

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

Duy trì mục tiêu KQKD thận trọng trước thách thức “kép”

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY25	Q4-FY24	+/- qoq	Q1-FY24	+/- yoy
Doanh thu thuần	9.635,1	8.581,3	12,3%	12.593,8	-23,5%
Lợi nhuận sau thuế (CTM)	677,7	732,5	-7,5%	737,8	-8,1%
EBIT	840,7	855,8	-1,8%	937,0	-10,3%
Tỷ suất EBIT	8,7%	10,0%	-1,3 pps	7,4%	1,3 pps

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Q1-FY25: Vượt qua khó khăn chung của ngành, mảng bán lẻ và bán sỉ trang sức ghi nhận doanh thu tăng trưởng

- Trong Q1-FY25, PNJ ghi nhận KQKD khiêm tốn so với cùng kỳ, doanh thu thuần đạt 9.635,1 tỷ đồng (-23,5% YoY, +12,3% QoQ). Nguyên nhân đến từ việc nguồn cung nguyên liệu đầu vào vẫn đang bị thắt chặt, mảng vàng miếng gần như chỉ có mua vào và hạn chế bán ra, dẫn đến doanh thu vàng miếng ghi nhận 1.760 tỷ đồng (-65,8% YoY). Mảng bán lẻ và bán sỉ trang sức vẫn là những điểm sáng có doanh thu thuần khi đạt lần lượt 6.731,4 tỷ đồng (+ 6,1% YoY, +13,1% QoQ) và 1.167,2 tỷ đồng (+22,8% YoY, +13,1% QoQ) nhờ vào nhu cầu có tính “mùa vụ” đối với mặt hàng trang sức trong quý đầu năm.
- Mặc dù kiểm soát được giá vốn hàng bán với tỷ trọng 78,7% trên doanh thu (-4,2 pps YoY, -0,4 pps QoQ), LNST Cty mẹ có sự sụt giảm khi đạt 677,7 tỷ đồng (-8,1% YoY, -7,5% QoQ), chủ yếu do doanh nghiệp chi nhiều hơn vào chi phí BH&QLDN trong quý (-0,3% YoY và +31,4% QoQ), tỷ trọng trên doanh thu đạt 12,4% (+2,9 pps YoY, +1,8% QoQ) trước nhu cầu tiêu dùng hàng trang sức có xu hướng tăng cao trong các dịp lễ, Tết.

Triển vọng Q2 và FY25: Nhu cầu trang sức dự kiến vẫn phục hồi chậm, KQKD 2025 dự báo giảm nhưng PNJ vẫn duy trì được “bức tranh ổn định” với nguồn nguyên liệu dự trữ đủ

- Trong phần còn lại năm 2025, chúng tôi kỳ vọng PNJ vẫn duy trì được kết quả kinh doanh theo kế hoạch thận trọng đặt ra trong năm dựa trên một số luận điểm đưa ra như sau:
 - Câu chuyện mở mới vẫn được tiếp tục và chúng tôi cho rằng việc thực hiện có thể đẩy từ Q3 trở đi. Dù vậy, SLCH mở mới có thể không đạt được mức tối đa đặt ra là 25 nhưng sẽ phủ dẫn ở các khu vực mà mật độ cửa hàng/dân còn thấp như miền Bắc và miền Trung.
 - 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 đi. 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 giúp đảm bảo doanh thu.
 - Biên gộp tiếp tục được kỳ vọng mở rộng svck nhờ giảm mảng kinh doanh vàng miếng (<1% biên gộp) và đẩy bán sản phẩm có biên cao hơn nhằm cải thiện lợi nhuận.
 - PNJ đang quản trị hàng tồn kho thận trọng kể từ Q2-FY24 và vẫn đáp ứng được lượng nguyên liệu sản xuất (bao gồm vàng) và thành phẩm cho 2025. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng song song nhập một số loại mặt hàng trang sức thành phẩm để bổ sung.
- Qua đó, chúng tôi dự phóng KQKD Q2-FY25 của PNJ với doanh thu thuần đạt 6.234,4 tỷ đồng (-34,5 YoY, -35,3% QoQ) và LNST Cty Mẹ đạt 423,1 tỷ đồng (-1,3% YoY, -37,6% YoY) với những điểm chính như trên. Dự phóng KQKD PNJ năm 2025 của chúng tôi có phần thận trọng hơn so với kế hoạch của doanh nghiệp, doanh thu thuần 30.560,2 tỷ đồng (-19,2% YoY), LNST Cty Mẹ/EPS đạt 2.019,4 tỷ đồng (-4,4% YoY) và 5.865 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.

Sử dụng kết hợp phương pháp FCFF 5 năm và định giá so sánh P/E với tỷ trọng 50:50, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho PNJ là **80.000 VNĐ/cổ phiếu**. Dựa trên giá đóng cửa ngày 01/07/2025 là 83.400, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** dành cho PNJ.

TRUNG LẬP

Giá thị trường (VNĐ)	83.400
Giá mục tiêu (VNĐ)	80.000

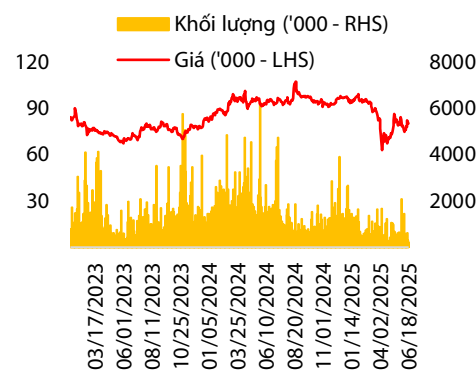
Cổ tức tiền mặt 1 năm tới (đồng/cổ phiếu): 2.000

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	28.181,3
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	13,1
P/B	2,4	2,3
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
Dragon Capital	6,02
Khác	79,72

Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)

Trần Ngọc Lan Anh

(084) 028- 6299 2006

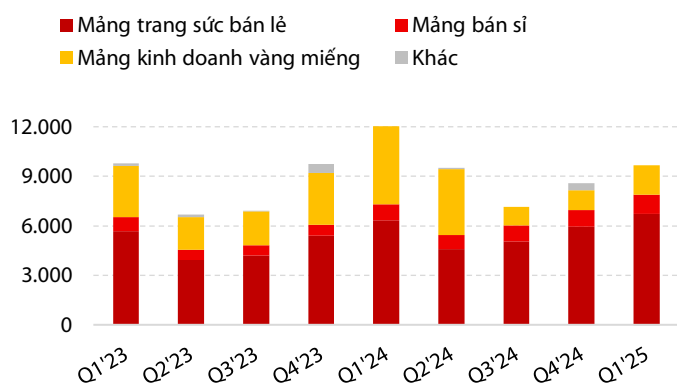
anh.tnl@vdsc.com.vn

KQKD Q1-FY25: Mảng kinh doanh vàng miếng tiếp tục giữ mức thấp trong bối cảnh thắt chặt và kiểm soát thị trường vàng, PNJ nỗ lực nâng cao doanh thu mảng bán lẻ và bán sỉ - cho thấy sự tăng trưởng tương đối tích cực trước những thách thức chung

Doanh thu thuần của PNJ đạt 9.635,1 tỷ đồng (-23,5% YoY, +12,3% QoQ): Giảm tỷ trọng đóng góp của mảng kinh doanh vàng miếng do lo ngại thiếu hụt nguồn nguyên liệu sản xuất, tăng trưởng doanh thu so với cùng quý hoàn toàn đến từ mảng bán lẻ và bán sỉ trang sức.

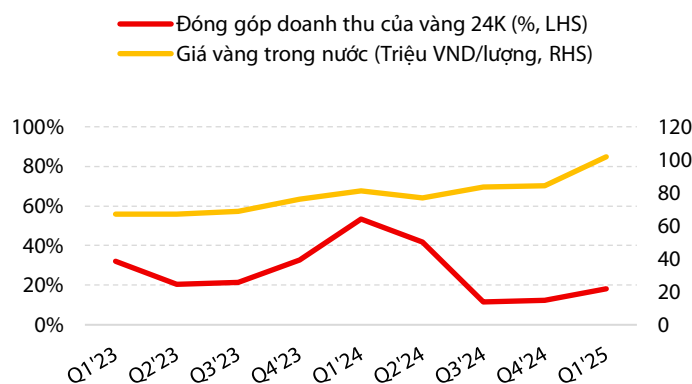
- **Mảng trang sức bán lẻ:** ghi nhận tăng trưởng tích cực với **6.731,4 tỷ đồng (+6,1% YoY, +13,1% QoQ)**, đóng góp 69,9% trong tổng doanh thu (+19,5 pps YoY và +0,6 pps QoQ).
- **Mảng bán sỉ:** ngược dòng thị trường với đà tăng liên tục kể từ Q2-FY24, **doanh thu bán sỉ đạt 1.167,2 tỷ đồng (+22,8% YoY, +13,1% QoQ)**, đóng góp 12,1% vào doanh thu quý (+ 4,6 pps YoY và 0,4 pps QoQ) khi nhu cầu thị trường lấy sỉ chuyển sang các sản phẩm có nguồn gốc xuất xứ rõ ràng, minh bạch.
- **Mảng kinh doanh vàng miếng:** **đạt doanh thu hơn 1.760 tỷ đồng (-65,8% QoQ)**, tỷ trọng đóng góp chỉ còn lại 18% (-22,6 pps QoQ) và duy trì thấp từ Q3-FY24 do chiến lược giảm bán và siết cung.

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



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tỷ trọng đóng góp mảng vàng miếng vào doanh thu của PNJ và diễn biến giá vàng trong nước



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Mặc dù có sự sụt giảm so với cùng kỳ, đây vẫn là một kết quả kinh doanh tương đối tích cực thể hiện nỗ lực của doanh nghiệp trước những thách thức khách quan như hiện nay về thị trường vàng và nhu cầu tiêu dùng không quá khả quan đối với các mặt hàng không thiết yếu trong bối cảnh nhiều bất ổn, kết quả này đến từ nhiều yếu tố kết hợp.

- **PNJ vẫn cho thấy khả năng duy trì và tối ưu được các chi phí hoạt động trước thách thức “kép” về đầu vào (giá vàng tăng cao, cung khan hiếm) và đầu ra (nhu cầu sụt giảm do sản phẩm tiêu dùng là mặt hàng không thiết yếu).** Doanh nghiệp vẫn đi ngược dòng thị trường nhờ các yếu tố được củng cố và duy trì bao gồm:
 - Duy trì mở rộng mạng lưới với mô hình vận hành trên mỗi cửa hàng gần như đã rõ ràng và tối ưu, hệ thống cửa hàng đạt 429 trên toàn quốc tính đến cuối Q1-FY25 (+28 cửa hàng svck).
 - Gia tăng tần suất tung ra các chương trình marketing vào mùa cao điểm đầu năm với hình thức thực hiện đa dạng dành cho nhiều tệp khách hàng khác nhau, cùng với câu chuyện và thông điệp đi kèm để tăng điểm chạm tới khách hàng, nhờ đó đạt hiệu quả tốt trong việc thu hút khách hàng mới.
 - Chiến lược phát triển sản phẩm đa dạng với thời điểm ra mắt phù hợp, đánh vào tâm lý người tiêu dùng: Trong Q1-FY25, PNJ ra mắt 9 bộ sưu tập mới vào các dịp lễ lớn như BST Charm Vàng 24K Tài Lộc vào dịp Tết, BST Nhẫn cầu hôn Only You cho các cặp đôi khi đây cũng là thời điểm thuận lợi thường xuyên được ấn định cho các dịp cưới hỏi. Đồng thời, tăng cường quảng bá các BST hiện hữu được ưa chuộng và có tính ứng dụng cao như Timeless Diamon, Audax Rosa 2.



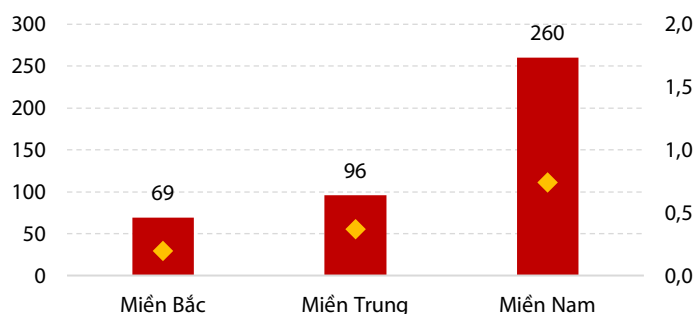
Nguồn: PNJ

- Chiến lược quản trị hàng tồn kho thận trọng trước những biến động vĩ mô không mấy khả quan:** PNJ chủ động giảm kinh doanh mảng vàng 24K nhằm bảo đảm có đủ nguyên vật liệu để sản xuất và hàng hóa thành phẩm để cung ứng. Điều này thể hiện qua số ngày tồn kho liên tục tăng và duy trì cao hơn 150 ngày từ Q3-FY24.

Hình 3: Số lượng cửa hàng PNJ theo khu vực (T3/2025)

Đvt: Cửa hàng

■ Số lượng cửa hàng (LHS) ◆ Số lượng cửa hàng PNJ/100k người (RHS)

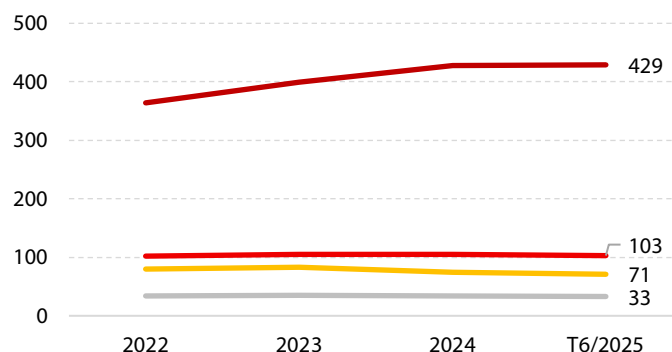


Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Số lượng cửa hàng của PNJ và các thương hiệu khác

Đvt: Cửa hàng

— PNJ — SJC — Doji — Diamond World



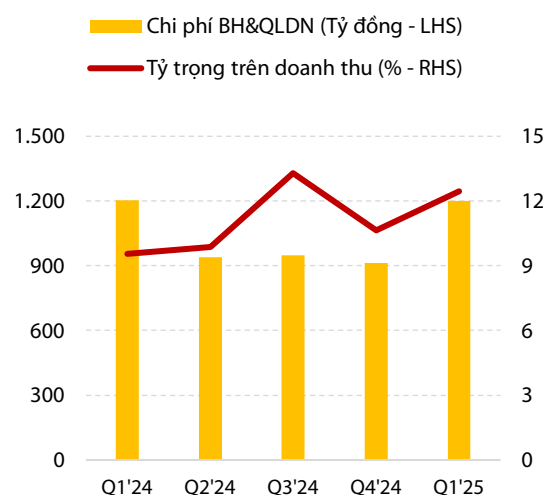
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Mặc dù doanh thu giảm so với cùng kỳ, chi phí BH&QLDN vẫn gần như đi ngang: Hoạt động bán hàng thường sôi động hơn vào giai đoạn này nhằm thu hút thêm khách hàng mới, đẩy chi phí BH&QLDN đạt 1.199,4 tỷ đồng (+34,4% QoQ) nhưng chỉ giảm nhẹ 0,3% svck

- Chi phí tăng cao QoQ chủ yếu do đẩy mạnh bán hàng (chi phí BH+42,6% QoQ) trong mùa cao điểm về nhu cầu mua sắm trang sức đầu năm, và kế hoạch chi trả lương thưởng cho FY24 được ghi nhận trong quý (+60% QoQ).
- Một số chi phí khác gia tăng tỷ trọng đóng góp trong quý bao gồm: Chi phí liên quan đến chi dịch vụ mua ngoài như dịch vụ vận chuyển, giao nhận và quảng cáo thuê ngoài (+5,2% YoY) và chi cho công cụ dụng cụ (+5,9% YoY) tương ứng với việc mua sắm trang bị cho các cửa hàng mở mới. Tuy nhiên, mức chi này vẫn giảm 0,3% svck nhờ tiết giảm chi phí lương (-3,1% YoY), mặc số lượng nhân sự tăng 15,5% YoY và giảm chi phí nguyên vật liệu (-7,5% YoY). Tỷ trọng chi phí BH&QLDN/ doanh thu đạt 12,4% (tăng nhẹ 2,9% YoY và 1,8% QoQ).

Hình 5: Chi phí BH&QLDN của PNJ

(Đvt: Tỷ VND)

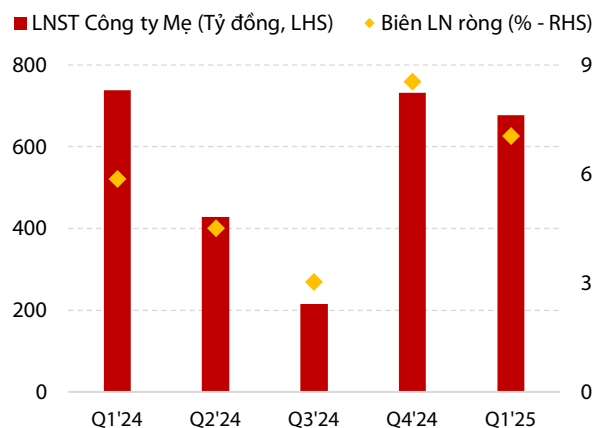


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Chi phí BH&QLDN	Q1-FY25	Q4-FY24	+/- (qoq)	Q1-FY24	+/- (yoy)
Lương, trích theo lương	744,9	465,5	60,0%	768,5	-3,1%
Vật liệu bao bì	20,3	19,2	6,1%	22	-7,5%
Công cụ dụng cụ	36,8	38,3	-3,9%	34,7	5,9%
Khấu hao TSCD	13,6	13,6	-0,1%	13,9	-2,5%
Dịch vụ mua ngoài	292,1	287,8	1,5%	277,7	5,2%
Chi bằng tiền khác	91,8	88,2	4,0%	86,2	6,4%
Nhân lực (người)	8.969			7.765	15,5%
Lương TB/năm (Triệu VND)*	83,1			98,9	-16,1%

(*) Giả định nhân sự văn phòng và sản xuất không đổi và chủ yếu biến động ở nhân viên bán hàng

Hình 6: LNST Cty mẹ của PNJ



Nguồn: CTCK Rồng Việt

LNST Cty Mẹ đạt 677,7 tỷ đồng (-8,1% YoY, -7,5% QoQ), biên lợi nhuận ròng 7,0% (+1,2 pps YoY và -0,5 pps QoQ) tăng svck chủ yếu đến từ việc giảm kinh doanh mặt hàng vàng miếng có biên lợi nhuận thấp, tăng tỷ trọng mảng trang sức có biên lợi nhuận cao trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận. Cụ thể, PNJ:

- **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 mạnh bán các sản phẩm có biên gộp cao** trong mảng bán lẻ trang sức đã giúp biên gộp mảng này mở rộng khoảng 3 pps QoQ (theo ước tính của chúng tôi) và **chủ động giảm hẳn mảng kinh doanh vàng miếng** (vốn có biên LN gộp chỉ dưới 1%).

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q1-FY25 của PNJ

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1-FY25	Q4-FY24	+/- (qoq)	Q1-FY24	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	9.635,1	8.581,3	12,3%	12.593,8	-23,5%
Mảng bán lẻ trang sức	6.731,4	5.949,4	13,1%	6.344,4	6,1%
Mảng bán sỉ	1.167,2	1.002,8	16,4%	950,5	22,8%
Mảng kinh doanh vàng miếng	1.760,0	1.184,0	48,6%	5.146,3	-65,8%
Khác	-23,5	445,1	-105,3%	152,7	-115,4%
Lợi nhuận gộp	2.048,3	1.790,9	14,4%	2.149,3	-4,7%
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	21,3%	20,9%	1,9%	17,1%	24,6%
Thu nhập tài chính	37,7	30,3	24,1%	14,2	165,0%
Chi phí tài chính	-37,0	-44,8	-17,2%	-23,9	54,7%
Chi phí bán hàng	-1.005,7	-705,3	42,6%	-975,9	3,1%
Chi phí QLDN	-193,7	-207,3	-6,6%	-227,1	-14,7%
EBIT	840,7	855,8	-1,8%	937,0	-10,3%
<i>Biên EBIT</i>	8,7%	10,0%	-1,3%	7,4%	1,3%
LNST Cty Mẹ	677,7	732,5	-7,5%	737,8	-8,1%
<i>Biên LNST Cty Mẹ</i>	7,0%	8,5%	-1,5%	5,9%	1,1%
Số lượng cửa hàng (cửa hàng)	429	429	0	401	28
PNJ	421	421	0	392	29
Style by PNJ	4	4	0	5	-1
CAO Fine Jewellery	3	3	0	3	0
Trung tâm Kinh doanh sỉ	1	1	0	1	0

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Triển vọng của PNJ trong Q2-FY25: Bước vào giai đoạn “ít nhộn nhịp” hơn so với đầu năm, doanh thu và LNST của PNJ được dự báo “khiêm tốn” hơn Q1 và tiếp tục giảm so với cùng kỳ do nhu cầu mua sắm trang sức vẫn chưa hồi phục ở thời điểm này

Bảng 2: Dự phóng Q2-FY25

Đơn vị: Tỷ đồng	Q2/2025F	+/-QoQ	+/-YoY	
Doanh thu thuần	6.234,4	-35,3%	-34,5%	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 Q2-FY25
Trong đó, các mảng chính:				
Mảng bán lẻ trang sức	5.168,4	-23.2%	12.8%	- Mảng bán lẻ trang sức là trụ cột chính và là mảng PNJ tập trung đẩy mạnh từ trước đến nay, chúng tôi kỳ vọng rằng bán lẻ trang sức tiếp tục tăng trưởng nhẹ svck (tương tự Q1-FY25) khi hoạt động kinh doanh vàng miếng tạm ngưng. - Bên cạnh đó, nhãn hàng Mancode by PNJ được chính thức tung ra vào T3/2025 cho thấy có tiềm năng khai thác nhu cầu mua sắm của nam giới với một số tín hiệu tích cực như tỷ lệ tăng trưởng gấp 3 lần so với mặt hàng nữ trang, được kỳ vọng sẽ bù đắp cho nhu cầu mua sắm nữ trang đang có phần chững lại.
Mảng bán sỉ	901,1	-22.8%	5.7%	Tương tự như mảng bán lẻ trang sức và KQKD Q1, kỳ vọng PNJ tận dụng kinh nghiệm và lợi thế sản xuất để tiếp tục củng cố thương hiệu PNJP trên thị trường bằng cách phát triển danh mục hàng hóa đa dạng và phù hợp dựa trên nền tảng phân tích dữ liệu để cắt lớp nhu cầu, nâng mức đóng góp của bán sỉ trở lại trong bối cảnh thị trường lấy sỉ đòi hỏi các sản phẩm có nguồn gốc.
Mảng kinh doanh vàng miếng	-	-	-	Trước tình trạng thắt chặt và kiểm soát như hiện nay, chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh vàng miếng 24K của PNJ lùi về mức thấp hơn Q1, gần như không có doanh thu từ mảng này trong quý (*)
Lợi nhuận gộp	1.503,1	-26,6%	1,5%	Việc giảm hẳn mảng kinh doanh vàng miếng để đảm bảo đủ trữ lượng sản xuất cho nhóm nữ trang có biên cao hơn sẽ giúp biên gộp tiếp tục được cải thiện svck. (**)
Biên lợi nhuận gộp	24,1%	2,9 pps	8,5 pps	
Chi phí BH&QLDN	999,6	-16,7%	6,5%	Quý 2 thường là mùa thấp điểm của kinh doanh nữ trang, do đó, PNJ cũng sẽ giảm bớt các hoạt động quảng cáo bán hàng trong thời gian này so với mùa cao điểm lễ tết đầu năm và mùa cuối năm, chi tiêu cho hoạt động bán hàng thời điểm này thường đạt ít hiệu quả hơn. Vì vậy, chi phí phân bổ vào Q2 ước tính thấp hơn QoQ.
EBIT	498,1	-40,8%	-6,4%	
Biên EBIT	8,0%	-0,7 pps	2,4 pps	
LNST Cty mẹ	423,1	-37,6%	-1,3%	
Biên LNST Cty mẹ	6,8%	-0,2 pps	2,3 pps	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

(*) Thông qua khảo sát thực tế, chúng tôi thấy rằng mảng kinh doanh vàng miếng 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. Do đó, chúng tôi ước tính rằng doanh thu từ kinh doanh vàng miếng so trở về mức thấp, hoặc gần như không có trong quý, thậm chí là trong ngắn hạn đến hết 2025.

(**) 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 miếng giảm, thay vào đó là mảng bán lẻ & bán sỉ được tập trung hơn. Bên cạnh đó, PNJ hiện nay đã thay đổi chiến lược hàng hóa 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 hiện nay.

Định giá

Chúng tôi dự báo theo kịch bản cơ sở rằng PNJ sẽ tiếp tục đảm bảo đủ nguồn nguyên liệu cho sản xuất trong những năm tới (như 2025). Điều này nhờ vào lợi thế về quy mô, uy tín thương hiệu và kinh nghiệm trong việc thu mua đầu vào phù hợp với nhu cầu sản xuất và tiêu dùng. Đồng thời, công ty cũng sử dụng các công cụ tài chính để phòng ngừa rủi ro và hạn chế tác động từ biến động giá vàng.

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm (DCF) với các giả định hầu như không thay đổi, chúng tôi đưa ra mức giá hợp lý đối với cổ phiếu PNJ là 73.456 đồng/CP, kết hợp với phương pháp định giá P/E với tỷ trọng 50:50, chúng tôi đưa ra mức **giá mục tiêu đối với PNJ là 80.000 đồng/CP**.

- Trước những biến động của **thị trường vàng và các đề xuất sửa đổi chính sách/ nghị định trong thời gian gần đây, chúng tôi cho rằng chưa có tín hiệu rõ ràng hay tác động cụ thể nào đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong ngắn hạn** (cho đến khi có quyết định sửa đổi chính thức). Giá vàng sau giai đoạn giảm nhẹ kể từ giữa T5/2025 lại chuyển biến tăng trở lại trong thời gian gần đây - là xu thế khách quan và không thể tránh khỏi. Điều này có thể tiếp tục gây ra thách thức cho PNJ đối với việc dự trữ nguồn vàng nguyên liệu/ vàng miếng đầu vào cho giai đoạn sau 6 tháng cuối năm 2025.
- Tính đến thời điểm Q1/2025, số lượng cửa hàng của PNJ vẫn duy trì 429 cửa hàng (+0 CH QoQ), trong khi đó, doanh nghiệp đặt mục tiêu mở mới 12 - 25 cửa hàng trong năm. Như vậy, **tiến độ thực hiện đang có phần chậm lại khi chưa có thêm cửa hàng mới nào trong quý**.

Vấn đề nguyên liệu đầu vào đang là thách thức lớn nhất đối với mô hình hoạt động của PNJ, tuy nhiên, qua trao đổi với doanh nghiệp và dựa trên ước tính của chúng tôi về hàng tồn kho, **PNJ vẫn đang dự trữ đủ nguyên liệu và hàng hóa thành phẩm đủ để cung ứng cho riêng năm 2025 và không gặp tình trạng thiếu hàng/ không đủ hàng**. Do đó, hoạt động kinh doanh của PNJ trong năm 2025 được kỳ vọng vẫn diễn biến tương đối tích cực trước những dự báo thận trọng về doanh thu và LNST năm 2025 giảm so với cùng kỳ.

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

PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN (DCF)				
Giả định DCF	Mới	Cũ	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2025	11%	10,5%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20%	20%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	26.462,2
Chi phí VCSH	11%	11%	+ Tiền mặt & Tương đương tại ngày định giá	1.020,2
Lãi suất phi rủi ro	4,6%	4,2%	- Nợ	2.661,2
Phần bù rủi ro VCSH	6,3%	6,3%	Giá trị VCSH	24.821,1
Beta	1,0	1,0	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	337,9
Exit EV/EBITDA	8,0x	8,0x	Giá mục tiêu (đồng/CP)	73.456

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
	9%	64.130	71.710	79.290	86.870	94.450
	10%	61.750	69.027	76.304	83.580	90.857
	11%	59.479	66.468	73.456	80.445	87.433
	12%	57.312	64.026	70.740	77.454	84.168
	13%	55.243	61.696	68.148	74.601	81.053

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Định giá ngắn hạn bằng phương pháp so sánh

Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của cổ phiếu PNJ trong ngắn hạn và trung hạn, sử dụng P/E trung vị 10 năm gần nhất của PNJ là 14,8x. Với **EPS năm 2025 ước tính đạt 5.865 đồng/CP**, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu trong ngắn hạn đối với PNJ là **86.574 đồng/CP**.

Bên cạnh đó, chúng tôi cung cấp thêm bảng độ nhạy VCSH của PNJ trên mỗi cổ phiếu theo phương pháp so sánh để nhà đầu tư có thể đưa ra mức định giá phù hợp với khẩu vị rủi ro cá nhân.

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

Giá trị VCSH (VNĐ)	Năm	EPS	P/E				
			12,8	13,8	14,8	15,8	16,8
	2025	5.865,3	74.838	80.706	86.574	92.443	98.311
	2026	6.563,8	83.015	89.525	96.034	102.544	109.053
	2027	7.197,7	91.020	98.157	105.294	112.431	119.568
	2028	7.856,6	99.334	107.124	114.913	122.702	130.491
	2029	8.547,6	108.060	116.534	125.007	133.481	141.954

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Liên quan đến dự thảo sửa đổi Nghị Định 24/2012/NĐ-CP: Những thông tin về dự thảo sửa đổi tạm thời tạo ra sức ảnh hưởng tương đối tích cực với thị trường khi kỳ vọng về một cơ chế minh bạch hơn. Tuy nhiên, đến thời điểm hiện tại, tiến trình này vẫn đang được đánh giá, cân nhắc và chưa có quyết định nào được đưa ra chính thức. Do đó, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với kịch bản cơ sở cho PNJ trong bối cảnh như hiện nay là doanh nghiệp vẫn có đủ nguyên liệu để sản xuất và thành phẩm để cung ứng dưới tình trạng thắt chặt đầu vào của thị trường, và đảm bảo được khả năng điều chỉnh đầu ra phù hợp với nhu cầu mua sắm và tiêu dùng.

Chúng tôi đánh giá rằng các đề xuất sửa đổi trong đó bao gồm việc xóa bỏ độc quyền vàng miếng và cho phép nhiều doanh nghiệp có đủ điều kiện được sản xuất vàng miếng sẽ mở ra cơ hội được chủ động hơn về cung nguyên liệu đầu vào một cách hợp pháp và ổn định thay vì phụ thuộc vào việc thu gom từ nhiều nguồn (rủi ro về số lượng, chất lượng, giá và nguồn gốc). Điều này đòi hỏi sự kiểm soát chặt chẽ của Nhà nước về theo dõi, cấp phép/ cấp hạn ngạch nhập khẩu và sản xuất với từng đối tượng doanh nghiệp và giải pháp đối với vấn đề “đưa vàng trong dân vào lưu thông”. (Tham khảo NKC.V: [Chính sách thị trường vàng đổi chiều - Cánh cửa mới cho sản xuất và bán lẻ?](#))

Phụ lục
Bảng 6: Kết quả kinh doanh Q1-FY25

(Tỷ đồng)	Q1-FY25	Q4-FY24	+/- (qoq)	Q1-FY24	+/- (yoy)
Doanh thu	9.635,1	8.580,7	12,3%	12.593,8	-23,5%
Lợi nhuận gộp	2.048,3	1.792,5	14,3%	2.149,3	-4,7%
Chi phí bán hàng và quản lý	-1.199,4	-914,3	31,2%	-1.203,0	-0,3%
Thu nhập HĐKD	849,5	863,7	-1,6%	936,6	-9,3%
EBITDA	867,4	880,6	-1,5%	961,7	-9,8%
EBIT	840,7	855,8	-1,8%	937,0	-10,3%
Chi phí tài chính	-37,0	-42,9	-13,6%	-23,9	54,7%
- Chi phí lãi vay	-28,9	-22,3	29,4%	-14,6	97,9%
Khấu hao	22,2	20,4	8,9%	20,3	9,3%
Lợi nhuận trước thuế	854,2	864,1	-1,1%	935,6	-8,7%
Lợi nhuận sau thuế	677,7	730,9	-7,3%	737,8	-8,1%
LNST Công ty mẹ	677,7	730,9	-7,3%	737,8	-8,1%

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Bảng 7: Phân tích HĐKD Q1-FY25

Chỉ tiêu	Q1-FY25	Q4-FY24	+/- (qoq)	Q1-FY24	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	21,3%	20,9%	0,4 pps	17,1%	4,2 pps
EBITDA/Doanh thu	9,0%	10,5%	-1,4 pps	7,7%	1,4 pps
EBIT/Doanh thu	8,8%	10,2%	-1,4 pps	7,5%	1,3 pps
TS lợi nhuận ròng	7,0%	8,5%	-1,5pps	5,9%	1,2 pps
Hiệu quả hoạt động					
- Vòng quay hàng tồn kho	0,6	0,6	0,0	1,0	-0,5
- Vòng quay khoản phải thu	110,1	87,8	22,2	154,8	-44,8
- Vòng quay khoản phải trả	12,8	10,6	2,2	35,5	-22,7
Đòn bẩy					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	0,48	0,53	-0,05	0,24	0,24

Nguồn: 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	30.560	32.365	Tiền	896	1.123	907	923
Giá vốn	27.078	31.149	23.652	24.843	Đầu tư ngắn hạn	810	1.020	1.020	1.020
Lãi gộp	6.059	6.674	6.908	7.521	Khoản phải thu	215	401	324	322
Chi phí bán hàng	2.836	3.208	3.532	3.846	Hàng tồn kho	10.941	13.015	13.606	13.969
Chi phí quản lý	694	796	771	809	Tài sản ngắn hạn khác	96	133	108	114
Thu nhập từ HĐTC	98	76	102	98	Tài sản cố định hữu hình	286	313	354	428
Chi phí tài chính	-143	-94	-133	-86	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	2.534	2.835	Tài sản dài hạn khác	449	474	383	405
Thuế TNDN	518	538	514	576	Tổng tài sản	14.428	17.208	17.982	18.431
Lợi ích cổ đông thiểu số					Khoản phải trả	257	624	474	498
Lợi nhuận sau thuế	1.971	2.113	2.019	2.260	Vay và nợ ngắn hạn	4.355	5.318	4.938	3.860
EBIT	2.505	2.623	2.567	2.825	Vay và nợ dài hạn	9,4	10,5	10,5	10,5
EBITDA	2.604	2.722	2.663	2.932	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	5.423	4.368
Doanh thu	-2,2	14,1	-19,2	5,9	Vốn đầu tư của CSH	3.278	3.377	3.443	3.443
Lợi nhuận HKKD	5,4	4,7	-2,2	10,1	Cổ phiếu quỹ	-3	-3	-3	-3
EBITDA	5,2	4,5	-2,2	10,1	Lợi nhuận giữ lại	2.740	3.301	3.644	4.259
Lợi nhuận sau thuế	-1,1	0,8	1,3	1,4	Thu nhập khác	1.936	2.626	3.521	4.377
Tổng tài sản	8,2	19,3	4,5	2,5	Quỹ đầu tư và phát triển	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	16,1	14,8	11,6	12,0	Tổng vốn	14.428	17.208	17.982	18.431
					Lợi ích cổ đông thiểu số	120	208	387	611
Khả năng sinh lợi (%)					Chỉ số định giá	2023A	2024A	2025F	2026F
LN gộp/Doanh thu	18,3	17,6	22,6	23,2	EPS (đồng)	6.009	6.253	5.865	6.564
EBITDA/Doanh thu	7,9	7,2	8,7	9,1	P/E (x)	15,2	14,7	13,6	12,3
EBI/Doanh thu	7,6	6,9	8,4	8,7	BV (đồng)	43.987	50.925	52.227	53.533
LNST/Doanh thu	5,9	5,6	6,6	7,0	P/B (x)	3,3	2,4	1,5	1,5
ROA	13,7	12,3	11,2	12,3	DPS (đồng/cp)	1.400	2.000	2.000	2.000
ROE	20,1	18,8	16,1	16,1	Tỷ suất cổ tức (%)	2,1	0,8	2,4	2,1
Hiệu quả hoạt động (lần)					Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân	
Vòng quay kh. phải thu	129	123	84	100	FCFF	73.456	50%	36.728	
Vòng quay HTK	2,5	2,6	1,8	1,8	P/E	86.574	50%	43.287	
Vòng quay kh. phải trả	101,3	70,7	43,1	51,1					
Khả năng thanh toán (lần)					Giá mục tiêu (đồng)				80.000
Hiện hành	2,81	2,64	2,9	3,8	Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian	
Nhanh	0,24	0,26	0,4	0,5	9/2024	92.100	Giảm tỷ trọng	1 năm	
Cấu trúc tài chính (%)					7/2025	80.000	Trung lập	1 năm	
Tổng Nợ / VCSH	24,3	29,7	26,6	15,4					
Vay ngắn hạn/VCSH	24,3	29,7	26,6	15,4					
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%

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 Head of Research

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

Đỗ Thanh Tùng Manager

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

Đỗ Thạch Lam Manager

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

Lê Tự Quốc Hưng Manager

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

Trần Thị Hà My Senior Consultant

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

Phạm Hữu Luân Analyst

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

Cao Ngọc Quân Analyst

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

Lê Ngọc Hiền Analyst

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

Nguyễn Bảo Hưng Analyst

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

Võ Nguyễn Vũ Toàn Analyst

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

Trần Thái Dương Analyst

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

Nguyễn Thị Quỳnh Giao Analyst

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

Tô Hạnh Trang Analyst

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

Lê Huỳnh Hương Analyst

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

Nguyễn Đức Chính Analyst

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

Trần Ngọc Lan Anh Analyst

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

Trần Thị Ngọc Hà Assistant

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

Phan Thị Phương Thảo Assistant

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

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vpsc.com.vn
🌐 www.vpsc.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

☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+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

☎ (+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

☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+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.**