

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)

KHẢ QUAN +15,0%

Ngành	Trang sức
Ngày báo cáo	11/09/2026
Giá hiện tại	37.300 VND
Giá mục tiêu	42.900 VND
Giá mục tiêu gần nhất	46.500 VND
TL tăng	+15,0%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+15,0%

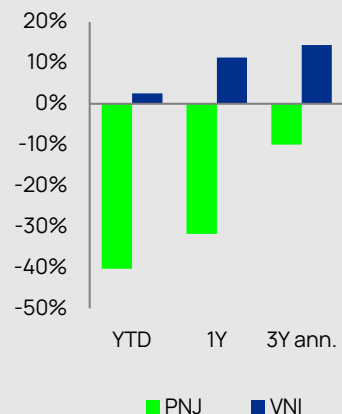
GT vốn hóa	19,8 nghìn tỷ đồng
Room KN	762,7 tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	213 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	511,7 tr
Pha loãng	511,7 tr

	PNJ	VNI
P/E (trượt)	6,9x	14,0x
P/B (hiện tại)	1,4x	2,0x
ROE	18,2%	16,1%
ROA	11,3%	2,4%

Tổng quan Công ty

PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức hàng đầu tại Việt Nam với mạng lưới rộng khắp gồm 431 cửa hàng tính đến cuối năm 2025.

Diễn biến giá cổ phiếu



Lý Phúc Thanh Ngân
Chuyên viên Cao cấp

Bùi Nguyễn Cẩm Giang, CFA
Trưởng phòng Cao cấp

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	34.976	39.741	34.638	38.739
% YoY	-8%	14%	-13%	12%
LNST sau lợi ích CĐTS	2.828	1.100	1.544	2.249
% YoY	34%	-61%	40%	46%
EPS	33%	-61%	40%	46%
Biên LN gộp	22,0%	12,5%	16,2%	17,4%
Biên LN từ HĐKD	10,1%	3,8%	6,3%	7,6%
Biên LN ròng	8,1%	2,8%	4,5%	5,8%
DTTD/Doanh thu	0,8%	-5,8%	6,2%	7,5%
P/E	7,2x	18,6x	13,3x	9,1x
P/B	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x
ROE	23,1%	8,0%	10,4%	13,9%
Nợ vay ròng/CSH	12,8%	28,9%	12,4%	0,1%

Nâng khuyến nghị sau khi kết quả điều tra ban đầu làm rõ sự cố; áp lực lợi nhuận năm 2026 vẫn còn

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 8% giá mục tiêu đối với CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) xuống 42.900 đồng/cổ phiếu, nhưng nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN khi giá cổ phiếu đã giảm khoảng 20% trong hai tháng qua.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi phản ánh mức giảm 22% trong tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-32 và mức tăng 1 điểm % của chi phí vốn chủ sở hữu, một phần được bù đắp bởi mức chiết khấu rủi ro sự cố thấp hơn ở mức 5% (so với 10% trong dự báo trước đây) sau kết quả điều tra ban đầu của cơ quan công an về sự cố P-Lab. Chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 65%/43%/30%/24%/15%/6%/0% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2026/27/28/29/30/31/32, chủ yếu do chi phí dự phòng trong năm 2026 và doanh thu bán lẻ cùng biên lợi nhuận gộp bán lẻ thấp hơn trong giai đoạn 2026-32, một phần được bù đắp bởi chi phí bán hàng & quản lý (SG&A) thấp hơn so với dự báo trước đây.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ tạo đáy trong năm 2026 và phục hồi từ năm 2027 trên nền thấp, với niềm tin người tiêu dùng dần phục hồi từ năm 2028. Chúng tôi dự báo CAGR LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-32 đạt 29%, được thúc đẩy bởi CAGR doanh thu bán lẻ 7% và việc chi phí dự phòng trở về mức bình thường.
- Đối với năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu bán lẻ giảm 8% YoY (chủ yếu do tâm lý thận trọng của người tiêu dùng trong nửa cuối năm sau sự cố P-Lab và chính sách tạm thời về việc thanh toán giao dịch mua lại của PNJ) và LNST sau lợi ích CĐTS giảm mạnh 61% YoY (bị ảnh hưởng bởi chi phí dự phòng).
- PNJ hiện giao dịch tại P/E dự phóng các năm 2026/27/28 lần lượt là 18,6 lần/13,3 lần/9,1 lần so với mức trung bình 5 năm là 9,3 lần, trong đó các mức P/E cao trong ngắn hạn phản ánh lợi nhuận suy giảm do sự cố P-Lab, trong khi giá định lợi nhuận phục hồi vào năm 2028. Định giá của công ty đang ở mức thấp so với lịch sử với P/E trượt 12 tháng là 6,9 lần, thấp hơn 53% so với mức trung bình 5 năm (14,7 lần) và thấp hơn mức -2 độ lệch chuẩn (8,3 lần).
- Yếu tố hỗ trợ/Rủi ro:** Niềm tin người tiêu dùng phục hồi nhanh hơn/chậm hơn dự kiến; các thay đổi tích cực/tiêu cực trong hoạt động kinh doanh; hoàn nhập/phát sinh thêm chi phí dự phòng.

Kết quả điều tra ban đầu của Công an tỉnh Thanh Hóa giúp làm rõ tình thế của PNJ: (1) PNJ có đầy đủ chứng từ nhập khẩu và tuân thủ các quy định hiện hành; (2) sổ kim cương buôn lậu không được phân phối qua hệ thống bán lẻ của PNJ; và (3) các hành vi vi phạm là hành vi cá nhân, trong đó ông Đặng Ngọc Thảo (nguyên Giám đốc P-Lab) và bà Trần Tiểu Như Nghi (nhân viên kiểm định đá quý của P-Lab) bị cáo buộc buôn lậu kim cương, riêng ông Thảo đã mài mã số của Viện Ngọc học Hoa Kỳ (GIA) và khắc mã số của P-Lab rồi cấp giấy kiểm định P-Lab mới nhằm trục lợi cá nhân. Mặc dù cuộc điều tra vẫn đang diễn ra, chúng tôi đánh giá việc công bố kết quả điều tra ban đầu này là thông tin làm rõ tích cực đối với PNJ.

Báo cáo tài chính (BCTC) kiểm toán 6T 2026 của PNJ ghi nhận LNST sau lợi ích CDTS đạt 729 tỷ đồng (-35% YoY), thấp hơn 38% so với con số chưa kiểm toán là 1.184 tỷ đồng công bố ngày 30/7. Mức điều chỉnh này chủ yếu do chi phí dự phòng liên quan đến các cam kết mua lại và dự phòng giảm giá hàng tồn kho cao hơn, với tổng giá trị 2.669 tỷ đồng trong BCTC kiểm toán so với 1.275 tỷ đồng trong BCTC chưa kiểm toán.

Các chuyến thăm cửa hàng của chúng tôi cho thấy lượng khách và nhu cầu đã suy yếu, trong khi hoạt động mua lại đã hạ nhiệt kể từ tháng 8. Chúng tôi cho rằng lượng khách và doanh thu suy yếu chủ yếu do chính sách thanh toán mua lại mới và yếu tố mùa vụ của quý 3. Trong khi đó, PNJ áp dụng các mức chiết khấu cho các giao dịch mua mới. Đối với hoạt động mua lại, phần lớn khách hàng lựa chọn đổi sang các sản phẩm khác, đặc biệt là trang sức vàng 24K, thay vì nhận tiền mặt.

Cập nhật liên quan đến thị trường kim cương

1. Kết quả điều tra ban đầu về sự cố P-Lab:

* Vào ngày 20/8/2026, Công an tỉnh Thanh Hóa đã công bố kết quả kiểm định và điều tra ban đầu trong vụ án buôn lậu kim cương xuyên biên giới liên quan đến nguyên Giám đốc P-Lab – ông Đặng Ngọc Thảo và nhân viên kiểm định đá quý của P-Lab – bà Trần Tiễn Như Nghi.

* Đối với PNJ, cơ quan điều tra đã rà soát chứng từ và hồ sơ nhập khẩu kim cương của công ty. Kết quả điều tra ban đầu cho biết PNJ có đầy đủ chứng từ nhập khẩu đối với các sản phẩm kim cương, trong khi việc nhập khẩu và phân phối các sản phẩm này được kiểm soát chặt chẽ, phù hợp với thông tin nêu trong các chứng từ nhập khẩu liên quan và tuân thủ các quy định hiện hành.

* Theo cơ quan công an, ông Đặng Ngọc Thảo và bà Trần Tiễn Như Nghi đã cấu kết để buôn lậu kim cương từ Hồng Kông vào Việt Nam. Ông Thảo bị cáo buộc đã lợi dụng chuyên môn để mài mã số GIA được khắc trên viên kim cương và thay thế bằng mã số của P-Lab, trước khi cấp giấy kiểm định P-Lab mới để bán cho khách hàng nhằm trục lợi cá nhân. Cơ quan công an cho biết số kim cương buôn lậu được bán trực tiếp cho khách hàng cá nhân và không được phân phối qua hệ thống bán lẻ của PNJ.

2. Cập nhật hoạt động kinh doanh:

* **Thay đổi chính sách thanh toán giao dịch mua lại:** Vào ngày 21/7, PNJ công bố áp dụng chính sách thanh toán tạm thời đối với giao dịch mua lại. Khách hàng có thể lựa chọn (1) đổi sang các sản phẩm khác của PNJ, (2) nhận tiền mặt theo lịch thanh toán trong 120 ngày làm việc, hoặc (3) kết hợp cả hai phương án bằng cách chuyển đổi một phần giá trị bán lại sang sản phẩm của PNJ và nhận phần còn lại bằng tiền mặt trong 120 ngày làm việc.

* Cập nhật giá trị mua lại & doanh thu:

- Từ ngày 1-20/7/2026, PNJ ghi nhận doanh thu 1.588 tỷ đồng và giá trị mua lại 5.900 tỷ đồng (doanh thu trung bình mỗi ngày 79 tỷ đồng và giá trị mua lại trung bình mỗi ngày 295 tỷ đồng).

- Từ ngày 21-27/7 (áp dụng chính sách thanh toán tạm thời đối với giao dịch mua lại từ ngày 21/7), tổng doanh thu đạt 1.393 tỷ đồng và giá trị mua lại đạt 1.162 tỷ đồng, tương ứng doanh thu trung bình mỗi ngày 199 tỷ đồng (+151% so với giai đoạn 1-20/7) và giá trị mua lại trung bình mỗi ngày 166 tỷ đồng (-44% so với giai đoạn 1-20/7). Trong giai đoạn này, 95% khách hàng tham gia chương trình mua lại lựa chọn đổi sang các sản phẩm khác của PNJ, hỗ trợ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cải thiện so với đầu tháng 7.

* Cập nhật chuyển thăm cửa hàng (ngày 24/8/2026):

- Lượng khách đến cửa hàng đã giảm so với mức của tháng 7, trong khi nhu cầu của khách hàng vẫn còn yếu. Chúng tôi cho rằng điều này chủ yếu do (1) chính sách thanh toán tạm thời đối với giao dịch mua lại (yêu cầu 120 ngày làm việc để thanh toán toàn bộ bằng tiền mặt) và (2) quý 3 là mùa thấp điểm của nhu cầu trang sức.

- Giá trị mua lại trong những ngày gần đây đã hạ nhiệt. Phần lớn khách hàng tham gia chương trình mua lại lựa chọn đổi kim cương sang các sản phẩm khác của PNJ thay vì nhận tiền mặt, trong đó trang sức vàng 24K là lựa chọn phổ biến nhất.

- Đối với các giao dịch mua mới (không bao gồm đổi sản phẩm theo chương trình mua lại), PNJ áp dụng các mức chiết khấu như sau: (1) Dây chuyền, trang sức Ý, trang sức vàng không đính đá và quà tặng: 6% cho 1 sản phẩm, 7% cho 2 sản phẩm và 8% cho 3 sản phẩm; (2) Trang sức kim cương, trang sức vỏ, trang sức ECZ/CZ, trang sức đá màu và trang sức ngọc trai: 16% cho 1 sản phẩm, 18% cho 2 sản phẩm và 20% cho 3 sản phẩm.

Để biết thêm chi tiết về sự cố P-Lab, vui lòng tham khảo [Báo cáo Cập nhật](#) trước đây của chúng tôi, công bố ngày 12/7/2026.

Đối với BCTC kiểm toán 6T 2026 và cập nhật các hoạt động doanh nghiệp, vui lòng tham khảo [Nhận định nhanh](#) của chúng tôi, công bố ngày 4/9/2026.

Dự phóng nửa cuối năm 2026 tương ứng: Lợi nhuận suy yếu do tâm lý người tiêu dùng thận trọng

Hình 1: Dự phóng nửa cuối năm 2026 tương ứng của Vietcap

Tỷ đồng	Nửa cuối 2025	Nửa cuối 2026	YoY	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	17.758	14.032	-21%	
– Bán lẻ ¹	13.076	9.569	-27%	* Dự báo doanh thu bán lẻ năm 2026 của chúng tôi tương ứng với mức giảm 27% YoY trong nửa cuối năm 2026 (dựa trên tăng trưởng cùng cửa hàng (SSSG) -25% YoY và việc đóng 10 cửa hàng) từ nền cao của nửa cuối năm 2025. * Mặc dù đã có kết quả điều tra ban đầu, chúng tôi cho rằng tâm lý người tiêu dùng, đặc biệt đối với kim cương rời và trang sức kim cương, có thể vẫn thận trọng trong nửa cuối năm 2026 do chính sách thanh toán tạm thời đối với giao dịch mua lại yêu cầu 120 ngày làm việc để thanh toán toàn bộ. * Chúng tôi giả định PNJ có thể đóng 10 cửa hàng hoạt động kém hiệu quả (2% trong số 430 cửa hàng tại thời điểm cuối quý 2/2026) trong nửa cuối năm 2026 nhằm cải thiện hiệu quả hoạt động, đồng thời ưu tiên duy trì thanh khoản trong bối cảnh doanh thu suy yếu trong ngắn hạn.
– Bán sỉ ¹	1.822	1.662	-9%	* Tăng trưởng doanh thu bán sỉ yếu phản ánh quan điểm của chúng tôi rằng sự cố kim cương có thể dẫn đến tâm lý thận trọng trên diện rộng, cùng với việc thu hẹp quy mô và/hoặc rút khỏi thị trường của các cửa hàng trang sức nhỏ lẻ.
– Vàng 24K ¹	2.999	3.096	3%	* Do tâm lý người tiêu dùng thận trọng bị ảnh hưởng bởi chính sách thanh toán tạm thời đối với giao dịch mua lại.
– Khác ¹	125	42	-66%	
Giá vốn hàng bán	-13.752	-11.825	-14%	
– Giá vốn hàng bán (không bao gồm dự phòng)	-13.752	-11.825	-14%	
– Chi phí dự phòng ²	0	0	N.M.	* Chúng tôi giả định không phát sinh thêm chi phí dự phòng trong nửa cuối năm 2026, do chúng tôi cho rằng khoản dự phòng đã ghi nhận trong BCTC kiểm toán soát xét bán niên 2026 là hợp lý để dự phòng cho các nghĩa vụ mua lại tiềm tàng sau quý 2.
Lợi nhuận gộp	4.007	2.207	-45%	
Chi phí SG&A	-1.889	-1.613	-15%	* Chúng tôi kỳ vọng chi phí SG&A thấp hơn, được hỗ trợ bởi các biện pháp tối ưu hóa chi phí SG&A tiềm năng.
– Chi phí bán hàng	-1.462	-1.383	-5%	
– Chi phí quản lý doanh nghiệp	-427	-230	-46%	
LN từ HĐKD	2.118	594	-72%	
Doanh thu/(chi phí) tài chính ròng	5	-137	N.M.	* Do dư nợ vay cao hơn và lãi suất cao hơn.
LNTT (báo cáo)	2.146	465	-78%	
LNTT (không bao gồm chi phí dự phòng)	2.146	465	-78%	
LNST sau lợi ích CĐTS (báo cáo)	1.714	372	-78%	* Chủ yếu do tâm lý người tiêu dùng yếu.
LNST sau lợi ích CĐTS (không bao gồm chi phí dự phòng)	1.714	372	-78%	
Biên lợi nhuận gộp	22,6%	15,7%	-6,8 điểm %	* Phản ánh (1) biên lợi nhuận gộp màng bán lẻ ước tính trong nửa cuối năm 2026 đạt 21,5% (-7,9 điểm % YoY) khi chúng tôi cho rằng PNJ có thể triển khai các hoạt động khuyến mãi để hỗ trợ doanh thu và (2) cơ cấu doanh thu kém thuận lợi hơn (doanh thu bán lẻ/doanh thu thuần giảm từ 74% trong nửa cuối năm 2025 xuống 68% trong nửa cuối năm 2026).
Chi phí SG&A/doanh thu bán lẻ	10,6%	11,5%	0,9 điểm %	
Biên LN từ HĐKD	11,9%	4,2%	-7,7 điểm %	
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	9,7%	2,7%	-7,0 điểm %	

Nguồn: PNJ, Vietcap (¹Doanh thu theo màng là doanh thu gộp; ²Dự phòng tổn thất liên quan đến các cam kết mua lại và dự phòng giảm giá hàng tồn kho)

Triển vọng năm 2026: Lợi nhuận báo cáo cả năm tạo đáy do kết quả quý 2-4 yếu mặc dù kết quả tích cực của quý 1

Hình 2: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026 mới	YoY	Dự báo 2026 cũ	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	34.976	39.741	14%	45.913	
– Bán lẻ ¹	24.646	22.630	-8%	25.139	* Chúng tôi giả định SSSG giảm 6% YoY (so với mức tăng 2% trước đây), với số lượng của hàng giảm 10 của hàng YoY (so với giả định số lượng của hàng đi ngang trước đây).
– Bán sỉ ¹	3.895	4.285	10%	4.285	* Như đã đề cập trong phần nửa cuối năm, chúng tôi kỳ vọng tâm lý người tiêu dùng, đặc biệt đối với kim cương rời và trang sức kim cương, sẽ vẫn thận trọng trong nửa cuối năm 2026, do chính sách thanh toán tạm thời đối với giao dịch mua lại yêu cầu tối đa 120 ngày làm việc để thanh toán toàn bộ.
– Vàng 24K ¹	6.693	12.917	93%	16.732	* Phản ánh mức tăng trưởng cao trong 6T 2026, với doanh thu dự kiến suy yếu trong nửa cuối năm 2026.
– Khác ¹	177	248	40%	186	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi doanh thu tích cực trong quý 1/2026 sau đã tăng của giá vàng và nguồn cung vàng nhẫn và vàng miếng của PNJ được cải thiện, trong khi chúng tôi kỳ vọng doanh thu nhìn chung đi ngang so với cùng kỳ trong nửa cuối năm.
Giá vốn hàng bán	-27.292	-34.760	27%	-37.493	
– Giá vốn hàng bán (không bao gồm dự phòng)	-27.292	-32.091	18%	-37.493	
– Chi phí dự phòng ²	0	-2.669	N.M.	0	* Trong BCTC kiểm toán soát xét nửa đầu năm 2026, PNJ đã ghi nhận tổng chi phí dự phòng 2.669 tỷ đồng trong giá vốn hàng bán, bao gồm (1) 2.267 tỷ đồng dự phòng tổn thất liên quan đến các cam kết mua lại và (2) 402 tỷ đồng dự phòng giảm giá hàng tồn kho.
Lợi nhuận gộp	7.684	4.981	-35%	8.419	* Chúng tôi giả định không phát sinh thêm chi phí dự phòng trong nửa cuối năm 2026.
Chi phí SG&A	-4.147	-3.452	-17%	-4.398	* Chúng tôi kỳ vọng chi phí SG&A thấp hơn, được hỗ trợ bởi các biện pháp tối ưu hóa chi phí SG&A tiềm năng và việc hoàn nhập chi phí nhân viên đã trích trước ước tính khoảng 690 tỷ đồng trong BCTC kiểm toán soát xét nửa đầu năm 2026.
– Chi phí bán hàng	-3.323	-2.962	-11%	-3.530	
– Chi phí quản lý doanh nghiệp	-824	-490	-41%	-868	
LN từ HĐKD	3.537	1.529	-57%	4.021	
Doanh thu/(chi phí) tài chính ròng	-17	-230	1262%	-129	* Do dư nợ vay cao hơn và lãi suất cao hơn.
LNTT (báo cáo)	3.548	1.327	-63%	3.920	
LNTT (không bao gồm chi phí dự phòng)	3.548	3.997	13%	3.920	
LNST sau lợi ích CBTS (báo cáo)	2.828	1.100	-61%	3.136	* Bị ảnh hưởng bởi chi phí dự phòng.
LNST sau lợi ích CBTS (không bao gồm chi phí dự phòng)	2.828	3.236	14%	3.136	* Mặc dù nửa cuối năm kém tích cực hơn, chúng tôi kỳ vọng LNST sau lợi ích CBTS cả năm không bao gồm dự phòng sẽ tăng 14% YoY, được hỗ trợ bởi LNST sau lợi ích CBTS không bao gồm dự phòng tích cực trong nửa đầu năm.
Biên lợi nhuận gộp	22,0%	12,5%	-9,4 điểm %	18,3%	* Phản ánh (1) cơ cấu doanh thu kém thuận lợi hơn (doanh thu bán lẻ/doanh thu thuần giảm từ 70% năm 2025 xuống 57% năm 2026) và (2) biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ thấp hơn 10,0 điểm % YoY.
Chi phí SG&A/doanh thu bán lẻ	16,8%	15,3%	-1,6 điểm %	17,5%	
Biên LN từ HĐKD	10,1%	3,8%	-6,3 điểm %	8,8%	
Biên LNST sau lợi ích CBTS	8,1%	2,8%	-5,3 điểm %	6,8%	

Nguồn: PNJ, Vietcap (¹Doanh thu theo mảng là doanh thu gộp; ²Dự phòng tổn thất liên quan đến các cam kết mua lại và dự phòng giảm giá hàng tồn kho)

Triển vọng năm 2027: Lợi nhuận phục hồi từ nền thấp

Hình 3: Dự báo năm 2027 của Vietcap

Tỷ đồng	2026F	Dự báo 2027 mới	YoY	Dự báo 2027 cũ	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	39.741	34.638	-13%	48.208	
– Bán lẻ ¹	22.630	19.235	-15%	26.396	* Chúng tôi giả định SSSG giảm 15% YoY, với số lượng của hàng đi ngang YoY. Giả định SSSG của chúng tôi phản ánh quan điểm rằng tâm lý thận trọng của người tiêu dùng có thể kéo dài đến hết năm 2027, cùng với tác động từ nền cao của quý 1/2026.
– Bán sỉ ¹	4.285	4.413	3%	4.499	* Chúng tôi giả định doanh thu bán sỉ tăng trưởng khiêm tốn, do chúng tôi cho rằng sự cố kim cương có thể dẫn đến tâm lý thận trọng trên diện rộng, cùng với việc thu hẹp quy mô hoặc rút khỏi thị trường của các cửa hàng trang sức nhỏ lẻ.
– Vàng 24K ¹	12.917	10.979	-15%	17.568	* Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu vàng miếng và vàng nhẫn 24K sẽ trở về mức bình thường từ nền cao của quý 1/2026 sau đà tăng của giá vàng. Điều này được hỗ trợ bởi dự báo đồng thuận của Bloomberg, cho rằng giá vàng quốc tế chỉ tăng 5% YoY trong năm 2027 (dữ liệu tại ngày 24/8/2026).
– Khác ¹	248	297	20%	195	
Lợi nhuận gộp	4.981	5.597	12%	8.180	
Chi phí SG&A	-3.452	-3.411	-1%	-4.662	
LN từ HĐKD	1.529	2.186	43%	3.518	
Doanh thu/(chi phí) tài chính ròng	-230	-284	24%	-188	
LNTT	1.327	1.930	45%	3.358	
LNST sau lợi ích CĐTS	1.100	1.544	40%	2.687	* Tăng trưởng được hỗ trợ bởi giả định không phát sinh thêm chi phí dự phòng (dẫn đến biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ cao hơn), mặc dù doanh thu bán lẻ tiếp tục yếu.
Biên lợi nhuận gộp	12,5%	16,2%	3,6 điểm %	17,0%	* Chủ yếu phản ánh giả định của chúng tôi về biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ cao hơn 6,8 điểm % YoY, bù đắp cho cơ cấu doanh thu kém thuận lợi hơn khi tỷ trọng doanh thu bán lẻ trong doanh thu thuần giảm từ 57% năm 2026 xuống 56% năm 2027.
Chi phí SG&A/doanh thu bán lẻ	15,3%	17,7%	2,5 điểm %	17,7%	* Công ty có thể gia tăng chi phí marketing và khuyến mãi để hỗ trợ doanh thu.
Biên LN từ HĐKD	3,8%	6,3%	2,5 điểm %	7,3%	
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	2,8%	4,5%	1,7 điểm %	5,6%	

Nguồn: PNJ, Vietcap (¹ Doanh thu theo mảng là doanh thu gộp)

Định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) cho PNJ, mà chúng tôi cho là phù hợp nhất để phản ánh tiềm năng tăng trưởng dài hạn của công ty. Chúng tôi duy trì các trọng số FCFE nhằm tính đến mức pha loãng lũy kế từ các đợt phát hành ESOP dự kiến. Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi nâng giả định lãi suất phi rủi ro từ 6% lên 7%, phù hợp với việc điều chỉnh chung của bộ phận Nghiên cứu & Phân tích.

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm 8% giá mục tiêu đối với PNJ. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi phản ánh mức giảm 22% trong tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-32 và mức tăng 1 điểm % của chi phí vốn chủ sở hữu, một phần được bù đắp bởi mức chiết khấu rủi ro sự cố thấp hơn ở mức 5% (so với 10% trước đây) sau kết quả điều tra ban đầu của cơ quan công an về sự cố P-Lab. Chúng tôi điều chỉnh giảm 65%/43%/30%/24%/15%/6%/0% dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS các năm 2026/27/28/29/30/31/32, chủ yếu do chi phí dự phòng trong năm 2026 và doanh thu bán lẻ cùng biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ thấp hơn trong giai đoạn 2026-32, một phần được bù đắp bởi chi phí SG&A thấp hơn so với dự báo trước đây.

Hình 4: Định giá FCFE

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
LNST điều chỉnh cho quỹ khen thưởng phúc lợi	1.026	1.440	2.097	2.622	3.291	3.944	4.560
- Vốn XDCB (i)	-19	-49	-119	-119	-119	-119	-119
+ Khấu hao (ii)	194	146	159	168	174	179	184
- Tăng vốn lưu động	-3.491	598	762	-144	-567	-333	-638
+ Nợ ròng	1.047	-180	-229	43	170	100	191
FCFE	-1.242	1.956	2.670	2.570	2.948	3.771	4.179
+ Số tiền thu được từ phát hành ESOP	0	0	0	26	26	26	26
FCFE + ESOP (1)	-1.242	1.956	2.670	2.596	2.974	3.797	4.205
Tỷ trọng điều chỉnh theo ESOP (2)	100,00%	100,00%	100,00%	99,50%	99,01%	98,51%	98,02%
FCFE điều chỉnh theo ESOP (1 x 2)	-1.242	1.956	2.670	2.583	2.945	3.740	4.122
Giá trị hiện tại của FCFE điều chỉnh	-1.159	1.586	1.883	1.584	1.570	1.734	1.662
Lũy kế giá trị hiện tại của FCFE điều chỉnh	-1.159	427	2.310	3.894	5.464	7.198	8.859

Chi phí vốn chủ sở hữu	Cũ	Mới	FCFE (6 năm)	Tỷ đồng
Beta	1,0	1,0	GTHT của dòng tiền tự do	8.859
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%	GTHT giá trị cuối cùng (TT = 3,0%)	14.262
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	7,0%	GTHT của DTTD và GTC	23.121
Chi phí vốn chủ sở hữu %	14,0%	15,0%	- Lợi ích CĐTTS	0
			Giá trị vốn chủ sở hữu	23.121
			Số lượng CP lưu hành 2027 (tr)	511,7
			Giá trị/cổ phiếu (đồng)	45.200
			Chiết khấu rủi ro sự cố	5%
			Giá mục tiêu (đồng)	42.900

Nguồn: Vietcap ((i) tổng vốn XDCB phân bổ cho tài sản cố định và chi phí trả trước; (ii) bao gồm cả phân bổ cho chi phí trả trước)

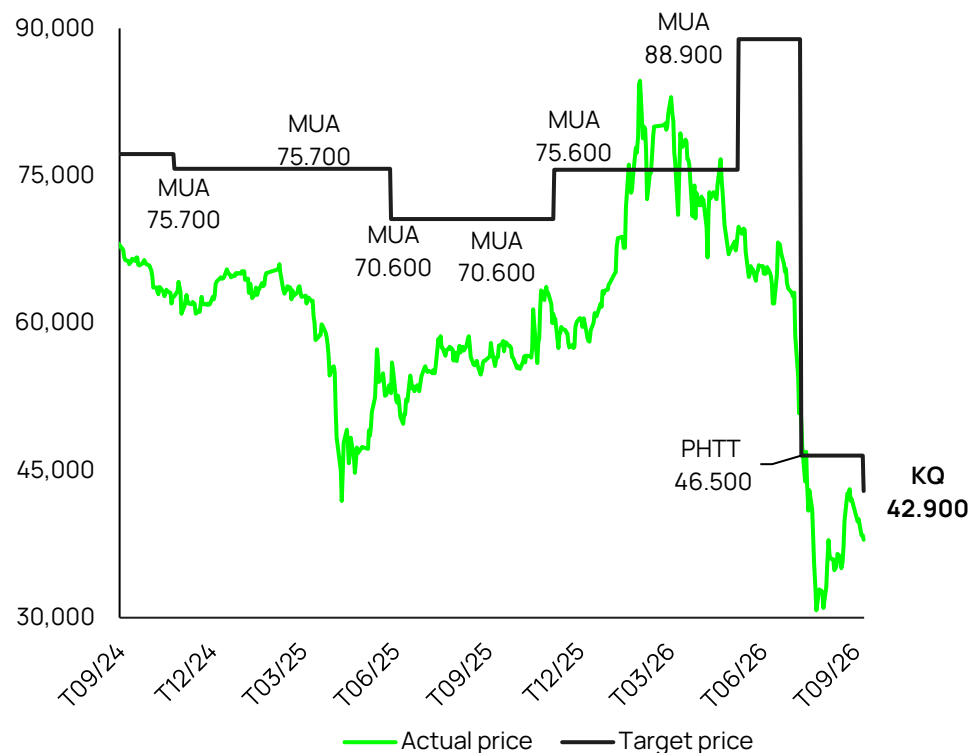
Hình 5: P/E trượt 12 tháng của PNJ



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tại ngày 9/9/2026)

Diễn biến khuyến nghị

Hình 6: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Báo cáo Tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	34.976	39.741	34.638	38.739
Giá vốn hàng bán	-27.292	-34.760	-29.041	-31.982
Lợi nhuận gộp	7.684	4.981	5.597	6.757
Chi phí bán hàng	-3.323	-2.962	-2.927	-3.258
Chi phí quản lí DN	-824	-490	-484	-539
LN thuần HĐKD	3.537	1.529	2.186	2.960
Thu nhập tài chính	136	103	53	147
Chi phí tài chính	-153	-332	-337	-323
- Trong đó, chi phí lãi vay	-119	-332	-337	-323
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	28	28	28	28
LNTT	3.548	1.327	1.930	2.811
Thuế TNDN	-719	-227	-386	-562
LNST trước CĐTS	2.828	1.100	1.544	2.249
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	2.828	1.100	1.544	2.249
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	2.637	1.026	1.440	2.097
EBITDA	3.622	1.619	2.280	3.058
EPS báo cáo, VND	5.527	2.150	3.018	4.395
EPS điều chỉnh, VND	5.153	2.005	2.814	4.097
DPS, VND	1.317	0	0	2.000
DPS/EPS (%)	24%	0%	0%	46%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-7,5%	13,6%	-12,8%	11,8%
Tăng trưởng LN HĐKD	32,5%	-56,8%	43,0%	35,4%
Tăng trưởng LNTT	33,9%	-62,6%	45,4%	45,6%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	36,4%	-61,1%	40,3%	45,6%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	22,0%	12,5%	16,2%	17,4%
Biên LN từ HĐKD %	10,1%	3,8%	6,3%	7,6%
Biên EBITDA %	10,4%	4,1%	6,7%	8,0%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS %	8,1%	2,8%	4,5%	5,8%
ROE %	23,1%	8,0%	10,4%	13,9%
ROA %	15,1%	5,2%	6,8%	9,4%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	192,9	185,0	240,0	210,0
Số ngày phải thu	0,6	0,4	0,5	0,5
Số ngày phải trả	5,8	3,5	5,2	4,5
TG luân chuyển tiền	187,7	181,9	235,3	205,9
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,7	2,6	2,8	3,1
CS thanh toán nhanh	0,4	0,2	0,4	0,6
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,1	0,4	0,6
Nợ/Tài sản	21%	24%	22%	20%
Nợ/Vốn sử dụng	24%	27%	25%	22%
Nợ/Vốn CSH	12,8%	28,9%	12,4%	0,1%
Khả năng thanh toán lãi vay	29,7	4,6	6,5	9,1

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	522	1.170	2.656	3.850
Đầu tư TC ngắn hạn	2.007	0	500	1.000
Các khoản phải thu	49	49	49	49
Hàng tồn kho	15.835	19.401	18.790	18.011
TS ngắn hạn khác	200	200	200	200
Tổng TS ngắn hạn	18.614	20.821	22.195	23.111
TS dài hạn (gộp)	1.580	1.629	1.679	1.728
- Khấu hao lũy kế	-724	-814	-908	-1.006
TS dài hạn (ròng)	856	815	771	722
Đầu tư TC dài hạn	6	6	6	6
TS dài hạn khác	688	553	501	510
Tổng TS dài hạn	1.550	1.374	1.278	1.238
Tổng Tài sản	20.164	22.195	23.472	24.348
Phải trả ngắn hạn	334	409	396	380
Nợ ngắn hạn	4.223	5.271	5.091	4.862
Nợ ngắn hạn khác	2.317	2.317	2.317	2.317
Tổng nợ ngắn hạn	6.874	7.997	7.804	7.559
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	14	14	14	14
Tổng nợ	6.889	8.011	7.819	7.574
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	3.413	3.413	3.413	3.413
Thặng dư vốn CP	1.983	1.983	1.983	1.983
Lợi nhuận giữ lại	4.411	5.320	6.790	7.911
Vốn khác	3.468	3.468	3.468	3.468
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	13.275	14.184	15.654	16.775
Tổng cộng nguồn vốn	20.164	22.195	23.472	24.348
Số CP lưu hành cuối năm, tr	511,7	511,7	511,7	511,7

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	1.123	522	1.170	2.656
Lợi nhuận sau thuế	2.828	1.100	1.544	2.249
Khấu hao	85	90	94	98
Thay đổi vốn lưu động	-2.484	-3.491	598	762
Điều chỉnh khác	-411	-57	-22	-113
Tiền từ hoạt động KD	19	-2.357	2.214	2.996
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-116	-49	-49	-49
Đầu tư	-778	2.007	-500	-500
Tiền từ HĐ đầu tư	-894	1.958	-549	-549
Cổ tức đã trả	-674	0	0	-1.023
Tăng (giảm) vốn cổ phần	65	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	882	1.047	-180	-229
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	273	1.047	-180	-1.252
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-601	648	1.486	1.194
Tiền cuối năm	522	1.170	2.656	3.850

Nguồn: PNJ, Vietcap

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Lý Phúc Thanh Ngân, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Trưởng phòng, ext 364

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Bùi Nguyên Cẩm Giang

Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532

- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191

- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.