

CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ)

Rủi ro nhiều khả năng đã được phản ánh

- Q1/25, lợi nhuận ròng ghi nhận 678 tỷ đồng, (-8% svck) do sự suy giảm của mảng vàng miếng đồng thời chi phí bán hàng tăng cao. Kết quả này thấp hơn kỳ vọng và hoàn thành 27% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Hạ dự báo LN ròng 2025-26 14%/15% so với báo cáo trước do mảng vàng miếng suy giảm khi bị kiểm soát chặt và nhu cầu tiêu thụ trang sức dự kiến đi ngang svck. Sau điều chỉnh, LN ròng 2025-26 dự báo tăng 2%/13% svck.
- Khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho PNJ với giá mục tiêu 99,900 đồng/cổ phiếu do cổ phiếu đã về vùng giá hấp dẫn với tiềm năng tăng giá lớn.

Q1/25: Cung vàng miếng thiếu hụt, doanh thu bán lẻ tiếp đà tăng nhẹ.

Tổng doanh thu ghi nhận 9,635 tỷ đồng (-24% svck), chủ yếu do doanh thu mảng vàng miếng giảm 67% svck. Về mảng bán lẻ, do tình hình thị trường không khả quan, PNJ chưa mở mới thêm CH sv cuối năm 2024, duy trì 429 cửa hàng (+7% svck), DT trung bình/CH đạt 5.2 tỷ đồng/tháng (-1% svck), sức mua đi ngang so với cuối năm. Tỷ trọng bán lẻ gia tăng trong tổng doanh thu giúp cho biên LN gộp cải thiện 4d% svck, ghi nhận 21.3%. Tỷ trọng CPHD/tổng DT đạt 12.5%, tăng 3d% svck và cao hơn 1d% sv. Việc CPBH&QLDN ở mức nền cao, tương đương Q1/24 khiến cho lợi nhuận ròng giảm 8% svck, ghi nhận 678 tỷ đồng. Biên LN ròng đạt 7% (+1d% svck). Kết quả này hoàn tất 36% kế hoạch của DN và hoàn tất 27% dự báo cả năm của chúng tôi.

Điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận ròng 2025-26 14%/15% so với báo cáo trước, LN ròng sau điều chỉnh tăng 2%/13% svck.

Chúng tôi điều chỉnh LN ròng 2025-26 giảm 14%/15% so với báo cáo trước do (1) điều chỉnh giảm mạnh doanh thu vàng miếng 2025-26 đi 61%/57% do nguồn cung thiếu hụt (2) với mảng bán lẻ, chúng tôi giảm nhu cầu tiêu thụ trang sức khiến doanh thu bán lẻ 2025-26 giảm 3%/5% so với dự phóng trước. Sau điều chỉnh, LN ròng ghi nhận 2,154/2,435 tỷ đồng, ước tăng 2%/13% svck. Chúng tôi ước tính doanh thu/LN ròng cao hơn 6%/10% so với kế hoạch 2025 của doanh nghiệp do chúng tôi nhận thấy kế hoạch đưa ra có phần thận trọng.

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 99,900 VND/cổ phiếu

Điều chỉnh giảm giá mục tiêu 14.4% so với báo cáo trước do (1) giảm EPS 2025/2026 đi 14%/15%, (2) chuyển mô hình định giá sang 2025. Hiện tại, PNJ đang được giao dịch với P/E 2025 ở mức 12.2x, thấp hơn 38% so với mức TB 3 năm (16.8x). Bên cạnh đấy, chúng tôi nhận thấy những rủi ro về (1) biến động giá vàng khiến cho LN suy giảm, (2) kết quả thanh tra bị xử phạt hành chính 1.34 tỷ đồng và đưa lên BCA để tiếp tục xác minh, đã được phản ánh vào đợt giảm giá vừa qua, các quý tới là thời điểm đẩy mạnh bán hàng, chiến lược bán hàng hiệu quả cùng hàng tồn kho có sẵn để đẩy mạnh bán hàng sẽ giúp cho PNJ đạt kết quả khả quan hơn trong 9 tháng cuối năm. Do vậy, chúng tôi nhận thấy đây là giai đoạn phù hợp để bắt đầu tích lũy PNJ cho mục tiêu trung – dài hạn.

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	33,137	37,823	33,630	37,487
Lợi nhuận ròng	1,971	2,115	2,154	2,435
Tăng trưởng doanh thu thuần	-2%	14%	-11%	11%
Tăng trưởng LN ròng	9%	7%	2%	13%
Biên LN gộp	18%	18%	21%	21%
Biên EBITDA	8%	7%	9%	9%
ROAE	22%	20%	18%	18%
ROAA	14%	13%	12%	13%
EPS (VND/cổ phiếu)	6,008	6,255	6,372	7,202
BVPS (VND/cổ phiếu)	29,883	33,297	37,478	42,464

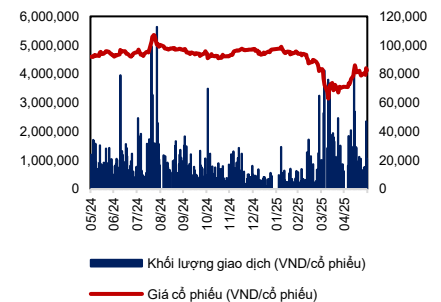
Nguồn: PNJ, MBS Research

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu VND99,900
Tiềm năng tăng giá 34%

Thay đổi trọng yếu báo cáo:
- Giảm dự báo EPS 25-26 xuống 14%/15%

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	74,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	107,087
Thấp nhất 52 tuần (VND)	62,800
Vốn hóa (tỷ đồng)	25,207
P/E (TTM)	12.9
P/B	2.3
Thị suất cổ tức (%)	2.7
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	49

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu (%)

Dragon Capital Việt Nam	7.2
Sprucegrove Investment Management Ltd.	5.2

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Quỳnh Ly
Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn

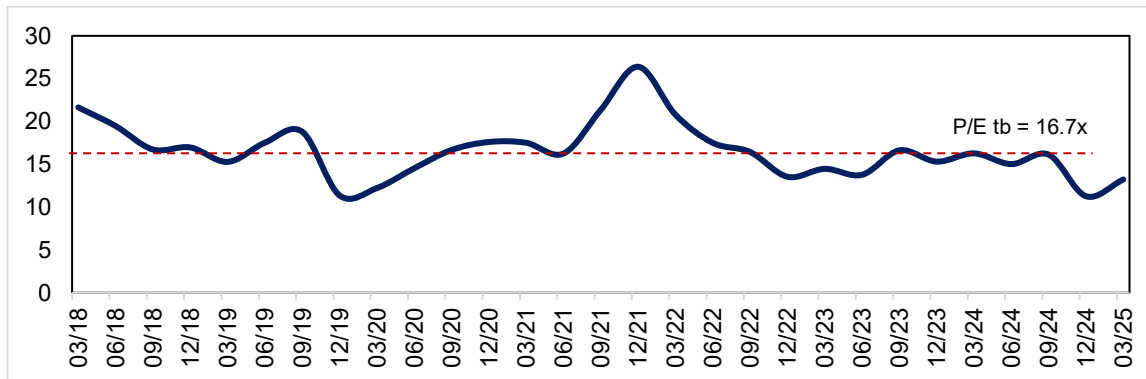
CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- PNJ là thương hiệu nữ trang nội địa đứng đầu ngành trang sức Việt Nam, sở hữu hơn 429 cửa hàng bán lẻ hiện đại với độ phủ sóng khắp 58 tỉnh thành. Trong dài hạn, với cơ cấu tầng lớp trung lưu gia tăng cùng với sự dịch chuyển từ việc mua hàng không thương hiệu, sang các thương hiệu uy tín hàng đầu sẽ giúp cho thị trường bán lẻ trang sức Việt Nam dự báo tăng trưởng 4% CAGR. Với vị thế dẫn đầu quy mô cùng với năng lực sản xuất tốt nhất trong ngành, PNJ sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi đầu tiên.
- Thị trường vàng thắt chặt, thanh tra vàng nghiêm ngặt là cơ hội cho các doanh nghiệp lớn như PNJ tăng thị phần từ các doanh nghiệp bán lẻ trang sức truyền thống không thương hiệu. Bên cạnh đó, PNJ cũng đã tạo nên thương hiệu trang sức dành riêng cho nam giới nhằm tăng cơ cấu khách hàng mới và danh mục sản phẩm. Nhờ vào chiến lược phát triển dài hạn phù hợp cùng vị thế dẫn đầu thị trường bán lẻ trang sức nội địa Việt Nam, chúng tôi dự báo mảng bán lẻ tiếp tục dẫn dắt PNJ và đạt được tốc độ tăng trưởng lợi nhuận kép 16% CAGR 25-30
- Chúng tôi nhận thấy giai đoạn vừa qua, PNJ đã được chiết khấu xuống mức P/E fw 12.2x, thấp hơn 38% trung bình 3 năm để phản ánh về khó khăn trong năm 25, bao gồm (1) giá nguyên vật liệu vàng biến động và tăng mạnh trong thời gian ngắn, (2) nhu cầu tiêu thụ trang sức chưa phục hồi. Năm 2025-26, lợi nhuận ròng dự báo có tốc độ tăng trưởng trung bình đạt 8%, ROE ở ngưỡng 19% với vị thế tài chính lành mạnh. Chúng tôi nhận thấy PNJ xứng đáng có mức P/E tốt hơn nhờ vào các thể mạnh hiện tại cùng tiềm năng tăng trưởng trong trung – dài hạn. Vì vậy đây là thời điểm phù hợp để mua cổ phiếu PNJ.

Hình 1: Diễn biến P/E của PNJ từ 2018 đến nay



Nguồn: PNJ, MBS Research

Khuyến nghị và định giá

Giảm giá mục tiêu 14% do chúng tôi điều chỉnh hạ EPS năm 2025/26 14%/15% so với báo cáo trước. Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp DCF (WACC: 10.3%) và P/E (P/E mục tiêu 15x,) để đưa ra mức giá hợp lý cho PNJ là 99,900 VND/cổ phiếu. Giả định với mỗi phương pháp như sau:

- Với phương pháp DCF, chúng tôi sử dụng WACC: 10.3%, CoE: 13%, tăng trưởng dài hạn 3%. PNJ sở hữu vị thế tài chính lành mạnh, dòng tiền ổn định và phù hợp với phương pháp định giá trên.

- Với phương pháp P/E, chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu 15x, thấp hơn 10% so với P/E trung bình 3 năm để phản ánh khó khăn trong năm 2025.

Hình 2: Phương pháp DCF

	2025	2026	2027	2028	///	2035
EBIT	2,701	3,053	3,529	4,200		15,258
(+) Khấu hao	86	105	124	144		222
(-) CAPEX	107	130	133	136		291
(-) Thay đổi vốn lưu động	111	1,635	719	1,894		4,453
Dòng tiền tự do (FCF)	2,022	775	2,087	1,464		7,648
Giá trị cuối cùng (Terminal value)						39,119
PV của FCFF	1,834	709	1,926	1,361		4,869
PV của giá trị cuối cùng						26,430
Giá trị doanh nghiệp (EV)						35,031
(+) Tiền và tương đương tiền						2,723
(-) Nợ vay						2,511
Giá trị VCSH						35,244
Tổng số cổ phiếu (triệu cp)						338
Giá cổ phiếu (VND)						104,248

Hình 3: Phương pháp DCF

WACC và tăng trưởng dài hạn	
Tăng trưởng dài hạn	3.0%
Chi phí VCSH	13.0%
Chi phí nợ vay	5.0%
E/V	70%
D/V	30%
Mức thuế	20.00%
WACC	10.30%

Nguồn: MBS Research

Hình 4: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (VND)
P/E (P/E = 15x)	50%	95,574
DCF (WACC = 10.3%)	50%	104,248
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)		99,900

Nguồn: MBS Research

Rủi ro giảm giá:

- Nhu cầu tiêu thụ trang sức yếu hơn kỳ vọng, ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu bán lẻ trang sức
- Chi phí hỗ trợ bán hàng và quảng cáo cao hơn so với dự báo của chúng tôi, do đó tỷ trọng chi phí bán hàng và QLDN/tổng doanh thu cao hơn 13%.

Hình 5: Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên doanh nghiệp	Mã BBG	<u>Vốn hóa</u>	<u>P/E (x)</u>		<u>P/B (x)</u>		<u>ROA%</u>		<u>ROE (%)</u>	
		USDmn	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Chow Tai Cook Jewellery Group Ltd	1929 HK Equity	14,999	21.3	16.6	4.4	4.1	6.7	9.1	20.5	25.0
Signet Jewelers Ltd	SIG US Equity	2,765	8.0	7.2	1.4	1.2	n/a	n/a	18.5	17.7
Titan Co Ltd	TTAN IN Equity	36,620	88.9	66.2	26.5	20.7	11.7	12.1	31.8	33.5
Trung bình			39.4	30	10.8	8.7	9.2	10.6	23.6	25.4
CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận	PNJ VN	1,022	11.7	10.4	2.0	1.8	12.4	13.1	18.0	18.0

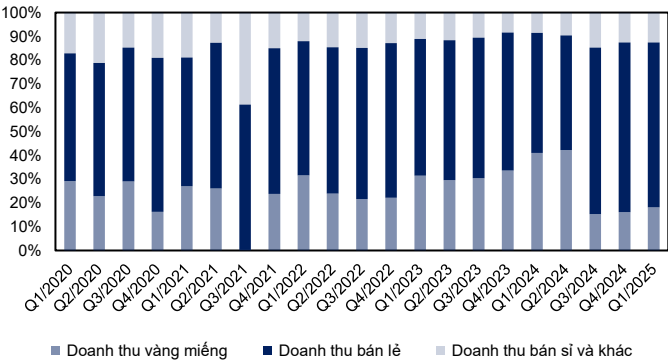
Nguồn: MBS Research

KQKD Q1/25: LN ròng giảm 8% svck

Hình 6: Kết quả kinh doanh Q1/25

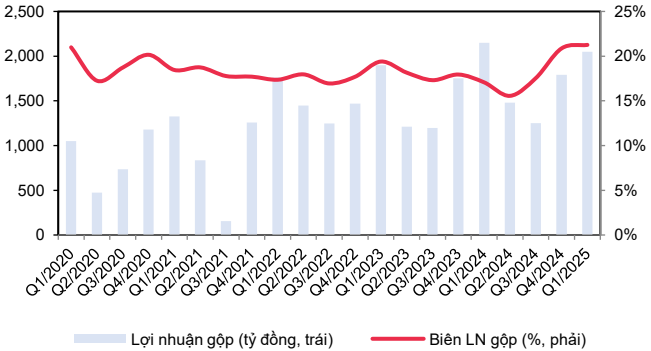
Các tiêu chí KQKD	Q1/2025	Sv quý liên trước (%)	svck (%)	% dự phóng cũ cả năm	Đánh giá
Tổng số cửa hàng bán lẻ	429	0.0%	7.0%	96%	PNJ mở mới 28 cửa hàng so với cùng kỳ, chủ yếu ở khu vực cấp 2
Doanh thu bán lẻ/cửa hàng/tháng	5.2	7.8%	-2.0%	110%	Sự suy giảm về nhu cầu tiêu thụ trang sức nội địa là lý do chính khiến cho doanh thu/cửa hàng giảm nhẹ svck
Doanh thu thuần	9,635	12.3%	-23.5%	23%	Nguồn cung vàng bị thất chất kể từ khi NHNN đẩy mạnh thanh tra các doanh nghiệp bán vàng, do đó nguồn cung từ các doanh nghiệp tự nhân hụt hẳn svck, là lí do chính khiến cho doanh thu vàng miếng suy giảm mạnh mẽ svck. Sự sụt giảm mạnh của vàng miếng góp phần gây ảnh hưởng đến lợi nhuận gộp..
-Vàng miếng	1,744	25.9%	-66.2%	14%	
-Bán lẻ	6,677	9.2%	5.0%	27%	
-Bán sỉ	1,156	15.1%	22.4%	28%	Doanh thu bán sỉ tiếp tục ghi nhận tăng mạnh mẽ từ mức nền thấp năm 2024, chủ yếu đến từ việc (1) có thêm khách hàng mới, (2) khách hàng cũ gia tăng sản lượng đơn hàng.
Lợi nhuận gộp	2,048	14.4%	-4.7%	27%	Tỷ trọng doanh thu mảng vàng miếng giảm mạnh mẽ giúp cho biên LN gộp tăng mạnh 4.2đ% svck
Biên lợi nhuận gộp	21.3%	0.4%	4.2%	118%	
Chi phí bán hàng	1,006	42.6%	3.1%	28%	
Chi phí quản trị DN	194	-6.6%	-14.7%	23%	Quy mô đầu tư ngắn hạn tăng từ 100 tỷ đồng (Q1/24) lên mức 1,620 tỷ đồng (Q1/25), do vậy lãi tiền gửi tăng mạnh mẽ svck.
% chi phí quản trị bán hàng/Doanh thu	12.4%	1.8%	2.9%	118.1%	
Doanh thu tài chính	38	24.1%	164.9%	30%	
Chi phí tài chính	37	-17.2%	54.7%	67%	Quy mô vay nợ ngắn hạn tăng từ gần 400 tỷ đồng (Q1/24) lên mức 3,500 tỷ đồng (Q1/25), do vậy lãi đi vay tăng mạnh gần 2 lần svck.
LNTT	854	-1.2%	-8.7%	27%	Lợi nhuận ròng bị ảnh hưởng nhiều bởi biến động bất thường giá vàng nguyên vật liệu, ảnh hưởng trực tiếp đến biên LN gộp của bán lẻ vàng trang sức. Tuy nhiên, nhờ vào việc tiết giảm chi phí giúp cho lợi nhuận ròng chỉ giảm 8% svck (trong bối cảnh tổng doanh thu giảm 24% svck). Kết quả này hoàn tất 34% kế hoạch của doanh nghiệp và 27% dự phóng cả năm của chúng tôi.
Thuế TNDN	177	34.0%	-10.8%	27%	
LN ròng	678	-7.5%	-8.1%	27%	

Hình 7: Cơ cấu doanh thu của PNJ



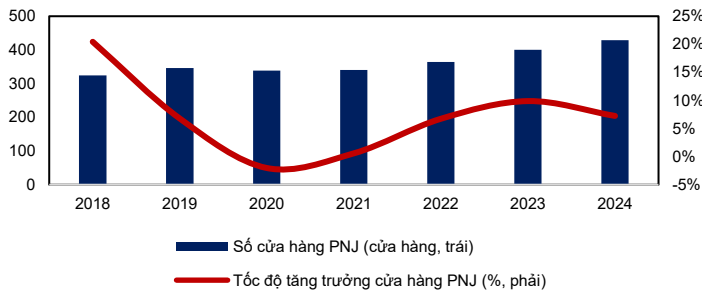
Nguồn: PNJ, MBS Research

Hình 8: LN gộp và biên LN gộp của PNJ



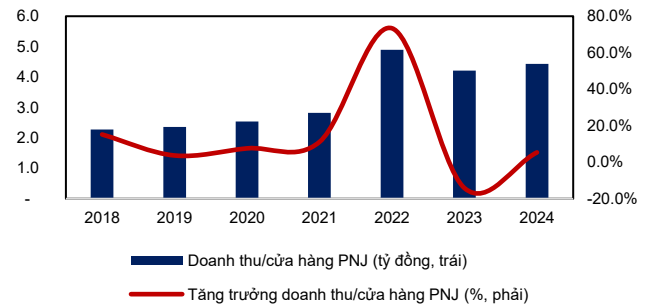
Nguồn: PNJ, MBS Research

Hình 9: PNJ có tốc độ tăng trưởng 7% CAGR trong giai đoạn 20-24..



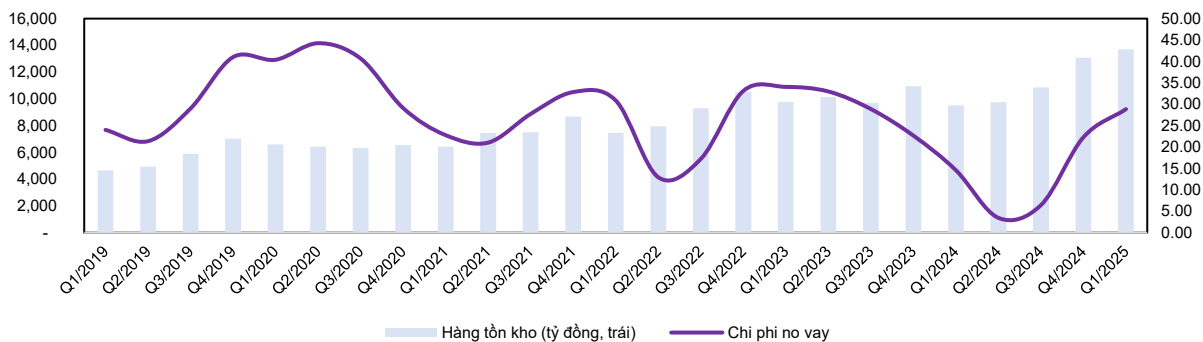
Nguồn: PNJ, MBS Research

Hình 10: ..cùng mức doanh thu/cửa hàng duy trì ngưỡng cao kể từ năm 2022.



Nguồn: PNJ, MBS Research

Hình 11: Những biến động lớn về giá vàng sẽ khiến PNJ phải lưu trữ trước nhiều hàng tồn kho

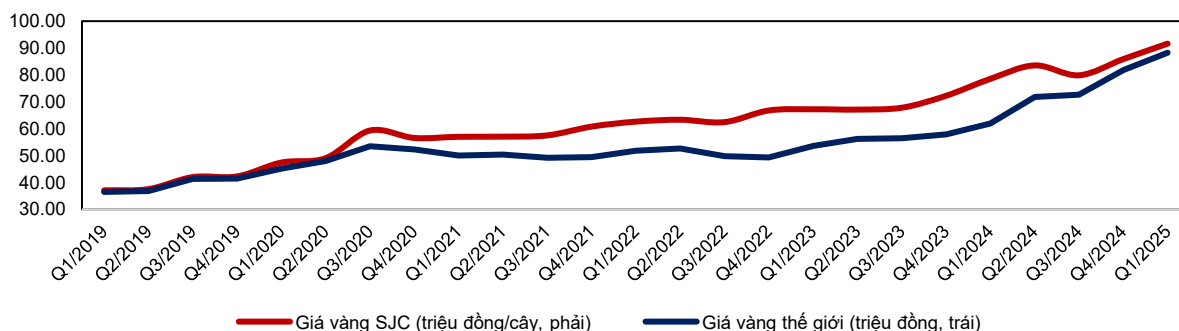


Nguồn: PNJ, MBS Research

Điều chỉnh Nghị định về kinh doanh vàng sẽ có tác động tích cực

Việc cung – cầu bất thường trong nước khiến cho giá vàng VN có độ chênh lệch lớn so với giá vàng thế giới. Tính đến 28/05/2025, giá vàng tăng 40% so với đầu năm 2025, cao hơn mức tăng 24% của giá vàng thế giới. Ở các quý tiếp theo, Thủ tướng yêu cầu Ngân hàng Nhà nước tăng cường quản lý nhà nước, nhanh chóng đưa chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới xuống. Việc điều chỉnh Nghị định về kinh doanh vàng là một trong số các chính sách để giải quyết vấn đề này, trong đó điều chỉnh về hạn ngạch nhập khẩu vàng nguyên liệu sẽ giúp cho các doanh nghiệp tư nhân có công suất sản xuất lớn như PNJ giảm áp lực về việc phải thu gom vàng nguyên liệu (vốn đây là một trong những mất xích gây khó khăn cho ngành sản xuất nữ trang trong nước).

Hình 12: Biến động giá vàng SJC và giá vàng thế giới



*Giá vàng thế giới quy đổi ra giá vàng VN theo công thức Giá vàng SJC = Giá vàng VN * tỷ giá USD/VND tại thời điểm * 1.205
 Nguồn: PNJ, MBS Research

Điều chỉnh dự phóng KQKD giai đoạn 2025-26

Định hướng kinh doanh năm 2025 của PNJ

Năm 2025, việc nguồn cung vàng hạn chế ra thị trường cùng việc các NHNN trực tiếp bán vàng miếng, khiến cho tổng doanh thu vàng miếng PNJ giảm mạnh trong năm 2025, do vậy kế hoạch tổng doanh thu ước đạt 31,606 tỷ đồng (-17% svck). Về bán lẻ trang sức - mảng kinh doanh chủ lực của PNJ, doanh nghiệp dự kiến sức mua năm nay còn nhiều khó khăn, kế hoạch mở 13 – 25 cửa hàng mới, ít hơn so với lượng mở mới năm 2024. Tuy nhiên việc đẩy mạnh bán các sản phẩm có cơ cấu lợi nhuận tốt hơn sẽ giúp doanh nghiệp có được lợi nhuận HDKD khả quan hơn, cùng việc tối ưu chi phí, PNJ đặt ra mục tiêu lợi nhuận chỉ giảm 7% svck.

Chúng tôi dự phóng doanh thu/lợi nhuận ròng của PNJ thay đổi -11%/2% svck, cao hơn 6%/10% kế hoạch của doanh nghiệp. Theo dự báo của chúng tôi, số lượng cửa hàng mở mới sẽ chậm trong năm 2025, mạnh mẽ hơn từ năm 2026 khi khó khăn về biến động giá vàng giảm mạnh và nhu cầu phục hồi khả quan, do đó giúp cho tốc độ tăng trưởng cửa hàng kếp tốt hơn và lợi nhuận ròng đạt CAGR 15% 25-30.

Hình 12: Thay đổi dự báo kết quả kinh doanh PNJ 2025-26

Tỷ đồng	2024	2025F	yoy%	Δ%	2026F	yoy%	Δ%	Đánh giá
Tổng số CH bán lẻ	429	442	5%	-1%	464	4%	-1%	
Doanh thu bán lẻ/cửa hàng/tháng	4.4	4.5	2%	-4%	4.8	7%	-3%	Điều chỉnh giảm 4%/3% trong năm 25-26 chủ yếu do giảm nhu cầu tiêu thụ trang sức năm 25-26 so với kỳ vọng cũ.
Doanh thu thuần	37,823	33,630	-11%	-19%	37,487	11%	-18%	
Vàng miếng	11,650	4,893	-58%	-61%	5,739	17%	-57%	Điều chỉnh giảm doanh thu vàng miếng 55% sv dự báo cũ do nguồn cung vẫn đang bị kiểm soát chặt
Bán lẻ	22,051	23,628	7%	-3%	26,297	11%	-5%	
Bán sỉ	3,782	4,766	26%	15%	5,104	7%	15%	Điều chỉnh tăng 15% sv dự báo cũ nhờ vào nhu cầu khách hàng mom&pop shop gia tăng khi thị trường vàng đang bị thắt chặt, các doanh nghiệp có thể mạnh về giấy tờ, nguồn gốc và đa dạng thiết kế độc đáo được ưu tiên.
Lợi nhuận gộp	6,672	7,069	6%	-5%	7,862	11%	-7%	
Biên lợi nhuận gộp	17.6%	21%	3.4d%	3d%	21%	0d%	3d%	Điều chỉnh tăng 3d% sv dự báo cũ do giảm mạnh tỷ trọng vàng miếng/tổng doanh thu (mảng vàng miếng có biên LN gộp thấp)
Chi phí bán hàng	3,207	3,556	11%	1%	3,930	11%	1%	
Chi phí quản trị DN	795	742	-7%	-14%	824	11%	-13%	Điều chỉnh giảm 14%/13% sv dự báo cũ chủ yếu do những thay đổi về mặt doanh thu. Bên cạnh đấy, sau việc thanh tra, chúng tôi bổ sung chi phí về quản trị tuân thủ các quy định vào trong chi phí quản trị DN, do đó tỷ trọng CPQLDN/tổng doanh thu từ năm 2025 sẽ cao hơn mức 2.1% trung bình năm 23-24. Tổng kết, chi phí quản trị DN thay đổi 7%/+11% svck năm 25-26
%CP quản trị bán hàng /DT	10.6%	13%	2d%	2d%	13%	0d%	2d%	
Doanh thu tài chính	77	89	15%	-29%	99	11%	-28%	
Chi phí tài chính	95	159	66%	188%	154	-3%	73%	Tăng mạnh sv báo cũ do chúng tôi điều chỉnh tăng quy mô vay ngắn hạn lên 3 lần svck. Trong bối cảnh giá vàng biến động mạnh, chúng tôi nhận thấy nhu của tích trữ hàng tồn kho của doanh nghiệp gia tăng nên đã điều chỉnh tăng quy mô vay ngắn hạn.
LNTT	2,651	2,701	2%	-15%	3,053	13%	-16%	
Thuế TNDN	537	547	2%	-17%	618	13%	-18%	
LN ròng	2,115	2,154	2%	-14%	2,435	13%	-15%	

Màng vàng miếng: Doanh thu mảng vàng miếng 2025-26 ước tính thay đổi – 61/-57% so với dự phóng trước trong bối cảnh thanh tra vàng nghiêm ngặt khiến cho nguồn cung vàng miếng bị thắt chặt. Chúng tôi giảm so với dự báo cũ do biến động thất thường của giá vàng, cùng tình hình chung nền kinh tế khiến cho người mua hàng có xu hướng tích trữ vàng miếng hơn là trading do đó doanh thu vàng miếng năm 2025 giảm mạnh 61% sv dự báo cũ. Bên cạnh đấy, PNJ cũng sẽ ưu tiên sử dụng vàng nguyên liệu để sản xuất trang sức (ngành có biên LN gộp tốt hơn), do vậy doanh thu sẽ sụt giảm đáng kể trong năm 2025 và có thể phục hồi nhẹ trong năm 2026, khi thị trường vàng miếng đã ổn định trở lại.

Màng trang sức bán sỉ: Nhận thấy tín hiệu lạc quan hơn từ PNJ từ Q1/25, chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu bán sỉ 15%/15% so với dự phóng cũ. Doanh thu mảng bán sỉ ước tính tăng 26%/7% svck và lợi nhuận gộp tăng 26%/7% svck nhờ vào thế mạnh về sản xuất của doanh nghiệp. Trong giai đoạn thanh tra vàng nghiêm ngặt, các sản phẩm không thương hiệu, không giấy tờ khó có khả năng mua – bán công khai và dễ dàng, do vậy, các doanh nghiệp có đầy đủ giấy tờ sản xuất, năng lực sản xuất sẽ có lợi thế. Chúng tôi nhận thấy PNJ - doanh nghiệp có năng lực sản xuất tốt nhất ngành sẽ được ưu tiên lựa chọn, cơ cấu khách hàng mới tăng lên sẽ giúp cho mảng bán sỉ lấy lại sự phục hồi đáng kể, sau giai đoạn giảm mạnh vừa qua.

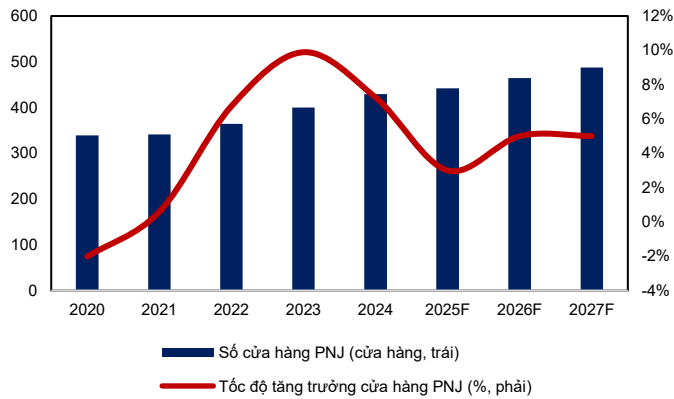
Màng trang sức bán lẻ:

Do khó khăn kép của ngành trang sức trong năm nay, chúng tôi hạ kỳ vọng về sức cầu cũng như khả năng tiêu thụ sản phẩm của PNJ, theo đó doanh thu mảng bán lẻ 2025-26 thay đổi -3%/-5% sv dự báo cũ do chúng tôi giảm kỳ vọng về tăng trưởng doanh thu/cửa hàng 4%/4% và giảm nhẹ 1%/1% tổng cửa hàng bán lẻ mở mới giai đoạn 2025-26 so với dự phóng trước. Trong năm 2025, chúng tôi ước tính PNJ có thể mở mới 13 cửa hàng (+5% svck) theo kịch bản cơ sở của PNJ, doanh thu/cửa hàng đạt 4.5 tỷ đồng, tăng 2% svck với động lực chính từ việc tăng giá bán sản phẩm. Đến năm 2026, sức cầu phục hồi sẽ tạo đà cho PNJ có thể mở mới nhiều cửa hàng hơn, kỳ vọng mở mới 22 cửa hàng trang sức, doanh thu/cửa hàng ước tính tăng 7% svck, trong đó kỳ vọng sức cầu phục hồi 2-3% svck. Tổng kết sau điều chỉnh, doanh thu mảng bán lẻ ước tính tăng 7%/11% svck và lợi nhuận gộp tăng 7%/11% svck.

Hiện nay, tỷ lệ bao phủ của các chuỗi trang sức Việt Nam còn rất thấp, hiện chỉ chiếm khoảng 5% tổng thị trường vàng và trang sức, cho thấy tiềm năng mở rộng quy mô bán lẻ còn rất lớn của các thương hiệu lớn trong ngành. Trong trung – dài hạn, chúng tôi nhận thấy PNJ là doanh nghiệp hưởng lợi hàng đầu về quy mô mở rộng cửa hàng khi đang có thế mạnh về giá trị thương hiệu và dẫn đầu về số lượng cửa hàng bao phủ toàn quốc. Bên cạnh đấy, PNJ còn sở hữu năng lực sản xuất với 2 nhà máy có tổng công suất trên 5 triệu sản phẩm/năm. Do vậy, tầm nhìn đến năm 2030, chúng tôi kỳ vọng PNJ có thể đạt

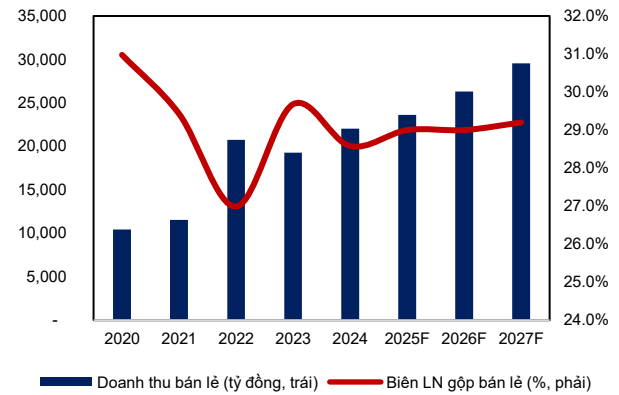
600 cửa hàng với tốc độ tăng trưởng kép 2025-2030 đạt 6% và tỷ lệ bao phủ 63/63 tỉnh thành.

Hình 13: Dự phóng số cửa hàng PNJ



Nguồn:PNJ, MBS Research

Hình 14: Dự phóng doanh thu bán lẻ trang sức PNJ



Nguồn: PNJ, MBS Research

Rủi ro từ thanh tra nhiều khả năng đã phản ánh vào giá cổ phiếu

30/05/2025, NHNN ban hành kết luận thanh tra các doanh nghiệp tư nhân vàng lớn và đưa ra quyết định xử phạt với cụ thể từng doanh nghiệp, trong đó PNJ chịu mức phạt hành chính 1.34 tỷ đồng và chuyển dịch hồ sơ sang các cơ quan liên quan để tiếp tục điều tra về các vi phạm khác. PNJ gặp các vi phạm về chế độ báo cáo hoạt động kinh doanh vàng; quy định về phòng chống rửa tiền và bị xử phạt hành chính 1.34 tỷ đồng. Bên cạnh đấy, PNJ còn nhiều thiếu sót trong khâu chấp hành, vi phạm chế độ hóa đơn, chứng từ kế toán. Phần này đã được đưa lên Bộ Công an để xác minh.

Chúng tôi nhận thấy PNJ đã giải quyết gần như mọi tồn đọng về vấn đề thanh tra trong năm 2024, việc xử lý hành chính đã được PNJ thông báo từ cuối năm 2024. Sau trao đổi, PNJ cho biết việc chuyển vụ việc sang Bộ Công An đã diễn ra từ cuối 2024, việc xác minh tiếp theo hiện chưa có vấn đề gì và cơ bản đã hoàn tất. Do đó chúng tôi cho rằng rủi ro vừa qua với PNJ nhiều khả năng đã phản ứng vào giá cổ phiếu.

Việc ban hành kết luận thanh tra sau hơn 1 năm kể từ ban hành Công bố quyết định thanh tra thị trường vàng có thể nhằm hoàn tất quy trình xử lý, thanh tra giám sát của Ngân hàng Nhà nước. Từ đó, việc sửa đổi Nghị định 24/2012/NĐ-CP có thể sẽ sớm xảy ra trong thời gian sắp tới.

Báo cáo tài chính

Báo cáo kết quả HKKD	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Doanh thu thuần	33,137	37,823	33,630	37,487
Giá vốn hàng bán	(27,078)	(31,152)	(26,561)	(29,625)
Lợi nhuận gộp	6,059	6,672	7,069	7,862
Chi phí quản lý DN	(694)	(795)	(742)	(824)
Chi phí bán hàng	(2,836)	(3,207)	(3,556)	(3,930)
LN từ HKKD	2,529	2,670	2,771	3,109
EBITDA thuần	2,610	2,751	2,858	3,214
LN trước thuế & lãi vay	2,529	2,670	2,771	3,109
Thu nhập lãi	98	77	89	99
Chi phí tài chính	(143)	(95)	(159)	(154)
Thu nhập ròng khác	5	(1)	(1)	(1)
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-
LN trước thuế	2,489	2,651	2,701	3,053
Thuế TNDN	(518)	(537)	(547)	(618)
Lợi nhuận sau thuế	1,971	2,115	2,154	2,435
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	1,971	2,115	2,154	2,435
Chi trả cổ tức	(611)	(672)	(676)	(676)
Lợi nhuận giữ lại	1,361	1,443	1,478	1,759

Bảng cân đối kế toán	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Tiền và tương đương tiền	896	1,123	1,378	1,519
Đầu tư ngắn hạn	810	1,020	1,345	1,499
Phải thu khách hàng	69	71	60	67
Hàng tồn kho	10,941	13,013	12,775	14,696
Tổng tài sản ngắn hạn	12,960	15,691	15,951	18,226
Tài sản cố định	256	248	287	329
Xây dựng cơ bản dở dang	29	65	65	65
BĐS đầu tư	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty LD,LK	-	-	-	-
Các khoản đầu tư dài hạn khác	558	595	538	586
Tổng tài sản dài hạn	1,470	1,516	1,480	1,554
Tổng tài sản	14,430	17,207	17,432	19,780
Vay & nợ ngắn hạn	2,384	3,342	2,511	2,869
Phải trả người bán	255	624	494	592
Phải trả ngắn hạn khác	1,049	831	742	823
Tổng nợ ngắn hạn	4,614	5,940	4,751	5,414
Vay & nợ dài hạn	-	-	-	-
Các khoản phải trả khác	9	11	11	11
Tổng Nợ dài hạn	9	11	11	11
Tổng nợ	4,623	5,950	4,762	5,424
Vốn điều lệ	3,282	3,381	3,381	3,381
Thặng dư vốn cổ phần	1,851	1,950	1,950	1,950
Cổ phiếu quỹ	(3)	(3)	(3)	(3)
LN giữ lại	2,740	3,303	4,040	5,039
Các quỹ thuộc VCSH	1,936	2,626	3,302	3,989
Vốn chủ sở hữu	9,807	11,257	12,670	14,356
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	9,807	11,257	12,670	14,356
Tổng nợ và VCSH	14,430	17,207	17,432	19,780

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
LN trước thuế	2,489	2,651	2,701	3,053
Khấu hao	81	81	86	105
Thuế đã nộp	(518)	(537)	(547)	(618)
Các khoản điều chỉnh khác	(75)	(33)	(28)	29
Thay đổi VLD	(475)	(2,062)	(279)	(1,904)
LCTT từ HKKD	1,503	100	1,934	664
Đầu tư TSCĐ	(82)	(90)	(107)	(130)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	0	-	-
LCTT từ đầu tư	(577)	(228)	(171)	(206)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	67	-	-
Tiền vay ròng nhận được	(299)	957	(831)	358
Dòng tiền từ HĐTC khác	-	2	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(611)	(672)	(676)	(676)
LCTT từ hoạt động TC	(909)	354	(1,507)	(318)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	880	896	1,123	1,378
LC tiền thuần trong năm	17	227	255	141
Tiền & tương đương tiền cuối kì	896	1,123	1,378	1,519

Các chỉ số cơ bản	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Tăng trưởng doanh thu thuần	-2.2%	14.1%	-11.1%	11.5%
Tăng trưởng EBITDA	4.2%	5.4%	3.9%	12.5%
Tăng trưởng LN từ HKKD	4.3%	5.6%	3.8%	12.2%
Tăng trưởng LN trước thuế	7.6%	6.5%	1.9%	13.0%
Tăng trưởng LN ròng	8.9%	7.3%	1.9%	13.0%
Tăng trưởng EPS	8.9%	7.3%	1.9%	13.0%
Biên LN gộp	18.3%	17.6%	21.0%	21.0%
Biên EBITDA	8.1%	7.3%	8.6%	8.7%
Biên LN ròng	5.9%	5.6%	6.4%	6.5%
ROAE	21.6%	20.1%	18.0%	18.0%
ROAA	14.2%	13.4%	12.4%	13.1%
ROIC	16.2%	14.5%	14.2%	14.1%
Vòng quay tài sản	2.4	2.4	1.9	2.0
Cổ tức chi trả/LN ròng	31.0%	31.8%	31.4%	27.8%
Tổng nợ vay/VCSH	24.3%	29.7%	19.8%	20.0%
Nợ vay ròng/VCSH	15.2%	19.7%	8.9%	9.4%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	10.3%	12.9%	6.5%	6.8%
Khả năng thanh toán lãi vay	21.3	57.1	23.7	28.9
Số ngày phải thu	0.8	0.7	0.7	0.7
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	147.5	152.5	175.6	181.1
Số ngày phải trả tiền bán	3.4	7.3	6.8	7.3
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.8	2.6	3.4	3.4
Khả năng thanh toán nhanh	0.4	0.5	0.7	0.7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.4	0.4	0.6	0.6
Định giá				
EPS	6,008	6,255	6,372	7,202
BVPS	29,883	33,297	37,478	42,464
P/E	14.8	15.5	11.7	10.4
P/B	3.0	2.9	2.0	1.8

Nguồn: MBS Research ước tính

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

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

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly

Nguyễn Phương Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyện

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng