

CTCP vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Khả quan (Duy Trì)

Hàng tiêu dùng

Giá hiện tại (đồng)	88.000
Cao/Thấp nhất 52 tuần (đồng)	98,992/62,800
Giá mục tiêu	109.900
Giá mục tiêu trước đó (VND)	105.100
Consensus	6,2%
Tiềm năng tăng giá	24,9%
Tỷ suất cổ tức	2,3%
Tổng tỷ suất sinh lời	27,2%

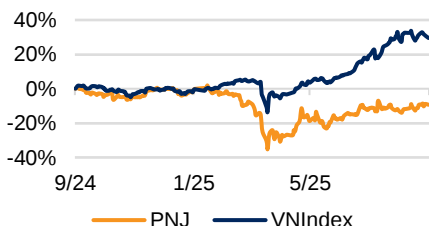
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	1.133,5
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	2,3
Sở hữu NN (tr USD)	-
Số CP lưu hành (tr)	337,9
Số CP sau pha loãng (tr)	337,9

	PNJ	VNI
P/E trượt	14,5x	15,0x
P/B hiện tại	2,5x	2,1x
ROA	12,9%	2,2%
ROE	18,3%	13,6%

* dữ liệu ngày 22/09/2025

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
PNJ	2.9%	18.6%	-11.1%
Tương quan VNI	11.7%	24.9%	22.9%

Cơ cấu sở hữu

Dragon Capital	6.02%
T.Rowe Price Associates, Inc	5.98%
Sprucegrove Investment Management	4.81%
Vinacapital VOF Ltd.	3.75%
Others	79.4%

Tổng quan doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích:



Phạm Thị Bích Ngọc

ngoc.phambich@vndirect.com.vn

Cơ hội từ Nghị định 232

- Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị Khả quan với mức tăng giá tiềm năng 24,9%.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu thêm 4% nhờ cập nhật dự phóng biên lợi nhuận bán lẻ, tồn kho, kỳ vọng doanh số vàng miếng, hệ số beta và P/E của các công ty trong ngành.

Tiêu điểm tài chính

- Trong 6T25, PNJ ghi nhận doanh thu 17,3 nghìn tỷ đồng (372 triệu USD), giảm 21,9% svck, chủ yếu do doanh thu vàng 24K giảm 61% svck.
- Dù doanh thu sụt giảm, biên lợi nhuận gộp 6T25 của PNJ cải thiện 4,9 điểm % svck, đạt 21,2%, nhờ tận dụng hàng tồn kho hiệu quả hơn và giá tăng tỷ trọng sản phẩm giá trị cao.

Luận điểm đầu tư

Vị thế dẫn đầu của PNJ hưởng lợi từ nhu cầu hồi phục

Các biện pháp nới lỏng như đầu tư hạ tầng, tăng trưởng tín dụng, giảm VAT và hỗ trợ du lịch đã góp phần khôi phục tỷ lệ việc làm và cải thiện thu nhập trung bình, giúp bán lẻ tăng 9% svck trong 6T25. Riêng tháng 8 tăng 10,7% svck và 3,4% so với tháng trước, cho thấy tín hiệu hồi phục chi tiêu không thiết yếu. Doanh số trên cửa hàng của PNJ, từng giảm xuống 3,4 tỷ đồng/tháng trong 2Q23, dự kiến phục hồi trở lại ngưỡng 3,7–5,2 tỷ đồng từ 2Q25. Kết hợp với đa dạng hóa sản phẩm, PNJ có vị thế tốt để nắm bắt cơ hội tăng trưởng khi thị trường ổn định trở lại.

PNJ sẽ phục hồi doanh số vàng miếng nhờ Nghị định 232

Nghị định 232 bãi bỏ độc quyền vàng của Nhà nước, mở ra cơ hội khôi phục hoạt động kinh doanh vàng miếng tại các chuỗi bán lẻ, đồng thời giảm chi phí nguyên liệu và hỗ trợ biên lợi nhuận trang sức. Với vị thế là nhà bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam, PNJ hưởng lợi rõ rệt. Công ty từng mất tăng trưởng thị phần vào tay SJC từ 2023 do hạn chế giao dịch, nhưng việc khôi phục kinh doanh vàng miếng sẽ giúp PNJ cải thiện lưu lượng khách so với các đối thủ FDI, đồng thời tận dụng mở rộng sang các dòng sản phẩm thời trang, trong khi bán lẻ nội địa vẫn là trọng tâm.

Nguồn cung nguyên liệu nới lỏng hỗ trợ biên lợi nhuận trang sức

Thiếu hụt vàng nguyên liệu từng khiến biên lợi nhuận gộp trang sức của PNJ sụt mạnh trong 3Q24, trước khi dần hồi phục nhờ chính sách mua lại và tối ưu tồn kho. Khi nguồn cung vàng bình ổn trở lại, PNJ sẽ hưởng lợi từ chi phí đầu vào ổn định hơn, giúp biên lợi nhuận trang sức mở rộng, đặc biệt trong mùa cưới sắp tới.

Định giá hấp dẫn so với tăng trưởng lợi nhuận ổn định

PNJ đang giao dịch ở P/E 14,5x, thấp hơn mức trung bình 5 năm (15,9x) và thấp hơn P/E điều chỉnh của các công ty cùng ngành (18x). Dù doanh thu quý 2/2025 có sự suy giảm, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi trong 2H25, duy trì đi ngang cả năm 2025 và tăng 8% svck trong 2026. Tại Việt Nam nơi thu nhập bình quân vẫn tăng trưởng, với vị thế dẫn đầu trong bán lẻ trang sức, hệ thống quản trị minh bạch và bảng cân đối lành mạnh, PNJ là lựa chọn cơ bản dài hạn cho nhà đầu tư.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT thuần	(2,2%)	14,1%	(5,0%)	8,1%
Tăng trưởng EPS	(18,4%)	4,1%	(1,0%)	8,2%
Biên lợi nhuận gộp	18,3%	17,6%	18,9%	18,4%
Biên LN ròng	5,9%	5,6%	5,9%	5,9%
P/E (x)	13,0	12,5	12,6	11,7
Rolling P/B (x)	2,1	1,9	1,8	1,6
ROAE	20,0%	19,0%	17,6%	17,7%
Nợ ròng trên VCSH	15,2%	19,7%	14,4%	13,7%

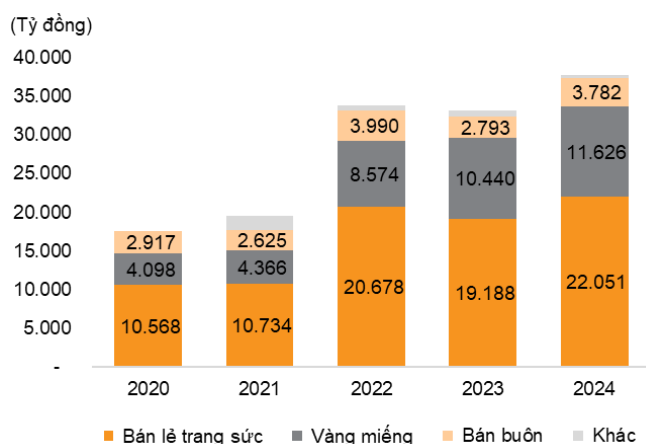
Nguồn: VNDIRECT

Tổng quan doanh nghiệp

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

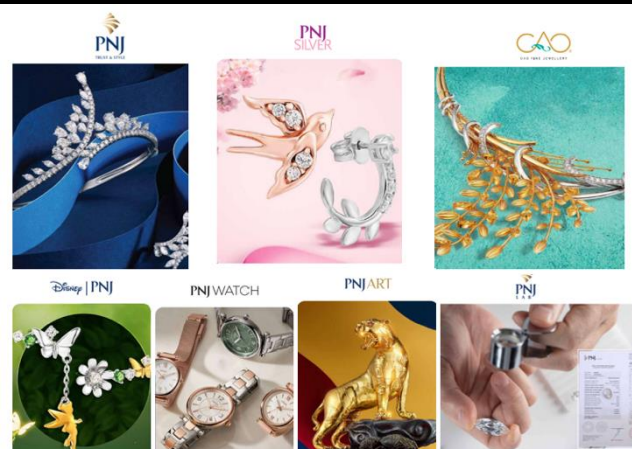
- PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ, cung cấp ra thị trường các sản phẩm trang sức bao gồm trang sức vàng, bạc, kim cương (chiếm khoảng 62% tổng doanh thu). Ngoài ra, công ty còn kinh doanh vàng 24K (chiếm 25,3% doanh thu) và gia công trang sức cho các khách hàng lớn trong nước (chiếm 12% tổng doanh thu)
- So với các doanh nghiệp cùng ngành, PNJ có lợi thế cạnh tranh lớn về năng lực sản xuất khi sở hữu 2 nhà máy ở Gò Vấp và Long Hậu (tổng công suất hơn 4 triệu sản phẩm/năm) với hơn 1.000 nghệ nhân và thợ kim hoàn.
- Tính đến 2023, công ty sở hữu hệ thống bán lẻ rộng khắp cả nước với hơn 400 cửa hàng không ngừng được mở rộng và nâng cấp, hệ thống bán hàng Omnichannel thông qua website và ứng dụng di động mang đến cho khách hàng trải nghiệm toàn diện với các chương trình khuyến mãi và chăm sóc khách hàng được làm mới thường xuyên.
- PNJ sở hữu đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm, nhiệt tình và năng động, đã đồng hành cùng công ty trong suốt 30 năm qua. Hiện tại, công ty đang chiếm lĩnh hơn 55% thị phần trang sức với lượng lớn khách hàng thuộc phân khúc trung đến cao cấp.

Hình 1: Doanh thu của PNJ theo từng mảng



Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo Công ty

Hình 2: Danh mục sản phẩm đa dạng của PNJ



Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo Công ty

Tóm tắt KQKD: Doanh thu bán lẻ tăng trưởng yếu trong mùa cao điểm

Hình 3: KQKD 6T25

Tỷ đồng	Q2/25	% svck	6M25	% svck	6M24/2024	6M25/2025F
Doanh thu	7.582	(21,1%)	17.341	(21,9%)	58,5%	49,6%
Bán lẻ trang sức	4.754	2,6%	11.517	4,8%	49,9%	49,2%
Vàng 24K	1.903	(53,8%)	3.669	(60,5%)	79,7%	50,1%
Bán sỉ	887	16,6%	2.058	19,8%	45,4%	51,8%
B2B	38	(60,0%)	97	(53,4%)	68,6%	33,2%
Lợi nhuận gộp	1.634	10,3%	3.682	1,4%	54,5%	53,9%
CP BH & QLDN	1.059	12,9%	2.259	5,5%	53,5%	54,8%
LNST	442	3,3%	1.120	(3,9%)	55,2%	52,3%
Biên LNG	21,6%	6,2%pts	21,2%	4,9%pts		
Biên LNR	5,8%	1,3%pts	6,5%	1,2%pts		

Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo Công ty

Doanh thu vàng 24K lao dốc tiếp tục ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh thu

Trong quý 2/2025, PNJ ghi nhận doanh thu thuần đạt 7,6 nghìn tỷ đồng, giảm 21,1% svck, chủ yếu do doanh thu vàng 24K sụt giảm mạnh. Doanh thu bán lẻ trang sức tăng nhẹ 2,6% svck lên 4,8 nghìn tỷ đồng, trong khi doanh thu bán sỉ tiếp tục tăng 16,6% svck, đạt 887 tỷ đồng nhờ nhu cầu ngày càng cao đối với trang sức có thương hiệu và truy xuất được nguồn gốc.

Doanh thu vàng 24K giảm mạnh 53,8% svck, còn 1,9 nghìn tỷ đồng, kéo giảm hiệu quả kinh doanh chung của PNJ. Nguyên nhân chủ yếu đến từ nguồn cung vàng trong nước bị siết chặt do chính phủ hạn chế giao dịch vàng miếng từ giữa năm 2024, trong khi nhu cầu thị trường vẫn cao do ảnh hưởng từ các sự kiện đặc thù toàn cầu, tạo áp lực giảm lên khối lượng giao dịch của PNJ ở mảng này.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ cơ cấu sản phẩm và kiểm soát chi phí hiệu quả

Dù doanh thu sụt giảm, biên lợi nhuận gộp quý 2/2025 của PNJ vẫn tăng 6,2 điểm % svck, đạt 21,6%, nhờ 1) Cơ cấu doanh thu chuyển dịch tích cực từ vàng 24K – vốn có biên lợi nhuận thấp – sang mảng bán lẻ trang sức có biên cao hơn; và 2) Biên lợi nhuận mảng bán lẻ được mở rộng khi PNJ tận dụng hàng tồn kho giá thấp và mua lại hàng hóa để phục vụ sản xuất trang sức bán lẻ, kết hợp với chiến lược định giá hiệu quả cho các dòng sản phẩm mới.

Chi phí bán hàng & quản lý tăng 13% svck lên 1,1 nghìn tỷ đồng, thể hiện nỗ lực khuyến mãi mạnh nhằm duy trì doanh thu. Tổng thể, lợi nhuận ròng quý 2/2025 của PNJ tăng 3,3% svck, đạt 442 tỷ đồng.

PNJ kỳ vọng nhu cầu sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2025

Tại buổi gặp gỡ nhà phân tích ngày 29/7/2025, ban lãnh đạo kỳ vọng Nghị định 24 sẽ giúp tháo gỡ các điểm nghẽn trong ngành và tạo hành lang pháp lý minh bạch, qua đó hỗ trợ PNJ ổn định nguồn cung và cải thiện biên lợi nhuận trong thời gian tới.

Lãnh đạo công ty cho biết đã ghi nhận tín hiệu phục hồi từ cuối quý 2/2025 thông qua số lượng đơn hàng gia tăng. Đồng thời, họ kỳ vọng sự phục hồi của thị trường tài chính sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng không thiết yếu, bao gồm trang sức. Tuy nhiên, do kết quả 6 tháng đầu năm chưa đạt kỳ vọng, PNJ cần tăng tốc doanh thu trong nửa cuối năm, với kế hoạch mở thêm khoảng 20 cửa hàng mới.

Bên cạnh đó, PNJ công bố hợp tác với một start-up để phân phối Canali – thương hiệu thời trang nam cao cấp đến từ Ý, nổi bật với kỹ thuật may đo và phong cách thanh lịch. Công ty kỳ vọng thương hiệu này sẽ tạo được cộng hưởng tích cực với dòng sản phẩm Mancode hiện tại.

Triển vọng nửa sau 2025

Hình 4: Điều chỉnh dự phóng giai đoạn 2025

Tỷ đồng	2024	Dự phóng cũ		2025F	Dự phóng mới	2026F	% svck	Thay đổi	2025	2026	Đánh giá
Doanh thu thuần	37.823	37.889	41.346	35.921	-5,0%	38.839	8,1%	-5,2%	-6,1%		
Mãng bán lẻ	22.051	24.394	26.903	22.543	2,2%	23.786	5,5%	-7,6%	-11,6%		Chúng tôi kỳ vọng doanh thu cải thiện trong 2H25, đặc biệt bao gồm sự cải thiện của các dòng sản phẩm cao cấp, nhờ sức mua phục hồi và thị trường đầu tư sôi động. Tuy nhiên chúng tôi giảm dự phóng cả năm do kết quả kinh doanh 2Q25 thấp hơn kỳ vọng
Mãng vàng 24K	11.626	8.929	9.643	9.115	-21,6%	10.459	14,7%	2,1%	8,5%		Chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu vàng miếng nhờ nguồn cung được nổi lỏng trong 2H25 nhờ quá trình thanh tra hoạt động đầu cơ và kỳ vọng tác động từ nghị định 232/2025
Mãng bán sỉ	3.782	3.733	3.849	3.971	5,0%	4.170	5,0%	6,4%	8,3%		
	364	833	951	292	-19,8%	424	45,2%	-64,9%	-55,4%		
Giá vốn hàng bán	(31.149)	(30.762)	(33.480)	(29.144)	-6,4%	(31.676)	8,7%	-5,3%	-5,4%		
Lợi nhuận gộp	6.674	7.127	7.866	6.777	1,5%	7.163	5,7%	-4,9%	-8,9%		
Biên LNG	17,6%	18,8%	19,0%	18,9%	1,3 đ %	18,4%	-0,5 đ %	0,5 đ %	-3,2 đ %		Chúng tôi điều chỉnh tăng lợi nhuận gộp so với dự phóng trước do PNJ tận dụng hiệu quả hàng tồn kho và sự cải thiện tỷ trọng của các dòng sản phẩm cao cấp. Tuy nhiên, chúng tôi giảm dự phóng biên lợi nhuận gộp 2026 do kỳ vọng mảng vàng miếng tăng tỷ trọng trở lại.
Chi phí BH&QLDN	(4.004)	(4.348)	(4.895)	(4.131)	3,2%	(4.315)	4,5%	-5,0%	-11,8%		
CP BH&QLDN/doanh thu	10,6%	11,5%	11,8%	11,5%	0,9 đ %	11,1%	-0,4 đ %	0,0 đ %	-5,9 đ %		Chúng tôi giảm dự phóng tỷ lệ CP bán hàng/doanh thu do kỳ vọng sức mua phục hồi tốt từ 2H25
Chi phí bán hàng	(3.208)	(3.488)	(3.936)	(3.368)	5,0%	(3.471)	3,1%	-3,4%	-11,8%		
Chi phí QLDN	(796)	(860)	(959)	(763)	-4,1%	(844)	10,6%	-11,3%	-12,0%		
	2670	2779	2971	2646	-0,009	2848	0,076	-0,048	-0,041		
Lợi nhuận trước thuế	2.651	2.767	2.957	2.650	0,0%	2.867	8,2%	-4,2%	-3,0%		
Lợi nhuận ròng	2.113	2.214	2.366	2.112	0,0%	2.285	8,2%	-4,6%	-3,4%		

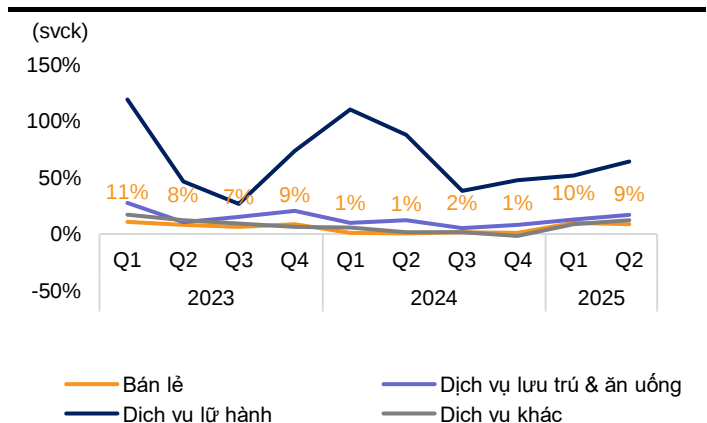
Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo Công ty

Vị thế dẫn đầu giúp PNJ hưởng lợi từ nhu cầu phục hồi

Các chính sách mở rộng như đầu tư hạ tầng, tăng trưởng tín dụng, giảm VAT từ 10% xuống 8%, trợ cấp thất nghiệp cho cán bộ công chức... đã giúp Việt Nam phục hồi tỷ lệ việc làm và thu nhập hộ gia đình. Nhờ đó, ngành bán lẻ Việt Nam tăng 9% svck trong 6T25; riêng tháng 8/2025 đạt tăng trưởng 10,7% svck và 3,4% so với tháng trước, cho thấy tín hiệu tích cực về sự phục hồi của chi tiêu không thiết yếu.

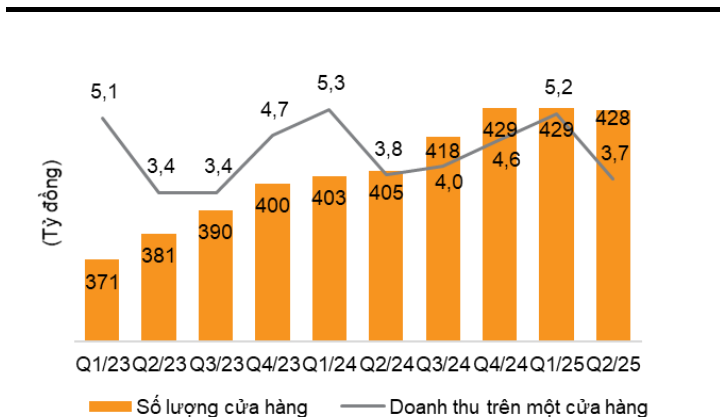
Trong khi đó, doanh thu trên mỗi cửa hàng, vốn giảm xuống còn 3,4 tỷ đồng/cửa hàng/tháng trong 2Q23 do nhu cầu trầm lắng, đã có dấu hiệu hồi phục và được dự báo tăng trở lại từ 2Q25, dao động ngưỡng 3,7–5,2 tỷ đồng/cửa hàng/tháng. Ngưỡng doanh số này, cùng với việc PNJ mở rộng sang các dòng sản phẩm mới, củng cố quan điểm của chúng tôi rằng PNJ đang ở vị thế thuận lợi để nắm bắt cơ hội tăng trưởng trên thị trường bán lẻ nội địa khi sức mua phục hồi.

Hình 5: Doanh số bán lẻ đã phục hồi kể từ Quý 1/2025



Nguồn: VNDIRECT, Tổng cục Thống kê

Hình 6: Doanh thu/cửa hàng dự kiến sẽ phục hồi sau Quý 2/2025



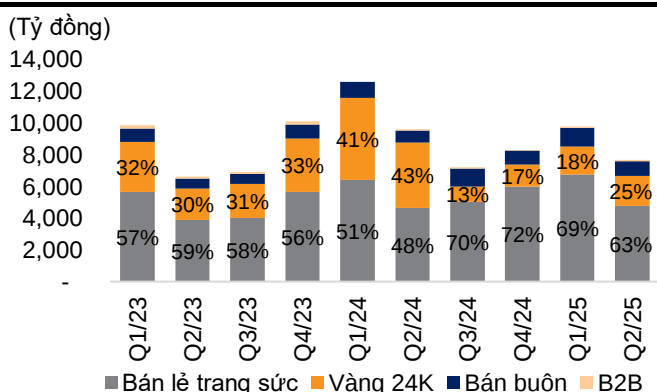
Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo Công ty

PNJ sẽ phục hồi doanh số vàng miếng nhờ Nghị định 232

PNJ hiện vẫn là nhà bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam, tuy nhiên công ty đã mất đà tăng thị phần về cho SJC từ năm 2023 do các hạn chế trên thị trường nguyên liệu vàng làm giảm sức cạnh tranh. Thị phần của PNJ giảm từ 36,3% năm 2022 xuống 34,8% năm 2024, khi doanh số vàng miếng của PNJ sụt mạnh trong 3Q24 do việc siết chặt tuân thủ chính sách trong hoạt động kinh doanh vàng. Trong khi đó, SJC giành thêm thị phần, tăng từ 2,9% lên 3,6% trong 2024.

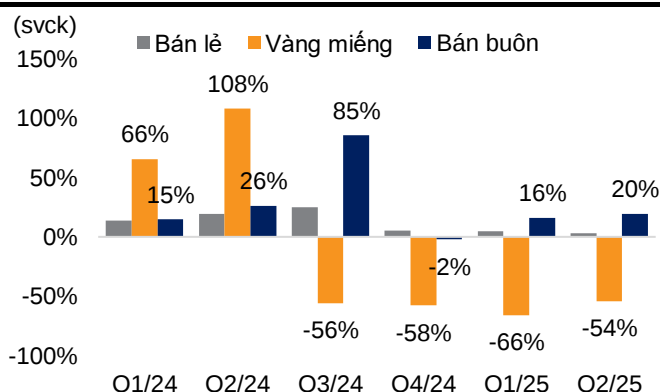
Cuối tháng 8/2025, Chính phủ ban hành Nghị định 232, chấm dứt độc quyền Nhà nước trong nhập khẩu và sản xuất vàng miếng. Chúng tôi kỳ vọng Nghị định 232 sẽ gỡ nút thắt về nguồn cung vàng miếng trong nước, từ đó hỗ trợ doanh số vàng của các nhà bán lẻ phục hồi. Doanh thu vàng miếng của PNJ dự kiến phục hồi lên 9 nghìn tỷ đồng trong 2025 và 10,5 nghìn tỷ đồng trong 2026.

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



Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo Công ty

Hình 8: Tăng trưởng doanh thu theo từng mảng



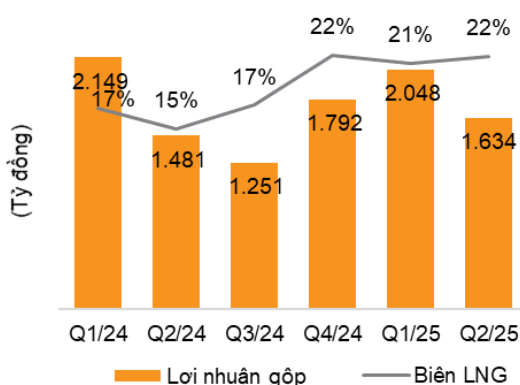
Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo Công ty

Nguồn cung vàng dần cải thiện hỗ trợ biên lợi nhuận gộp trang sức

Do tình trạng thiếu hụt vàng nguyên liệu, biên lợi nhuận gộp mảng trang sức của PNJ đã thu hẹp đáng kể trong 3Q24, trước khi phục hồi dần nhờ chính sách mua lại và tối ưu hóa tồn kho. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung vàng được nới lỏng sẽ giúp PNJ ổn định giá đầu vào, từ đó mở rộng biên lợi nhuận gộp sản phẩm trang sức thêm 2 điểm % svck.

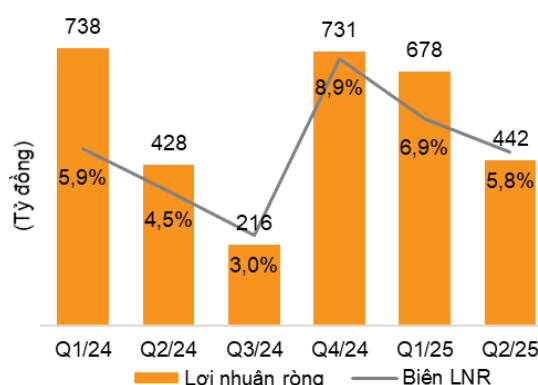
Bước vào mùa cưới từ tháng 10, cùng với sự hỗ trợ thị trường từ các hướng dẫn chi tiết liên quan đến Nghị định 232, chúng tôi kỳ vọng PNJ có thể tận dụng vị thế để thúc đẩy doanh thu cả năm, so với mức nền thấp năm 2024 vốn chịu tác động nặng nề bởi đợt thanh tra thị trường vàng miếng.

Hình 9: Biên lợi nhuận gộp được mở rộng từ quý 2/2025



Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo Công ty

Hình 10: Lợi nhuận ròng của PNJ chịu tác động mùa vụ nhưng đã có sự cải thiện svck



Nguồn: VNDIRECT, Báo cáo Công ty

Định giá: Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu tăng lên 109.900đ/cp

Chúng tôi định giá dựa trên sự kết hợp tỷ trọng ngang bằng giữa phương pháp DCF và P/E. Giá mục tiêu được điều chỉnh tăng 2,4% do tác động tổng hợp từ:

- Mô hình DCF: Chúng tôi tăng dự báo EPS FY25 thêm 2,5% nhờ kỳ vọng cao hơn cho kết quả 2H25. Đồng thời, chúng tôi điều chỉnh tăng WACC từ 7,7% lên 9,3%, và nâng beta từ 0,7 lên 0,9, theo cập nhật từ Bloomberg.
- Phương pháp P/E: Nâng P/E mục tiêu từ 17x lên 18x dựa trên EPS FY25.

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

Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) Tốc độ mở rộng cửa hàng/doanh số chậm hơn kỳ vọng, đặc biệt là doanh số bán lẻ trang sức của PNJ; và 2) Chính phủ chính thức áp thuế GTGT hoặc/và thuế thu nhập cá nhân lên giao dịch vàng miếng.

Hình 11: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	108.300	50%	54.150
P/E	111.402	50%	55.701
Giá trung bình (đồng)			17,6
Giá mục tiêu (Làm tròn)			109.900

Nguồn: VNDIRECT

Hình 12: Định giá theo hệ số (P/E)

LNST tính EPS (tỷ đồng)	2.212
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (CP)	341.274.776
EPS (đồng)	6.189
P/E mục tiêu	18,0
Giá mục tiêu (đồng)	111.402

Nguồn: VNDIRECT

Hình 4: Giả định

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

Nguồn: VNDIRECT

Hình 14: Giá mục tiêu

Phương pháp DCF (tỷ đồng)	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	7.812
Giá trị hiện tại của năm cuối mô hình	30.268
Giá trị doanh nghiệp	38.080
Tiền và tương đương tiền	1.616
Tổng nợ	(3.096)
Giá trị vốn CSH	36.600
SL cổ phiếu (triệu)	338
Giá cổ phiếu (VND)	108.300

Nguồn: VNDIRECT

Hình 15: Định giá DCF - tóm tắt dòng tiền tự do

Định giá DCF	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
LNTT	3.258	3.550	3.930	4.444	4.604	4.807	4.932	5.072
Thuế	-615	-670	-742	1.263	1.619	1.508		2.209
Khấu hao	103	118	136	150	164	181	199	218
Chi phí vốn	-336	-386	-296	-325	-357	-393	-432	-474
Thay đổi vốn lưu động	-176	-534	-563	301	-52	-91	-99	-80
Dòng tiền tự do	2.234	2.078	2.465	3.729	3.487	3.591	3.608	3.716
Dòng tiền tự do hiện tại	1.653	1.371	1.479	2.014	1.709	1.580	1.443	1.338
Dòng tiền dài hạn								31.927
Giá trị hiện tại dòng tiền dài hạn								30.268

Nguồn: VNDIRECT, Bloomberg

Hình 16: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 22/9/2025)

Tên doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa	Doanh thu		LN ròng		Tỷ lệ nợ ròng/VCSH	ROE (%)	P/E		P/B
			12 tháng	12 tháng	12T	12 tháng			điều chỉnh	Hiện tại	
Đơn vị		(triệu USD)	(triệu USD)	% svck	(triệu USD)	% svck	x	TTM (%)	TTM (lần)	TTM	(lần)
Phu Nhuận Jewelry JSC	Việt Nam	1.120	1.296	(15%)	81	50%	10,6	18,2	14,7	14,7	2,5
Luk Fook Holdings International Ltd	Hồng Kông	2.043	1.712	(13%)	137	(38%)	6,8	8,4	14,5	14,1	1,2
Lao Feng Xiang Co Ltd	Trung Quốc	3.207	6.954	(29%)	317	(25%)	(22,5)	14,3	16,3	21,7	2,2
Zojirushi Corp	Nhật Bản	819	595	5%	34	(9%)	(34,9)	5,7	21,7	27,0	1,2
PC Jeweller Ltd	Ấn Độ	979	266	271%	68	NA	33,7	12,7	11,6	9,3	1,3
Trung vị			1.154	(4%)	103	(25%)	(7,9)	10,5	15,4	17,9	1,3
Trung bình			2.382	59%	139	(24%)	(4,2)	10,3	16,0	18,0	1,5

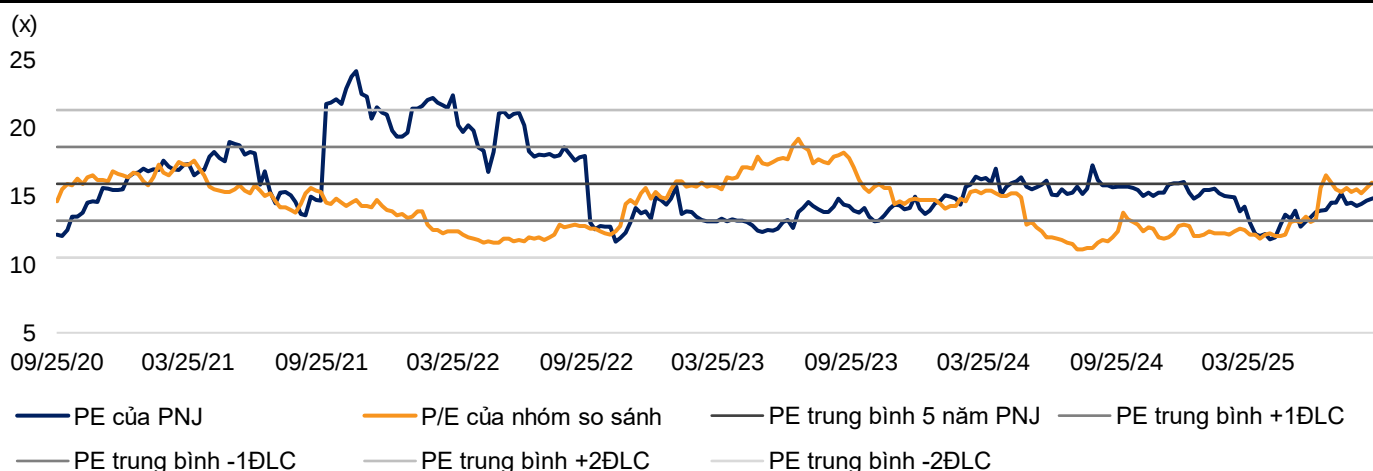
Nguồn: VNDIRECT, Bloomberg

Hình 17: Phân tích độ nhạy

Tăng trưởng dài hạn	Chi phí vốn							
		8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%
	1,1%	112.000	109.200	106.700	104.600	102.700	100.600	99.000
	1,4%	114.200	111.200	108.500	106.200	104.200	102.000	100.300
	1,7%	116.600	113.300	110.500	108.000	105.800	103.400	101.600
	2,0%	119.300	115.700	112.600	109.900	107.500	105.000	103.000
	2,3%	122.300	118.300	114.900	111.900	109.400	106.700	104.500
	2,6%	125.500	121.200	117.400	114.200	111.400	108.500	106.200
	2,9%	129.200	124.300	120.200	116.600	113.600	110.500	108.000

Nguồn: VNDIRECT

Hình 18: P/E 5 năm của PNJ và các DN so sánh



Nguồn: VNDIRECT, Bloomberg

Báo cáo kết quả kinh doanh

(Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Doanh thu thuần	33.876	33.137	37.823	35.921	38.839	41.121	42.681
Bán lẻ trang sức	20.678	19.188	22.051	22.543	23.786	25.046	25.687
Vàng 24K	8.574	10.440	11.626	9.115	10.459	11.209	11.906
Bán buôn	3.990	2.793	3.782	3.971	4.170	4.379	4.598
Giá vốn hàng bán	(27.949)	(27.078)	(31.149)	(29.144)	(31.676)	(33.549)	(34.901)
Lợi nhuận gộp	5.927	6.059	6.674	6.777	7.163	7.572	7.780
Chi phí quản lý DN	(674)	(694)	(796)	(763)	(844)	(862)	(871)
Chi phí bán hàng	(2.828)	(2.836)	(3.208)	(3.368)	(3.471)	(3.545)	(3.630)
EBITDA thuần	2.505	2.610	2.751	2.721	2.928	3.250	3.369
Chi phí khấu hao	80	81	81	75	80	85	90
LN HD trước thuế & lãi vay	2.425	2.529	2.670	2.646	2.848	3.165	3.279
Thu nhập tài chính	(94)	(119)	(47)	(138)	(134)	(142)	(147)
Chi phí tài chính	(141)	(143)	(94)	(138)	(134)	(142)	(147)
Thu nhập ròng khác	(25)	5	(1)	21	22	22	23
Thu nhập từ các công ty LDLK	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	2.313	2.489	2.651	2.650	2.867	3.184	3.299
Chi phí thuế	(502)	(518)	(538)	(538)	(582)	(646)	(670)
Lợi nhuận ròng	1.811	1.971	2.113	2.112	2.285	2.538	2.629

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tiền & Tương đương tiền	880	896	1.123	1.805	1.664	4.677	5.348
Đầu tư tài chính ngắn hạn	200	810	1.020	1.616	1.748	1.850	1.921
Các khoản phải thu ngắn hạn	302	217	401	223	298	313	296
Hàng tồn kho	10.506	10.941	13.015	13.557	15.173	14.119	15.582
Tài sản ngắn hạn khác	80	96	133	108	117	123	128
Tổng tài sản ngắn hạn	11.968	12.960	15.692	17.309	19.000	21.082	23.275
Tài sản cố định	882	883	857	872	888	904	921
Tổng tài sản đầu tư	31	33	69	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	364	449	474	450	487	516	536
Tổng tài sản	13.339	14.430	17.208	18.739	20.492	22.625	24.860
	0	0	0	0	0	0	0
Nợ vay ngắn hạn	2.683	2.384	3.342	3.535	3.433	3.635	3.773
Phải trả người bán ngắn hạn	277	255	624	610	684	712	775
Phải trả ngắn hạn khác	1.893	1.675	1.949	1.704	1.868	1.948	2.029
Tổng nợ ngắn hạn	4.883	4.613	5.942	5.874	6.013	6.324	6.607
Nợ vay dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	10	9	10	10	10	10	10
Vốn góp của chủ sở hữu	2.462	3.282	3.381	3.413	3.413	3.413	3.413
Lợi nhuận giữ lại	2.522	2.740	3.301	4.054	4.759	5.617	6.767
Vốn chủ sở hữu	8.444	9.806	11.255	12.001	12.920	14.092	15.355
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0	0
Tổng nợ và VCSH	13.339	14.430	17.208	18.739	20.492	22.625	24.860

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Lợi nhuận trước thuế	2.312	2.489	2.651	2.650	2.867	3.184	3.299
Khấu hao	80	81	81	75	80	85	90
Thuế đã nộp	(464)	(466)	(555)	(538)	(582)	(646)	(670)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0	0	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	(2.358)	(1.126)	(2.726)	(902)	(2.060)	441	(1.983)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	101	1.502	85	1.819	868	3.691	1.386
Đầu tư TSCĐ	(52)	(82)	(90)	(90)	(96)	(101)	(107)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	2	1	0	0	0	0	0
Các khoản khác	0	0	0	24	(37)	(29)	(20)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	20	68	39	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(370)	(577)	(211)	(682)	(228)	(203)	(178)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	1.447	0	67	32	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(39)	(299)	957	193	(102)	202	138
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức	(617)	(611)	(672)	(683)	(683)	(683)	(683)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	791	(910)	352	(458)	(785)	(481)	(545)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	355	880	896	1.124	1.805	1.664	4.677
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	522	15	226	679	(145)	3.007	663
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	880	895	1.124	1.805	1.664	4.677	5.348

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EPS (VND)	7.357	6.005	6.250	6.189	6.695	7.437	7.703
P/E	11,7	14,0	15,5	17,4	16,1	14,5	14,0
PEG 1 năm	0,2	-0,8	3,8	-17,4	2,0	1,3	3,9
P/S	2,5	2,5	2,6	3,0	2,8	2,6	2,5
P/B	2,0	2,3	2,4	2,4	2,2	1,9	1,7
Tỷ suất cổ tức	2,9%	2,2%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	34,1%	31,0%	31,8%	32,3%	29,9%	26,9%	26,0%
Chỉ số tăng trưởng							
Tăng trưởng doanh thu	73,3%	-2,2%	14,1%	-5,0%	8,1%	5,9%	3,8%
Tăng trưởng LN gộp	64,7%	2,2%	10,2%	1,5%	5,7%	5,7%	2,7%
Tăng trưởng LN ròng	76,2%	8,8%	7,2%	0,0%	8,2%	11,1%	3,6%
Tăng trưởng EPS	62,9%	-18,4%	4,1%	-1,0%	8,2%	11,1%	3,6%
Chỉ số hiệu quả sinh lời							
Biên LN gộp	17,5%	18,3%	17,6%	18,9%	18,4%	18,4%	18,2%
Biên EBITDA	7,4%	7,9%	7,3%	7,6%	7,5%	7,9%	7,9%
Biên LN hoạt động	7,2%	7,6%	7,1%	7,4%	7,3%	7,7%	7,7%
Biên LN ròng	5,3%	5,9%	5,6%	5,9%	5,9%	6,2%	6,2%
ROAA	14,0%	14,0%	12,0%	11,3%	11,2%	11,2%	10,6%
ROAE	21,0%	20,0%	19,0%	17,6%	17,7%	18,0%	17,1%
Chỉ số đòn bẩy							
Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	25,8	21,3	56,8	19,2	21,3	22,3	22,3
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	17,2	13,0	20,1	11,9	12,7	13,4	13,3
Nợ vay/ Vốn	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Nợ vay/ VCSH	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
Nợ vay ròng/ VCSH	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	(0,1)	(0,1)
Chỉ số thanh khoản							
Vòng quay tổng tài sản	2,8	2,4	2,4	2,0	2,0	1,9	1,8
Vòng quay khoản phải thu	163,3	127,7	122,4	115,1	149,1	134,6	140,2
Số ngày phải thu	2,2	2,8	2,9	3,1	2,4	2,7	2,6
Vòng quay khoản phải trả	58,4	101,8	70,9	47,2	49,0	48,1	46,9
Số ngày phải trả	6,2	3,5	5,1	7,6	7,3	7,5	7,7
Vòng quay hàng tồn kho	2,9	2,5	2,6	2,2	2,2	2,3	2,4
Số ngày tồn kho	124,1	144,0	138,5	163,6	163,6	156,5	150,0
Hệ số thanh toán hiện hành	4,5	5,4	4,7	4,9	5,5	5,8	6,2
Hệ số thanh toán nhanh	0,4	0,7	0,6	1,0	1,0	1,8	1,9

KHUYẾN CÁO

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

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

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

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

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

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

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

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

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

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Phạm Thị Bích Ngọc – Trưởng phòng Tiêu dùng và Công nghệ

Email: ngoc.phambich@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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