

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

Linh hoạt thích ứng trong bối cảnh sức mua phục hồi chậm

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY25	Q1-FY25	+/- qoq	Q2-FY24	+/- yoy
Doanh thu thuần	7.582,5	9.635,1	-21,3%	9.518,7	-20,3%
Lợi nhuận sau thuế (CTM)	441,6	677,7	-34,8%	428,9	+3,0%
EBIT	561,7	840,7	-35,4%	532,2	+5,6%
Tỷ suất EBIT	7,4%	8,7%	-1,3 pps	5,6%	+1,8 pps

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Q2-FY25: Dù doanh thu thuần giảm svck do siết mảng vàng 24K, doanh thu bán lẻ & bán sỉ vẫn tăng nhẹ và biên lợi nhuận cải thiện trong bối cảnh sức mua vẫn còn suy yếu

- Trong Q2-FY25, PNJ ghi nhận KQKD khiêm tốn svck, doanh thu thuần đạt 7.583 tỷ đồng (-20,3% YoY, -21,3% QoQ). Nguyên nhân đến từ nguồn cung nguyên liệu đầu vào vẫn bị siết chặt và khan hiếm, mảng vàng 24K gần như chỉ có mua vào và hạn chế bán ra, dẫn đến doanh thu vàng 24K ghi nhận 1.890 tỷ đồng (-52,9% YoY). Mảng bán lẻ và bán sỉ trang sức vẫn là những điểm sáng có doanh thu thuần tăng trưởng nhẹ khi đạt lần lượt 4.701 tỷ đồng (+2,6% YoY, -30,2% QoQ) và 882 tỷ đồng (+3,4% YoY, -24,5% QoQ) mặc dù sức mua còn yếu trong nửa đầu năm đối với mặt hàng không thiết yếu và ngành đi vào giai đoạn thấp điểm trong năm.
- LNST-CTM đạt 442 tỷ đồng (-4% YoY), biên ròng cải thiện nhẹ đạt 6,5% (+1,2 pps YoY), phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Đáng chú ý, kết quả này tương đối tích cực, nhưng không đến từ việc cắt giảm chi phí hoạt động mà đến từ nới rộng đáng kể biên gộp (6 pps YoY) nhờ tận dụng được lợi thế quy mô và thương hiệu để tối ưu giá trị hàng mua lại và phân bổ hiệu quả nguồn lực sản xuất. Trong khi chi phí BH&QLDN /doanh thu +4 pps YoY do chi nhiều vào hoạt động bán lẻ nhằm tăng mức độ tiếp cận trong mùa thấp điểm.

Triển vọng Q3 và 2025: Bước vào mùa thấp điểm trong Q3 về nhu cầu trang sức và sức mua phục hồi chậm, PNJ cần nỗ lực hơn svck để đạt được mục tiêu trong nửa cuối năm

- Câu chuyện mở mới: Trong Q2, SLCH giảm 1 (mở 06, đóng 07), phân bổ lại do một số CH có lượt tiếp cận không tốt. Chúng tôi cho rằng SLCH mở mới rộng trong năm sẽ đạt 10 – 15 (thay vì mục tiêu là 25), và sẽ phủ dần ở những nơi có mật độ CH/dân còn thấp (xem [Hình 7](#)).
- Doanh thu trung bình/CH/tháng 2025 ước tính tăng nhẹ 3% YoY bởi chúng tôi thấy nhu cầu mua sắm nói riêng với sản phẩm của PNJ vẫn có và khá thường xuyên dù cầu thị trường có phần yếu. Việc chủ động điều chỉnh các sản phẩm mẫu mã lỗi thời và ưu tiên đẩy mạnh sản phẩm với công nghệ có lượng vàng ít hơn của PNJ giúp đảm bảo doanh thu.
- Biên gộp cải thiện svck nhờ: (1) Giảm mảng vàng 24K (<1% biên gộp); (2) Đẩy bán sản phẩm có biên cao hơn (như vàng thời của PNJ) và (3) Cải thiện giá trị sản phẩm thu hồi svck
- Tiếp tục chiến lược quản trị HTK thận trọng để đáp ứng nhu cầu nguyên vật liệu sản xuất (bao gồm vàng) và thành phẩm cho 2025. Bên cạnh đó, tận dụng lợi thế thương hiệu và công suất nhà máy, nguồn lực nhân công sẵn có để duy trì doanh thu mảng bán sỉ trong bối cảnh thị trường siết chặt hơn vấn đề truy xuất nguồn gốc sản phẩm từ giữa 2024 đến nay.

Qua đó, chúng tôi dự phóng KQKD Q3-FY25 của PNJ với doanh thu thuần đạt 6.737,6 tỷ đồng (-5,5 YoY, -11,1% QoQ) và LNST Cty Mẹ đạt 258,5 tỷ đồng (-19,8% YoY, -41,5% YoY). Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2025 lên mức cao hơn so với ước tính trước đó khi nhận thấy mảng vàng 24K ghi nhận doanh thu ngoài kỳ vọng. Cụ thể, doanh thu thuần ước đạt 32.810,5 tỷ đồng (-13,3% YoY), LNST Cty Mẹ/EPs đạt 2.091,1 tỷ đồng (-1,0% YoY) và 6,075 đồng.

Quan điểm và khuyến nghị

Chúng tôi cho rằng PNJ vẫn tiếp tục đứng vững trước “con sóng kép” với vị thế là doanh nghiệp dẫn đầu ngành, có thương hiệu và chiến lược quản trị phù hợp với từng bối cảnh thị trường.

Chúng tôi khuyến nghị **Quan Sát** đối với cổ phiếu PNJ và cung cấp thêm thông tin định giá tham khảo tương ứng với các mức rủi ro khác nhau.

QUAN SÁT

Giá thị trường (VND) 85.300

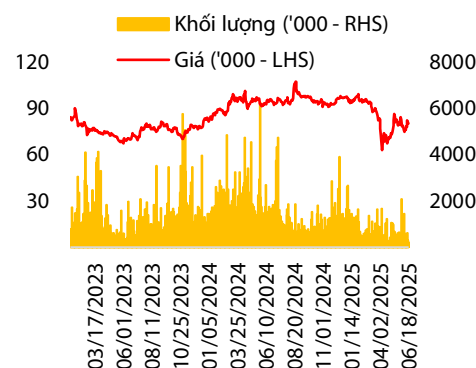
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu): 2.000

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	28.823
SLCPDLH (triệu CP)	337,9
KLGD bình quân 20 phiên	1.141.782
Free Float (%)	80,0
Giá cao nhất 52 tuần	107.090
Giá thấp nhất 52 tuần	62.800
Beta	1,0

	FY2024	Hiện tại
EPS	6.253	6.111
Tăng trưởng EPS (%)	4,1%	Na
P/E	13,7	14,4
P/B	2,4	2,5
EV/EBITDA	10,8	11,5
ROE (%)	18,8	18,5

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Chủ tịch HĐQT & người liên quan	15,28
BLĐ & người liên quan	1,68
T. Rowe Price Associates	5,98
Khác	77,06

Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%) -

Trần Ngọc Lan Anh

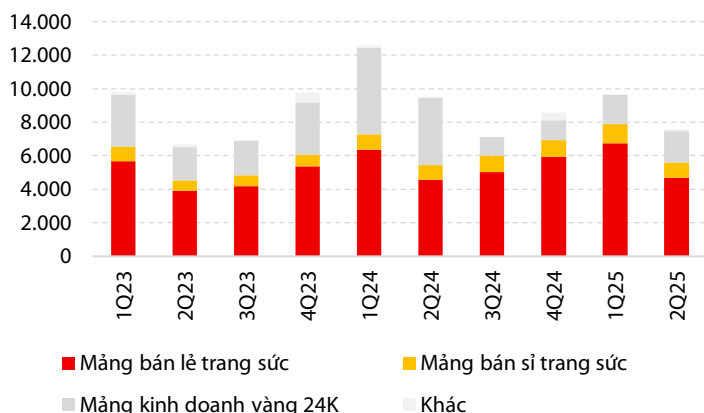
(084) 028- 6299 2006

anh.tnl@vdsc.com.vn

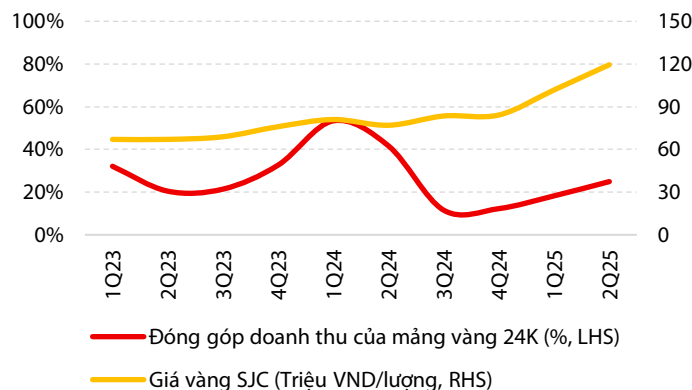
KQKD Q2/2025: PNJ nỗ lực cải thiện KDKQ mảng bán lẻ và bán sỉ vàng trang sức svck dù quan sát thấy sức mua vẫn còn suy yếu trong nửa đầu năm. Doanh thu mảng vàng 24K cải thiện so với cùng quý nhưng vẫn duy trì mức nền thấp, phản ánh nguồn cung vàng còn rất khan hiếm. (Xem chi tiết [Bảng 1](#))

Doanh thu thuần của PNJ đạt 7.582 tỷ đồng (-21,3% QoQ, -20,3% YoY), vượt kỳ vọng trong quý của chúng tôi do tình hình kinh doanh mảng vàng 24K cải thiện 7% QoQ. Tuy vậy, KQKD vẫn đang đi đúng như dự báo, doanh thu và tỷ trọng đóng góp của mảng bán lẻ và bán sỉ vàng trang sức tăng lên trong bối cảnh nguồn cung vàng bị hạn chế và doanh thu vàng 24K giảm mạnh svck.

Hình 1: Doanh thu của PNJ theo mảng (Tỷ đồng)



Hình 2: Tỷ trọng đóng góp mảng vàng 24K vào doanh thu của PNJ và diễn biến giá vàng SJC



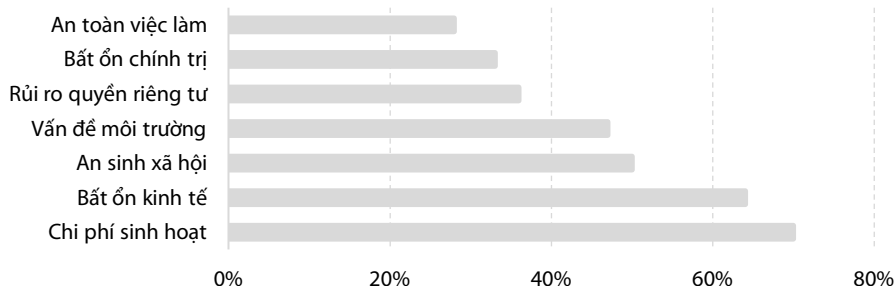
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

- **Mảng bán lẻ trang sức: ghi nhận tăng trưởng tích cực với 4,701 tỷ đồng (+2,6% YoY, -30,2% QoQ), đóng góp 62% (+13,9% pps YoY).** Kết quả này được thúc đẩy bởi 2 yếu tố: Số lượng khách hàng và giá trị trung bình/ đơn hàng (ticket size) cải thiện nhưng bên cạnh đó cũng ghi nhận sự phân hóa trong sức mua. Cụ thể:
 - Số lượng khách hàng của PNJ được ghi nhận tăng lên và tăng với mức xấp xỉ cùng kỳ năm trước. Một số khu vực có tốc độ tăng trưởng nhanh hơn, đặc biệt là khu vực miền Bắc, nhưng cũng có một số khu vực có tốc độ tăng trưởng chậm hơn (có thể ở khu vực miền Nam, nơi độ phủ của hàng PNJ có phần dày đặc hơn) (xem [Hình 7](#)).
 - Giá trị trung bình/ đơn hàng (ticket size): cũng tăng trưởng khiêm tốn 1 chữ số, do có sự phân hóa sức mua hơi khác biệt so với các quý trước khi sức mua ở các phân khúc không co/giãn cùng chiều và đồng thời (*).

(*) Chúng tôi cho rằng một số phân khúc khách hàng (thu nhập trung bình khá – cao) vẫn sẵn sàng chi nhiều hơn, và nhóm còn lại (thu nhập thấp – trung bình, chiếm đông đảo) bị co lại về mặt sức mua khi niềm tin tiêu dùng vẫn bị ảnh hưởng đáng kể bởi những lo ngại về chi phí sinh hoạt, bất ổn kinh tế, và nhu cầu thiết yếu khác (y tế sức khỏe,...). (Xem [Hình 3](#))

Hình 3: Mối lo ngại của người tiêu dùng Việt 2025



(**) Khảo sát trên 300 người trẻ (20-29 tuổi) tại TP.HCM và Hà Nội
Nguồn: Q&Me (Asia Plus), CTCK Rồng Việt

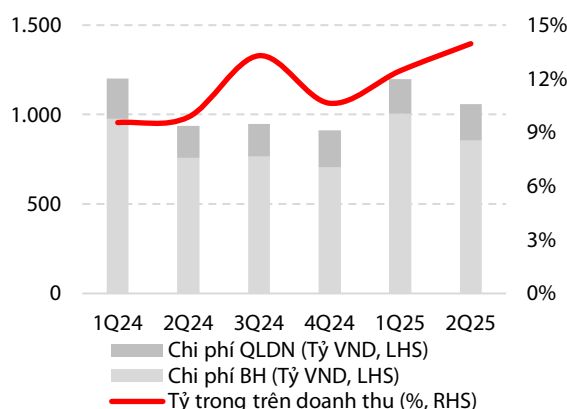
- **Mảng bán sỉ:** ngược dòng thị trường với đà tăng svck kể từ Q2-FY24, **đạt 882 tỷ đồng (+3,4% YoY, -24,5% QoQ)** đóng góp 11,6% (+2,7 pps YoY) khi nhu cầu thị trường lấy sỉ chuyển sang các sản phẩm có nguồn gốc xuất xứ rõ ràng, minh bạch. Tuy vậy, mức tăng 3% svck cho thấy dấu hiệu tăng chậm hơn các quý trước (10 – 40% YoY). Điều này được tác động đồng thời bởi hai yếu tố:
 - Giá vàng: Xu hướng dịch chuyển sang tích trữ vàng 24K được nhìn nhận rõ rệt từ đầu năm khiến cung vàng khan hiếm, các đơn vị kinh doanh sỉ của PNJP ưu tiên nguồn vàng trong cửa hàng cho các mặt hàng 24K hơn, khiến nguồn thu sỉ của PNJP bị ảnh hưởng.
 - Mặt khác, các đơn vị trong ngành kim hoàn vẫn đang đợi các hướng dẫn cụ thể hơn về quy tắc thuế mới ban hành tại Nghị định số 70/2025/NĐ-CP, dẫn đến tâm lý chờ đợi.

- Mảng kinh doanh vàng 24K: đạt 1.890 tỷ đồng (-52,9% YoY, +7,4% QoQ)**, tỷ trọng đóng góp trên doanh thu còn 24,9% (-17,2 pps YoY) và duy trì thấp từ Q3-FY24 do chiến lược giảm bán và siết cung.

Kết luận: Dù doanh thu thuần giảm 20% svck, KQKD mảng bán lẻ và bán sỉ vẫn tương đối tích cực, trong bối cảnh sức mua thị trường vẫn còn yếu do giá vàng liên tục tăng/ duy trì ở mức cao. Điều này đến từ khả năng thích ứng linh hoạt được duy trì từ đầu năm đến nay:

- Phân bổ nguồn hiệu quả:** chủ động dồn nguồn nguyên liệu cho mảng trang sức bán lẻ (mảng kinh doanh cốt lõi). Đồng thời, linh hoạt điều chỉnh mẫu mã lỗi thời nhằm vừa đảm bảo đầu ra, vừa tận dụng nguồn hàng sẵn có, tăng cường đẩy bán một số sản phẩm có biên cao (như “vàng thời” do PNJ sản xuất) để tăng doanh thu và góp phần cải thiện biên chung.
- Gia tăng nhu cầu từ khách sỉ:** Nhu cầu từ kênh sỉ gia tăng nhờ xu hướng thị trường đề cao tính minh bạch và khả năng truy xuất nguồn gốc. Với uy tín thương hiệu, lợi thế quy mô và công suất nhà máy sẵn sàng, PNJ đáp ứng tốt kỳ vọng này.
- Quản trị hàng tồn kho thận trọng:** Duy trì trên 150 ngày tồn kho với ½ trong tổng giá trị là nguyên vật liệu. Đây là chiến lược PNJ chọn trong giai đoạn này, trước biến động khó đoán của giá vàng và nguồn cung khan hiếm.
- Tăng chi tiêu cho bán hàng và marketing:** Doanh nghiệp tăng cường đầu tư cho hoạt động bán hàng, quảng cáo và marketing, từ đó cải thiện mức độ tiếp cận khách hàng và hỗ trợ doanh thu thuần vượt kỳ vọng. Tuy vậy, tổng chi phí BH&QLDN tăng 13% YoY (trong đó chi phí lương +10% YoY và dịch vụ mua ngoài +24% YoY) nhưng doanh thu bán lẻ chỉ nhích nhẹ 2,6% YoY, điều này cho thấy KQKD mảng bán lẻ vẫn chưa thực sự tối ưu, xét dưới khía cạnh tương ứng với chi phí bỏ ra.

Hình 4: Chi phí BH&QLDN

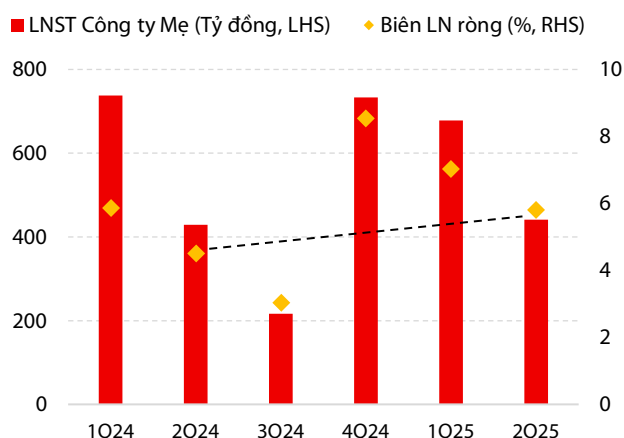


Đvt: Tỷ VND

Chi phí BH&QLDN	Q2-FY25	Q1-FY25	+/- (qoq)	Q2-FY24	+/- (yoy)
Lương, trích theo lương	637,7	744,9	-14,4%	578,2	Δ 10,3%
Vật liệu bao bì	16,1	20,3	-20,7%	15,1	Δ 6,6%
Công cụ dụng cụ	36,4	36,8	-1,1%	34,8	Δ 4,6%
Khấu hao TSCD	13,4	13,6	-1,7%	14,2	-5,8%
Dịch vụ mua ngoài	286,4	292,1	-1,9%	230,4	Δ 24,3%
Chi bằng tiền khác	68,9	91,8	-25,0%	65,6	Δ 5,1%

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 5: LNST Cty mẹ của PNJ



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

LNST-CTM đạt 441,6 tỷ đồng (+3,0% YoY, 34,8% QoQ), tương ứng với biên lợi nhuận ròng 5,8% (+1,3 pps YoY, -1,2 pps QoQ). Doanh thu giảm mạnh svck, nhưng LNST và biên ròng vẫn tiếp tục cải thiện nhẹ trong quý do:

- Cơ cấu doanh thu thay đổi:** Giảm bán vàng 24K (<1% biên gộp) và tăng mảng kinh doanh lõi (bán lẻ) và tăng gia công sỉ.
- Sắp xếp lại danh mục sản phẩm hàng hóa bán ra** để phù hợp với thị hiếu người tiêu dùng, sản xuất các sản phẩm với công nghệ và hàm lượng vàng thấp hơn.
- Đồng thời, đẩy bán các sản phẩm có biên gộp cao** trong mảng bán lẻ trang sức và sản phẩm “vàng thời” sản xuất bởi PNJ (biên gộp cao, 2 chữ số).
- Giá trị hàng hóa thu hồi được cải thiện** hơn so với cùng kỳ.

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q2 và H1/2025 của PNJ

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2-FY25	Q1-FY25	+/- (qoq)	Q2-FY24	+/- (yoy)	H1-FY25	+/- (yoy)	% Kế hoạch
Doanh thu thuần	7.582,4	9.635,1	-21,3%	9.518,7	-20,3%	17.217,5	-22,1%	55,0%
Mảng bán lẻ trang sức	4.701,0	6.731,4	-30,2%	4.580,7	2,6%	11.432,5	4,6%	
Mảng bán sỉ	881,7	1.167,2	-24,5%	852,5	3,4%	2.048,9	13,6%	
Mảng kinh doanh vàng 24K	1.890,1	1.760,0	7,4%	4.014,8	-52,9%	3.650,1	-60,2%	
Lợi nhuận gộp	1.633,6	2.048,3	-20,2%	1.481,1	10,3%	3.681,9	1,4%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	21,5%	21,3%	0,2 pps	15,6%	6,0 pps	21,4%	5,0 pps	
Thu nhập tài chính	23,6	37,7	-37,4%	8,3	185,4%	61,2	172,0%	
Chi phí tài chính	-45,7	-37,0	23,5%	-14,1	224,3%	-82,8	118,0%	
Chi phí bán hàng	-855,4	-1.005,7	-14,9%	-759,2	12,7%	-1.861,1	7,3%	
Chi phí QLDN	-203,5	-193,7	5,1%	-179,2	13,6%	-397,2	-2,2%	
EBIT	561,7	840,7	-33,2%	532,2	5,5%	1.402,4	-4,5%	
<i>Biên EBIT</i>	7,4%	8,7%	-1,3 pps	5,6%	1,8 pps	8,1%	1,5%	
LNST-CTM	441,6	677,7	-34,8%	428,9	3,0%	1.119,4	-4,1%	57,0%
<i>Biên LNST-CTM</i>	5,8%	7,0%	1,2 pps	4,5%	1,3 pps	6,5%	1,2 pps	
Số lượng cửa hàng (cửa hàng)	428	429	-1					
PNJ	420	421	-1					
Style by PNJ	4	4	0					
CAO Fine Jewellery	3	3	0					
PNJP (TT kinh doanh sỉ)	1	1	0					

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

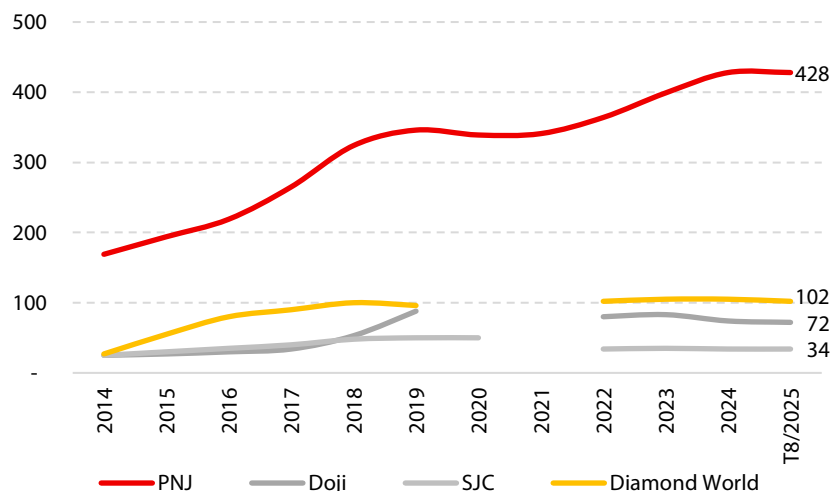
Về số lượng cửa hàng (SLCH): Trong Q2, PNJ còn 428 cửa hàng, giảm ròng 1 CH so với Q1 (đóng 07, đồng thời mở mới 06).

Số cửa hàng đóng bớt chủ yếu nằm ở các địa điểm trong trung tâm thương mại (TTTM) có lượt tiếp cận khách hàng không tốt.

Ngược lại, các cửa hàng mở mới được ưu tiên đặt ở những nơi có mật độ số dân cao, khu vực đường lớn để dễ dàng hơn trong việc tiếp cận đa dạng phân khúc khách hàng (theo chia sẻ từ doanh nghiệp).

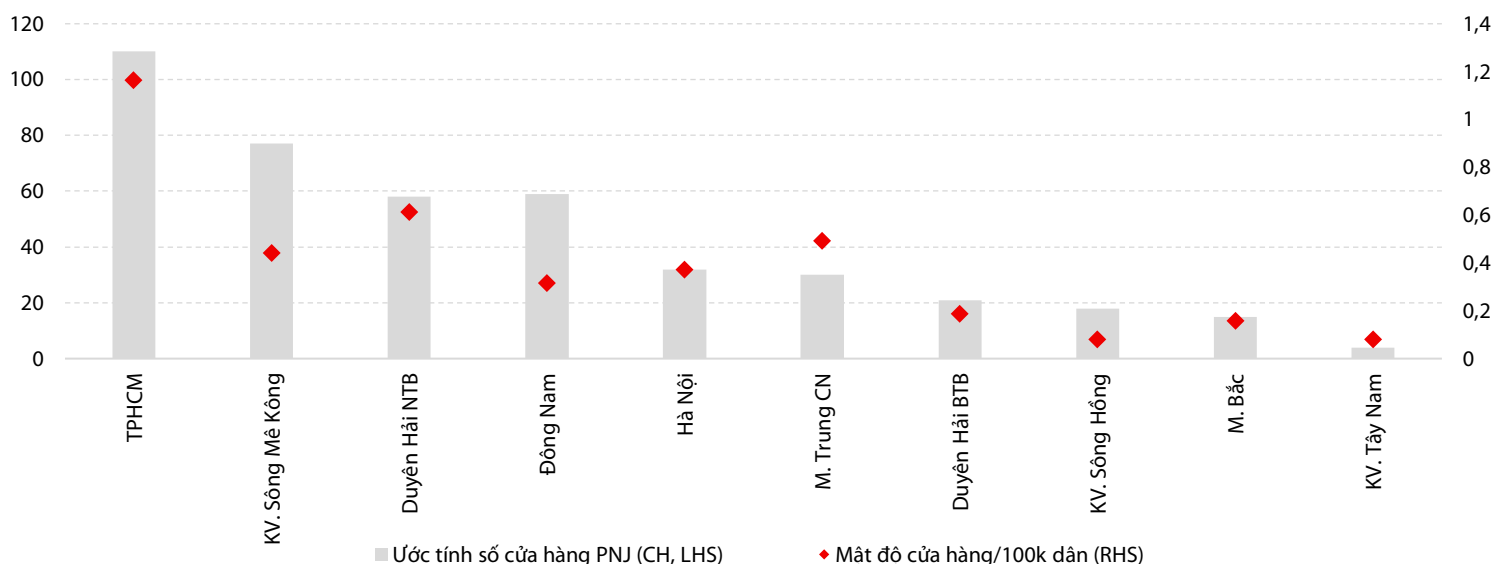
(*) Chúng tôi nhận thấy việc PNJ chưa đẩy mạnh mở mới trong nửa đầu năm theo kế hoạch đặt ra có thể do doanh nghiệp đang ưu tiên việc “tái phân bổ” địa điểm kinh doanh phù hợp nhằm tăng mức độ tiếp cận và thu hút khách hàng mới, thay vì tập trung mở mới mà không đạt được hiệu quả kinh doanh cao.

Hình 6: Số lượng cửa hàng PNJ và các thương hiệu khác (Cửa hàng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 7: Số lượng cửa hàng PNJ theo khu vực và mật độ bao phủ trên dân



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Đến thời điểm hiện tại, PNJ vẫn duy trì kế hoạch mở mới trong nửa cuối năm là 15 – 20 cửa hàng nếu thị trường vẫn đi theo diễn biến và dự báo như hiện nay và không có yếu tố khách quan tác động đáng kể làm thay đổi kế hoạch của doanh nghiệp (bối cảnh sức mua yếu so với các năm trước, phục hồi vào Q4/2025 hoặc chậm sang 2026), để phục vụ cho nhu cầu mua sắm có phần tăng cao hơn vào nửa cuối năm nay và đầu năm sau theo như thường lệ do tính mùa vụ ủng hộ (cao điểm lễ hội, cưới hỏi, tết và nhiều dịp tri ân khác,...)

(*) **Tuy vậy, chúng tôi cho rằng kế hoạch mở 20 cửa hàng (ròng), là không thực sự khả quan.** Chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng PNJ có thể mở thêm khoảng 10 – 15 cửa hàng (ròng) trong năm và sẽ tập trung ở nơi có mật độ dân số cao/ đường lớn (high street), có thể nhiều hơn ở khu vực miền Bắc. Theo đó, khu vực này đang có tốc độ tăng trưởng tương đối tốt hơn các khu vực còn lại khi thương hiệu trang sức của PNJ đang dần trở thành “top of mind”.

Triển vọng PNJ trong Q3-FY25: Q3 nối tiếp Q2, nằm trong giai đoạn “trùng” của nhu cầu mua sắm trang sức trong năm và bị ảnh hưởng bởi sức mua hồi phục chậm. Doanh thu và LNST của PNJ trong Q3 dự báo khiêm tốn hơn cùng kỳ và cùng quý đo lường vàng 24K giảm mạnh; bù lại, chúng tôi kỳ vọng bán lẻ và bán sỉ vàng trang sức vẫn tăng trưởng nhẹ svck.

Bảng 2: Dự phóng KQKD PNJ – Q3/2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q3/2025F	+/-QoQ	+/-YoY	
Doanh thu thuần	6.737,6	-11,1%	-5,5%	Doanh thu thuần giảm mạnh svck và cùng quý do nhu cầu mua sắm trang sức được dự báo là chưa thể sớm phục hồi vào Q3-FY25
Trong đó, các mảng chính:				
Mảng bán lẻ trang sức	5.304,9	12,8%	5,3%	- Kỳ vọng bán lẻ trang sức tiếp tục tăng trưởng nhẹ svck (tương tự H1-FY25) khi hoạt động kinh doanh vàng 24K giảm mạnh. - Nhãn hàng Mancode by PNJ được chính thức tung ra vào T3/2025 cho nam giới vẫn đang ghi nhận những dấu hiệu tích cực như tỷ lệ tăng trưởng gấp 3 lần so với mặt hàng nữ trang. Dù tăng từ mức nền thấp, nhưng kỳ vọng có thể bù đắp cho nhu cầu nữ trang có phần yếu. - Mặt khác, PNJ đang phân bổ lại vị trí cửa hàng và dự kiến sẽ đẩy kế hoạch mở mới trong nửa cuối năm, điều này sẽ giúp tăng tỷ lệ tiếp cận với những cửa hàng đặt tại địa điểm có lượt tiếp (traffic) tốt. (Quay lại Trang 5)
Mảng bán sỉ	1.045,3	18,6%	5,7%	- Tận dụng kinh nghiệm và lợi thế sản xuất để củng cố thương hiệu PNJP trên thị trường. - Bên cạnh đó, nhu cầu sỉ kỳ vọng tiếp tục cải thiện nhẹ so với những năm trước do thị trường đang siết chặt vấn đề sản phẩm có nguồn gốc.
Mảng kinh doanh vàng 24K	222,6	-88,2%	-80,0%	Tình hình nguồn cung vàng vẫn chưa có lời giải khi giá vàng chưa có dấu hiệu hạ nhiệt, đòi hỏi PNJ ưu tiên nguồn vàng cho hoạt động sản xuất. Chúng tôi cho rằng HĐKD vàng 24K vẫn duy trì ở mức rất thấp. (*)
Lợi nhuận gộp	1.385,7	-15,2%	10,8%	Giảm mạnh mảng vàng 24K để đảm bảo đủ trữ lượng sản xuất cho mảng bán lẻ có biên cao hơn giúp biên gộp tiếp tục được cải thiện svck. (**)
Biên lợi nhuận gộp	20,6%	-0,9 pps	3,0 pps	
Chi phí BH&QLDN	1.035,7	-2,2%	9,3%	Tương tự Q2, Q3 cũng là giai đoạn “trùng” của kinh doanh nữ trang và thường là quý thấp điểm nhất trong năm. Chúng tôi kỳ vọng PNJ tăng tỷ lệ chi cho hoạt động BH&QLDN để giữ chân và thu hút khách hàng, điều này có phần đi ngược với kỳ vọng chúng tôi đưa ra trước đó trong Q2, sau khi nhận thấy một số tín hiệu. (***)
EBIT	338,4	-39,8%	14,2%	
Biên EBIT	5,0%	-2,4 pps	0,9 pps	
LNST Cty mẹ	258,5	-41,5%	19,8%	
Biên LNST Cty mẹ	3,8%	-2,0 pps	0,8 pps	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

(*) Thông qua khảo sát thực tế, chúng tôi thấy rằng mảng kinh doanh vàng 24K của PNJ tại các cửa hàng đã tạm ngưng trên toàn hệ thống và chưa xác định thời gian cụ thể khi nào sẽ thực hiện bán trở lại. Tuy vậy, ở một số thời điểm và tại một số cửa hàng, hoạt động này vẫn có nếu có nguồn từ người dân bán lại và có người đặt mua ngay nhưng chúng tôi ước tính số lượng bán ra rất thấp (tối đa 5 chỉ/ngày/CH). Ngoài ra, vàng thời do PNJ sản xuất cũng thuộc danh mục này.

(**) Chúng tôi kỳ vọng biên gộp của PNJ quý tới tiếp tục được cải thiện do: Cơ cấu doanh thu thay đổi (mảng kinh doanh vàng 24K giảm, thay vào đó, mảng bán lẻ & bán sỉ được tập trung hơn). Bên cạnh đó, PNJ hiện nay đã thay đổi chiến lược bằng cách đẩy bán các sản phẩm với hàm lượng vàng nguyên liệu thấp thay thế cho các sản phẩm hàm lượng vàng nguyên liệu cao, đồng thời, thiết lập mặt bằng giá bán trang sức phù hợp với sức mua của người tiêu dùng. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy doanh nghiệp đang cố gắng tối ưu giá trị hàng hóa thu hồi, quay vòng nguồn hàng sẵn có để tạo ra các sản phẩm có giá trị cao hơn (tập trung vào giá trị gia tăng trên mỗi sản phẩm thay vì số lượng).

(***) Trong Q2, PNJ cho thấy sự đầu tư nhiều hơn cho các hoạt động BH&QLDN khi tỷ trọng chi phí BH&QLDN/doanh thu đạt 14% (+4,1 pps YoY, +1,6 pps QoQ) để tăng mức độ tiếp cận khách hàng và giúp doanh thu vượt ngoài kỳ vọng (của chúng tôi). Do đó, chúng tôi kỳ vọng chiến lược này được duy trì trong Q3, giúp nguồn thu mảng bán lẻ được giữ ổn định và cải thiện như dự báo.

Cập nhật chính sách: Ngày 26/8/2025, Chính phủ vừa ban hành [Nghị định 232/2025/NĐ-CP](#) sửa đổi, bổ sung quy định mới về hoạt động kinh doanh vàng. Chúng tôi nhận thấy NĐ đã sửa đổi, bổ sung thêm các điều khoản phù hợp với các đề xuất có trong dự thảo được trình bởi NHNN vào giữa 2025 và kỳ vọng sẽ tác động tích cực trong công tác quản lý và kiểm soát hoạt động mua bán vàng trên thị trường trong thời gian tới.

PNJ là một trong số ít doanh nghiệp đáp ứng đầy đủ yêu cầu về vốn cũng như các tiêu chí khác theo quy định mới. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc triển khai thực tế cần thêm hướng dẫn cụ thể, do **đó tác động ngắn hạn (2025–2026) có thể còn hạn chế**. Về dài hạn, nghị định này được kỳ vọng sẽ gỡ bỏ “nút thắt” về nguồn cung vàng nguyên liệu, từ đó giúp PNJ giảm thiểu rủi ro đầu vào và củng cố nền tảng tăng trưởng bền vững.

Định giá

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng doanh thu trong năm 2025 (Xem thêm [Phụ lục](#)) do mảng vàng 24K quay lại vượt kỳ vọng và dự báo trước đó. Tuy vậy, doanh thu mảng này đóng góp không đáng kể và biên gộp thấp nên không ảnh hưởng trọng yếu đến ước tính LNST và EPS.

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm (DCF) và định giá ngắn hạn bằng phương pháp so sánh P/E, chúng tôi cung cấp thông tin định giá cùng với bảng độ nhạy VCSH của PNJ trên mỗi cổ phiếu để nhà đầu tư có thể đưa ra mức định giá phù hợp với khẩu vị rủi ro cá nhân.

Bảng 3: Tóm tắt định giá PNJ bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)

PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN (DCF)			
Giá định DCF	Mới	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2025	10,9%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	32.671,7
Chi phí VCSH	11%	+ Tiền mặt & Tương đương tại ngày định giá	1.020,2
Lãi suất phi rủi ro	4,6%	- Nợ	2.425,8
Phần bù rủi ro VCSH	6,3%	Giá trị VCSH	31.266,1
Beta	1,0	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	337,9

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Bảng độ nhạy cho giá trị VCSH của PNJ trên mỗi Cổ phiếu (VNĐ) – DCF

Giá trị VCSH (VNĐ)	Exit EV/EBITDA					
		6,0	7,0	8,0	9,0	10,0
	8,9%	68.676	76.464	84.252	92.041	99.829
	9,9%	66.275	73.761	81.248	88.734	96.221
	10,9%	63.981	71.181	78.380	85.579	92.778
	11,9%	61.790	68.715	75.640	82.565	89.490
	12,9%	59.696	66.359	73.023	79.687	86.351

Định giá ngắn hạn bằng phương pháp so sánh

Bảng 5: Bảng độ nhạy cho giá trị VCSH của PNJ trên mỗi Cổ phiếu (VNĐ) – Phương pháp P/E

	Năm	EPS	P/E				
			12,8	13,8	14,8	15,8	16,8
Giá trị VCSH (VNĐ)	2025	6.075	77.479	83.554	89.630	95.705	101.781
	2026	6.715	85.641	92.357	99.072	105.788	112.503
	2027	7.337	93.568	100.905	108.242	115.579	122.916
	2028	7.896	101.840	109.825	117.811	125.796	133.782
	2029	8.666	110.512	119.178	127.843	136.509	145.175

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Phụ lục

Bảng 6: Kết quả kinh doanh Q1-FY25

(Tỷ đồng)	Q2-FY25	Q1-FY25	+/- (qoq)	Q2-FY24	+/- (yoy)
Doanh thu	7.582,4	9.635,1	-21,3%	9.518,7	-20,3%
Lợi nhuận gộp	1.633,6	2.048,3	-20,2%	1.481,1	10,3%
Chi phí BH&QLDN	-1.058,9	-1.199,4	-11,7%	-938,3	12,9%
Thu nhập HĐKD	552,6	849,5	-34,9%	536,9	2,9%
EBITDA	587,5	867,4	-32,3%	475,7	23,5%
EBIT	561,7	840,7	-33,2%	532,2	5,5%
Chi phí tài chính	-45,7	-37,0	23,5%	-14,1	224,1%
- Chi phí lãi vay	-32,7	-28,9	13,1%	-3,5	834,3%
Khấu hao	21,5	22,2	-3,2%	-60,9	135,3%
Lợi nhuận trước thuế	552,0	854,2	-35,4%	533,3	3,5%
Lợi nhuận sau thuế	441,6	677,7	-34,8%	428,9	3,0%
LNST-CTM	441,6	677,7	-34,8%	428,9	3,0%

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Bảng 7: Phân tích HĐKD Q1-FY25

Chỉ tiêu	Q2-FY25	Q1-FY25	+/- (qoq)	Q2-FY24	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	21,5%	21,3%	0,2 pps	15,6%	6,0 pps
EBITDA/Doanh thu	7,7%	9,0%	-1,3 pps	5,0%	2,0 pps
EBIT/Doanh thu	7,4%	8,7%	-1,3 pps	5,6%	1,8 pps
TS lợi nhuận ròng	5,8%	7,0%	1,2 pps	4,5%	1,3 pps
Hiệu quả hoạt động (x)					
- Vòng quay hàng tồn kho	0,43	0,57	-0,13	0,83	-0,40
- Vòng quay khoản phải thu	94,64	110,05	-15,41	105,33	-10,69
- Vòng quay khoản phải trả	15,54	12,82	2,72	25,41	-9,87
Đòn bẩy					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	0,43	0,48	-0,05	0,21	0,22

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Tỷ đồng					Tỷ đồng				
KQ HKKD	2023A	2024A	2025F	2026F	Bảng CĐKT	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần	33.137	37.823	32.811	34.615	Tiền	896	1.123	974	987
Giá vốn	27.078	31.149	25.798	26.994	Đầu tư ngắn hạn	810	1.020	1.020	1.020
Lãi gộp	6.059	6.674	7.012	7.621	Khoản phải thu	215	401	348	344
Chi phí bán hàng	2.836	3.208	3.532	3.846	Hàng tồn kho	10.941	13.015	13.684	14.051
Chi phí quản lý	694	796	786	825	Tài sản ngắn hạn khác	96	133	116	122
Thu nhập từ HĐTC	98	76	103	100	Tài sản cố định hữu hình	286	313	332	368
Chi phí tài chính	-143	-94	-132	-81	Tài sản cố định vô hình	626	609	591	573
Lợi nhuận khác	5	-1	-1	-1	Đầu tư dài hạn	4	4	4	4
Lợi nhuận trước thuế	2.489	2.651	2.624	2.925	Tài sản dài hạn khác	449	474	411	434
Thuế TNDN	518	538	533	594	Tổng tài sản	14.428	17.208	18.172	18.582
Lợi ích cổ đông thiểu số					Khoản phải trả	257	624	517	541
Lợi nhuận sau thuế	1.971	2.113	2.091	2.332	Vay và nợ ngắn hạn	4.355	5.318	4.981	3.760
EBIT	2.505	2.623	2.653	2.907	Vay và nợ dài hạn	9,4	10,5	10,5	10,5
EBITDA	2.604	2.722	2.749	3.013	Vay và nợ khác	0	0	0	0
				%	Quỹ khen thưởng phúc lợi	172	250	250	250
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2023A	2024A	2025F	2026F	Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
Tăng trưởng (%)					Tổng nợ	4.621	5.952	5.509	4.312
Doanh thu	-2,2	14,1	-13,3	5,5	Vốn đầu tư của CSH	3.278	3.377	3.443	3.475
Lợi nhuận HKKD	5,4	4,7	1,1	9,5	Cổ phiếu quỹ	-3	-3	-3	-3
EBITDA	5,2	4,5	1,0	9,6	Lợi nhuận giữ lại	2.740	3.301	3.716	4.368
Lợi nhuận sau thuế	8,9	7,2	-1,0	11,5	Thu nhập khác	1.936	2.626	3.521	4.407
Tổng tài sản	8,2	19,3	5,7	2,5	Quỹ đầu tư và phát triển	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	16,1	14,8	12,5	12,7	Tổng vốn	14.428	17.208	18.172	18.582
					Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Khả năng sinh lợi (%)									
LN gộp/Doanh thu	18,3	17,6	21,4	22,0	Chỉ số định giá	2023A	2024A	2025F	2026F
EBITDA/Doanh thu	7,9	7,2	8,4	8,7	EPS (đồng)	6.009	6.253	6.075	6.715
EBIT/Doanh thu	7,6	6,9	8,1	8,4	P/E (x)	15,2	14,7	15,0	13,6
LNST/Doanh thu	5,9	5,6	6,4	6,7	BV (đồng)	43.987	50.925	52.780	53.474
ROA	13,7	12,3	11,5	12,5	P/B (x)	3,3	2,4	1,7	1,7
ROE	20,1	18,8	16,5	16,3	DPS (đồng/cp)	1.400	2.000	2.000	2.000
Hiệu quả hoạt động (lần)					Tỷ suất cổ tức (%)	2,1	0,8	2,3	2,3
Vòng quay kh. phải thu	128,5	122,8	87,6	100,0					
Vòng quay HTK	2,5	2,6	1,9	1,9					
Vòng quay kh. phải trả	101,3	70,7	45,2	51,0					
Khả năng thanh toán (lần)									
Hiện hành	2,81	2,64	2,9	3,8					
Nhanh	0,24	0,26	0,4	0,5					
Cấu trúc tài chính (%)									
Tổng Nợ / VCSH	24,3	29,7	26,0	14,1					
Vay ngắn hạn/VCSH	24,3	29,7	26,0	14,1					
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	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-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.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Phó phòng

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng

Lê Tự Quốc Hưng

Phó phòng

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường
• Kinh tế vĩ mô

Đỗ Thạch Lam

Trưởng bộ phận

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Trần Thị Hà My

Cố vấn cấp cao

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Phạm Hữu Luân

Chuyên viên Phân tích

luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên Phân tích

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiền

Chuyên viên Phân tích

hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng

Chuyên viên Phân tích

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Chuyên viên Phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Dương

Chuyên viên Phân tích

duong.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Chuyên viên Phân tích

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạng Trang

Chuyên viên Phân tích

trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Lê Huỳnh Hương

Chuyên viên Phân tích

huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Dầu khí

Nguyễn Đức Chính

Chuyên viên Phân tích

chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Trần Ngọc Lan Anh

Chuyên viên Phân tích

anh.tnl@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Bán lẻ

Trần Thị Ngọc Hà

Trợ lý Phân tích

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo

Trợ lý Phân tích

thao.ptp@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, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

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, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006

F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, 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, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578

F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Toà nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, 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, 2025.**