượt kỳ vọng, với doanh thu thuần tăng mạnh 79% so với cùng kỳ đạt 17.245 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng mạnh 116% so với cùng kỳ đạt 1.467 tỷ đồng, cao hơn 22% so với dự báo của HSC.
- HSC dự báo tăng trưởng sẽ chậm lại trong phần còn lại của năm nay, một phần do nhu cầu dần trở lại mức bình thường, nhưng vẫn duy trì tích cực. Chúng tôi nâng 2-5% dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027 nhờ doanh thu bán lẻ cũng như tỷ suất lợi nhuận mạnh hơn; các dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 21%.
- Giảm 19% trong 3 tháng qua, cổ phiếu PNJ hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 9,2 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn (tương đương 23%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 12 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu 100.000đ (giá định WACC cao hơn đã bù trừ cho việc nâng dự báo), tương ứng tiềm năng tăng giá 52%.

## Sự kiện: Cập nhật sau KQKD Q1/2026

PNJ công bố KQKD Q1/2026 tích cực và vượt kỳ vọng, với doanh thu thuần tăng 79% so với cùng kỳ đạt 17.245 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng mạnh 117% so với cùng kỳ đạt 1.467 tỷ đồng, cao hơn 22% so với dự báo của HSC. Tăng trưởng được thúc đẩy nhờ doanh thu vàng 24K tăng gấp 3,5 lần so với cùng kỳ, trong khi doanh thu bán lẻ và bán sỉ vẫn duy trì tích cực với mức tăng lần lượt 22% và 35% so với cùng kỳ. Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 20% (từ mức 21,3% trong Q1/2025) do cơ cấu doanh thu chuyển dịch mạnh sang mảng vàng 24K có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn, với tỷ trọng đóng góp tăng lên 43% doanh thu từ mức 18% cùng kỳ năm trước.

## Tác động: Tăng 2-5% dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027

HSC kỳ vọng tăng trưởng sẽ tiếp tục duy trì tích cực trong các quý tới, dù tốc độ tăng trưởng có thể chậm lại khi nhu cầu dần trở lại mức bình thường (cộng với mức nền cao) bắt đầu ảnh hưởng đến đà tăng trưởng. Chúng tôi tăng 2-5% dự báo cho các năm 2026-2027, nhờ tăng giá định doanh thu bán lẻ và tỷ suất lợi nhuận gộp. Theo đó, HSC hiện dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng 34% đạt 3.777 tỷ đồng trong năm 2026, sau đó tăng trưởng 15% đạt 4.337 tỷ đồng trong năm 2027 và tăng trưởng 17% đạt 5.057 tỷ đồng trong năm 2028.

## Định giá và khuyến nghị

Giảm 19% trong 3 tháng qua và kém hơn VN Index dù KQKD Q1/2026 tích cực, cổ phiếu PNJ hiện đang giao dịch ở mức định giá hấp dẫn với P/E dự phóng 12 tháng tới là 9,2 lần (dựa trên dự báo của HSC), thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn (tương đương 23%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 12 lần. PNJ cũng đang có P/E năm 2026 là 9,7 lần, thấp hơn 34% so với bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực ở mức 14,8 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu 100.000đ (giá định WACC cao hơn đã bù trừ cho việc nâng dự báo), tương ứng tiềm năng tăng giá 52%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 1/6.

| Cuối năm: Tháng 12        | 12-24A | 12-25A | 12-26F  | 12-27F  | 12-28F  |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng)       | 2,751  | 3,623  | 4,819 ▲ | 5,518   | 6,381   |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 2,113  | 2,829  | 3,777 ▲ | 4,337   | 5,057   |
| EPS ĐC (đồng)             | 3,798  | 5,037  | 6,724 ▲ | 7,721   | 9,002   |
| DPS (đồng)                | 2,000  | 2,001  | 2,002 ▲ | 2,003 ▲ | 2,004 ▲ |
| BVPS (đồng)               | 22,206 | 25,943 | 31,333  | 37,721  | 45,389  |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 12.9   | 10.3   | 7.58    | 6.55    | 5.50    |
| P/E ĐC (lần)              | 17.3   | 13.1   | 9.79    | 8.52    | 7.31    |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 3.04   | 3.04   | 3.04    | 3.04    | 3.05    |
| P/B (lần)                 | 2.96   | 2.54   | 2.10    | 1.74    | 1.45    |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 2.01   | 32.6   | 33.5    | 14.8    | 16.6    |
| ROAE (%)                  | 20.1   | 23.1   | 25.8    | 24.5    | 23.8    |

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

## Duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu, tiềm năng tăng giá 52%

KQKD Q1/2026 của PNJ tích cực và vượt kỳ vọng, với doanh thu thuần tăng mạnh 79% so với cùng kỳ đạt 17.245 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng mạnh 117% so với cùng kỳ đạt 1.467 tỷ đồng (cao hơn 22% so với dự báo của HSC). Dù tăng trưởng nhiều khả năng sẽ chậm lại (một phần do nhu cầu dần trở lại mức bình thường), HSC kỳ vọng đà tăng trưởng vẫn sẽ duy trì tích cực. Chúng tôi tăng 2-5% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027 nhờ doanh thu bán lẻ và tỷ suất lợi nhuận cao hơn dự kiến (lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 21,4%). Sau nhịp điều chỉnh gần đây (mà theo quan điểm của HSC là không hợp lý), PNJ đang có mức định giá hấp dẫn với P/E dự phóng 12 tháng tới là 9,2 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 12 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 100.000đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 52%.

### KQKD Q1/2026: Tích cực và vượt dự báo

PNJ công bố KQKD Q1/2026 tích cực, vượt dự báo của HSC. Doanh thu thuần tăng mạnh 79% so với cùng kỳ đạt 17.245 tỷ đồng; lợi nhuận thuần tăng mạnh 117% so với cùng kỳ đạt 1.467 tỷ đồng, cao hơn 22% so với dự báo của HSC. Tăng trưởng được thúc đẩy nhờ mảng vàng 24K với doanh thu tăng mạnh 354% so với cùng kỳ. Doanh thu bán lẻ vẫn duy trì tích cực với mức tăng 22% so với cùng kỳ, trong khi doanh thu bán sỉ tăng 35% so với cùng kỳ.

Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 20% từ mức 21,3% trong Q1/2025 do cơ cấu doanh thu chuyển dịch mạnh sang mảng vàng 24K, với tỷ trọng đóng góp tăng lên 43% doanh thu trong Q1/2026 từ mức 18% cùng kỳ năm trước. HSC ước tính tỷ suất lợi nhuận của cả mảng trang sức bán lẻ và vàng 24K đều cải thiện trong quý.

Tăng trưởng nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì trong các quý tới – dù với tốc độ chậm hơn – khi nhu cầu dần trở lại mức bình thường và mức nền cao bắt đầu ảnh hưởng đến đà tăng trưởng. HSC tin rằng PNJ sẽ tiếp tục giành thêm thị phần, nhờ việc cơ quan quản lý tăng cường kiểm soát thị trường vàng, qua đó mang lại lợi thế cho các doanh nghiệp lớn tuân thủ đúng quy định pháp luật.

**Bảng 1: KQKD Q1/2026, PNJ**

Lợi nhuận thuần tăng mạnh 116% so với cùng kỳ, vượt 22% dự báo của chúng tôi

| Tỷ đồng         | Q1/2025 | Q1/2026 | So với cùng kỳ |
|-----------------|---------|---------|----------------|
| Doanh thu thuần | 9,635   | 17,245  | 79.0%          |
| Lợi nhuận gộp   | 2,048   | 3,441   | 68.0%          |
| Chi phí BH&QL   | 1,199   | 1,574   | 31.2%          |
| Lợi nhuận thuần | 678     | 1,467   | 116.4%         |

Nguồn: PNJ

**Bảng 2: Các chỉ số quan trọng, PNJ**

Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm so với cùng kỳ do doanh thu mảng vàng 24k tăng mạnh

|                           | Q1/25 | Q1/26 | Chênh lệch (điểm cơ bản) |
|---------------------------|-------|-------|--------------------------|
| Tỷ suất lợi nhuận gộp     | 21.3% | 20.0% | (130)                    |
| Chi phí BH&QL / doanh thu | 12.4% | 9.1%  | (332)                    |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần   | 7.0%  | 8.5%  | 147                      |

Nguồn: PNJ

**Bảng 3: Cơ cấu doanh thu thuần, PNJ**

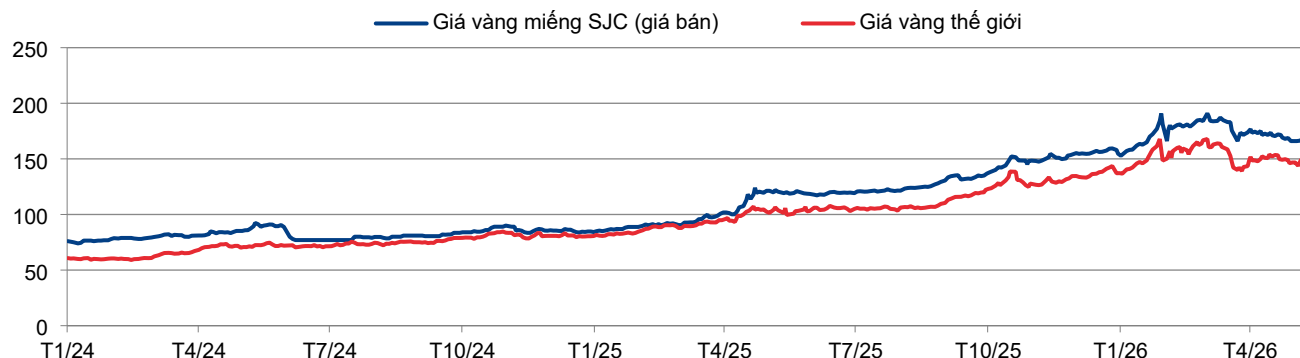
Doanh thu mảng vàng 24k tăng mạnh

| Tỷ đồng     | Q1/2025      | Q1/2026       | So với cùng kỳ |
|-------------|--------------|---------------|----------------|
| Bán lẻ      | 6,730        | 8,190         | 21.7%          |
| Bán buôn    | 1,160        | 1,553         | 33.9%          |
| Vàng 24k    | 1,740        | 7,390         | 324.7%         |
| Khác        | 56           | 112           | 100.0%         |
| <b>Tổng</b> | <b>9,635</b> | <b>17,245</b> | <b>79.0%</b>   |

Nguồn: HSC ước tính

**Biểu đồ 4: Giá vàng thế giới so với giá vàng miếng SJC**

Chênh lệch giá vẫn duy trì ở mức cao



Nguồn: HSC ước tính

**Giảm dự báo giá vàng nhưng xu hướng tăng vẫn không đổi**

Bình quân dự báo thị trường đối với giá vàng đã được điều chỉnh giảm trong những tháng gần đây, với mức dự báo bình quân giảm từ 5.920 USD/oz xuống 5.695 USD/oz sau khi các tổ chức tài chính lớn hạ kỳ vọng do đà tăng ngắn hạn suy yếu. Đáng chú ý, các ngân hàng như Morgan Stanley, J.P. Morgan, HSBC, ANZ và Deutsche Bank đã giảm dự báo trong khi một số tổ chức khác giữ nguyên quan điểm. Dù dự báo đã được điều chỉnh giảm nhưng triển vọng chung vẫn cho thấy giá vàng sẽ tiếp tục xu hướng tăng, khi phần lớn các tổ chức vẫn kỳ vọng giá vàng sẽ duy trì ở mức cao trong khoảng 5.400-6.600 USD/oz đến cuối năm 2026, do bất ổn kinh tế vĩ mô, nhu cầu mua vàng từ các ngân hàng trung ương và dòng vốn tìm đến tài sản trú ẩn an toàn.

**Bảng 5: Dự báo giá vàng thế giới cũ và mới**

Mặc dù một số tổ chức điều chỉnh giảm dự báo, xu hướng tăng của giá vàng vẫn không thay đổi

| Tổ chức          | Giá vàng dự báo (USD/ounce) |              | Thời điểm dự báo |
|------------------|-----------------------------|--------------|------------------|
|                  | Cũ                          | Mới          |                  |
| Bank of America  | 6,000                       | 6,000        | 2026             |
| Jefferies Group  | 6,600                       | 6,600        | Cuối năm 2026    |
| Yardeni Group    | 6,000                       | 6,000        | Cuối năm 2026    |
| Morgan Stanley   | 5,700                       | 5,200        | 2026             |
| Goldman Sachs    | 5,400                       | 5,400        | Cuối năm 2026    |
| UBS              | 6,200                       | 6,200        | 3Q26             |
| J.P. Morgan      | 6,300                       | 6,000        | Cuối năm 2026    |
| HSBC             | 5,000                       | 4,450        | Cuối năm 2026    |
| Deutsche Bank    | 6,000                       | 5,500        | 2026             |
| ANZ Bank         | 6,000                       | 5,600        | Cuối năm 2026    |
| <b>Bình quân</b> | <b>5,920</b>                | <b>5,695</b> |                  |

Nguồn: HSC tổng hợp

**Bảng 6: Điều chỉnh dự báo cho giai đoạn 2026-2028, PNJ**

Chúng tôi nâng 2-6% dự báo lợi nhuận thuần

| Tỷ đồng         | Dự báo cũ | Dự báo mới | Điều chỉnh | Tăng trưởng |
|-----------------|-----------|------------|------------|-------------|
| <b>2026F</b>    |           |            |            |             |
| Doanh thu thuần | 43,190    | 50,572     | 17.1%      | 44.6%       |
| Lợi nhuận thuần | 3,580     | 3,777      | 5.5%       | 33.5%       |
| <b>2027F</b>    |           |            |            |             |
| Doanh thu thuần | 49,613    | 58,132     | 17.2%      | 14.9%       |
| Lợi nhuận thuần | 4,253     | 4,337      | 2.0%       | 14.8%       |
| <b>2028F</b>    |           |            |            |             |
| Doanh thu thuần | 55,363    | 65,127     | 17.6%      | 12.0%       |
| Lợi nhuận thuần | 4,971     | 5,057      | 1.7%       | 16.6%       |

Nguồn: HSC ước tính

**Tăng 2-5% dự báo lợi nhuận các năm 2026-2027**

HSC tăng 2-5% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027 nhờ tăng giả định doanh thu thuần và tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ. Theo đó, HSC hiện dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng 34% đạt 3.777 tỷ đồng trong năm 2026, tiếp tục tăng trưởng 15% đạt 4.337 tỷ đồng trong năm 2027 và tăng trưởng 17% đạt 5.057 tỷ đồng trong năm 2028. Cụ thể:

- HSC tăng bình quân 17% dự báo doanh thu thuần, chủ yếu phản ánh kỳ vọng cao hơn đối với doanh thu vàng 24K và doanh thu bán sỉ, trong khi giữ nguyên dự báo doanh thu bán lẻ.
- Chúng tôi tăng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng bán lẻ. Tuy nhiên, chúng tôi giảm nhẹ giả định tỷ suất lợi nhuận gộp hợp nhất do tỷ trọng đóng góp từ doanh thu vàng 24K tăng lên trong khi mảng này có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn mảng bán lẻ.

**Bảng 7: Cơ cấu doanh thu thuần, PNJ**

Chúng tôi nâng dự báo doanh thu mảng vàng 24k và mảng bán lẻ

| Tỷ đồng     | 2026F         |               | 2027F         |               | 2028F         |               |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|             | Cũ            | Mới           | Cũ            | Mới           | Cũ            | Mới           |
| Bán lẻ      | 27,818        | 27,818        | 31,999        | 31,999        | 36,403        | 36,403        |
| Tăng trưởng | 14.9%         | 14.9%         | 15.0%         | 15.0%         | 13.8%         | 13.8%         |
| Điều chỉnh  |               | 0.0%          |               | 0.0%          |               | 0.0%          |
| Bán buôn    | 3,935         | 4,722         | 3,935         | 5,667         | 3,935         | 6,800         |
| Tăng trưởng | 0.0%          | 20.0%         | 0.0%          | 20.0%         | 0.0%          | 20.0%         |
| Điều chỉnh  |               | 20.0%         |               | 44.0%         |               | 72.8%         |
| Vàng 24k    | 11,212        | 13,190        | 13,454        | 15,828        | 14,800        | 17,411        |
| Tăng trưởng | 26.0%         | 100.0%        | 20.0%         | 20.0%         | 10.0%         | 10.0%         |
| Điều chỉnh  |               | 17.6%         |               | 17.6%         |               | 17.6%         |
| Khác        | 225           | 225           | 225           | 225           | 225           | 225           |
| Tăng trưởng | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          |
| Điều chỉnh  |               | 0.0%          |               | 0.0%          |               | 0.0%          |
| <b>Tổng</b> | <b>43,190</b> | <b>45,956</b> | <b>49,613</b> | <b>53,718</b> | <b>55,363</b> | <b>60,839</b> |
| Tăng trưởng | 23.5%         | 31.4%         | 14.9%         | 16.9%         | 11.6%         | 13.3%         |
| Điều chỉnh  |               | 6.4%          |               | 8.3%          |               | 9.9%          |

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 8: Dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp, PNJ**

HSC nâng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp mảng bán lẻ nhưng hạ giả định tổng tỷ suất lợi nhuận gộp do tỷ trọng đóng góp từ mảng vàng 24k vào tổng doanh thu tăng lên

|                                   | 2026F |       | 2027F |       | 2028F |       |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                                   | Cũ    | Mới   | Cũ    | Mới   | Cũ    | Mới   |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp             | 21.0% | 20.5% | 21.0% | 19.9% | 21.4% | 20.0% |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng bán lẻ | 31.4% | 32.5% | 31.4% | 32.0% | 31.4% | 32.0% |

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 9: Cơ cấu đóng góp doanh thu theo mảng, PNJ**

Chúng tôi nâng giả định tỷ trọng đóng góp của mảng vàng 24k và mảng bán buôn

|               | 2026F |       | 2027F |       | 2028F |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|               | Cũ    | Mới   | Cũ    | Mới   | Cũ    | Mới   |
| Bán lẻ        | 64.4% | 60.5% | 64.5% | 59.6% | 65.8% | 59.8% |
| Bán buôn      | 9.1%  | 10.3% | 7.9%  | 10.5% | 7.1%  | 11.2% |
| Vàng 24k      | 26.0% | 28.7% | 27.1% | 29.5% | 26.7% | 28.6% |
| Các mảng khác | 0.5%  | 0.5%  | 0.5%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  |

Nguồn: HSC ước tính

**Duy trì giá mục tiêu và khuyến nghị Mua vào**

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu 100.000đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 53% so với thị giá hiện tại.

**Phương pháp định giá**

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá PNJ. Chúng tôi hiện áp dụng giả định WACC ở mức 12% (so với 11,7% trong báo cáo cập nhật trước đó) sau khi tăng giả định chi phí nợ vay lên 7% (từ mức 6% trước đó). Trong khi đó, các giả định khác được giữ nguyên, bao gồm lãi suất phi rủi ro 4%, beta 1 lần, tốc độ tăng trưởng dài hạn 3% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%. HSC cũng lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027.

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

| Tỷ đồng                                 | 2026F        | 2027F        | 2028F        | 2029F        | 2030F        |
|-----------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Lợi nhuận thuần                         | 3,777        | 4,337        | 5,057        | 5,826        | 6,632        |
| + Khấu hao                              | 99           | 108          | 118          | 129          | 141          |
| + Chi phí lãi vay * (1-thuế suất)       | 110          | 115          | 116          | 112          | 106          |
| - Thay đổi vốn lưu động                 | (1,704)      | (1,787)      | (1,794)      | (1,805)      | (1,827)      |
| - Chi phí đầu tư tài sản cố định        | (121)        | (132)        | (143)        | (155)        | (169)        |
| <b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp</b> | <b>2,161</b> | <b>2,642</b> | <b>3,353</b> | <b>4,107</b> | <b>4,884</b> |

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 11: Định giá, PNJ**

Giá mục tiêu là 100.000đ/cp

| Tỷ đồng                                                | Giá trị (giữa 2027) |
|--------------------------------------------------------|---------------------|
| Giá trị dài hạn (với tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%) | 60,561              |
| Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn                   | 40,752              |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do                   | 10,591              |
| <b>Giá trị của doanh nghiệp</b>                        | <b>51,343</b>       |
| Nợ                                                     | (4,601)             |
| Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn                            | 4,451               |
| <b>Giá trị vốn CSH</b>                                 | <b>51,193</b>       |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)                | 512                 |
| <b>Giá trị hợp lý (đồng)</b>                           | <b>100,040</b>      |

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 12: Tính toán WACC, PNJ**

WACC là 12%

|                            | Giá trị      |
|----------------------------|--------------|
| Tỷ trọng 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            | <b>12.8%</b> |
| Tỷ trọng nợ                | 10%          |
| Chi phí nợ                 | 7.0%         |
| Thuế suất                  | 20.0%        |
| <b>Chi phí nợ sau thuế</b> | <b>5.6%</b>  |
| <b>WACC</b>                | <b>12.0%</b> |

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 13: 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 |         |                |         |        |
|----------------------------|------|---------------------|---------|----------------|---------|--------|
|                            |      | 3.0%                | 3.5%    | 4.0%           | 4.5%    | 5.0%   |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn | 2.0% | 100,962             | 96,324  | 92,104         | 88,249  | 84,713 |
|                            | 2.5% | 105,615             | 100,497 | 95,864         | 91,652  | 87,805 |
|                            | 3.0% | 110,839             | 105,155 | <b>100,040</b> | 95,413  | 91,207 |
|                            | 3.5% | 116,748             | 110,390 | 104,706        | 99,593  | 94,970 |
|                            | 4.0% | 123,485             | 116,316 | 109,952        | 104,265 | 99,154 |

Nguồn: HSC ước tính

## Bối cảnh định giá

Giảm 19% trong 3 tháng qua và kém hơn VN Index dù KQKD Q1/2026 tích cực, cổ phiếu PNJ hiện đang giao dịch ở mức định giá hấp dẫn với P/E dự phóng 12 tháng tới là 9,2 lần (dựa trên dự báo của HSC), thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn (tương đương 23%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 12 lần (Biểu đồ 14-15). PNJ cũng đang có P/E năm 2026 là 9,7 lần, thấp hơn 34% so với bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực ở mức 14,8 lần (Bảng 16).

**Biểu đồ 14: P/E trượt dự phóng 1 năm, PNJ**

Dựa theo ước tính của chúng tôi, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,2 lần



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

**Biểu đồ 15: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, PNJ**

...thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 12 lần



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

**Bảng 16: So sánh các công ty cùng ngành, PNJ**

PNJ đang giao dịch với P/E 2026 là 9,7 lần, thấp hơn 34% so với các công ty cùng ngành

| Công ty                         | Mã CK     | Vốn hóa (triệu USD) | P/E 2026    | P/E 2027    |
|---------------------------------|-----------|---------------------|-------------|-------------|
| Chow Tai Fook Jewelry Group Ltd | 1929:HK   | 17,500              | 16.5        | 14.4        |
| Lao Feng Xiang CO. LTD - A      | 600612:CH | 2,896               | 14.1        | 12.3        |
| Chow Sang Sang Holdings         | 116: HK   | 1,129               | 6.7         | 6.5         |
| Guangdong CHJ Industry          | 002345:CH | 1,687               | 23.9        | 17.2        |
| Chow Tai Seng Jewelry Co Ltd    | 002867:CH | 2,080               | 12.6        | 11.4        |
| <b>Bình quân</b>                |           | <b>5,058</b>        | <b>14.8</b> | <b>12.4</b> |
| <b>PNJ</b>                      |           | <b>1,524</b>        | <b>9.7</b>  | <b>8.4</b>  |

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       | 50,572       | 58,132       | 65,127       |
| Lợi nhuận gộp                       | 6,674        | 7,703        | 9,538        | 10,810       | 12,275       |
| Chi phí BH&QL                       | (4,003)      | (4,165)      | (4,817)      | (5,400)      | (6,012)      |
| Thu nhập khác                       | -            | -            | -            | -            | -            |
| Chi phí khác                        | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>EBIT</b>                         | <b>2,670</b> | <b>3,538</b> | <b>4,720</b> | <b>5,410</b> | <b>6,263</b> |
| 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         | 18.5         | 31.8         | 81.7         |
| <b>LNTT</b>                         | <b>2,651</b> | <b>3,549</b> | <b>4,739</b> | <b>5,442</b> | <b>6,344</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (538)        | (720)        | (962)        | (1,105)      | (1,288)      |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| LNST không thường xuyên             | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>2,113</b> | <b>2,829</b> | <b>3,777</b> | <b>4,337</b> | <b>5,057</b> |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>2,113</b> | <b>2,829</b> | <b>3,777</b> | <b>4,337</b> | <b>5,057</b> |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>2,751</b> | <b>3,623</b> | <b>4,819</b> | <b>5,518</b> | <b>6,381</b> |
| EPS (đồng)                          | 3,798        | 5,037        | 6,724        | 7,721        | 9,002        |
| EPS ĐC (đồng)                       | 3,798        | 5,037        | 6,724        | 7,721        | 9,002        |
| DPS (đồng)                          | 2,000        | 2,001        | 2,002        | 2,003        | 2,004        |
| Slg CP bình quân (triệu đv)         | 507          | 512          | 512          | 512          | 512          |
| Slg CP cuối kỳ (triệu đv)           | 507          | 512          | 512          | 512          | 512          |
| Slg 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           | 1,711         | 2,191         | 3,146         |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 1,020         | 2,007         | 2,000         | 3,000         | 4,000         |
| Phải thu khách hàng             | 401           | 157           | 97.6          | 117           | 135           |
| Hàng tồn kho                    | 13,015        | 15,836        | 18,014        | 20,017        | 22,040        |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 133           | 95.5          | 143           | 165           | 185           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>15,693</b> | <b>18,617</b> | <b>21,966</b> | <b>25,490</b> | <b>29,506</b> |
| 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           | 894           | 1,069         | 1,242         |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>1,515</b>  | <b>1,551</b>  | <b>1,774</b>  | <b>1,972</b>  | <b>2,169</b>  |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>17,208</b> | <b>20,168</b> | <b>23,740</b> | <b>27,462</b> | <b>31,675</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 3,342         | 4,223         | 4,552         | 4,651         | 4,559         |
| Phải trả người bán              | 624           | 334           | 502           | 579           | 647           |
| Nợ ngắn hạn khác                | 1,339         | 1,361         | 1,426         | 1,632         | 1,873         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>5,942</b>  | <b>6,878</b>  | <b>7,692</b>  | <b>8,145</b>  | <b>8,434</b>  |
| 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          |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>0.18</b>   | <b>1.72</b>   | <b>1.72</b>   | <b>1.72</b>   | <b>1.72</b>   |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>5,952</b>  | <b>6,893</b>  | <b>7,706</b>  | <b>8,159</b>  | <b>8,448</b>  |
| Vốn chủ sở hữu                  | 11,255        | 13,276        | 16,034        | 19,303        | 23,227        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>11,255</b> | <b>13,276</b> | <b>16,034</b> | <b>19,303</b> | <b>23,227</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>17,208</b> | <b>20,168</b> | <b>23,740</b> | <b>27,462</b> | <b>31,675</b> |
| BVPS (đ)                        | 22,206        | 25,943        | 31,333        | 37,721        | 45,389        |
| Nợ thuần*/(tiền mặt)            | 2,219         | 3,701         | 2,841         | 2,460         | 1,412         |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-24A        | 12-25A        | 12-26F       | 12-27F         | 12-28F         |
|--------------------------------------------|---------------|---------------|--------------|----------------|----------------|
| EBIT                                       | 2,670         | 3,538         | 4,720        | 5,410          | 6,263          |
| 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)         | (962)        | (1,105)        | (1,288)        |
| Thay đổi vốn lưu động                      | (2,118)       | (2,918)       | (1,685)      | (1,778)        | (1,786)        |
| Khác                                       | 8.29          | (58.0)        | (65.2)       | 3.24           | 53.8           |
| <b>LCT thuần từ HĐKD</b>                   | <b>83.2</b>   | <b>26.8</b>   | <b>2,107</b> | <b>2,639</b>   | <b>3,361</b>   |
| 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)         | 7.49         | (1,000)        | (1,000)        |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>(211)</b>  | <b>(902)</b>  | <b>(114)</b> | <b>(1,132)</b> | <b>(1,143)</b> |
| 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           | 328          | 99.0           | (91.6)         |
| Khác                                       | 0             | 0             | (459)        | (453)          | (497)          |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>353</b>    | <b>273</b>    | <b>(804)</b> | <b>(1,027)</b> | <b>(1,262)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 896           | 1,123         | 522          | 1,711          | 2,191          |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>225</b>    | <b>(602)</b>  | <b>1,189</b> | <b>480</b>     | <b>956</b>     |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | 1.60          | 1.24          | -            | -              | -              |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>1,123</b>  | <b>522</b>    | <b>1,711</b> | <b>2,191</b>   | <b>3,146</b>   |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>(7.22)</b> | <b>(97.9)</b> | <b>1,986</b> | <b>2,507</b>   | <b>3,218</b>   |

| Các chỉ số tài chính      | 12-24A | 12-25A | 12-26F | 12-27F | 12-28F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 17.6   | 22.0   | 18.9   | 18.6   | 18.8   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | 7.27   | 10.4   | 9.53   | 9.49   | 9.80   |
| Tỷ suất LNT (%)           | 5.59   | 8.09   | 7.47   | 7.46   | 7.76   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 20.3   | 20.3   | 20.3   | 20.3   | 20.3   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 14.1   | (7.53) | 44.6   | 14.9   | 12.0   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | 5.39   | 31.7   | 33.0   | 14.5   | 15.6   |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | 7.17   | 33.9   | 33.5   | 14.8   | 16.6   |
| Tăng trưởng EPS (%)       | 2.01   | 32.6   | 33.5   | 14.8   | 16.6   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 2.01   | 32.6   | 33.5   | 14.8   | 16.6   |
| Tăng trưởng DPS (%)       | 0      | 0.05   | 0.05   | 0.05   | 0.05   |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 52.7   | 39.7   | 29.8   | 25.9   | 22.3   |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 20.1   | 23.1   | 25.8   | 24.5   | 23.8   |
| ROACE (%)                 | 25.3   | 28.8   | 32.2   | 30.6   | 29.4   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 2.39   | 1.87   | 2.30   | 2.27   | 2.20   |
| Tiềm mặt HD/EBIT (lần)    | 0.03   | 0.01   | 0.45   | 0.49   | 0.54   |
| Số ngày tồn kho           | 153    | 212    | 160    | 154    | 152    |
| Số ngày phải thu          | 4.70   | 2.10   | 0.87   | 0.90   | 0.93   |
| Số ngày phải trả          | 7.32   | 4.47   | 4.47   | 4.47   | 4.47   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | 21.4   | 29.3   | 19.4   | 14.3   | 7.54   |
| Nợ/tài sản (%)            | 20.5   | 21.8   | 20.3   | 18.0   | 15.5   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | 1,026  | 261    | nm     | N/a    | nm     |
| Nợ/EBITDA (lần)           | 1.28   | 1.22   | 1.00   | 0.90   | 0.77   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 2.64   | 2.71   | 2.86   | 3.13   | 3.50   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 0.94   | 1.07   | 0.72   | 0.62   | 0.54   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 12.9   | 10.3   | 7.58   | 6.55   | 5.50   |
| P/E (lần)                 | 17.3   | 13.1   | 9.79   | 8.52   | 7.31   |
| P/E ĐC (lần)              | 17.3   | 13.1   | 9.79   | 8.52   | 7.31   |
| P/B (lần)                 | 2.96   | 2.54   | 2.10   | 1.74   | 1.45   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 3.04   | 3.04   | 3.04   | 3.04   | 3.05   |

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](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)