

17/07/2025

KHUYẾN NGHỊ	NĂM GIỮ
Giá hợp lý	96,800
Giá hiện tại	88,000
Tiềm năng tăng/giảm	10%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	337.91
Free float (triệu)	270.32
Vốn hóa (tỷ VND)	28,620.57
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	1,142,186
Sở hữu nước ngoài (%)	48.82%
Ngày niêm yết đầu tiên	23/03/2009

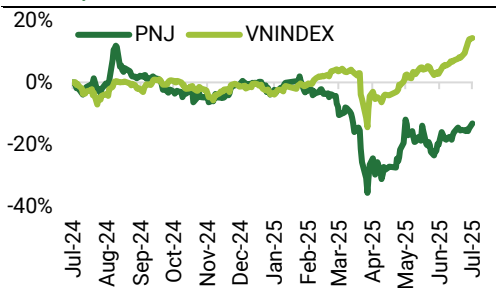
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

CTCP QLQĐT Dragon Capital	6.0%
T.Rowe Price Associates, Inc	5.2%
Sprucegrove Investment Mgt Ltd	4.8%
Khác	84.0%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	6,105
BVPS (VND)	34,715
Nợ/VCSH	0.5
ROA (%)	13.1%
ROE (%)	18.6%
P/E	13.7
P/B	2.4
Tỷ suất cổ tức (%)	2.4%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

PNJ là công ty trang sức hàng đầu Việt Nam với với mạng lưới 429 cửa hàng trải rộng trên 58 tỉnh thành. Công ty hiện đang kinh doanh 5 mảng trang sức dành cho các đối tượng khách hàng khác nhau. Trong đó, hoạt động bán lẻ trang sức luôn đóng góp tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Dương Trung Hoa

hoaduong@phs.vn

CHƯƠNG MỚI CHO NGÀNH KIM HOÀN

- Trong Q1/2025, PNJ ghi nhận KQKD khá ảm đạm với tổng doanh thu giảm 23.2% YoY đạt 9,759 tỷ đồng và lợi nhuận ròng giảm 8.1% YoY đạt 678 tỷ đồng, lần lượt hoàn thành 31% và 35% kế hoạch năm 2025.
- Việc sửa đổi Nghị định 24/2012/NĐ-CP mở ra kỳ vọng về chính sách quản lý thị trường vàng linh hoạt, hiệu quả và minh bạch hơn: NHNN đang hoàn thiện Nghị định sửa đổi Nghị định 24/2012/NĐ-CP về quản lý hoạt động kinh doanh vàng và dự kiến sẽ được trình Chính phủ trước ngày 15/07/2025. Một trong những điểm đáng chú ý là đề xuất xóa bỏ độc quyền của Nhà nước trong sản xuất vàng miếng, cho phép doanh nghiệp, ngân hàng đủ điều kiện được nhập khẩu vàng nguyên liệu, sản xuất vàng miếng, chế tác vàng trang sức mỹ nghệ. Chúng tôi kỳ vọng rằng thay đổi này sẽ giúp cho doanh nghiệp đầu ngành như PNJ giải quyết nhu cầu về nguồn nguyên liệu dùng trong chế tác, vốn bị thiếu hụt trong thời gian qua. Từ đó chủ động hơn trong kế hoạch sản xuất, cải tiến sản phẩm và mở rộng biên lợi nhuận.
- Năm 2025F, chúng tôi dự phóng doanh thu giảm 10.2% YoY khi nguồn cung vàng tiếp tục bị hạn chế. Cho năm 2026F, dựa trên kỳ vọng nút thắt về thiếu hụt nguồn cung vàng được gỡ bỏ sau khi Nghị định 24/2012/NĐ-CP được sửa đổi, chúng tôi dự phóng doanh thu vàng 24K tăng 50.0% YoY đạt 6,990 tỷ đồng, qua đó doanh thu năm 2026F cải thiện lên mức 38,890 tỷ đồng (+14.5% YoY).
- PNJ hiện đang giao dịch tại P/E Forward 25F ở mức 14.5x – thấp hơn so với P/E bình quân 5 năm là 16.5x. Sử dụng phương pháp định giá DCF và P/E, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** dành cho PNJ với giá hợp lý là 96,800 VND/cổ phiếu, tương ứng mức tăng giá tiềm năng là 10%.

Cập nhật KQKD Q1/2025

Trong Q1/2025, PNJ ghi nhận KQKD khá ảm đạm do tiếp tục chịu tác động bởi việc thiếu hụt nguồn nguyên liệu vàng. Tổng doanh thu giảm 23.2% YoY đạt 9,759 tỷ đồng, hoàn thành 31% kế hoạch do công ty đặt ra. Trong kỳ, chi phí bán hàng tăng cao khiến cho lợi nhuận ròng giảm 8.1% YoY đạt 678 tỷ đồng, hoàn thành 35% kế hoạch năm 2025. Trong đó:

- Thị trường giao dịch vàng miếng trầm lắng khiến doanh thu mảng vàng 24K giảm 65.8% YoY. Nguyên nhân đến từ bối cảnh giá vàng neo cao khiến người dân có xu hướng nắm giữ, gây nên tình trạng thiếu hụt nguyên liệu vàng kéo dài. Ngoài ra, công ty cũng chủ động phân bổ nguồn lực cho mảng trang sức.
- Doanh thu mảng trang sức có phần tích cực hơn (trang sức bán lẻ tăng 6.1% YoY, bán sỉ tăng 22.8% YoY) nhờ các chương trình marketing đạt hiệu quả tốt và sự chuyển dịch của người tiêu dùng sang sản phẩm có thương hiệu uy tín. Trong kỳ, công ty chưa mở rộng thêm cửa hàng mới so với thời điểm cuối năm 2024 (duy trì 429 cửa hàng) và doanh thu trung bình đạt 5.2 tỷ VND/cửa hàng/tháng (-1.9% YoY).

Chúng tôi đánh giá KQKD Q1/2025 của PNJ là tương đối ấn tượng, khi vẫn cải thiện biên lợi nhuận trong thời điểm ngành kim hoàn gặp nhiều biến

động. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của PNJ cải thiện lên mức 21.3%/7.0% (+420/120bps YoY) nhờ tăng tỷ trọng mảng trang sức bán lẻ có biên lãi cao hơn trong cơ cấu doanh thu (tăng lên mức 69% so với 51% hồi Q1/2024).

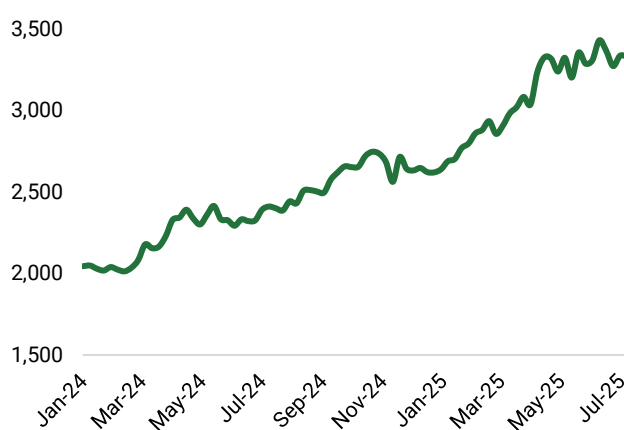
Sửa đổi Nghị định 24/2012/NĐ-CP mở ra kỳ vọng về chính sách quản lý thị trường vàng linh hoạt, hiệu quả và minh bạch

Ngân hàng Nhà nước đang hoàn thiện Nghị định sửa đổi Nghị định số 24/2012/NĐ-CP về quản lý hoạt động kinh doanh vàng theo hướng thị trường hóa có lộ trình, đảm bảo kiểm soát chặt chẽ. Dự thảo Nghị định sửa đổi dự kiến sẽ được trình Chính phủ trước ngày 15/07/2025.

Một trong những điểm đáng chú ý là **đề xuất xóa bỏ cơ chế độc quyền của Nhà nước trong sản xuất vàng miếng, xuất nhập khẩu vàng nguyên liệu - vốn được duy trì suốt hơn một thập kỷ qua. Thay vào đó, các doanh nghiệp, ngân hàng đủ điều kiện sẽ được cấp phép nhập khẩu vàng nguyên liệu, sản xuất vàng miếng, chế tác vàng trang sức, mỹ nghệ.** Hoạt động này vẫn sẽ được NHNN quản lý chặt chẽ thông qua cơ chế cấp hạn mức hàng năm và giấy phép nhập khẩu vàng miếng, vàng nguyên liệu từng lần cho doanh nghiệp, ngân hàng, đủ điều kiện.

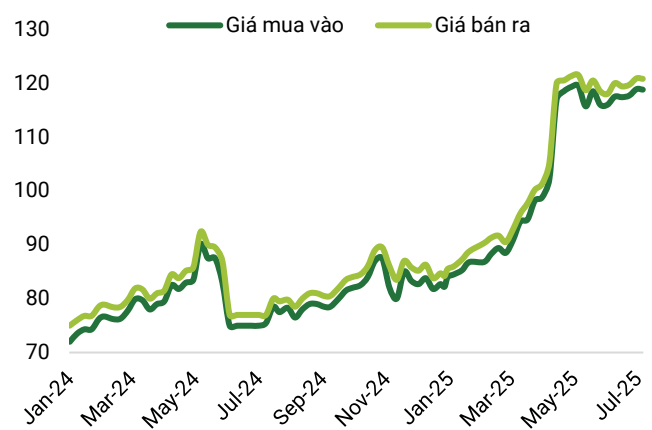
Theo ước tính, hiện nay chỉ có 3 doanh nghiệp và 7 ngân hàng đáp ứng đủ điều kiện về vốn điều lệ để được cấp phép sản xuất vàng miếng (vốn điều lệ 1,000 tỷ đồng đối với doanh nghiệp và 50,000 tỷ đồng đối với ngân hàng). Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng thay đổi này sẽ giải quyết bài toán thiếu hụt nguyên liệu kéo dài trong ngành vàng trang sức, tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp đầu ngành như PNJ chủ động hơn trong kế hoạch sản xuất, cải tiến sản phẩm và mở rộng biên lợi nhuận. Việc đảm bảo nguồn nguyên liệu ổn định, hợp pháp cùng với lợi thế cạnh tranh về giá trị thương hiệu sẽ là yếu tố quan trọng thúc đẩy tăng trưởng dài hạn cho PNJ trong bối cảnh hội nhập và thị hiếu tiêu dùng ngày càng cao.

Hình 1: Giá vàng giao ngay (XAU/USD – USD/oz)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Hình 2: Giá vàng miếng SJC (Triệu VND/lượng)



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Dự phóng KQKD năm 2025F/26F

Tỷ VND	1Q25	% YoY	2025F	% YoY	2026F	% YoY	Nhận định
Doanh thu thuần	9,635	-23.5%	33,969	-10.2%	38,890	14.5%	Doanh thu 2025F giảm 10.2% YoY chủ yếu do sự sụt giảm của doanh thu vàng 24K (-60% YoY) khi nguồn cung vàng tiếp tục bị hạn chế và PNJ ưu tiên phân bổ nguồn lực cho mảng trang sức.
Vàng 24K	1,744	-66.2%	4,660	-60.0%	6,990	50.0%	
Bán lẻ	6,677	5.0%	24,469	11.0%	26,722	9.2%	Mảng bán lẻ 25F/26F ước tính tăng 11.0%/9.2% YoY nhờ: + Số lượng cửa hàng mở mới năm 25F/26F tăng thêm 15/20 cửa hàng, phù hợp với kế hoạch của công ty. + Doanh thu/CH/tháng cải thiện nhẹ nhờ các chương trình quảng bá, ra mắt sản phẩm mới. Ngoài ra chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ được hưởng lợi từ môi trường minh bạch hơn qua công tác thanh tra thị trường vàng nghiêm ngặt và người tiêu dùng có xu hướng chuyển dịch từ trang sức không thương hiệu sang có thương hiệu.
Số cửa hàng	429	7.0%	444	3.5%	464	4.5%	
Doanh thu/CH/tháng	5.2	-2.0%	4.7	5.4%	4.9	5.0%	
Bán sỉ	1,156	22.4%	4,499	19.0%	4,826	7.3%	Cho năm 2026F, dựa trên kỳ vọng nút thắt về thiếu hụt nguồn cung vàng được gỡ bỏ sau khi Nghị định 24/2012/NĐ-CP được sửa đổi, chúng tôi dự phóng doanh thu vàng 24K tăng 50% YoY đạt 6,990 tỷ đồng, qua đó doanh thu năm 2026F tăng lên mức 38,890 tỷ đồng (+14.5% YoY).
Lợi nhuận gộp	2,048	-4.7%	6,459	-3.2%	7,592	17.5%	Biên lợi nhuận gộp 25F/26F cải thiện lên mức 19.0%/19.5% (+140/50bps YoY) nhờ đóng góp cao hơn từ mảng trang sức.
LNST	678	-8.1%	2,146	1.6%	2,649	23.4%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	21.3%		19.0%		19.5%		
Biên lợi nhuận ròng (%)	7.0%		6.3%		6.8%		

Nguồn: PHS dự phóng

Định giá và khuyến nghị

PNJ hiện đang giao dịch tại P/E Forward 25F ở mức 14.5x – thấp hơn so với P/E bình quân 5 năm là 16.5x. Sử dụng phương pháp định giá DCF và P/E, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** dành cho PNJ với giá hợp lý là 96,800 VND/cổ phiếu, tương ứng mức tăng giá tiềm năng là 10% so với giá hiện tại.

Rủi ro

(1) Trì hoãn sửa đổi Nghị định 24/2012/ND-CP; (2) Sức mua người tiêu dùng suy yếu

Hình 3: Diễn biến P/E của PNJ giai đoạn 2020 - 2025



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần	33,876	33,137	37,823	33,969	38,890
Giá vốn hàng bán	(27,949)	(27,078)	(31,149)	(27,510)	(31,298)
Lợi nhuận gộp	5,927	6,059	6,674	6,459	7,592
Chi phí bán hàng	(2,808)	(2,814)	(3,185)	(2,989)	(3,345)
Chi phí QLDN	(674)	(694)	(796)	(718)	(860)
Lợi nhuận từ HĐKD	2,445	2,550	2,692	2,752	3,388
Lợi nhuận tài chính	(87)	(45)	(18)	(36)	(38)
Chi phí lãi vay	(94)	(119)	(47)	(57)	(63)
Lợi nhuận trước thuế	2,312	2,489	2,651	2,693	3,324
Lợi nhuận sau thuế	1,811	1,971	2,113	2,146	2,649
LNST của cổ đông Công ty mẹ	1,811	1,971	2,113	2,146	2,649
Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tài Sản Ngắn Hạn	11,966	12,958	15,693	17,416	20,098
Tiền và tương đương tiền	880	896	1,123	2,373	3,921
Đầu tư tài chính ngắn hạn	200	810	1,020	1,359	1,556
Phải thu ngắn hạn	301	215	401	298	389
Hàng tồn kho	10,506	10,941	13,015	13,269	14,092
Tài sản ngắn hạn khác	80	96	133	117	141
Tài Sản Dài Hạn	1,371	1,469	1,515	1,498	1,567
Phải thu dài hạn	94	105	116	120	131
Tài sản cố định	882	883	857	839	824
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	31	29	65	92	111
Đầu tư tài chính dài hạn	-	4	4	4	4
Tài sản dài hạn khác	364	449	474	443	497
Lợi thế thương mại	0	0	0	0	0
Tổng cộng tài sản	13,337	14,428	17,208	18,914	21,665
Nợ phải trả	4,893	4,621	5,952	6,287	7,180
Nợ ngắn hạn	4,883	4,612	5,942	6,263	7,151
Nợ dài hạn	10	9	11	24	29
Vốn chủ sở hữu	8,444	9,806	11,255	12,627	14,484
Vốn góp	2,462	3,282	3,381	3,381	3,381
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	13,337	14,428	17,208	18,914	21,665

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	101	1,508	83	2,065	2,116
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(371)	(578)	(211)	(357)	(299)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	792	(914)	353	(459)	(269)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	522	15	225	1,250	1,548
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	355	880	896	1,123	2,373
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	880	896	1,123	2,373	3,921
Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
Tăng trưởng					
Doanh thu	73.3%	-2.2%	14.1%	-10.2%	14.5%
Lợi nhuận sau thuế	76.0%	8.9%	7.2%	1.6%	23.4%
Tổng tài sản	25.6%	8.2%	19.3%	9.9%	14.5%
Tổng vốn chủ sở hữu	40.4%	16.1%	14.8%	12.2%	14.7%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	17.5%	18.3%	17.6%	19.0%	19.5%
Tỷ suất EBIT	7.2%	7.6%	7.1%	8.0%	8.6%
Tỷ suất lãi ròng	5.3%	5.9%	5.6%	6.3%	6.8%
ROA	13.6%	13.7%	12.3%	11.3%	12.2%
ROE	21.4%	20.1%	18.8%	17.0%	18.3%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7
Số ngày tồn kho	354.6	145.4	192.9	176.7	164.7
Số ngày phải trả	6.8	3.9	5.6	7.1	7.1
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.5	2.8	2.6	2.8	2.8
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.3	0.4	0.5	0.7	0.8
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
Vay ngắn hạn/VCSH	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
Vay dài hạn/VCSH	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

(Nguồn: PHS tổng hợp và ước tính)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Dương Trung Hoa, Chuyên viên phân tích cao cấp** – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

MUA: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

TĂNG TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

NẮM GIỮ: Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

GIẢM TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

BÁN: Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

KHÔNG XẾP HẠNG: Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của tác giả tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Mỹ, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường Bàn Cờ,
Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường Tân Sơn Hòa,
Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Thanh Xuân, Hà
Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Phường Hồng Bàng, Hải
Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801