

## CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (HSX: PNJ)

### Sự linh hoạt tạo nên tăng trưởng

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1/2026	Q4/2025	+/- svqt	Q1/2025	+/- svck
Doanh thu thuần	17.245	9.623	79,2%	9.635	79,0%
LNST-CTM	1.467	1.219	20,4%	678	116,5%
EBIT	1.885	1.530	23,2%	871	116,4%
Tỷ suất EBIT	10,9%	15,9%	-5,0pps	9,0%	1,9pps

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

### KQKD Q1/26: Đạt mức tăng kỷ lục nhờ nhu cầu trở lại trong mùa lễ và giá bán tăng

- Doanh thu bán lẻ và vàng 24K đạt lần lượt 8.191 tỷ đồng (+22,5% svck) và 7.398 tỷ đồng (+326,6% svck). Việc duy trì chính sách "thu - đổi" sản phẩm theo giá vàng nguyên liệu đã hỗ trợ tích cực cho cả hai mảng này thông qua: (1) Giảm áp lực thiếu hụt nguyên liệu và thành phẩm so với giai đoạn trước, (2) Nâng cao trải nghiệm và tâm lý mua hàng khi chính sách mới có lợi cho khách hàng an tâm nắm giữ sản phẩm, và (3) Đáp ứng kịp thời nhu cầu vàng 24K ở giai đoạn cao điểm nhất năm trong xu hướng giá tăng mạnh và neo cao hơn 85-90% svck.
- LNST-CTM đạt 1.467 tỷ đồng (+20,4% svck), với biên ròng 8,5% (+1,5 pps svck), phù hợp với kỳ vọng. Kết quả này nhờ vào: (1) Biên góp trang sức và vàng 24K cải thiện svck (theo ước tính của chúng tôi), khi doanh nghiệp hưởng lợi từ xu hướng vàng tăng giá xuyên suốt quý, trong khi hàng hóa đã được chuẩn bị trước từ Q4/25; (2) Hiệu quả kinh doanh cải thiện khi các chi phí quảng cáo và hỗ trợ bán hàng gần như chỉ đi ngang svck, qua đó tỷ lệ chi phí BH&QLDN trên doanh thu giảm 3,1 pps svck.

### Triển vọng Q2/26: Tăng trưởng khả quan từ nền thấp

- Trong Q2, SLCH giảm 01 do tiếp nối việc phân bổ lại địa điểm để tăng mức độ tiếp cận, các cửa hàng mới có diện tích lớn hơn nhằm tạo không gian trưng bày nhiều nhãn hàng. Các chiến dịch quảng bá cùng các BST mới kết hợp với KOL/KOCs được thực hiện từ 2025 đến nay vẫn ghi nhận doanh số tích cực khi đặt trọng tâm vào khách hàng trẻ. Với không gian tăng trưởng nhìn chung vẫn còn lớn nhờ tệp khách trẻ và dư địa mở ra miền Bắc & miền Trung, chúng tôi kỳ vọng SLCH mới ròng đạt 13 - 15 trong năm nay, SSSG xét trên doanh thu bán lẻ +14% svck.
- Doanh thu thuần Q2/26 ước đạt 9.743 tỷ đồng (+28,5% svck), LNST-CTM đạt 667 tỷ đồng (+51,1% svck), là mức tăng từ nền thấp. Động lực tăng trưởng svck chủ yếu đến từ nhu cầu vàng 24K, giá bán lẻ tăng, biên LN giữ ở mức cao và tiết giảm một phần chi phí hoạt động svck (do sức mua yếu, chi nhiều chương trình kích cầu). Chúng tôi cho rằng nhu cầu trang sức tại thời điểm này đang chịu ảnh hưởng nhất định bởi áp lực chi phí sinh hoạt tăng và tiêu dùng thận trọng trước bối cảnh vĩ mô còn nhiều căng thẳng.

### Quan điểm và khuyến nghị

KQKD Q1/26 của PNJ tương đối phù hợp với dự phóng của chúng tôi về lợi nhuận, việc doanh thu tăng vượt kỳ vọng do đóng góp cao hơn của mảng vàng (+324% svck, thay vì 150% dự phóng). Tuy nhiên, mảng này có biên lợi nhuận gộp rất mỏng nên sự chênh lệch này không tác động làm sai lệch nhiều ước tính lợi nhuận.

Chúng tôi nâng dự phóng doanh thu thuần năm 2026 của PNJ lên 50.012 tỷ đồng (+44,0% svck; +17,7% từ lần dự phóng gần nhất), chủ yếu do điều chỉnh tăng 63% doanh thu mảng vàng 24K, và 28% doanh thu mảng sỉ so với dự phóng cũ khi sản lượng vàng 24k bán trong Q1 phục hồi tốt hơn kỳ vọng và giá bán sỉ tăng từ Q1/26. LNST-CTM năm 2026 dự phóng đạt 3.421 tỷ đồng (+21% svck, +1,7% so với dự phóng gần nhất), tương ứng EPS 2026 đạt 6.685 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi đánh giá cao năng lực quản trị và sự linh hoạt của PNJ trong các giai đoạn thị trường biến động. Bên cạnh đó, với vị thế đầu ngành, chúng tôi cho rằng PNJ sẽ là doanh nghiệp đầu tiên hưởng lợi khi thị trường vàng trang sức, mỹ nghệ bước vào giai đoạn thay đổi chính sách mang tính cấu trúc, và nhu cầu hàng hóa không thiết yếu phục hồi.

Sử dụng kết hợp phương pháp DCF và so sánh P/E với tỷ trọng 60:40, chúng tôi duy trì giá mục tiêu cho cổ phiếu PNJ là **90.200 đồng/cổ phiếu**, kết hợp với cổ tức tiền mặt 2.000 đồng/ cổ phiếu (tỷ suất sinh lời kỳ vọng **36%** so với giá đóng cửa tại ngày 18/06/2026. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PNJ.

## MUA +36%

Giá thị trường (VND)	68.000
Giá mục tiêu (VND)	90.200

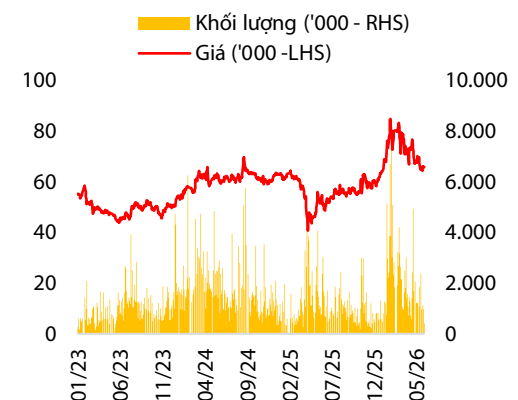
Cổ tức tiền mặt 12 tháng tới (VND/cp): 2.000

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	34.797
SLCPDLH (triệu CP)	511,7
KLGD bình quân 20 phiên	1.031.248
Free Float (%)	80,0
Giá cao nhất 52 tuần	84.700
Giá thấp nhất 52 tuần	48.500
Beta	1,0

	FY2025	Hiện tại
EPS	5.527	7.081
Tăng trưởng EPS (%)	32,6	27,5
P/E	13,5	9,7
P/B	2,9	2,5
EV/EBITDA	11,6	8,1
ROE (%)	23,1	28,0

### Diễn biến giá



### Cổ đông lớn (%)

BLĐ & người liên quan	18,23
Dragon Capital	6,02
Sprucegrove Investment Management	5,81
Khác	70,94
Giới hạn sở hữu ĐTTN còn lại (%)	1,02

### Phòng Phân tích Ngành Bán lẻ

(084) 028- 6299 2006

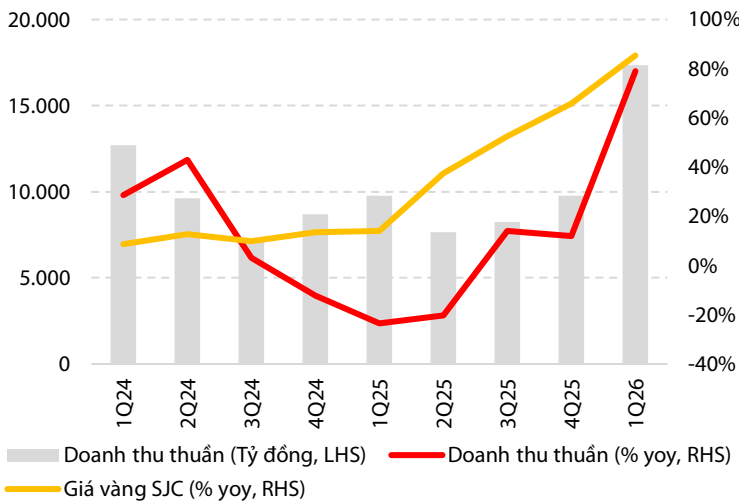
[phantich@vdsc.com.vn](mailto:phantich@vdsc.com.vn)

**KQKD Q1/2026: Đạt mức tăng kỷ lục nhờ vào nhu cầu quay trở trong mùa lễ và giá bán tăng**

**Doanh thu 1Q26 đạt 17.245 tỷ đồng (+79,0% svck), vượt 27% kỳ vọng của chúng tôi do doanh thu vàng 24K tăng gấp 4 lần svck. Cụ thể:**

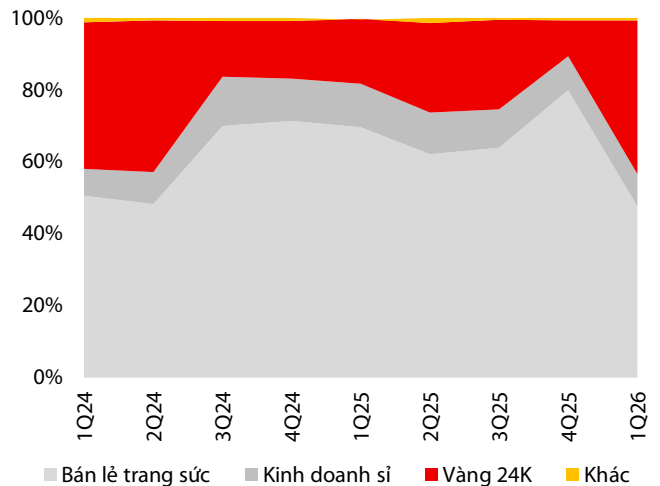
- **Doanh thu bán lẻ** trang sức đạt 8.191 tỷ đồng (+22,5% svck; đóng góp 47,5% tổng doanh thu thuần), nhìn chung phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Trong khi đó, **doanh thu vàng 24K** đạt 7.398 tỷ đồng (+326,6% svck), là động lực tăng trưởng chính trong quý. Chúng tôi cho rằng việc duy trì chính sách “thu – đổi” theo giá nguyên liệu thực tế đã hỗ trợ tích cực cho cả hai mảng kinh doanh thông qua ba yếu tố chính:
  - (1) Giảm áp lực thiếu hụt nguyên liệu và thành phẩm: So với cùng kỳ năm trước, nguồn cung nguyên liệu đầu vào đã bớt khan hiếm hơn đáng kể, giúp PNJ chủ động duy trì lượng hàng hóa và mẫu mã đa dạng để đáp ứng nhu cầu trong mùa cao điểm tiêu dùng như Tết, vía Thần Tài, Valentine và Quốc tế Phụ nữ.
  - (2) Nâng cao trải nghiệm và tâm lý mua hàng của khách hàng: Chính sách “thu – đổi” hiện tại được đánh giá hấp dẫn hơn đối với người tiêu dùng, qua đó góp phần nâng cao khả năng cạnh tranh của PNJ so với các cửa hàng và chuỗi bán lẻ trang sức truyền thống khác, đặc biệt trong bối cảnh thị trường ngày càng nhạy cảm với yếu tố giá.
  - (3) Nhờ chính sách trên cùng với nhu cầu sở hữu vàng như một loại tài sản tích trữ luôn hiện diện, doanh số vàng 24K ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội khi sản lượng phục hồi từ nền thấp, trong khi giá bán bình quân vẫn neo ở mức cao hơn khoảng 85-90% svck trong quý. Theo ước tính của chúng tôi, sản lượng vàng 24K tiêu thụ trong Q1/2026 đã phục hồi về gần tương đương mức của Q1/2023 (tăng gấp khoảng 2 lần svck, nhưng vẫn thấp hơn cùng kỳ 2024), phản ánh nhu cầu tích sản và đầu cơ vàng vẫn duy trì mạnh trong bối cảnh giá vàng tăng nhanh xuyên suốt quý.

**Hình 1: Doanh thu thuần và giá vàng**



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Cơ cấu doanh thu của PNJ theo mảng (%)**



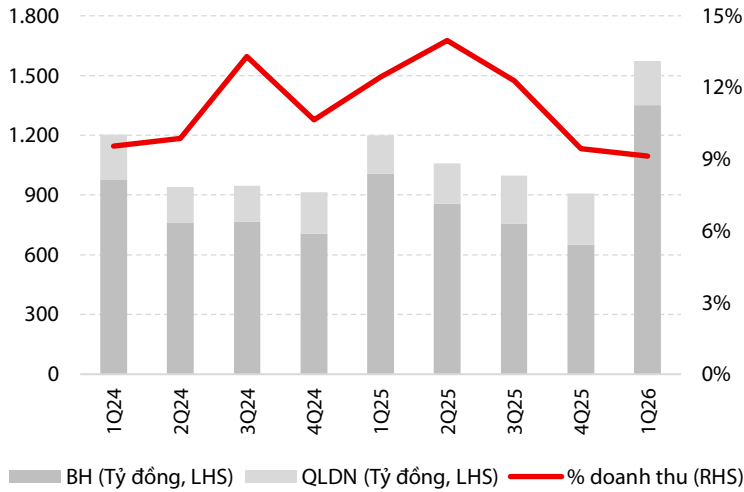
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

- **Mảng bán sỉ** đạt 1.549 tỷ đồng (+34% svck), đóng góp 9,0%. Nhìn chung, nhóm cửa hàng truyền thống vẫn đang thận trọng với các quy định tuân thủ (thuế, hóa đơn điện tử, nguồn gốc xuất xứ và quản lý hàng hóa) và đối mặt với nhu cầu mua sắm trang sức yếu trước sự chuyển dịch từ sản phẩm không thương hiệu sang có thương hiệu. Chúng tôi cho rằng doanh thu sỉ có sự cải thiện do hiệu ứng nền thấp và giá bán sỉ tăng, thay vì phản ánh nhu cầu đối với phần còn lại của thị trường truyền thống phục hồi.

**LNST-CTM Q1 đạt 1.467 tỷ đồng (+116,5% svck, phù hợp với kỳ vọng), với biên ròng đạt 8,5% (+1,5 điểm % svck), chủ yếu nhờ:**

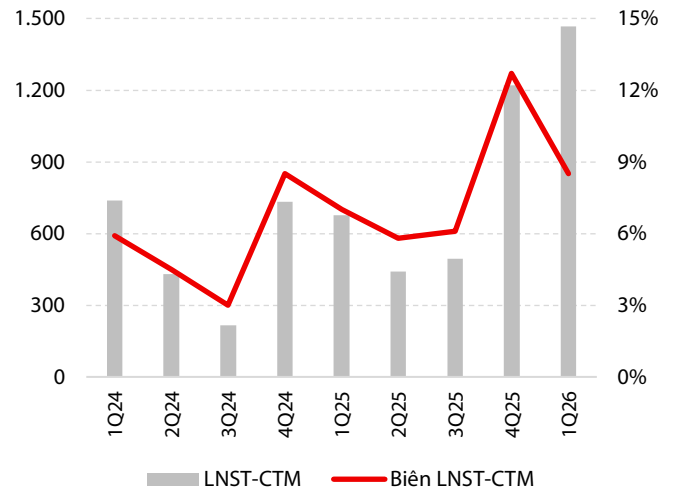
- **Biên gộp các mảng cải thiện:** Lợi nhuận gộp Q1 đạt 3.441 tỷ đồng (+68,0% svck), tương ứng biên lợi nhuận gộp đạt 20,0% (-1,3 pps svck). Mức suy giảm biên gộp chủ yếu do tỷ trọng đóng góp doanh thu của mảng vàng 24K tăng trở lại. Bóc tách theo mảng, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận của cả mảng bán lẻ trang sức và vàng 24K vẫn cải thiện ~1-2 pps từ mức nền cao. Kết quả này được hỗ trợ bởi diễn biến tăng mạnh của giá vàng trong Q1 (giá vàng bình quân Q1/26 tăng ~85-90% svck và tăng 20,2% từ đầu năm đến giữa tháng 3/2026), trong khi doanh nghiệp đã chủ động nguyên liệu đầu vào từ Q4/25 thông qua chính sách “thu – đổi”.
- **Tiết giảm tỷ trọng chi phí BH&QLDN:** Chi phí BH&QLDN tăng 32,1% svck, trong đó chi phí lương thưởng cho nhân viên và quản lý tăng 50,8% svck, các chi phí vận hành và hỗ trợ bán hàng phát sinh trong mùa cao điểm nhìn chung chỉ đi ngang svck. Tỷ lệ chi phí BH&QLDN trên doanh thu theo đó giảm 3,1 pps svck.

**Hình 3: Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp**



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: LNST-CTM và biên LNST-CTM**



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q1/2026 của PNJ**

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1/2026	Q4/2025	+/- (svqt)	Q1/2025	+/- (svck)	% kế hoạch 2026 @PNJ	% dự phóng 2026 @VDS
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>17.245</b>	<b>9.623</b>	<b>79,2%</b>	<b>9.635</b>	<b>79,0%</b>	<b>35,4%</b>	<b>40,6%</b>
Bán lẻ trang sức	8.191	7.689	6,5%	6.687	22,5%		
Kinh doanh sỉ	1.549	914	69,4%	1.156	33,9%		
Vàng 24K	7.398	953	676,6%	1.734	326,6%		
<b>Cơ cấu doanh thu</b>							
Bán lẻ trang sức	47,5%	79,9%	-32,4 pps	69,4%	-21,9 pps		
Kinh doanh sỉ	9,0%	9,5%	-0,5 pps	12,0%	-3,0 pps		
Vàng 24K	42,9%	9,9%	33,0 pps	18,0%	24,9 pps		
Lợi nhuận gộp	3.441	2.419	42,3%	2.048	68,0%		
Biên lợi nhuận gộp	20,0%	25,1%	-5,2 pps	21,3%	-1,3 pps		
Thu nhập tài chính ròng	-2,7	6,9	-138,7%	0,6	-537,4%		
Chi phí BH&QLDN	1.574	909	73,2%	1.199	31,2%		
Tỷ trọng CPBH&QL/doanh thu	9,1%	9,4%	-0,3 pps	12,4%	-3,3 pps		
<b>LNST-CTM</b>	<b>1.467</b>	<b>1.219</b>	<b>20,3%</b>	<b>678</b>	<b>116,5%</b>	<b>43,0%</b>	<b>43,3%</b>
Biên LNST-CTM	8,5%	12,7%	-4,2 pps	7,0%	1,5 pps		
SLCH (cửa hàng)	430*	431	-1	429	1		
PNJ	422	424	-2	421	1		
Style by PNJ	3	3	0	4	-1		
CAO Fine Jewellery	4	3	1	3	1		
PNJP	1	1	0	1	0		

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt | (\*) Trong 1Q26, PNJ đóng cửa 03, mở mới 02 cửa hàng.

**Dự phóng KQKD Q2/2026: Tăng trưởng khả quan từ nền thấp**
**Bảng 2: Dự phóng KQKD Q2/2026 của PNJ**

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2/2026	+/- (svqt)	+/- (svck)	Giải định
Doanh thu thuần	9.743	-43,5%	28,5%	Doanh thu thuần Q2/2026 tiếp tục tăng trưởng so với nền thấp cùng kỳ (tiêu dùng Q1/25 chịu tác động mạnh bởi "tâm lý đầu cơ vàng", biến động thuế quan và khan hiếm nguyên liệu). Khi đi vào mùa thấp điểm trong năm, mảng vàng 24K vẫn là động lực dẫn dắt tăng trưởng trong ngắn hạn.
Bán lẻ trang sức	5.073	-38,1%	6,9%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Theo ước tính của chúng tôi, thị phần của PNJ đạt 22,6% (+1pps svck) trong năm 2025 và sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2026, nhờ lợi thế đầu ngành với thương hiệu mạnh, mạng lưới bán lẻ rộng &amp; bài bản, mức độ tuân thủ tốt hơn để hưởng lợi trong bối cảnh thị trường bước vào giai đoạn quản lý chặt chẽ.</li> <li>Dù vậy, chúng tôi nhận thấy sức cầu trang sức Q2 vẫn chịu ảnh hưởng nhất định bởi áp lực chi phí sinh hoạt tăng và tâm lý tiêu dùng thận trọng trước môi trường vĩ mô còn nhiều căng thẳng. Động lực tăng trưởng doanh thu trong quý chủ yếu đến từ giá bán, trong khi tăng trưởng sản lượng là chưa đáng kể.</li> <li>Trong bối cảnh trên, tương tự các quý gần đây, các đơn vị nhỏ lẻ vẫn ưu tiên vàng miếng và vàng 24K nhằm tăng tốc độ quay vòng vốn và duy trì tính thanh khoản, thay vì đẩy mạnh nhóm trang sức có đặc thù tồn kho lâu hơn. Chúng tôi ước tính doanh thu mảng si cải thiện nhờ hiệu ứng nền thấp và PNJ tăng giá bán si 2 chữ số (so với cùng kỳ) để phản ánh tác động mặt bằng giá nguyên liệu. Mảng này vẫn chỉ duy trì một tỷ trọng nhỏ trên doanh thu.</li> <li>Kỳ vọng mảng vàng 24K tiếp tục tăng trưởng mạnh, do:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Về sản lượng, chúng tôi giả định mức tăng khoảng 50% svck từ nền thấp của cùng kỳ, khi sản lượng trong Q2/25 được ước tính đã giảm khoảng 66% do tình trạng khan hiếm nguồn cung trên thị trường. Trong khi đó, thanh khoản vàng vật chất trên thị trường tự do hiện đã phần nào hạ nhiệt so với giai đoạn đỉnh điểm của Q1/2026, khi giá vàng điều chỉnh giảm đáng kể từ vùng đỉnh và một bộ phận nhà đầu tư bắt đầu chốt lời sau giai đoạn tích trữ kéo dài trước đó.</li> <li>Bên cạnh đó, mặt bằng giá vàng 24K bình quân trong quý ước tính tăng khoảng 25-30% svck.</li> </ul> </li> </ul>
Kinh doanh si	990	-36,1%	10,9%	
Vàng 24K	3.625	-51,0%	89,2%	
Lợi nhuận gộp	1.923	-44,1%	17,7%	
Biên lợi nhuận gộp	19,7%	-0,2 pps	-1,8 pps	Biên gộp các mảng bán lẻ/ bán si/ vàng 24K đều giảm QoQ do kỳ vọng việc điều chỉnh giá bán sẽ được thực hiện ngay trong quý khi giá vàng đã giảm đáng kể. Theo đó, biên bán lẻ giảm 2-3 pps QoQ nhưng vẫn duy trì nền cao hơn 30% do vẫn còn một phần tồn kho nguyên liệu giá thấp (mua vào Q4/25), biên mảng si và vàng kỳ vọng giảm 1-1,5pps QoQ về mức bình thường khi không còn hưởng lợi từ yếu tố tăng giá.
Thu nhập tài chính ròng	-24	801,5%	8,7%	
Chi phí BH&QLDN	1.056	-32,9%	-0,2%	Các khoản chi phí lương thưởng, hoạt động marketing và hỗ trợ bán hàng của PNJ tập trung nhiều trong Q1 – giai đoạn cao điểm chi tiêu. Tỷ trọng chi phí ước tính sẽ thấp hơn đáng kể svck khi năm ngoài doanh nghiệp phải chi nhiều hơn cho các chương trình kích cầu do sức mua ảm đạm. Hiệu ứng từ các hoạt động này thường lan tỏa sang các quý sau, trong khi việc gia tăng thêm chi phí quảng bá trong Q2 thường không mang lại hiệu quả tối ưu như trong mùa cao điểm khi nhu cầu thị trường có xu hướng phân tán hơn.
CPBH&QL/Doanh thu	10,8%	1,7 pps	-3,1 pps	
EBIT	857	-54,1%	49,2%	
Biên EBIT	8,8%	-2,0 pps	1,2 pps	
LNST-CTM	667	-54,5%	51,1%	
Biên LNST-CTM	6,8%	-1,7 pps	1,0 pps	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

## Định giá

KQKD 1Q26 của PNJ tương đối phù hợp với dự phóng của chúng tôi về lợi nhuận, việc doanh thu tăng cao vượt kỳ vọng do đóng góp cao hơn của mảng vàng (+324% svck, thay vì 150% dự phóng). Tuy nhiên, mảng này có biên gộp rất mỏng nên sự chênh lệch này không tác động làm sai lệch nhiều ước tính lợi nhuận. Chúng tôi duy trì triển vọng tích cực trong năm 2026 của PNJ, đánh giá đây là năm bản lề của sự phục hồi và đáng để kỳ vọng cho những hướng đi chiến lược trong giai đoạn tới. (Tham khảo BCCT: [PNJ\\_BCCTT3/2026](#))

Chúng tôi nâng dự phóng doanh thu thuần năm 2026 của PNJ lên 50.012 tỷ đồng (+44,0% svck; +17,7% từ lần dự phóng gần nhất), chủ yếu do điều chỉnh tăng 63% doanh thu mảng vàng 24K, và 28% doanh thu mảng sỉ so với dự phóng cũ khi sản lượng vàng 24k bán trong Q1 phục hồi tốt hơn kỳ vọng và giá bán sỉ tăng từ Q1/26. Tuy vậy, dự báo về LNST năm 2026 không thay đổi nhiều, đạt 3.421 tỷ đồng (+1,7% so với dự phóng cũ, do biên gộp mảng vàng 24K và mảng sỉ mỏng), tương ứng EPS dự phóng đạt 6.685 đồng/cổ phiếu.

Sử dụng kết hợp phương pháp DCF và so sánh P/E với tỷ trọng 60:40, chúng tôi duy trì giá mục tiêu cho cổ phiếu PNJ là **90.200 đồng/cổ phiếu**, kết hợp với cổ tức tiền mặt 2.000 đồng/ cổ phiếu (tỷ suất sinh lời kỳ vọng **36%**), tương ứng với khuyến nghị **MUA**, so với giá đóng cửa tại ngày 18/06/2026.

### Bảng 3: Tóm tắt định giá PNJ

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
DCF (5 năm; WACC: 12,2%; Exit EV/EBITDA: 11,0x)	60%	84.278
P/E 2026 (14,9x)	40%	99.608
Số lượng CPDLH (Triệu CP)		511,7
<b>Giá mục tiêu (VND/CP)</b>		<b>90.200</b>
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (VND/CP)		2.000
Tỷ suất sinh lời kỳ vọng		36%
P/E forward 2026E		10,2x

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Phụ lục**
**Bảng 6: Kết quả kinh doanh Q1/2026**

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1/2026	Q4/2025	+/- (svqt)	Q1/2025	+/- (svck)
Doanh thu	17.245	9.623	79,2%	9.635	79,0%
Lợi nhuận gộp	3.441	2.419	613,0%	2.048	741,9%
Chi phí bán hàng và quản lý	-1.574	-909	73,2%	-1.199	31,2%
Thu nhập HĐKD	1.864	1.517	-203,8%	850	-285,3%
EBITDA	1.867	1.510	23,7%	849	119,9%
EBIT	1.885	1.530	22,0%	871	114,3%
Chi phí tài chính	-55	-51	8,0%	-37	48,7%
- Chi phí lãi vay	-51	-33	64,4%	-29	90,9%
Khấu hao	19	21	-9,8%	22	-16,6%
Lợi nhuận trước thuế	1.865	1.522	-98,8%	854	-97,8%
Lợi nhuận sau thuế	1.467	1.219	20,4%	678	116,5%
LNST-CTM	1.467	1.219	20,4%	678	116,5%

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

**Bảng 7: Phân tích HĐKD Q1/2026**

Chỉ tiêu	Q1/2026	Q4/2025	+/- (qoq)	Q1/2025	+/- (svck)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	20,0%	25,1%	-5,2%	21,3%	-1,3%
EBITDA/Doanh thu	10,8%	15,7%	-4,9%	8,8%	2,0%
EBIT/Doanh thu	10,9%	15,9%	-5,0%	9,0%	1,9%
TS lợi nhuận ròng	8,5%	12,7%	-4,2%	7,0%	1,5%
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>					
- Vòng quay hàng tồn kho	3,8	2,0	1,7	2,3	-0,5
- Vòng quay khoản phải thu	456,3	187,2	269,0	110,6	158,4
- Vòng quay khoản phải trả	179,4	129,0	50,4	51,3	-0,9
<b>Đòn bẩy (x)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	0,2	0,3	-0,1	0,3	-0,4

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

<i>Tỷ đồng</i>					<i>Tỷ đồng</i>				
<b>KQ HKKD</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027F</b>	<b>Bảng CĐKT</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027F</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>37.823</b>	<b>34.976</b>	<b>50.012</b>	<b>56.177</b>	Tiền	1.123	522	746	954
Giá vốn	31.149	27.292	40.815	45.806	Đầu tư ngắn hạn	1.020	2.007	2.871	3.786
<b>Lãi gộp</b>	<b>6.674</b>	<b>7.684</b>	<b>9.197</b>	<b>10.371</b>	Khoản phải thu	401	154	265	348
Chi phí bán hàng	3.208	3.323	3.925	4.661	Hàng tồn kho	13.015	15.835	18.306	20.164
Chi phí quản lý	796	824	915	976	Tài sản ngắn hạn khác	133	95	136	153
Thu nhập từ HĐTC	76	136	215	292	Tài sản cố định hữu hình	313	331	344	358
Chi phí tài chính	94	153	309	288	Tài sản cố định vô hình	609	620	604	588
Lợi nhuận khác	-1	28	28	28	Đầu tư dài hạn	4	6	38	38
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2.651</b>	<b>3.548</b>	<b>4.291</b>	<b>4.766</b>	Tài sản dài hạn khác	474	472	675	758
Thuế TNDN	538	719	870	966	<b>Tổng tài sản</b>	<b>17.208</b>	<b>20.164</b>	<b>24.158</b>	<b>27.341</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	Khoản phải trả	624	334	334	633
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2.113</b>	<b>2.828</b>	<b>3.421</b>	<b>3.800</b>	Vay và nợ ngắn hạn	3.342	4.223	4.725	4.673
EBIT	2.623	3.503	4.308	4.679	Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
EBITDA	2.722	3.604	4.390	4.768	Quỹ khen thưởng phúc lợi	250	336	456	589
				%	Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027F</b>	Vay nợ khác	1.737	1.995	2.872	3.147
<b>Tăng trưởng</b>					<b>Tổng nợ</b>	<b>5.952</b>	<b>6.889</b>	<b>8.387</b>	<b>9.042</b>
Doanh thu	14,1%	-7,5%	43,0%	12,3%	Vốn đầu tư của CSH	3.381	3.413	5.153	5.205
Lợi nhuận HKKD	4,7%	33,5%	23,0%	8,6%	Cổ phiếu quỹ	-3	-3	0	0
EBITDA	4,5%	32,4%	21,8%	8,6%	Lợi nhuận giữ lại	3.301	4.411	5.816	7.105
Lợi nhuận sau thuế	7,2%	33,9%	20,9%	11,1%	Thu nhập khác	0	0	0	0
Tổng tài sản	19,3%	17,2%	19,8%	13,2%	Quỹ đầu tư và phát triển	2.626	3.471	4.494	5.629
Vốn chủ sở hữu	14,8%	17,9%	18,8%	16,0%	<b>Tổng vốn</b>	<b>17.208</b>	<b>20.164</b>	<b>24.158</b>	<b>27.341</b>
<b>Khả năng sinh lợi</b>					Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LN gộp/Doanh thu	17,6%	22,0%	18,4%	18,5%	<b>Chỉ số định giá</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027F</b>
EBITDA/Doanh thu	7,2%	10,3%	8,8%	8,5%	EPS (đồng)	6.253	8.287	6.685	7.426
EBI/Doanh thu	6,9%	10,0%	8,6%	8,3%	P/E (x)	17,1	11,6	10,2	9,2
LNST/Doanh thu	5,6%	8,1%	6,8%	6,8%	BV (đồng)	50.925	59.076	47.209	53.430
ROA	12,3%	14,0%	14,2%	13,9%	P/B (x)	3,3	2,7	1,4	1,3
ROE	18,8%	21,3%	21,7%	20,8%	DPS (đồng/cp)	2.000	2.000	2.000	2.000
<b>Hiệu quả hoạt động (lần)</b>					Tỷ suất cổ tức (%)	1,6	1,5	2,9	2,9
Vòng quay kh. phải thu	94,3	227,1	188,8	161,5	<b>Lịch sử định giá</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Thời hạn</b>	
Vòng quay HTK	2,4	1,7	2,2	2,3	Tháng 11/2025	69.300	MUA	1 năm	
Vòng quay kh. phải trả	49,9	81,7	81,7	64,5	Tháng 3/2026	90.000	MUA	1 năm	
<b>Khả năng thanh toán (lần)</b>					Tháng 6/2026	90.200	MUA	1 năm	
Hiện hành	2,6	2,7	2,7	2,8					
Nhanh	0,4	0,4	0,5	0,6					
<b>Cấu trúc tài chính</b>									
Tổng Nợ / VCSH	29,7%	31,8%	30,0%	25,5%					
Vay ngắn hạn/VCSH	29,7%	31,8%	30,0%	25,5%					
Nợ dài hạn / VCSH	0	0	0	0					

## BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Nguyễn Thị Phương Lam

#### Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

### Đỗ Thạch Lam

#### Trưởng phòng cao cấp

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

### Trần Thị Ngọc Hà

#### Trưởng phòng Vận hành

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

## MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

### CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

**T** (+84) 28 6299 2006 **E** info@vdsc.com.vn  
**W** www.vdsc.com.vn **MST** 0304734965

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội

**T** (+84) 24 6288 2006  
**F** (+84) 24 6288 2008

#### CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa

**T** (+84) 25 8382 0006  
**F** (+84) 25 8382 0008

#### CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tấn, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ

**T** (+84) 29 2381 7578  
**F** (+84) 29 2381 8387

#### CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thẳng, Thành phố Hồ Chí Minh

**T** (+84) 25 4777 2006

#### CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

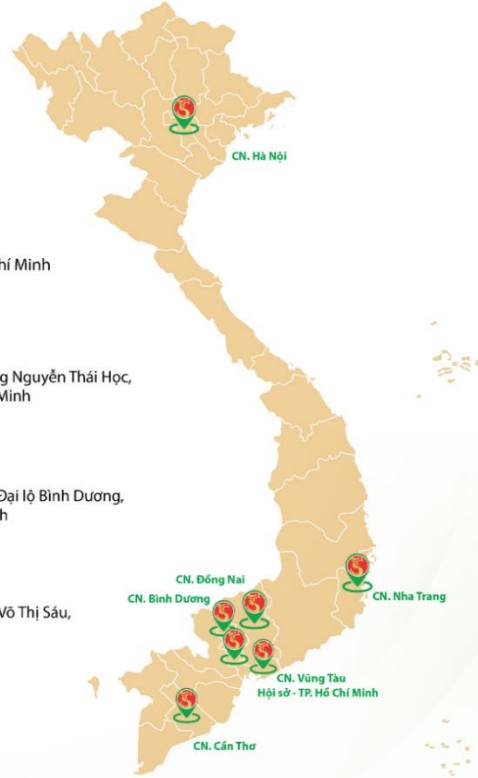
Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh

**T** (+84) 27 4777 2006

#### CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trăn Biên, Tỉnh Đồng Nai

**T** (+84) 25 1777 2006



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ**  
**TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**  
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2026.**