

# CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN

[ Việt Nam / Bán lẻ ]

Mã Bloomberg (PNJ VN) | Mã Reuters (PNJ.HM)

## MUA

BC Lần đầu

**Giá mục tiêu (12 tháng) 83,100 VND**

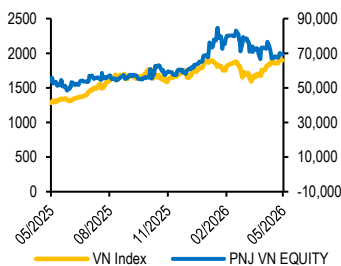
Giá hiện tại (27/05/2026) **65,300 VND**

Suất sinh lời **27%**

|                                   |               |
|-----------------------------------|---------------|
| VNINDEX                           | 1,874         |
| P/E thị trường                    | 12.9          |
| Vốn hóa (tỷ VND)                  | 33,415        |
| SLCP đang lưu hành (triệu)        | 512           |
| SLCP tự do giao dịch (triệu)      | 445           |
| 52 tuần cao/thấp (VND)            | 84,667/49,467 |
| KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) | 2.48          |
| GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)   | 135           |
| Số hữu nước ngoài (%)             | 48            |

|                 |                                       |       |
|-----------------|---------------------------------------|-------|
| Cổ đông lớn (%) | BLĐ và người liên quan                | 18.23 |
|                 | Dragon Capital<br>Vietfund Management | 6.02  |

|                         |           |           |            |
|-------------------------|-----------|-----------|------------|
| Biến động giá           | <b>3T</b> | <b>6T</b> | <b>12T</b> |
| Tuyệt đối (%)           | -19.6     | 8.6       | 22.0       |
| Tg đối với VN-Index (%) | -19.3     | -2.7      | -17.9      |



Nguồn: Bloomberg

### Nhi Nguyen

(84-28) 6299-8000

nhi.ntt@shinhan.com



Quét mã QR hoặc click để theo dõi

## Cơ hội từ các chính sách mới

### Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 83,100 đồng

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ) là doanh nghiệp niêm yết duy nhất tại Việt Nam hoạt động trong lĩnh vực kim hoàn với hệ thống bán lẻ phủ rộng khắp cả nước. Dựa vào phương pháp FCFF và P/E, chúng tôi công bố báo cáo lần đầu đối với PNJ và đưa ra khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 83,100 VND (tương đương với mức sinh lời kỳ vọng 27%).

### KQKD Quý 1 tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ nhờ mảng vàng 24K cải thiện

PNJ ghi nhận doanh thu thuần Q1/2026 đạt 17,245 tỷ đồng (+79.0% YoY, +79.2% QoQ) và LNST đạt 1,467 tỷ đồng (+116.5% YoY, +20.5% QoQ). Kết quả này có được là nhờ mảng vàng 24K phục hồi mạnh (+325% YoY), trong khi các mảng khác duy trì tăng trưởng ổn định. Dù tỷ trọng mảng vàng 24K gia tăng trong cơ cấu DT, PNJ vẫn duy trì được biên LN gộp 20%.

PNJ đang tập trung cải thiện hiệu quả cửa hàng thay vì tập trung mở mới. Năm 2025, doanh nghiệp đã đóng cửa 15 cửa hàng kém hiệu quả và mở mới 17 cửa hàng tại các vị trí hợp lý hơn. Cuối Q1/2026, PNJ sở hữu 429 cửa hàng bán lẻ và 1 trung tâm kinh doanh sỉ, tương ứng đã mở mới 2 cửa hàng và đóng 3 cửa hàng trong quý. Chúng tôi dự phóng PNJ sẽ ghi nhận doanh thu thuần là 46,794 tỷ đồng (+33.8% YoY), trong đó các mảng bán lẻ trang sức, vàng 24K và bán sỉ đạt tốc độ tăng trưởng lần lượt là 18.3%, 105.2% và 10%. Chúng tôi cho rằng PNJ sẽ tạm thời chưa đẩy mạnh lại mở mới cửa hàng mà vẫn sẽ tiếp tục ưu tiên cải thiện hiệu quả vận hành. LNST được kỳ vọng đạt 3,508 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng 24% YoY nhờ duy trì kiểm soát chi phí hiệu quả và ưu thế trong chế tác giúp duy trì biên lợi nhuận ổn định trước những biến động của giá vàng nguyên liệu.

### Nghị định mới xóa bỏ độc quyền vàng miếng và mở đường cho nhập khẩu vàng

Sau hơn một thập kỷ áp dụng các biện pháp nghiêm ngặt, Việt Nam có những thay đổi mang tính bước ngoặt trong việc quản lý thị trường vàng. Chính phủ đã ban hành Nghị định số 232/2025/NĐ-CP (có hiệu lực từ ngày 10/10/2025) để sửa đổi Nghị định 24. Hai điểm thay đổi quan trọng của nghị định mới là: (1) Xóa bỏ cơ chế Nhà nước độc quyền sản xuất vàng miếng và (2) Cho phép doanh nghiệp cũng như tổ chức tài chính đủ điều kiện được trực tiếp nhập khẩu vàng. Chúng tôi cho rằng Nghị định mới này sẽ giúp tháo gỡ những khó khăn trong thiếu hụt nguồn cung vàng nguyên liệu, đồng thời tạo cơ hội cho những doanh nghiệp đầu ngành như PNJ tăng trưởng doanh số và mở rộng thị phần.

### Chính sách thu mua mới giúp hỗ trợ nguồn vàng nguyên liệu

Từ 5/1/2026, PNJ đã công bố chính sách thu đổi trang sức mới, theo đó lần đầu tiên PNJ thu mua theo giá nguyên vật liệu vàng tại thời điểm giao dịch (trước đây, PNJ chỉ áp dụng thu mua theo giá nguyên liệu đối với các dòng hàng có hàm lượng vàng cao 22K/23K/24K). Chúng tôi cho rằng chính sách mới sẽ làm tăng tính thanh khoản của trang sức PNJ, đồng thời phân nào giúp PNJ đảm bảo vấn đề nguyên liệu – là động lực để đẩy mạnh mảng bán lẻ trang sức, thúc đẩy tăng trưởng doanh thu.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro biến động giá nguyên liệu; (2) Rủi ro nhu cầu tiêu thụ; (3) Rủi ro cạnh tranh với hàng ngoại nhập; (4) Rủi ro pháp lý và chính sách

| Năm                       | 2023          | 2024          | 2025          | 2026F         | 2027F         |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu (tỷ VND)</b> | <b>33,137</b> | <b>37,823</b> | <b>34,976</b> | <b>46,794</b> | <b>50,676</b> |
| LN HKKD (tỷ VND)          | 2,529         | 2,670         | 3,537         | 4,399         | 4,764         |
| <b>LNST (tỷ VND)</b>      | <b>1,971</b>  | <b>2,113</b>  | <b>2,829</b>  | <b>3,508</b>  | <b>3,857</b>  |
| EPS (đồng)                | 6,434         | 5,713         | 7,654         | 6,574         | 7,191         |
| BPS (đồng)                | 27,311        | 33,300        | 38,932        | 30,258        | 35,141        |
| Biên LN HKKD (%)          | 7.6           | 7.1           | 10.1          | 9.4           | 9.4           |
| Biên LNST (%)             | 5.9           | 5.6           | 8.1           | 7.5           | 7.6           |
| <b>ROE (%)</b>            | <b>21.6</b>   | <b>20.1</b>   | <b>23.1</b>   | <b>24.4</b>   | <b>23.0</b>   |
| PER (x)                   | 13.7          | 15.1          | 11.9          | 12.9          | 11.8          |
| PBR (x)                   | 2.7           | 2.8           | 2.5           | 2.8           | 2.4           |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

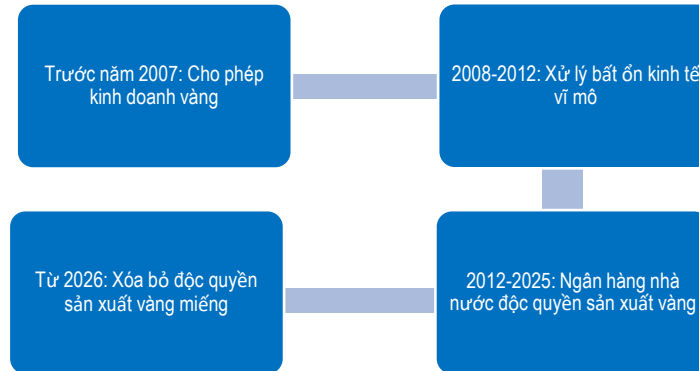
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

## MỤC LỤC

|    |  |
|----|--|
| 3  | <b>Tổng quan doanh nghiệp</b>            |
| 8  | <b>Quan điểm đầu tư</b>                  |
| 12 | <b>Cập nhật KQKD Q1/2026 và dự phóng</b> |
| 14 | <b>Định giá và khuyến nghị</b>           |
| 18 | <b>Rủi ro</b>                            |
| 20 | <b>Phụ lục: Báo cáo tài chính</b>        |

## Tổng quan doanh nghiệp

### 1. Tổng quan quá trình phát triển thị trường vàng Việt Nam



Nguồn: (1) TS Nguyễn Thế Bình (2023), *Quản lý thị trường vàng tại Việt Nam*; (2) TS Nguyễn Đức Trung và TS Nguyễn Anh Tuấn (2014), *Quản lý thị trường vàng tại Việt Nam - những nỗ lực đang trở thành hiện thực*; Shinhan Securities tổng hợp

#### (1) Trước năm 2007: Cho phép kinh doanh vàng

Năm 1999, Chính phủ ban hành **Nghị định 174/1999/NĐ-CP** ngày 9/12/1999 về quản lý hoạt động kinh doanh vàng. Năm 2003, Nghị định 64/2003 NĐ-CP được ban hành, bổ sung Nghị định 174 về quản lý hoạt động kinh doanh vàng.

Từ năm 2001, vàng được phép nhập khẩu trở lại bình thường so với việc bị hạn chế trước đó. Tháng 11/2005, khi giá vàng tăng cao, Bộ Tài chính đã giảm thuế suất thuế nhập khẩu vàng miếng từ 1% xuống 0.5%. Đỉnh cao của tự do hóa hoạt động kinh doanh vàng ở Việt Nam đạt được vào năm 2006 khi Ngân hàng nhà nước (NHNN) cho phép kinh doanh vàng trên tài khoản nước ngoài tại Quyết định 03/2006/QĐ-NHNN.

#### (2) Giai đoạn 2008-2012: Xử lý bất ổn kinh tế vĩ mô

Năm 2008: Từ tháng 7/2008, Nhà nước tạm dừng nhập khẩu vàng vì lo ngại thâm hụt thương mại. Sau đó, Bộ Tài chính đã nâng thuế suất thuế nhập khẩu vàng miếng lên lại 1% (Quyết định 29/2008/QĐ-BTC ngày 19-5-2008).

Từ năm 2009, Chính phủ bắt đầu đảo chiều chính sách, siết chặt hoạt động sản xuất và kinh doanh vàng trên tài khoản. Đến năm 2011, NHNN ban hành Thông tư 11/2011/TT-NHNN quy định chấm dứt hoạt động huy động và cho vay vốn bằng vàng của các tổ chức tín dụng sau hơn một thập kỷ cho phép thực hiện.

#### (3) Giai đoạn 2012-2025: Ngân hàng nhà nước độc quyền sản xuất vàng

Năm 2012, Chính phủ ban hành **Nghị định 24/2012/NĐ-CP** ngày 3/4/2012 thay thế Nghị định 174 về quản lý hoạt động kinh doanh vàng và ban hành các quy định khác hướng dẫn thi hành. Đặc điểm của giai đoạn này là:

- NHNN chấm dứt hoạt động huy động và cho vay vàng của các tổ chức tín dụng và triển khai đồng bộ các giải pháp điều tiết thị trường vàng.
- NHNN áp dụng cơ chế độc quyền sản xuất vàng miếng thông qua việc sử dụng thương hiệu vàng SJC và yêu cầu Công ty TNHH SJC gia công vàng cho NHNN.
- NHNN cấp giấy phép kinh doanh vàng cho các doanh nghiệp đủ điều kiện, đồng thời tích cực phối hợp với địa phương, Bộ Công an, Bộ Công Thương quản lý hoạt động kinh doanh vàng miếng của các tổ chức được NHNN cấp phép.

Thực hiện Nghị định số 24/2012/NĐ-CP, thị trường vàng trong nước đã được kiểm soát, diễn biến giá vàng đã ổn định hơn, hiện tượng buôn lậu, đầu cơ tích trữ vàng đã phần nào được hạn chế. Tuy nhiên, giá vàng trong nước vẫn chịu tác động mạnh của yếu tố tâm lý thị trường nên vẫn còn xảy ra hiện tượng giá vàng trong nước tăng đột biến vào một số thời điểm, đặc biệt khi giá vàng thế giới tăng mạnh.

**(4) Từ năm 2026: Xóa bỏ độc quyền sản xuất vàng miếng**

Sau hơn một thập kỷ áp dụng các biện pháp nghiêm ngặt, Việt Nam có những thay đổi mang tính bước ngoặt trong việc quản lý thị trường vàng. Chính phủ đã ban hành Nghị định số 232/2025/NĐ-CP (có hiệu lực từ ngày 10/10/2025) để sửa đổi Nghị định 24. Hai điểm thay đổi quan trọng của nghị định mới là:

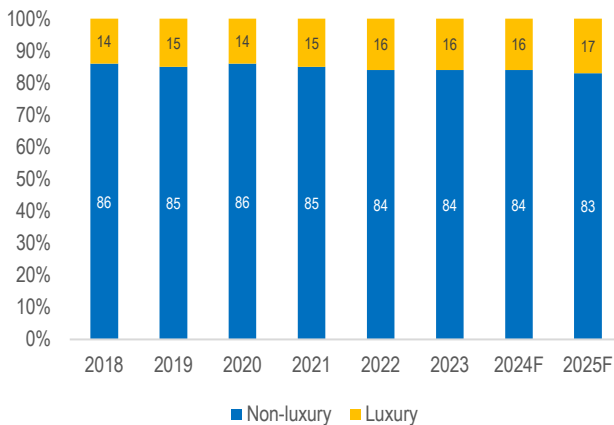
- Xóa bỏ cơ chế Nhà nước độc quyền sản xuất vàng miếng và
- Cho phép doanh nghiệp cũng như tổ chức tài chính đủ điều kiện được trực tiếp nhập khẩu vàng.

**2. Tổng quan về ngành trang sức tại Việt Nam**

**2.1. Quy mô và đặc điểm thị trường**

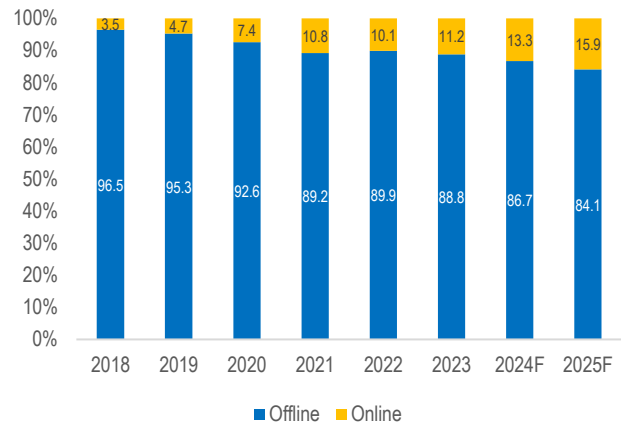
Theo Imarc, quy mô thị trường trang sức Việt Nam năm 2024 là 1.83 tỷ USD dự kiến tăng trưởng với CAGR = 4.6% trong giai đoạn 2025-2033, tương ứng với quy mô 2.9 tỷ USD vào năm 2033. Trong đó yếu tố dẫn dắt tăng trưởng là sự gia tăng thu nhập khả dụng, sự mở rộng của tầng lớp trung lưu tạo điều kiện chi tiêu nhiều hơn cho trang sức và đá quý, vừa như một kênh đầu tư trong thời kỳ biến động kinh tế. Sự mở rộng các kênh bán lẻ, sự thâm nhập của thương mại điện tử và các chính sách của chính phủ đang tiếp tục gia tăng quy mô thị trường trang sức tại Việt Nam.

**Cấu trúc theo phân loại sản phẩm**



Nguồn: Statista, Shinhan Securities Vietnam

**Cấu trúc kênh phân phối**



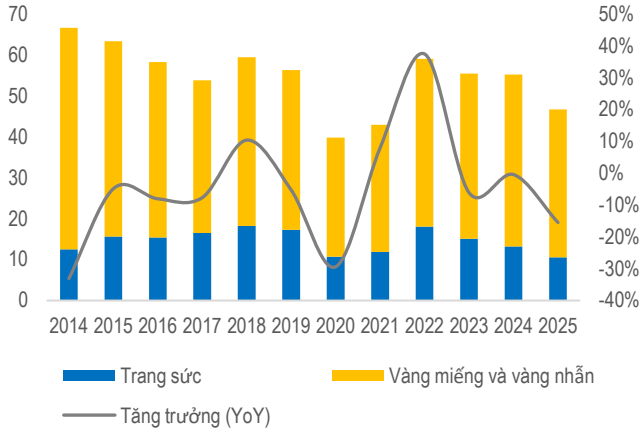
Nguồn: Statista, Shinhan Securities Vietnam

Tính ổn định của các kênh bán lẻ truyền thống trong ngành trang sức chưa bị ảnh hưởng đáng kể bởi các kênh trực tuyến do người tiêu dùng lo ngại về sự bất đối xứng thông tin đối với một mặt hàng giá trị cao như vàng. Mặc dù tỷ lệ giao dịch qua kênh trực tuyến đang mở rộng, kênh bán lẻ truyền thống vẫn giữ vị trí thống trị, một phần là do trải nghiệm mua sắm trang sức vàng trực tiếp tại cửa hàng vẫn quan trọng hơn. Người tiêu dùng cần được chạm và nhìn thấy sản phẩm thực tế để xác định xem sản phẩm đó có phù hợp với sở thích của họ hay không. Mặt khác, với giá trị cao của trang sức và e ngại hàng giả, kém chất lượng, người tiêu dùng thông thường không sẵn lòng mua hàng qua các kênh trực tuyến.

Trang sức không thuộc phân khúc xa xỉ (non-luxury) chiếm hơn 84% tổng quy mô thị trường. Với môi trường kinh tế vĩ mô được cải thiện và mức sống cao hơn ở Việt Nam, kết hợp với việc người tiêu dùng ngày càng quan tâm đến việc nâng cao tiêu chuẩn sống, đây dự kiến sẽ là một miếng bánh chứa đựng nhiều tiềm năng tăng trưởng trong tương lai.

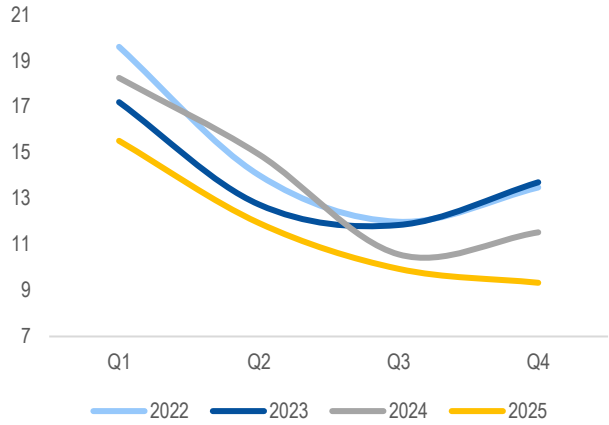
2.2. Nhu cầu tiêu thụ vàng tại Việt Nam

Nhu cầu tiêu thụ vàng qua các năm tại Việt Nam (tấn)



Nguồn: Hội đồng Vàng Thế giới, Shinhan Securities Vietnam

Nhu cầu tiêu thụ vàng theo quý tại Việt Nam (tấn)

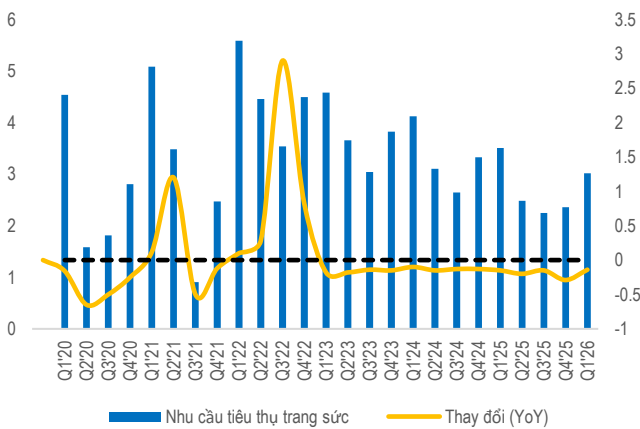


Nguồn: Hội đồng Vàng Thế giới, Shinhan Securities Vietnam

Trong 5 năm trước đại dịch COVID-19, nhu cầu vàng trang sức của Việt Nam duy trì xu hướng ổn định, trước khi chịu ảnh hưởng của COVID-19. Số liệu cho thấy nhu cầu vàng trang sức tại Việt Nam giảm xuống còn 10.7 tấn, tương đương mức giảm 38% vào năm 2020. Xu hướng tiêu dùng phục hồi mạnh trong năm 2022, cụ thể thì nhu cầu vàng và vàng trang sức đã tăng lên lần lượt 59 tấn và 18.1 tấn vào cuối năm 2022, tương ứng mức tăng 37% và 52% YoY. Trong giai đoạn 2022-2025, nhu cầu tiêu thụ vàng trang sức duy trì tốc độ tăng trưởng âm về mặt khối lượng, do ảnh hưởng của (1) giá vàng tăng cao và (2) sự chuyển dịch nhu cầu sang mua vàng đầu tư tích lũy thay vì trang sức. Xu hướng này tại Việt Nam tương đồng với tình hình chung của thế giới.

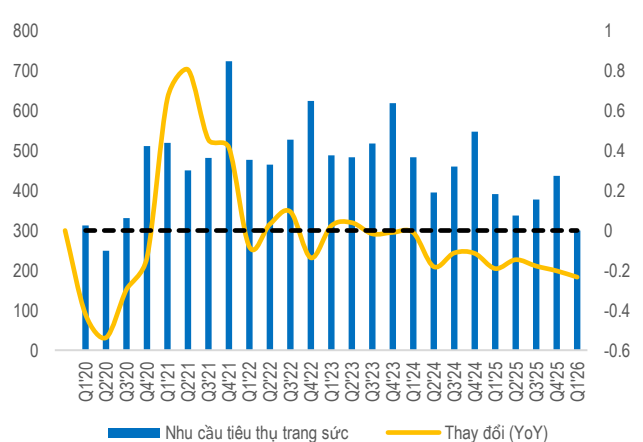
Nhiều quốc gia châu Á có nền văn hóa tương đồng về tiêu thụ vàng. Mùa cao điểm tiêu thụ vàng thường là Q1 và Q4. Tại Việt Nam, Tết Nguyên đán là một trong những lễ hội quan trọng nhất trong năm. Hàng năm, ngày mùng 10 tháng 1 âm lịch được gọi là Ngày Thần Tài, và người Việt Nam có truyền thống mua vàng để cầu tài lộc cho năm mới.

Nhu cầu trang sức vàng theo quý tại Việt Nam (tấn)



Nguồn: Hội đồng Vàng Thế giới, Shinhan Securities Vietnam

Nhu cầu trang sức vàng theo quý trên thế giới (tấn)



Nguồn: Hội đồng Vàng Thế giới, Shinhan Securities Vietnam

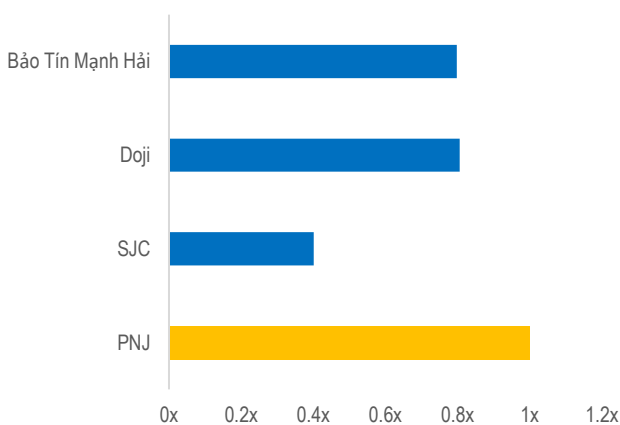
**2.3. Những doanh nghiệp lớn trong ngành**

Thị trường vàng bạc và trang sức ở Việt Nam khá phân mảnh, với một vài doanh nghiệp lớn. Tuy nhiên, phần lớn thị phần vẫn thuộc về các doanh nghiệp gia đình, các nhà sản xuất nhỏ và các nhà bán lẻ với đặc tính tiện lợi về mặt địa lý, khi độ phủ mạng lưới bán lẻ của các thương hiệu lớn chưa đủ rộng. Đây là kênh truyền thống để mua vàng tích trữ cũng như vàng trang sức, đặc biệt là đối với thế hệ cha mẹ, ông bà lớn tuổi.

| Doanh nghiệp                            | Quy mô và đặc điểm   |
|---|--|
| SJC (TNHH MTV Vàng Bạc Đá Quý Sài Gòn)  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Thành lập vào năm 1988, là doanh nghiệp 100% vốn nhà nước trực thuộc UBND TP. HCM.</li> <li>- Độc quyền gia công và phân phối vàng miếng cho ngân hàng nhà nước (trước Nghị định 232), vì vậy chiếm hơn 90% thị phần vàng miếng.</li> <li>- Mạng lưới phân phối gồm 33 cửa hàng SJC, hơn 40 đại lý chính thức</li> <li>- Doanh thu thuần 2025 đạt 14,031 tỷ VND, LNST đạt 426 tỷ VND, tổng tài sản 2,500 tỷ VND.</li> </ul>   |
| PNJ (Công ty Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận) | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Thành lập vào năm 1988, là doanh nghiệp kim hoàn duy nhất được niêm yết hiện nay.</li> <li>- Tập trung vào phân khúc bán lẻ, phân khúc này chiếm từ 60-70% doanh thu thuần của PNJ.</li> <li>- Hệ thống phân phối gồm 430 cửa hàng trên toàn quốc.</li> <li>- Các thương hiệu tiêu biểu: PNJ Silver, CAO Fine Jewellery, Style by PNJ,..</li> <li>- Doanh thu thuần năm 2025 đạt 34,976 tỷ VND, LNST đạt 2,829 tỷ VND, tổng tài sản 20,169 tỷ VND.</li> </ul>             |
| Doji (Tập đoàn Vàng bạc Đá quý DOJI)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Thành lập vào năm 1994.</li> <li>- Gồm 17 công ty thành viên, 2 công ty liên kết góp vốn.</li> <li>- Hệ thống phân phối gồm 70 cửa hàng DOJI trên toàn quốc.</li> <li>- Ngoài hoạt động trong lĩnh vực trang sức, mua bán vàng miếng, tập đoàn còn mở rộng hoạt động kinh doanh sang các lĩnh vực khác như bất động sản DOJILAND, ngân hàng với TPBank,...</li> <li>- Doanh thu thuần 2024 đạt 28,184 tỷ VND, LNST đạt 579 tỷ VND, tổng tài sản 15,278 tỷ VND.</li> </ul> |
| Bảo Tín Mạnh Hải                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Thành lập vào năm 1992.</li> <li>- Sở hữu 16 cửa hàng, chủ yếu đặt tại Hà Nội, mới thâm nhập vào TP.HCM trong năm 2026 với 2 cửa hàng.</li> <li>- Mở rộng sang mảng bạc miếng trong năm 2026 với thương hiệu Bạc Tứ Quý BTMH.</li> <li>- Doanh thu thuần 2025 đạt 27,891 tỷ VND, LNST đạt 774 tỷ VND, tổng tài sản 3,300 tỷ đồng.</li> <li>- <b>Có kế hoạch IPO trong Q4/2026 và sau đó niêm yết HOSE</b></li> </ul>  |

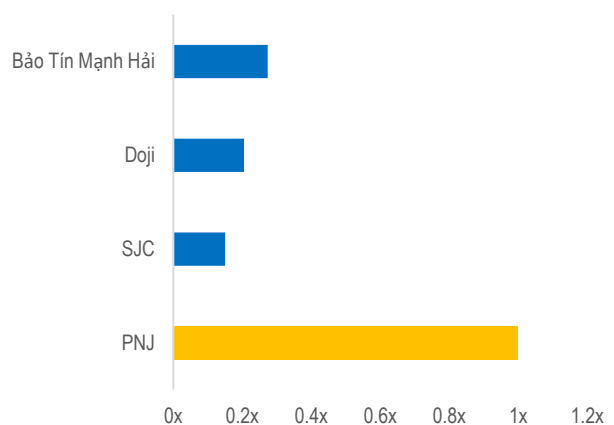
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

**So sánh quy mô doanh thu**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

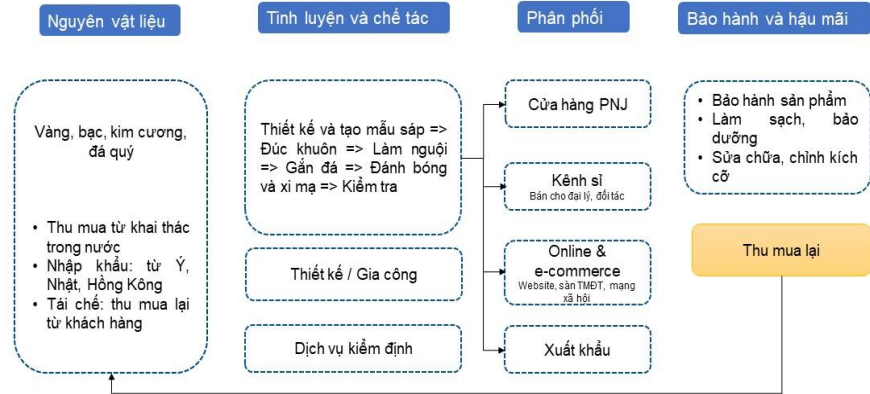
**So sánh quy mô lợi nhuận sau thuế**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

### 3. Chuỗi giá trị PNJ

#### Chuỗi giá trị PNJ



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

### 4. Lịch sử hình thành và phát triển PNJ

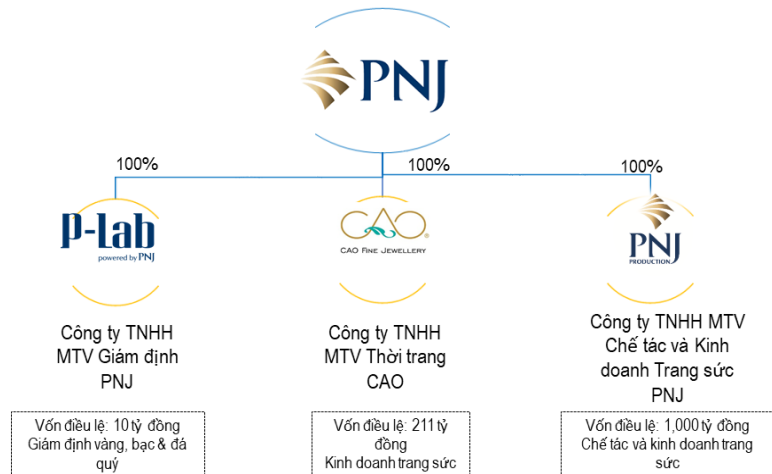
Thành lập từ năm 1988, từ Cửa hàng kinh doanh Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận, doanh nghiệp đổi tên thành Công ty Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận năm 1992, cổ phần hóa vào năm 2004.

PNJ phát triển mở rộng ra thị trường miền Bắc vào năm 1994 và hiện tại, thương hiệu PNJ đã trải qua 38 năm hình thành và phát triển.

Năm 2009, cổ phiếu PNJ được niêm yết trên sàn HOSE, là doanh nghiệp kim hoàn đầu tiên và duy nhất niêm yết trên sàn chứng khoán cho đến nay. Hiện tại, PNJ cũng là thương hiệu trang sức sở hữu độ phủ mạnh mẽ nhất với quy mô 430 cửa hàng (bao gồm 429 cửa hàng bán lẻ và 1 trung tâm kinh doanh sỉ - phục vụ các đại lý sỉ và khách hàng doanh nghiệp) tại thời điểm cuối Q1/2026.

### 5. Cơ cấu tổ chức

#### Hệ sinh thái PNJ



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

## 6. Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận

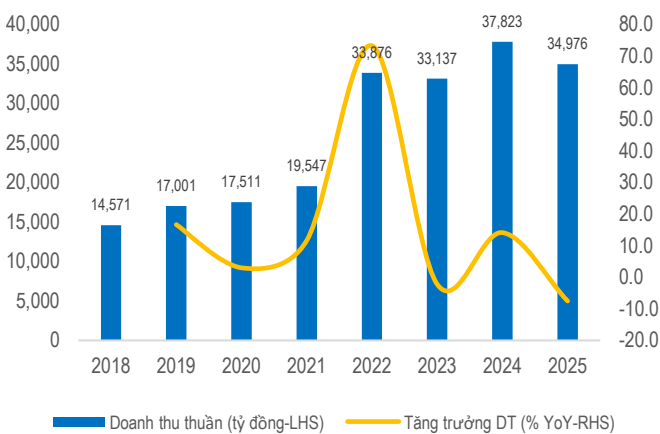
Các phân khúc kinh doanh chính bao gồm:

- (1) Bán lẻ trang sức:** đây là phân khúc chính, đóng góp lớn nhất vào doanh thu (55-70%) và lợi nhuận hàng năm của PNJ với tốc độ tăng trưởng cao nhất.
- (2) Bán lẻ vàng 24K (vàng miếng thương hiệu SJC, vàng nhẫn...):** phân khúc này chiếm khoảng 20-30% cơ cấu doanh thu, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp rất mỏng. Phân khúc này phục vụ thói quen truyền thống của người Việt khi mua vàng như một hình thức tích lũy tài sản và đầu tư.
- (3) Bán sỉ:** đối tượng mua sỉ là các công ty kinh doanh trang sức khác, cũng như khách hàng doanh nghiệp mua hàng số lượng lớn đối với các sản phẩm mỹ nghệ, quà tặng...

Ngoài ra, PNJ còn có các mảng kinh doanh khác, tuy nhiên chỉ chiếm tỷ trọng không đáng kể trong doanh thu, bao gồm:

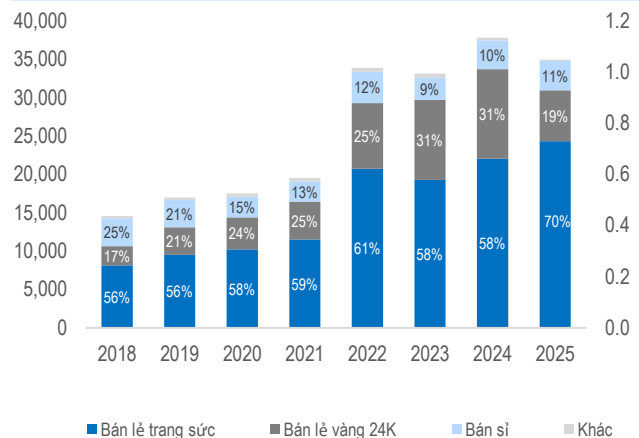
- Kinh doanh đồng hồ: PNJ là đối tác phân phối chính thức của nhiều thương hiệu đồng hồ danh tiếng, các sản phẩm này được bán trong các cửa hàng bán lẻ PNJ.
- Dịch vụ giám định, tư vấn về vàng bạc, đá quý, kim cương, kim loại quý, ...
- Dịch vụ ODM/OEM: Với năng lực sản xuất và thiết kế cùng đội ngũ thợ kim hoàn chất lượng cao, PNJ cung cấp dịch vụ sản xuất thiết kế gốc (ODM – PNJ đảm nhận khâu thiết kế và sản xuất) và sản xuất thiết bị gốc (OEM – PNJ gia công theo thiết kế có sẵn).
- Xuất khẩu: PNJ từng có lượng xuất khẩu lớn nhưng bị gián đoạn do chính sách không cho nhập khẩu vàng từ năm 2011, vì giá vàng trong nước cao hơn so với thế giới nên không có lợi thế nếu xuất khẩu. Sắp tới, PNJ sẽ nối lại hoạt động xuất khẩu, nghiên cứu các mặt hàng không phải bằng vàng để cạnh tranh ra quốc tế.

Tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2018-2025



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu doanh thu giai đoạn 2018-2025 (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PNJ duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu tương đối đều đặn trong giai đoạn 2018-2025 với CAGR = 13.3%. Doanh thu tăng trưởng chậm lại trong năm 2020-2021 do ảnh hưởng của COVID-19, sau đó phục hồi mạnh mẽ trong năm 2022 nhờ sức mua phục hồi và chiến lược tăng độ phủ bán lẻ, với doanh thu 2022 đạt 33,876 tỷ đồng (+73.3% YoY). Sau đó, doanh thu giảm nhẹ trong năm 2023 do mức nền so sánh cao, và quay trở lại tăng trưởng hai chữ số trong năm 2024. Kết năm 2025, PNJ báo cáo doanh thu giảm do tình trạng khan hiếm vàng miếng khiến doanh thu mảng này thu hẹp lại, dẫn đến doanh thu thuần ghi nhận 34,976 tỷ đồng (-7.5% YoY).

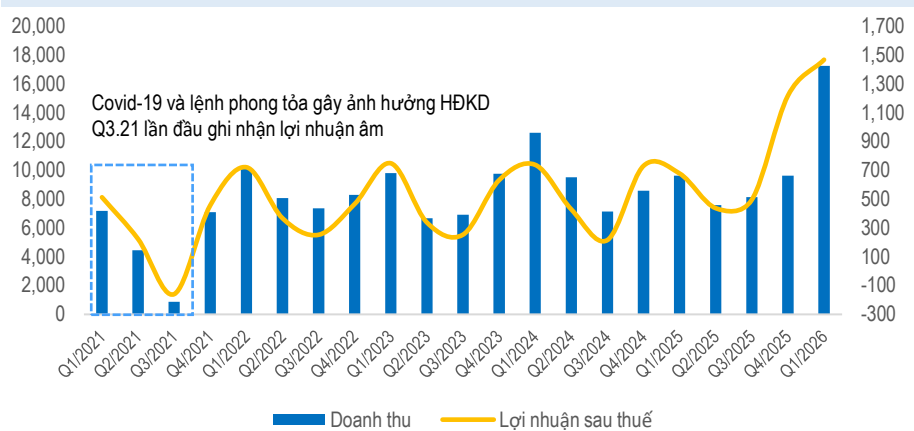
Định hướng của PNJ là tập trung phát triển mảng bán lẻ trang sức, cũng là mảng có biên lợi nhuận gộp cao nhất và có nhiều tiềm năng phát triển khi (1) tầng lớp trung lưu mở rộng, thu nhập bình quân có xu hướng ngày càng tăng và (2) tiềm năng giành thêm thị phần từ các đơn vị kim hoàn nhỏ lẻ khi PNJ sở hữu ưu thế về độ tin cậy,

mẫu mã và thiết kế trẻ trung, thời thượng, đặc biệt khi thị trường vàng ngày càng được quản lý nghiêm ngặt hơn theo Nghị định mới 232.

Trong bối cảnh giá vàng tăng cao và nguồn vàng nguyên liệu khó khăn, nguồn cung vàng miếng bị gián đoạn từ nửa cuối năm 2024, PNJ đã thực hiện chương trình mua thu lại theo giá thị trường trong tháng 11&12/2025, đồng thời đổi mới chính sách thu mua từ tháng 1/2026 – như một bước chính thức hóa chương trình mà doanh nghiệp đã thực hiện trong tháng 11&12. Nhờ vậy tỷ trọng đóng góp của doanh thu bán lẻ trang sức trong năm 2025 đã tăng lên đáng kể (79.9% trong Q4/2025 và 69.6% trong FY2025), nâng biên LN gộp của năm lên 22% (tăng 4.4 điểm phần trăm YoY).

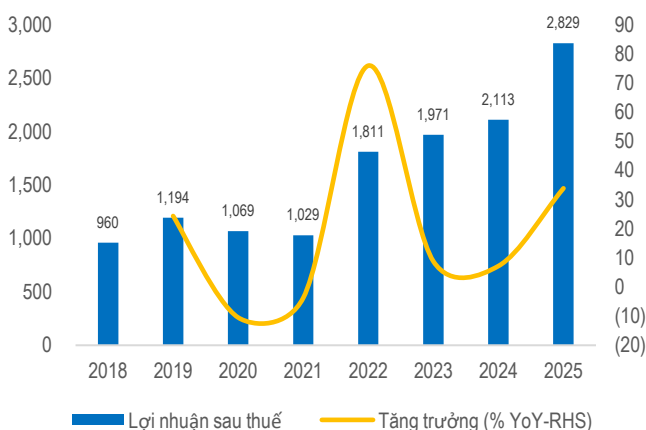
Mùa cao điểm kinh doanh của PNJ là quý 4 và quý 1 đầu năm, chủ yếu bao gồm mùa lễ hội cuối năm, mùa cưới, và dịp Tết Nguyên đán/ngày vía Thần Tài, thúc đẩy nhu cầu trang sức.

**Doanh thu (LHS) và lợi nhuận sau thuế (RHS) của PNJ theo quý (tỷ đồng)**



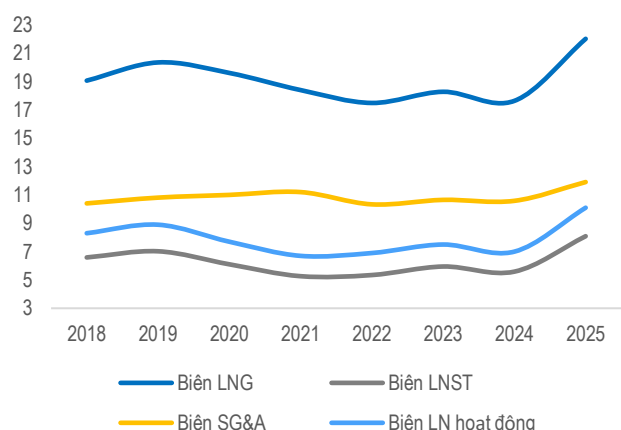
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2018-2025 (tỷ đồng)**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Biên chi phí và lợi nhuận giai đoạn 2018-2025 (%)**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

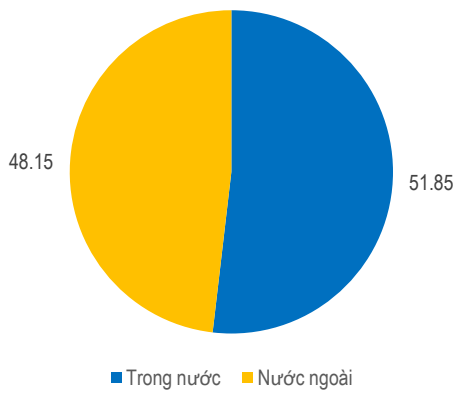
PNJ ghi nhận LNST đạt mức kỷ lục là 2,829 tỷ đồng (+34% YoY) trong FY2025. Chỉ tiêu này tăng trưởng với CAGR=16.7% trong giai đoạn 2018-2025.

Biên LN gộp dao động từ 17-22% trong giai đoạn 2018 - 2025, và phụ thuộc vào các yếu tố bao gồm: (1) danh mục sản phẩm trang sức, (2) tỷ trọng của các mảng bao gồm bán lẻ vàng trang sức, bán lẻ vàng miếng và bán sỉ, và (3) biến động của giá vàng.

Biên chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) rơi vào khoảng 11-13%, trong đó chi phí bán hàng dao động ở mức 8-9% doanh thu. Nếu chỉ xét trên quy mô doanh thu bán lẻ, biên chi phí bán hàng dao động ở mức 10-11%.

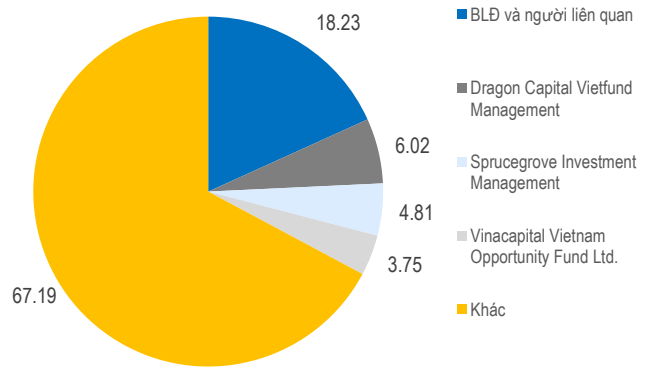
### 7. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông trong nước và nước ngoài ngày 27/05/2026 (%)



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ sở hữu của tổ chức ngày 27/05/2026 (%)



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

## Quan điểm đầu tư

### 1. Hưởng lợi từ các chính sách vĩ mô

#### Xóa bỏ độc quyền thị trường vàng miếng với Nghị định 232/2025/NĐ-CP

Chính phủ đã ban hành Nghị định 232/2025/NĐ-CP (có hiệu lực thi hành từ 10/10/2025) để sửa đổi, bổ sung cho Nghị định 24/2012/NĐ-CP trong quản lý hoạt động kinh doanh vàng. Hai điểm thay đổi quan trọng của nghị định mới là: (1) Xóa bỏ cơ chế Nhà nước độc quyền sản xuất vàng miếng; và (2) Cho phép doanh nghiệp cũng như tổ chức tài chính đủ điều kiện được trực tiếp nhập khẩu vàng theo hạn ngạch do NHNN cấp. Chúng tôi cho rằng Nghị định mới này sẽ giúp tháo gỡ những khó khăn trong thiếu hụt nguồn cung vàng nguyên liệu, đồng thời tạo cơ hội cho những doanh nghiệp đầu ngành như PNJ tăng trưởng doanh số và mở rộng thị phần.

Hiện tại, PNJ cùng các ngân hàng, doanh nghiệp khác đã nộp hồ sơ xin cấp phép sản xuất vàng miếng và đợi phê duyệt từ NHNN. Các doanh nghiệp có giấy phép vàng miếng sẽ được NHNN xem xét cấp phép nhập khẩu vàng.

#### So sánh Nghị định 24 và Nghị định 232

| Tiêu chí                            | Nghị định 24   | Nghị định 232   |
|-------------------------------------|--|---|
| Cơ chế sản xuất vàng miếng          | Nhà nước độc quyền. NHNN tổ chức và quản lý việc sản xuất vàng miếng, giao cho SJC gia công vàng miếng.  | <b>Xóa bỏ độc quyền nhà nước.</b> Chuyển hoạt động sản xuất vàng miếng thành hoạt động kinh doanh có điều kiện, do NHNN cấp phép. Thống đốc NHNN quy định hồ sơ, thủ tục cấp giấy phép sản xuất vàng miếng.   |
| Xuất, nhập khẩu vàng nguyên liệu    | NHNN độc quyền nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất vàng miếng. Doanh nghiệp chỉ được nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất vàng trang sức, mỹ nghệ khi có giấy phép. Doanh nghiệp kinh doanh vàng có hợp đồng gia công vàng trang sức, mỹ nghệ với nước ngoài được NHNN cấp phép tạm nhập vàng nguyên liệu để tái xuất sản phẩm. | <b>Mở rộng đối tượng.</b> NHNN cấp hạn mức từng năm và giấy phép từng lần cho doanh nghiệp và ngân hàng thương mại đủ điều kiện cấp phép sản xuất vàng miếng để nhập khẩu vàng miếng, vàng nguyên liệu. Chỉ được phép nhập khẩu vàng nguyên liệu có hàm lượng 99.5% trở lên.  |
| Điều kiện sản xuất vàng miếng       | Do NHNN độc quyền  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Có giấy phép kinh doanh mua, bán vàng miếng.</li> <li>- Vốn điều lệ tối thiểu từ 1,000 tỷ đồng đối với doanh nghiệp và 50,000 tỷ đồng đối với ngân hàng thương mại.</li> <li>- Không bị xử phạt vi phạm hành chính về hoạt động kinh doanh vàng.</li> <li>- Có quy định nội bộ quy định về sản xuất vàng miếng.</li> </ul> |
| Chế độ hóa đơn, chứng từ và dữ liệu | Yêu cầu chấp hành các quy định chung của pháp luật về chế độ kế toán, lập và sử dụng hóa đơn chứng từ.   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Bắt buộc lập và sử dụng hóa đơn điện tử.</li> <li>- Lưu trữ đầy đủ, chính xác dữ liệu giao dịch bán vàng.</li> <li>- Thực hiện kết nối cung cấp thông tin trực tiếp cho NHNN.</li> </ul>   |

Nguồn: Thư viện pháp luật, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

#### Giảm thuế xuất khẩu vàng trang sức và kỹ nghệ về 0% giúp đẩy mạnh xuất khẩu

Từ ngày 10/10/2025, thuế xuất khẩu đối với nhiều mặt hàng vàng bạc trang sức và kỹ nghệ được giảm về 0% theo Nghị định 260/2025/NĐ-CP nhằm hỗ trợ doanh nghiệp giảm chi phí, thúc đẩy xuất khẩu. Tuy hiện tại, tỷ trọng xuất khẩu chỉ chiếm khoảng 1% tổng doanh thu của PNJ, chính sách này có thể tạo ra động lực tăng trưởng mới trong tương lai.

### Tăng cường thanh tra, quản lý thị trường vàng

Việc tăng cường và siết chặt quản lý thị trường vàng theo đánh giá của chúng tôi tạo ra môi trường vừa là thách thức, vừa là cơ hội vàng cho PNJ. Về cơ bản, PNJ hưởng lợi từ tiến trình chính quy hóa thị trường, nơi mà những doanh nghiệp làm ăn bài bản sẽ có cơ hội lấy thêm thị phần từ khu vực phi chính thức. PNJ hưởng lợi thông qua hai cơ chế: (1) tiệm vàng nhỏ lẻ gặp khó nếu không chứng minh được nguồn gốc vàng nguyên liệu hoặc thiếu hóa đơn và (2) tâm lý người tiêu dùng dịch chuyển các thương hiệu lớn để đảm bảo tính pháp lý, đầy đủ hóa đơn VAT và dễ dàng bán lại mà không sợ rủi ro về nguồn gốc, giúp PNJ gia tăng thị phần tự nhiên.

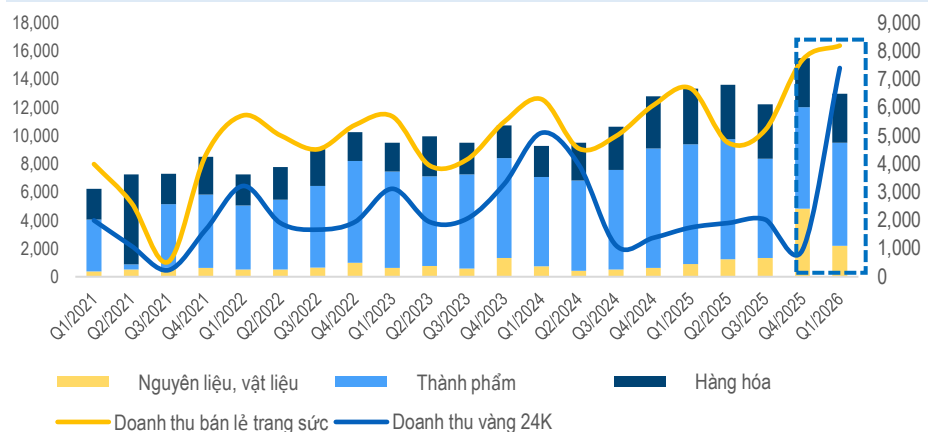
### 2. Chính sách thu mua mới giúp hỗ trợ nguồn vàng nguyên liệu

Từ 5/1/2026, PNJ đã công bố chính sách thu đổi trang sức mới, theo đó **lần đầu tiên PNJ thu mua theo giá nguyên vật liệu vàng tại thời điểm giao dịch** đối với các nhóm hàng như: trang sức Ý, trang sức gắn đá ECZ/CZ (không bao gồm nhãn hàng Style by PNJ), trang sức trơn, dây chuyền, quà tặng sưu tầm dù có tuổi vàng thấp như 10K/14K/18K (thay vì theo giá trị hóa đơn như quy định cũ). Trước đây, PNJ chỉ áp dụng thu mua theo giá nguyên liệu đối với các dòng hàng có hàm lượng vàng cao 22K/23K/24K.

Thực tế, chính sách này đã được áp dụng thí điểm vào tháng 11 và tháng 12/2025 trong bối cảnh giá vàng neo cao và nguồn cung vàng nguyên liệu thiếu hụt, và đã đem đến kết quả rõ rệt khi giúp doanh thu bán lẻ trang sức Quý 4/2025 tăng trưởng mạnh (+26.5% YoY). Giá trị nguyên vật liệu của PNJ trong tồn kho cuối Quý 4/2025 cũng tăng mạnh lên 4,820 tỷ đồng.

Chúng tôi cho rằng chính sách mới sẽ làm tăng tính thanh khoản của trang sức PNJ, tăng giá trị thương hiệu trong mắt khách hàng, đồng thời phần nào giúp PNJ đảm bảo vấn đề nguyên liệu – là động lực để đẩy mạnh mảng bán lẻ trang sức, thúc đẩy tăng trưởng doanh thu.

**Thông kê hàng tồn kho (tỷ đồng - LHS) và doanh thu bán lẻ (tỷ đồng - RHS) theo quý**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

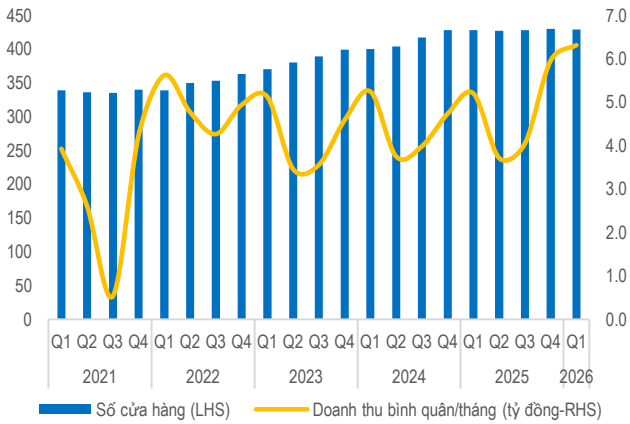
### 3. Thương hiệu uy tín có hệ thống bán lẻ với độ phủ sóng cao và mẫu mã đa dạng

Trong số các đơn vị kinh doanh kim hoàn quy mô lớn hiện tại, PNJ là công ty đi đầu về mạng lưới bán lẻ cũng như độ phủ sóng về hệ thống cửa hàng. Tính đến cuối Q1/2026, PNJ sở hữu 429 cửa hàng bán lẻ trên phạm vi toàn quốc.

Bên cạnh một trung tâm kinh doanh si với tổng diện tích hơn 300 m<sup>2</sup> phục vụ các khách hàng kinh doanh si cũng như khách hàng doanh nghiệp, hệ thống bán lẻ của PNJ bao gồm: 422 cửa hàng PNJ, 4 cửa hàng CAO Fine Jewellery và 3 cửa hàng Style by PNJ.

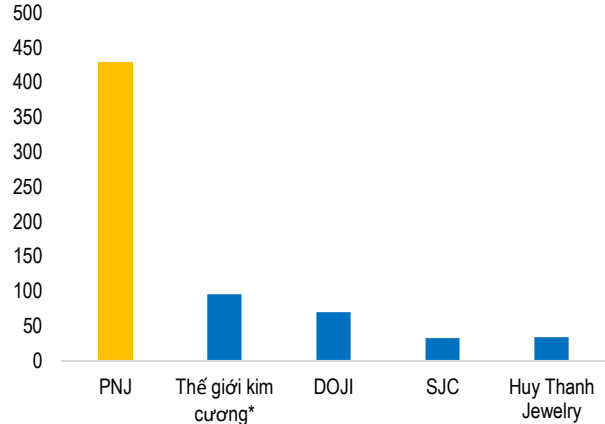
Stye by PNJ là thương hiệu phụ kiện thời trang dành cho giới trẻ, tập trung vào các mẫu mã đón đầu xu hướng, đậm chất thời trang và cá tính. CAO Fine Jewellery là trang sức cao cấp dựa trên thiết kế tinh xảo, sử dụng đá quý thiên nhiên, kim cương cao cấp và ngọc trai tự nhiên, nhằm vào phân khúc khách hàng có thu nhập cao.

**Số lượng và doanh thu bán lẻ trang sức/mỗi cửa hàng/tháng của PNJ**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

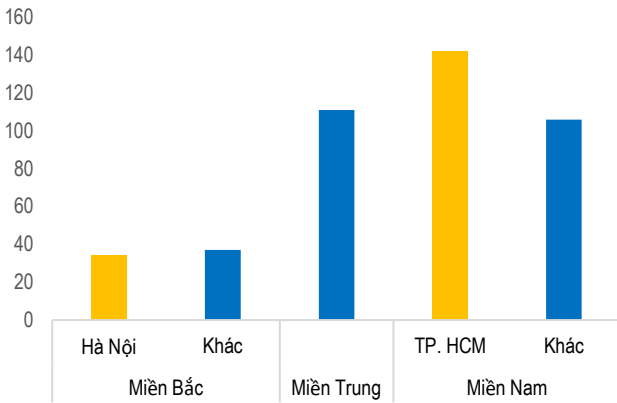
**Quy mô chuỗi bán lẻ của các doanh nghiệp kim hoàn lớn**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam (Dữ liệu thu thập từ các chuỗi bán lẻ tính tới Tháng 1/2026)

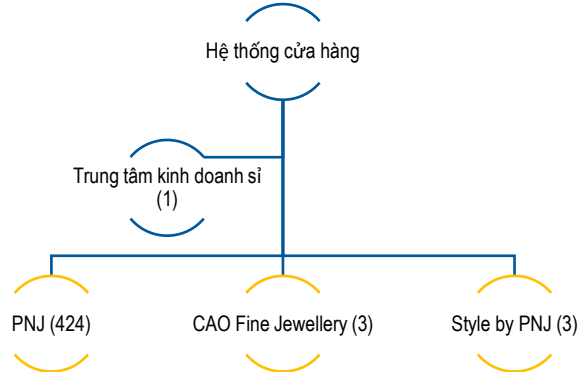
\*DOJI đã mua lại chuỗi Thế giới kim cương trong năm 2020

**Phân bố theo vị trí địa lý cửa hàng bán lẻ PNJ**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Hệ thống cửa hàng PNJ**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

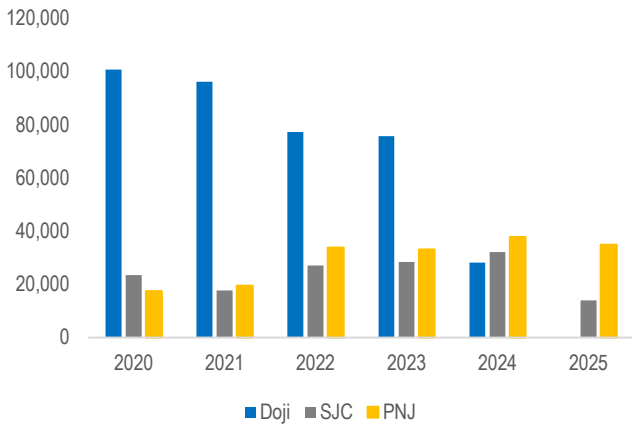
Mạng lưới cửa hàng của PNJ tập trung chủ yếu tại miền Nam với tỷ lệ phân bố gần 60%, đặc biệt ở TP.HCM, đây vốn là khu vực có tỷ lệ thu nhập bình quân đầu người cao và tầng lớp trung lưu phát triển mạnh cùng lối sống năng động – phù hợp với chiến lược kinh doanh của PNJ khi hướng tới phân khúc trung và cao cấp. Ở khu vực phía Bắc, hầu hết các cửa hàng tập trung ở thủ đô Hà Nội.

Doanh thu bán lẻ bình quân trên mỗi cửa hàng cũng cho thấy sự tăng trưởng theo thời gian. Quý 1/2026, doanh thu bình quân tháng mỗi cửa hàng đạt mốc 6.3 tỷ đồng, cao nhất từ khi phục hồi sau COVID.

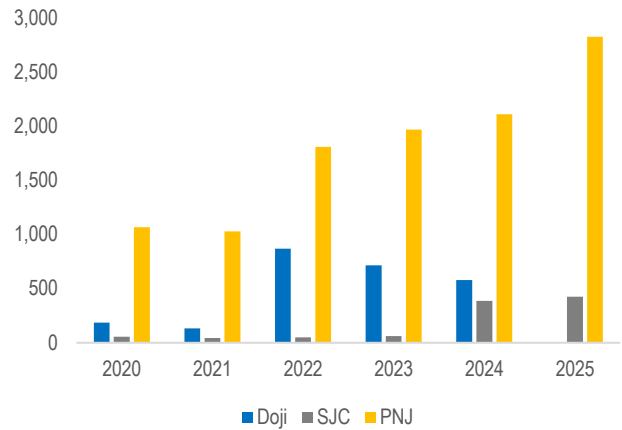
PNJ cũng là doanh nghiệp vượt trội về quy mô doanh thu cũng như hiệu quả hoạt động so với các đối thủ cạnh tranh cùng ngành (xem biểu đồ).



**Số sánh quy mô doanh thu của các doanh nghiệp kim hoàn (tỷ đồng)**



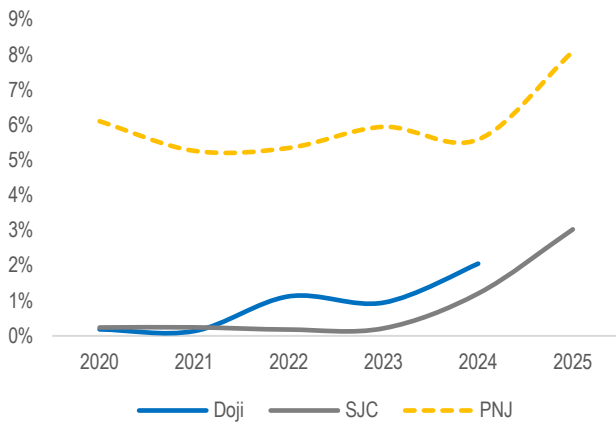
**Số sánh quy mô NPAT-Mi của các doanh nghiệp kim hoàn (tỷ đồng)**



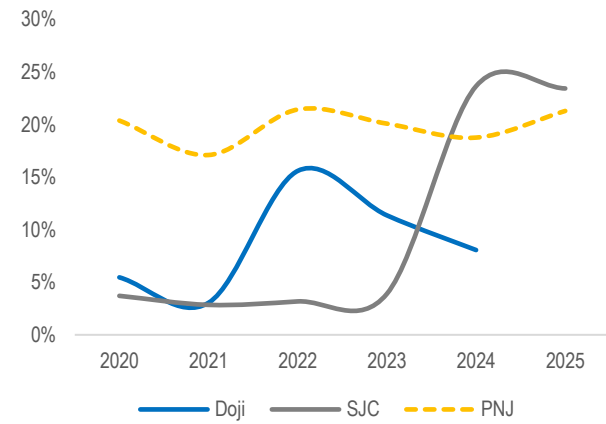
Nguồn: Speeda ASEAN, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Speeda ASEAN, Shinhan Securities Vietnam  
NPAT-Mi: LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ

**Số sánh biên NPAT-Mi của các doanh nghiệp kim hoàn**



**Số sánh biên ROE của các doanh nghiệp kim hoàn**

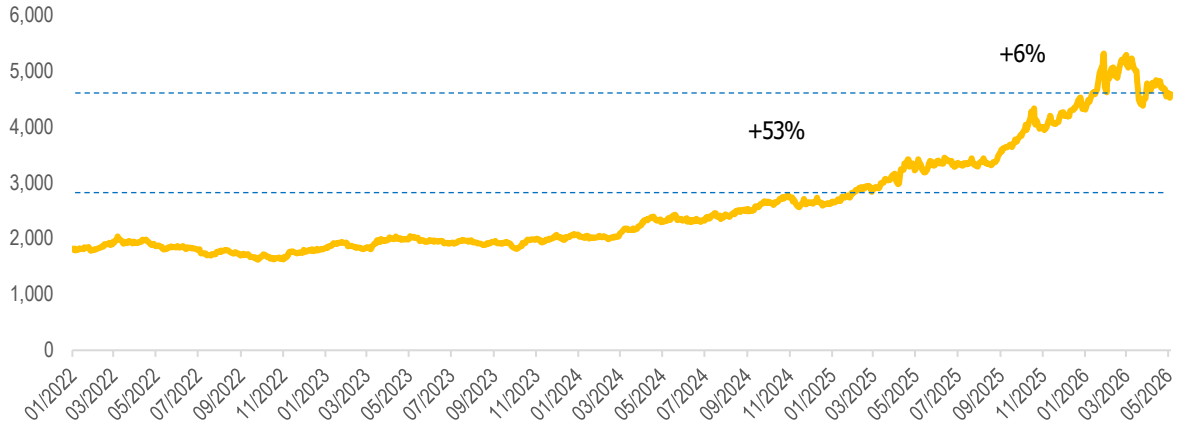


Nguồn: Speeda ASEAN, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Speeda ASEAN, Shinhan Securities Vietnam

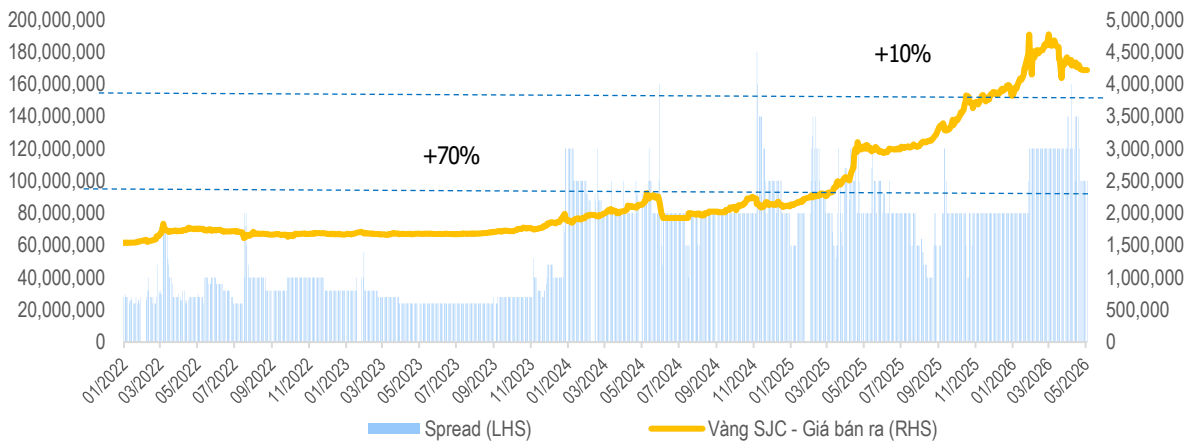
**4. Sức mạnh đặt giá giúp PNJ duy trì biên lợi nhuận bất chấp những biến động của giá vàng**

**Diễn biến giá vàng thế giới (USD/ounce)**



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam (Dữ liệu thống kê tới 06/05/2026)  
\*1 ounce = 0.83 lượng khi quy đổi

**Diễn biến giá vàng trong nước (VND/lượng)**



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam (Dữ liệu thống kê tới 06/05/2026)  
\*Spread là chênh lệch giữa giá bán ra và giá mua vào

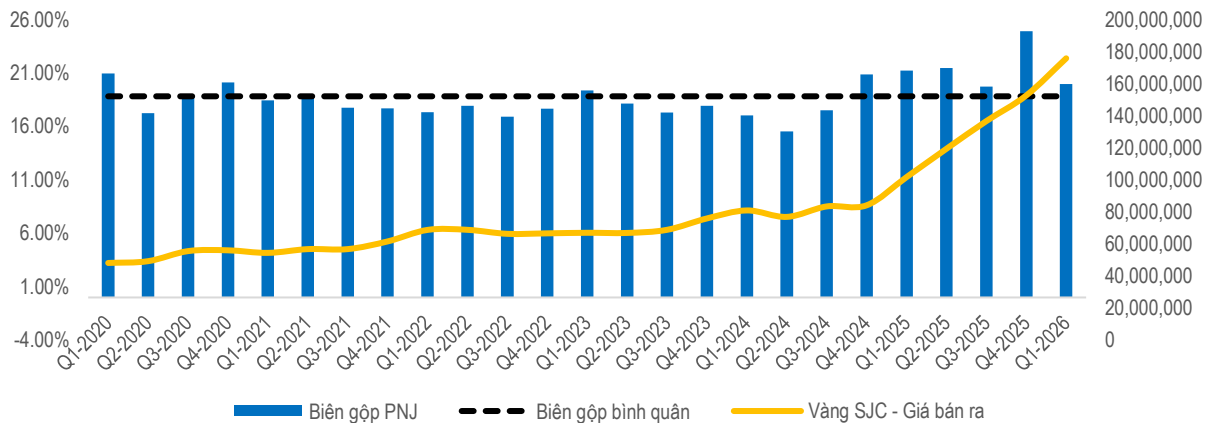
Giá vàng đã trải qua thời kỳ biến động mạnh trong giai đoạn 2024-2026 (hiện tại). Có thể nói đây là chu kỳ tăng trưởng mạnh mẽ nhất của lịch sử thị trường vàng toàn cầu, với giá vàng thế giới lập đỉnh lịch sử ở mức 5,318 USD/ounce vào cuối tháng 1/2026. Sự tăng giá này được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố bao gồm: (1) Vai trò hàm trú ẩn trong môi trường bất ổn địa chính trị và nợ công các nước tăng mạnh, (2) Các quỹ ETF và ngân hàng trung ương các nước mua ròng mạnh mẽ và (3) Đồng đô la Mỹ suy yếu trong năm 2025.

Tổng thể, giá vàng thế giới ghi nhận mức tăng 53% trong FY2025 và 6% YTD 2026. Giá vàng trong nước ghi nhận mức tăng 70% trong FY2025 và 10% YTD 2026. Đáng chú ý, giá vàng trong nước luôn chênh cao hơn giá vàng thế giới, mức chênh lệch có khi lên đến 28-30 triệu đồng trong tháng 3-4/2026, phản ánh tâm lý tích trữ nhu cầu nắm giữ vàng miếng của thị trường nội địa tiếp tục ở mức cao.

Tuy nhiên, giá vàng cao không phải lúc nào cũng có lợi đối với các doanh nghiệp kim hoàn. Giá vàng nguyên liệu cao khiến chi phí giá vốn tăng mạnh, cho nên có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp nếu không đủ sức mạnh giá để chuyển phần tăng thêm qua người tiêu dùng thông qua điều chỉnh giá bán. Mặt khác, giá các

mặt hàng trang sức tăng cao trong bối cảnh giá vàng toàn cầu tăng nóng cũng ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ, vì trang sức vốn là mặt hàng tiêu dùng không thiết yếu, có giá trị lớn và độ nhạy cảm về giá cao. Giá vàng tăng cao, nguồn cung vàng miếng thiếu hụt khiến doanh thu vàng 24K sụt giảm mạnh, ảnh hưởng đến tổng doanh thu của các doanh nghiệp. Ở PNJ, doanh thu vàng 24K (chiếm 19% trong cơ cấu doanh thu) giảm 43% trong năm 2025, khiến doanh thu thuần giảm 7.5% YoY.

**Diễn biến giá vàng SJC (VND/lượng - RHS) và biên LN gộp của PNJ (LHS)**



Nguồn: Finpro, Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Dù trong giai đoạn giá vàng biến động, PNJ vẫn thành công duy trì biên lợi nhuận gộp ổn định. Đặc biệt, biên lợi nhuận gộp cải thiện trong Q4/2025 lên 25% nhờ chính sách thu mua theo giá thị trường giúp giải quyết thiếu hụt về nguyên liệu và tập trung nguồn lực cho mảng bán lẻ trang sức (vốn có biên lợi nhuận cao nhất trong các mảng kinh doanh). Q1/2026, tuy cơ cấu doanh thu có sự chuyển dịch, tỷ trọng vàng 24K gia tăng nhưng PNJ vẫn giữ được biên lợi nhuận gộp ở mức 20%.

Chúng tôi đánh giá cao năng lực cân đối tồn kho của PNJ để trong bối cảnh đầu vào biến động, chiến lược chuyển trọng tâm sang các sản phẩm trang sức tinh xảo, ưu tiên thiết kế và mẫu mã với hàm lượng vàng thấp hơn, và sức mạnh định giá giúp PNJ có thể điều chỉnh tăng giá bán mà vẫn giữ chân được khách hàng. Đây là ưu thế của một thương hiệu lớn như PNJ so với các đơn vị kinh doanh nhỏ lẻ, giúp PNJ đứng vững trong môi trường giá vàng biến động.

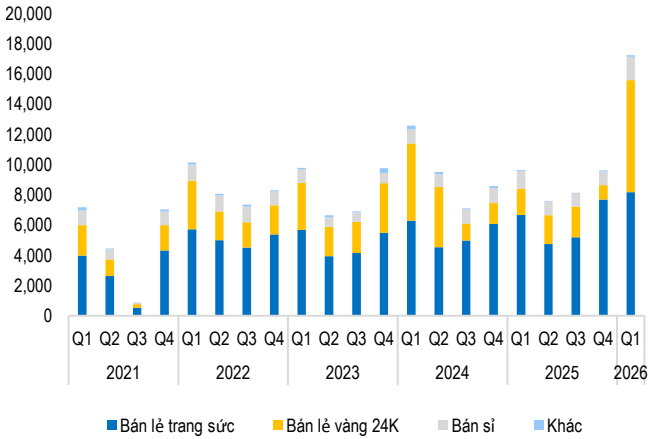
## Cập nhật KQKD Q1/2026 và dự phóng

| Tỷ đồng                   | Q1/2026       | Thay đổi (% YoY) | FY2026        | Thay đổi (% YoY) | Chú giải  |
|---------------------------|---------------|------------------|---------------|------------------|---|
| <b>Doanh thu thuần</b>    | <b>17,245</b> | <b>79.0</b>      | <b>46,794</b> | <b>33.8</b>      | Tăng trưởng đến từ toàn bộ các phân khúc, đặc biệt là vàng 24K phục hồi mạnh mẽ.  |
| Bán lẻ trang sức          | 8,191         | 21.7             | 28,804        | 18.3             | Doanh thu bán lẻ trang sức vẫn tăng dù sức mua thu hẹp do giá vàng tăng mạnh nhờ PNJ thực hiện đa dạng hóa sản phẩm và triển khai tốt các chiến dịch bán hàng trong mùa cao điểm.                                 |
| Bán lẻ vàng 24K           | 7,398         | 324.7            | 13,564        | 105.2            | Tăng trưởng nhờ mức nền thấp của năm ngoái, phát triển các sản phẩm phù hợp với thị hiếu, làm sản phẩm nhẹ hơn, mỏng hơn nhưng vẫn đảm bảo thẩm mỹ, chủ động tái chế các sản phẩm cũ để tối ưu nguồn nguyên liệu. |
| Bán sỉ                    | 1,552         | 33.9             | 4,232         | 10               | PNJ tiếp tục duy trì mức độ tin tưởng cao từ khách hàng sỉ nhờ minh bạch và khả năng truy xuất nguồn gốc.   |
| Khác                      | 103           | 88.6             | 194           | 10               |   |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>      | <b>3,441</b>  | <b>68.0</b>      | <b>9,359</b>  | <b>21.5</b>      |   |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b> | <b>1,467</b>  | <b>116.5</b>     | <b>3,508</b>  | <b>24.0</b>      |   |
| Biên LN gộp               | 20.0%         | -1.3             | 20.0%         | -2.0%            | Tuy tỷ trọng doanh thu vàng 24K (vốn có biên lợi nhuận thấp hơn) gia tăng so với cơ cấu cùng kỳ nhưng PNJ vẫn duy trì được biên LNG 20%, giảm nhẹ so với Q1/2025 là 21.3%.  |
| Biên SG&A                 | 9.1%          | -3.3             | 10.6%         | -1.3%            | Biên giảm do doanh thu tăng mạnh. Xét về giá trị tuyệt đối, chi phí SG&A tăng 31% YoY.  |
| Biên LNST                 | 8.5%          | 1.5              | 7.5%          | -0.6%            | Biên LNST cải thiện 1.5 điểm phần trăm nhờ giảm được biên SG&A, bị bù đắp một phần bởi biên gộp thấp hơn 1.3 điểm phần trăm.  |

PNJ ghi nhận doanh thu thuần Q1/2026 đạt 17,245 tỷ đồng (+79.0% YoY, +79.2% QoQ) và LNST đạt 1,467 tỷ đồng (+116.5% YoY, +20.5% QoQ). Cho năm 2026, công ty đặt kế hoạch doanh thu và LNST đạt lần lượt 48,660 tỷ đồng và 3,409 tỷ đồng, tương ứng mức tăng trưởng lần lượt là 37% và 21% so với năm 2025. Như vậy, sau quý đầu tiên, PNJ đã hoàn thành 35% chỉ tiêu doanh thu và 43% chỉ tiêu LNST của năm 2026, một con số khá ấn tượng.

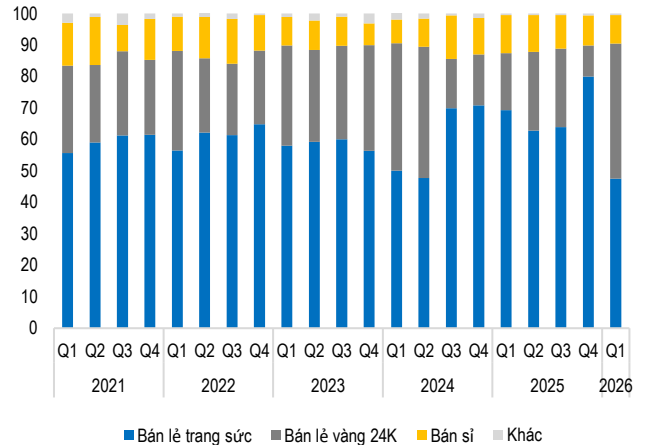
Về mở mới cửa hàng, PNJ đã thực hiện mở mới 17 cửa hàng mới và đóng cửa 15 cửa hàng kém hiệu quả trong năm, như vậy số lượng mở mới ròng chỉ đạt 2 cửa hàng trong năm. Tại thời điểm cuối Q1/2026, PNJ sở hữu 429 cửa hàng bán lẻ và 1 trung tâm kinh doanh sỉ, tương ứng đã mở mới 2 cửa hàng và đóng 3 cửa hàng.

**Doanh thu của PNJ theo quý (tỷ đồng)**



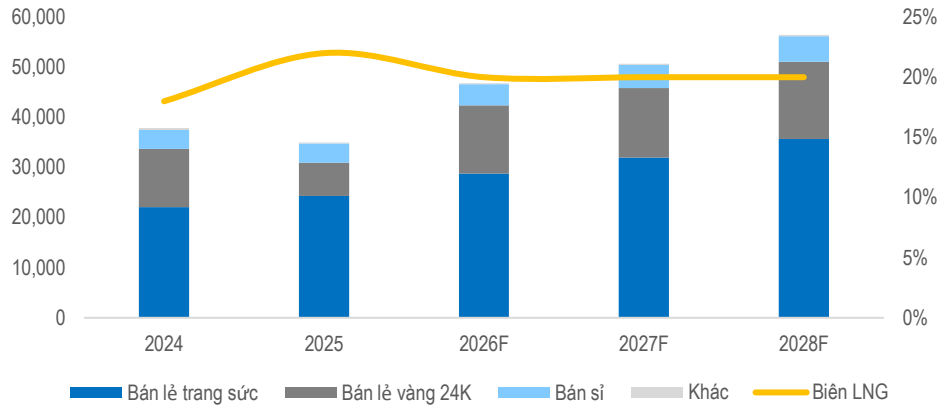
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

**Cơ cấu doanh thu của PNJ theo quý (%)**



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

**Dự phóng doanh thu (nghìn tỷ đồng - LHS) và biên lợi nhuận gộp (RHS)**



Nguồn: Dữ liệu công ty Shinhan Securities Vietnam

Chúng tôi dự phóng PNJ sẽ ghi nhận doanh thu thuần là 46,794 tỷ đồng (+33.8% YoY), trong đó các mảng bán lẻ trang sức, vàng 24K và bán sỉ đạt tốc độ tăng trưởng lần lượt là 18.3%, 105.2% và 10%. Chúng tôi cho rằng PNJ sẽ tạm thời chưa đẩy mạnh lại mở mới cửa hàng mà vẫn sẽ tiếp tục ưu tiên cải thiện hiệu quả vận hành. LNST được kỳ vọng đạt 3,508 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng 24% YoY nhờ duy trì kiểm soát chi phí hiệu quả và ưu thế trong chế tác giúp duy trì biên lợi nhuận ổn định trước những biến động của giá nguyên liệu.

| <b>Triển vọng doanh thu, lợi nhuận của PNJ</b> |        |        |        |        |        |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|
| (Đơn vị: tỷ VND)                               | 2024   | 2025   | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| Doanh thu thuần                                | 37,823 | 34,976 | 46,794 | 50,676 | 56,419 |
| Lợi nhuận gộp                                  | 6,674  | 7,703  | 9,359  | 10,135 | 11,284 |
| Lợi nhuận từ HĐKD                              | 2,652  | 3,521  | 4,372  | 4,811  | 5,407  |
| Lợi nhuận ròng                                 | 2,113  | 2,829  | 3,508  | 3,857  | 4,332  |
| <b>Biên lợi nhuận (%)</b>                      |        |        |        |        |        |
| Biên lợi nhuận gộp                             | 18     | 22     | 20     | 20     | 20     |
| Biên lợi nhuận từ HĐKD                         | 7      | 10     | 9      | 9      | 10     |
| Biên lợi nhuận ròng                            | 6      | 8      | 7      | 8      | 8      |
| <b>Tăng trưởng (%YoY)</b>                      |        |        |        |        |        |
| Doanh thu thuần                                | 14.1   | -7.5   | 33.8   | 8.3    | 11.3   |
| Lợi nhuận gộp                                  | 10.2   | 15.4   | 21.5   | 8.3    | 11.3   |
| Lợi nhuận từ HĐKD                              | 6.8    | 32.8   | 24.2   | 10.0   | 12.4   |
| Lợi nhuận ròng                                 | 7.2    | 33.9   | 24.0   | 10.0   | 12.3   |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam ước tính

## Định giá và khuyến nghị

### Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 83,100 VND

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với PNJ với giá mục tiêu ở mức 83,100 VND, tương ứng với mức tăng 27% so với thị giá hiện tại. Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và Chiết khấu dòng tiền (DCF) với tỷ trọng lần lượt là 50% và 50% để định giá cổ phiếu.

Đối với phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ các doanh nghiệp trong cùng ngành có quy mô tương đồng với PNJ trên thế giới. Trung bình P/E của các doanh nghiệp trong thống kê (ngoại trừ PNJ) ở mức 12x, P/E bình quân 3 năm là 14x, P/E mục tiêu chúng tôi sử dụng là 13x. Kết hợp cùng EPS dự phóng năm 2026 (sau điều chỉnh trích quỹ khen thưởng phúc lợi) ở mức 6,574 VND, chúng tôi kỳ vọng giá mục tiêu theo phương pháp này là 85,400 VND.

#### So sánh các doanh nghiệp trong ngành

| Mã chứng khoán            | Tên công ty                 | Vốn hóa (tỷ VND) | P/E (TTM) | Tăng trưởng EPS (TTM- YoY) | ROE (TTM) |
|---------------------------|-----------------------------|------------------|-----------|----------------------------|-----------|
| VIVA3 BZ Equity           | VIVARA PARTICIPACOES SA     | 35,681           | 10.71     | -7.4                       | 22.3      |
| 002345 CH Equity          | GUANGDONG CHJ INDUSTRY CO-A | 36,102           | 16.25     | 79.7                       | 19.9      |
| 1929 H1 Equity            | CHOW TAI PHOOK JEWELRY      | 382,120          | 13.22     | -8.6                       | 23.1      |
| 590 HK Equity             | LUK FOOK HOLDINGS           | 45,483           | 10.57     | -55.1                      | 6.1       |
| SIG US Equity             | SIGNET JEWELERS             | 92,280           | 9.25      | 60.2                       | 20.5      |
| P/E trung bình            | 12x                         |                  |           |                            |           |
| P/E mục tiêu              | 13x                         |                  |           |                            |           |
| EPS 2026F (VND)           | 6,574                       |                  |           |                            |           |
| <b>Giá mục tiêu (VND)</b> | <b>85,400</b>               |                  |           |                            |           |

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Company

Đối với phương pháp FCF, chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 4.4% là lãi suất phi rủi ro, Beta được tính toán dựa trên tương quan dữ liệu giá lịch sử của PNJ và VNINDEX. Dựa trên các giả định đó, giá mục tiêu theo phương pháp FCF được xác định ở mức 80,800 đồng.

#### Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)

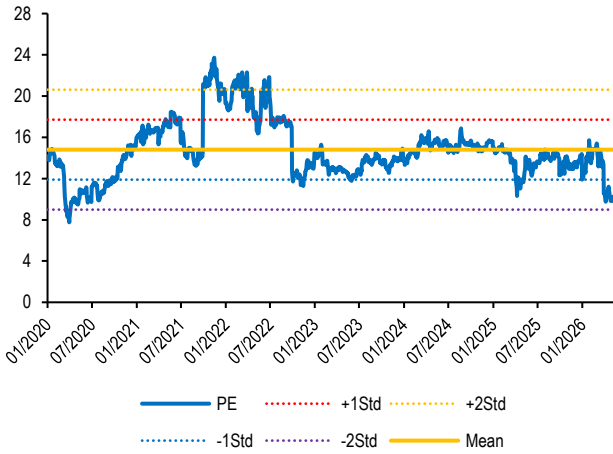
|   |              |
|---|--------------|
| <b>WACC</b>                             | <b>10.2%</b> |
| Lãi suất phi rủi ro                     | 4.40%        |
| Phần bù rủi ro vốn cổ phần              | 9.16%        |
| Beta                                    | 0.7          |
| Chi phí nợ                              | 3.6%         |
| Chi phí sử dụng vốn                     | 10.8%        |
| Tỷ lệ nợ trên vốn                       | 0.09         |
| Giá trị nợ vay ngắn và dài hạn (tỷ VND) | 2,894        |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

| <b>Mô hình định giá FCF của PNJ</b>         |               |              |              |              |              |
|---|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Đơn vị: tỷ VND</b>                       | <b>2026F</b>  | <b>2027F</b> | <b>2028F</b> | <b>2029F</b> | <b>2030F</b> |
| LN ròng                                     | 3,508         | 3,857        | 4,332        | 4,878        | 5,522        |
| Cộng: Khấu hao và phân bổ                   | 85            | 89           | 76           | 66           | 21           |
| Cộng: Lãi vay sau thuế                      | 149           | 155          | 174          | 192          | 211          |
| Trừ: Vốn đầu tư                             | (323)         | (108)        | (112)        | (132)        | (136)        |
| Trừ: Thay đổi vốn lưu động                  | 339           | (1,173)      | (1,873)      | (2,071)      | (1,740)      |
| <b>Dòng tiền tự do (FCFF)</b>               | <b>3,758</b>  | <b>2,820</b> | <b>2,597</b> | <b>2,933</b> | <b>3,878</b> |
| Tỷ lệ chiết khấu                            | 0.94          | 0.86         | 0.78         | 0.71         | 0.64         |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do        | 12,548        |              |              |              |              |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn                  | 1.0%          |              |              |              |              |
| Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn        | 27,247        |              |              |              |              |
| Giá trị doanh nghiệp                        | 39,795        |              |              |              |              |
| Nợ vay                                      | 2,894         |              |              |              |              |
| Tiền và tương đương tiền                    | 4,510         |              |              |              |              |
| Lợi ích cổ đông thiểu số                    | 0.0           |              |              |              |              |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị) | 0.51200       |              |              |              |              |
| <b>Giá mục tiêu (VND)</b>                   | <b>80,800</b> |              |              |              |              |

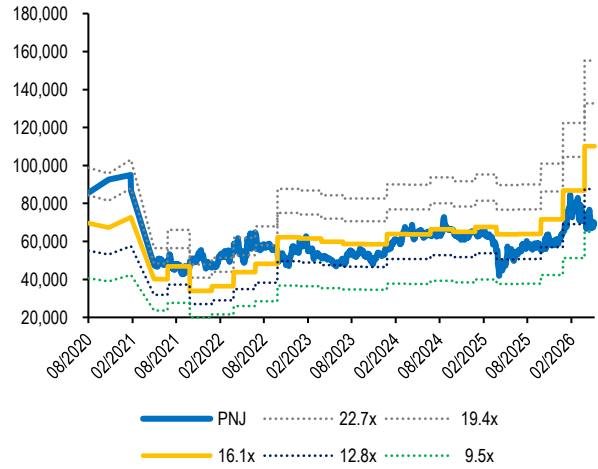
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**PER của PNJ**



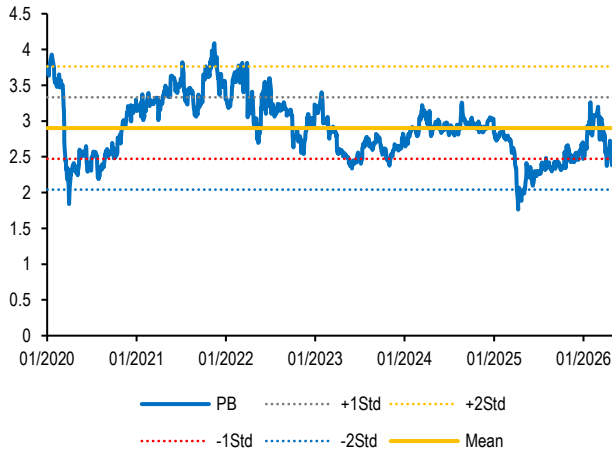
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Biểu đồ PER band của PNJ**



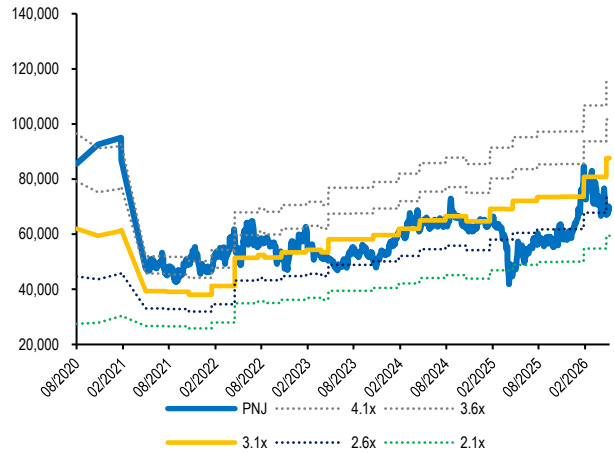
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**PBR của PNJ**



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Biểu đồ PBR của PNJ**



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**EV/EBITDA của PNJ**



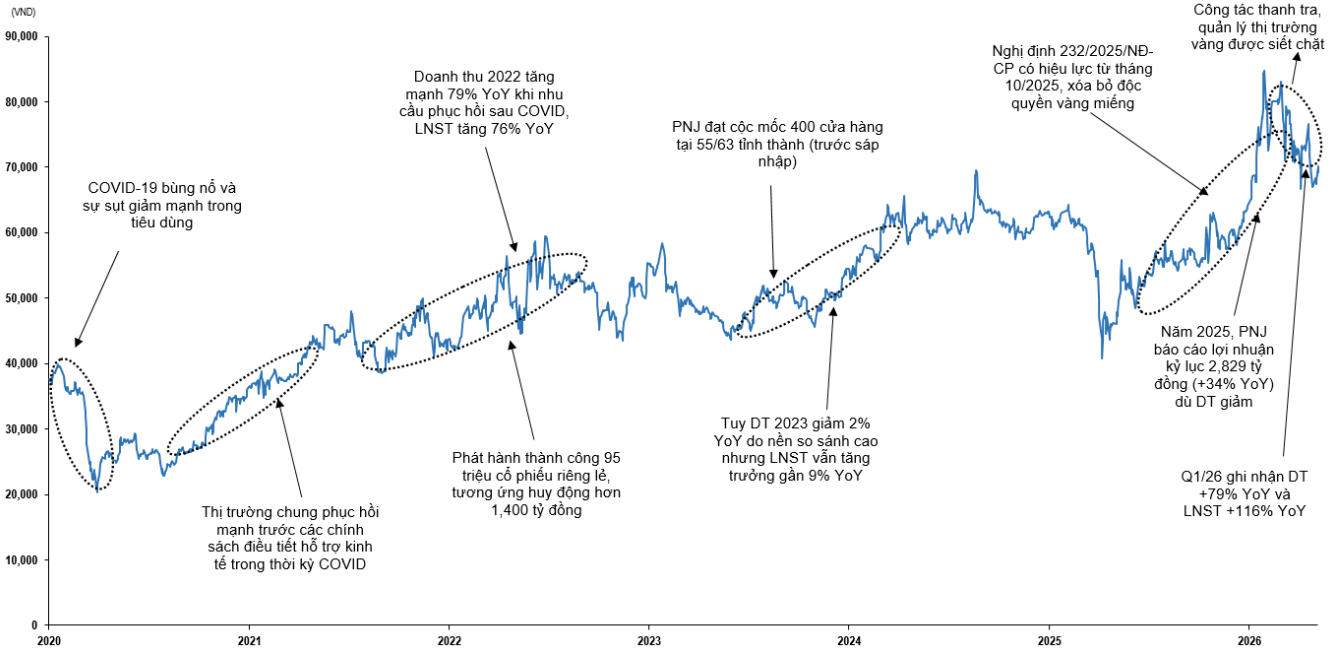
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Giá và ROE của PNJ**



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Những sự kiện quan trọng của PNJ**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Rủi ro

### Rủi ro biến động giá nguyên liệu

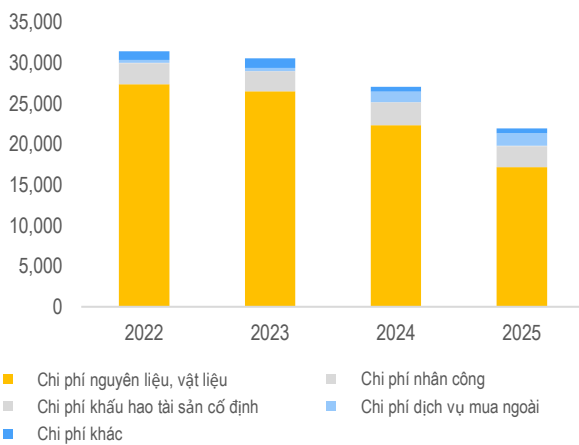
Nguyên vật liệu (phần lớn là vàng) là yếu tố chiếm tỷ trọng then chốt trong cơ cấu chi phí sản xuất (80-90%). Bên cạnh đó, chênh lệch lớn và biến động không đồng nhất giữa giá vàng thế giới và vàng trong nước cũng gây khó khăn cho việc quản trị hàng tồn kho.

Vàng là loại hàng hóa đặc biệt nhạy cảm với những biến động của yếu tố vĩ mô, trong đó các yếu tố then chốt là chính sách tiền tệ và lãi suất thực, sức mạnh của đồng đô và rủi ro địa chính trị và tâm lý trú ẩn. Cơ chế phản ứng của giá vàng với các yếu tố vĩ mô như sau:

- (1) Lãi suất thực: đóng vai trò như chi phí cơ hội của việc nắm giữ vàng – tài sản vốn không mang lại dòng tiền định kỳ. Khi lãi suất thực (lãi suất danh nghĩa trừ đi lạm phát kỳ vọng) giảm, vàng trở nên hấp dẫn hơn. Ngược lại, lãi suất thực cao sẽ khiến nhà đầu tư ưu tiên các tài sản sinh lãi như trái phiếu.
- (2) Sức mạnh của đồng đô: vàng được định giá bằng đồng USD, nên những thay đổi trong giá trị của đồng đô đều gây ảnh hưởng theo chiều nghịch biến lên giá vàng.
- (3) Rủi ro địa chính trị và tâm lý trú ẩn: Vàng được xem như là “hầm trú ẩn” an toàn khi thế giới có biến động lớn về địa chính trị và quân sự.

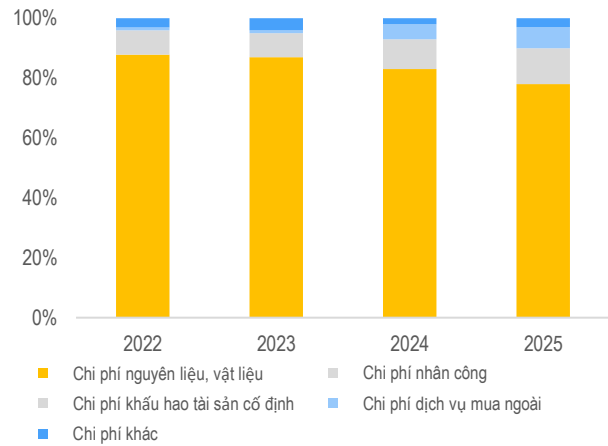
Ngoài ra, còn có nhiều yếu tố ảnh hưởng đến giá vàng như nhu cầu mua ròng của các quỹ ETF và các Ngân hàng Trung ương; trạng thái vị thế và dòng vốn toàn cầu.

Chi phí sản xuất theo yếu tố của PNJ (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu chi phí sản xuất theo yếu tố



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

### Rủi ro nhu cầu tiêu thụ

Trang sức là mặt hàng xa xỉ phẩm, vì vậy hệ số co giãn của nhu cầu theo thu nhập và về giá là rất cao. Các yếu tố về giá cả, lạm phát và thu nhập ảnh hưởng trực tiếp đến hành vi mua hàng.

Theo báo cáo từ Hội đồng Vàng Thế giới, nhu cầu đối với trang sức vàng liên tục sụt giảm so với cùng kỳ bắt đầu từ năm 2023 trong bối cảnh giá vàng tăng mạnh. Tình trạng này diễn ra trên quy mô toàn thế giới và Việt Nam cũng không ngoại lệ. Trong Quý 1/2026, tiêu thụ trang sức là 3 tấn, tuy có cải thiện so với quý trước nhưng vẫn giảm 14% YoY.

Đây là khó khăn đối với các doanh nghiệp kim hoàn, đặt ra thách thức trong việc chế tác và thiết kế, để đảm bảo vẫn thu hút được khách hàng với các sản phẩm có hàm lượng vàng thấp hơn nhưng vẫn đảm bảo được mẫu mã tinh xảo, đẹp mắt và phù hợp thị hiếu.

## Rủi ro cạnh tranh từ hàng ngoại nhập

Thị trường trang sức Việt Nam đang đối mặt với làn sóng thâm nhập ngày càng mạnh từ các thương hiệu trang sức nước ngoài, điển hình như Pandora (Đan Mạch), Swarovski (Áo) hay các thương hiệu cao cấp hơn như Cartier (Pháp) hay Tiffany & Co (Mỹ) hay Vandeeff (Pháp), thông qua các cửa hàng trực tiếp lẫn thương mại điện tử. Khi tầng lớp trung lưu và thượng lưu Việt Nam tiếp tục mở rộng và nhận thức về thương hiệu quốc tế ngày càng cao, người tiêu dùng có thể dịch chuyển sang các thương hiệu ngoại, đặc biệt ở dòng sản phẩm trang sức vàng gắn đá quý và kim cương – phân khúc mà PNJ đang tích cực phát triển.

Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rủi ro này ở mức có thể kiểm soát được trong trung hạn. PNJ sở hữu lợi thế cạnh tranh bền vững thông qua thương hiệu uy tín được xây dựng lâu năm, hệ thống bán lẻ hơn 400 cửa hàng trải rộng toàn quốc, cùng năng lực chế tác nội địa chuyên sâu, những yếu tố tạo nên rào cản gia nhập cao mà đối thủ khó có thể tái tạo trong ngắn hạn.

## Rủi ro pháp lý và chính sách

Khác với hầu hết các ngành hàng tiêu dùng thông thường, vàng là kim loại quý mang tính đặc thù riêng biệt khi vừa là tài sản tích trữ giá trị, vừa đóng vai trò là một công cụ có liên quan mật thiết đến dự trữ ngoại hối quốc gia, ổn định tỷ giá và an ninh tiền tệ. Chính đặc tính này khiến thị trường vàng tại Việt Nam luôn nằm trong diện quản lý đặc biệt của Nhà nước, với mức độ can thiệp chính sách sâu hơn và tần suất điều chỉnh cao hơn so với các lĩnh vực hàng hóa thông thường khác.

Thực tiễn lịch sử cho thấy khung pháp lý quản lý thị trường vàng Việt Nam đã trải qua nhiều lần thay đổi đáng kể, từ Nghị định 24/2012/NĐ-CP thiết lập cơ chế độc quyền nhà nước đối với vàng miếng SJC, đến các chính sách kiểm soát nhập khẩu vàng nguyên liệu, và gần đây là định hướng nghiên cứu thành lập sàn giao dịch vàng tập trung theo chỉ đạo của Chính phủ. Mỗi lần điều chỉnh chính sách như vậy đều có khả năng tạo ra biến động trong chuỗi cung ứng, cơ cấu chi phí và điều kiện kinh doanh của các doanh nghiệp hoạt động trong ngành.

Đối với PNJ, thách thức này hiện hữu chủ yếu ở hai khía cạnh. Một là sự phụ thuộc vào cơ chế cấp phép nhập khẩu vàng nguyên liệu khi mà cơ chế phân bổ hạn ngạch vẫn do NHNN kiểm soát và có thể thay đổi theo diễn biến vĩ mô. Hai là rủi ro từ các quy định mới về quản lý chất lượng, truy xuất nguồn gốc và tiêu chuẩn kinh doanh vàng trang sức, trong bối cảnh Nhà nước đang có định hướng hoàn thiện và siết chặt hơn khung pháp lý toàn ngành.

## Phụ lục: Báo cáo tài chính

## Bảng cân đối kế toán

| Năm (Tỷ đồng)                     | 2023          | 2024          | 2025          | 2026F         | 2027F         |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Tổng tài sản</b>               | <b>14,427</b> | <b>17,208</b> | <b>20,168</b> | <b>22,736</b> | <b>26,263</b> |
| Tài sản ngắn hạn                  | 12,958        | 15,693        | 18,617        | 20,946        | 24,454        |
| Tiền và tương đương tiền          | 896           | 1,123         | 522           | 2,674         | 4,639         |
| Đầu tư TC ngắn hạn                | 810           | 1,020         | 2,008         | 1,404         | 1,520         |
| Các khoản phải thu                | 215           | 401           | 157           | 399           | 459           |
| Hàng tồn kho                      | 10,941        | 13,015        | 15,836        | 16,329        | 17,684        |
| Tài sản ngắn hạn khác             | 96            | 134           | 94            | 140           | 152           |
| Tài sản dài hạn                   | 1,469         | 1,515         | 1,551         | 1,790         | 1,809         |
| Tài sản cố định                   | 883           | 857           | 857           | 892           | 862           |
| Chi phí xây dựng cơ bản           | 29            | 65            | 95            | 95            | 95            |
| Tài sản dài hạn khác              | 586           | 658           | 694           | 898           | 947           |
| <b>Tổng nợ</b>                    | <b>4,621</b>  | <b>5,952</b>  | <b>6,893</b>  | <b>7,244</b>  | <b>8,271</b>  |
| Nợ ngắn hạn                       | 4,612         | 5,942         | 6,878         | 7,229         | 8,256         |
| Khoản phải trả                    | 257           | 624           | 334           | 327           | 354           |
| Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn | 2,384         | 3,342         | 4,223         | 4,045         | 4,558         |
| Khác                              | 1,971         | 1,976         | 2,321         | 2,857         | 3,344         |
| Nợ dài hạn                        | 9             | 11            | 14            | 15            | 15            |
| Vay và nợ thuê tài chính dài hạn  | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Khác                              | 9             | 11            | 14            | 15            | 15            |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>             | <b>9,806</b>  | <b>11,255</b> | <b>13,276</b> | <b>15,492</b> | <b>17,992</b> |
| Vốn góp chủ sở hữu                | 3,282         | 3,381         | 3,413         | 5,119         | 5,119         |
| Quỹ đầu tư phát triển             | 1,851         | 1,950         | 1,983         | 1,983         | 1,983         |
| Vốn khác                          | 1,933         | 2,623         | 3,468         | 4,600         | 6,003         |
| Lợi nhuận giữ lại                 | 2,740         | 3,301         | 4,412         | 3,790         | 4,887         |
| Lợi ích cổ đông không kiểm soát   | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| *Nợ vay                           | 2,384         | 3,342         | 4,223         | 4,045         | 4,558         |
| *Nợ ròng (tiền)                   | 678           | 1,199         | 1,693         | (33)          | (1,601)       |

## Lưu chuyển tiền tệ

| Năm (Tỷ đồng)                          | 2023         | 2024         | 2025         | 2026F          | 2027F        |
|--|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|
| <b>Tiền từ HĐKD</b>                    | <b>1,508</b> | <b>83</b>    | <b>27</b>    | <b>3,506</b>   | <b>2,325</b> |
| Lợi nhuận ròng                         | 1,971        | 2,113        | 2,829        | 3,508          | 3,857        |
| Khấu hao TSCĐ                          | 81           | 81           | 85           | 85             | 89           |
| (Lãi) từ HĐ đầu tư                     | 119          | 47           | 119          | 186            | 194          |
| Thay đổi vốn lưu động                  | (409)        | (2,104)      | (2,846)      | 339            | (1,173)      |
| Thay đổi khác                          | (254)        | (54)         | (160)        | (612)          | (642)        |
| <b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>               | <b>(579)</b> | <b>(211)</b> | <b>(902)</b> | <b>(152)</b>   | <b>151</b>   |
| Thay đổi tài sản cố định               | (81)         | (90)         | (125)        | (323)          | (108)        |
| Thay đổi tài sản đầu tư                | (560)        | (160)        | (857)        | -              | -            |
| Khác                                   | 62           | 39           | 80           | 171            | 259          |
| <b>Tiền từ HĐ tài chính</b>            | <b>(914)</b> | <b>353</b>   | <b>273</b>   | <b>(1,202)</b> | <b>(511)</b> |
| Thay đổi vốn cổ phần                   | -            | 67           | 65           | -              | -            |
| Tiền đi vay/(trả) nợ                   | (299)        | 957          | 882          | (178)          | 513          |
| Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH       | (615)        | (672)        | (674)        | (1,024)        | (1,024)      |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần trong năm</b> | <b>15</b>    | <b>225</b>   | <b>(602)</b> | <b>2,152</b>   | <b>1,965</b> |
| Tổng tiền đầu năm                      | 880          | 896          | 1,123        | 522            | 2,674        |
| Thay đổi trong tỷ giá                  | 2            | 2            | 1            | -              | -            |
| Tổng tiền cuối năm                     | 896          | 1,123        | 522          | 2,674          | 4,639        |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Kết quả hoạt động kinh doanh

| Năm (Tỷ đồng)                             | 2023            | 2024            | 2025            | 2026F           | 2027F           |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                    | <b>33,137</b>   | <b>37,823</b>   | <b>34,976</b>   | <b>46,794</b>   | <b>50,676</b>   |
| Tăng trưởng (%)                           | -2.2            | 14.1            | -7.5            | 33.8            | 8.3             |
| <b>Giá vốn hàng bán</b>                   | <b>(27,078)</b> | <b>(31,149)</b> | <b>(27,273)</b> | <b>(37,435)</b> | <b>(40,541)</b> |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                      | <b>6,059</b>    | <b>6,674</b>    | <b>7,703</b>    | <b>9,359</b>    | <b>10,135</b>   |
| Biên lợi nhuận gộp (%)                    | 18.3            | 17.6            | 22.0            | 20.0            | 20.0            |
| <b>Chi phí BH &amp; QLDN</b>              | <b>(3,530)</b>  | <b>(4,004)</b>  | <b>(4,166)</b>  | <b>(4,960)</b>  | <b>(5,371)</b>  |
| <b>LN từ HĐKD</b>                         | <b>2,529</b>    | <b>2,670</b>    | <b>3,537</b>    | <b>4,399</b>    | <b>4,764</b>    |
| Tăng trưởng (%)                           | 4.3             | 5.6             | 32.5            | 24.4            | 8.3             |
| Biên LN từ HĐKD (%)                       | 7.6             | 7.1             | 10.1            | 9.4             | 9.4             |
| <b>LN khác</b>                            | <b>(40)</b>     | <b>(19)</b>     | <b>11</b>       | <b>2</b>        | <b>75</b>       |
| Thu nhập tài chính                        | 98              | 76              | 148             | 198             | 284             |
| Chi phí tài chính                         | (143)           | (94)            | (165)           | (225)           | (237)           |
| Trong đó: Chi phí lãi vay                 | (119)           | (47)            | (119)           | (186)           | (194)           |
| Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác               | 5               | (1)             | 28              | 29              | 28              |
| <b>LNIT</b>                               | <b>2,489</b>    | <b>2,651</b>    | <b>3,549</b>    | <b>4,401</b>    | <b>4,839</b>    |
| Thuế TNDN                                 | (518)           | (538)           | (720)           | (893)           | (982)           |
| <b>LNST</b>                               | <b>1,971</b>    | <b>2,113</b>    | <b>2,829</b>    | <b>3,508</b>    | <b>3,857</b>    |
| Tăng trưởng (%)                           | 8.8             | 7.2             | 33.9            | 24.0            | 9.9             |
| Biên lợi nhuận ròng (%)                   | 5.9             | 5.6             | 8.1             | 7.5             | 7.6             |
| LNST cổ đông công ty mẹ                   | 1,971           | 2,113           | 2,829           | 3,508           | 3,857           |
| Lợi ích CĐTS                              | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               |
| <b>LN trước thuế và lãi vay</b>           | <b>2,608</b>    | <b>2,698</b>    | <b>3,668</b>    | <b>4,587</b>    | <b>5,033</b>    |
| Tăng trưởng (%)                           | 44.9            | 31.7            | 28.0            | (7.5)           | (7.8)           |
| Biên LN (%)                               | 7.9             | 7.1             | 10.5            | 9.8             | 9.9             |
| <b>LN trước thuế, lãi vay và khấu hao</b> | <b>2,689</b>    | <b>2,779</b>    | <b>3,753</b>    | <b>4,672</b>    | <b>5,122</b>    |
| Tăng trưởng (%)                           | 8.4             | 3.5             | 36.0            | 27.4            | 9.6             |
| Biên LN (%)                               | 8.1             | 7.3             | 10.7            | 10.0            | 10.1            |

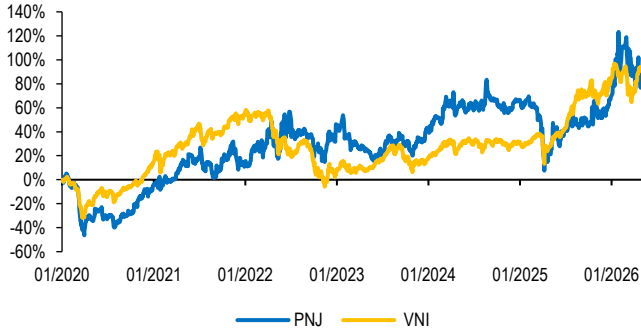
## Chỉ số tài chính

| Năm                             | 2023        | 2024        | 2025        | 2026F       | 2027F       |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EPS (đồng)                      | 6,434       | 5,713       | 7,654       | 6,574       | 7,191       |
| BPS (đồng)                      | 27,311      | 33,300      | 38,932      | 30,258      | 35,141      |
| DPS (đồng)                      | 2,000       | 2,000       | 2,000       | 2,000       | 2,000       |
| PER (x)                         | 13.7        | 15.1        | 11.9        | 12.9        | 11.8        |
| PBR (x)                         | 2.7         | 2.8         | 2.5         | 2.8         | 2.4         |
| EV/EBITDA (x)                   | 11.1        | 12.5        | 11.2        | 8.8         | 8.0         |
| Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)        | 25.4        | 34.2        | 32.0        | 36.2        | 29.2        |
| Lãi cổ tức (%)                  | 2.1         | 1.6         | 1.4         | 0.0         | 0.0         |
| <b>Khả năng sinh lời</b>        |             |             |             |             |             |
| Biên EBITDA (%)                 | 8.1         | 7.3         | 10.7        | 10.0        | 10.1        |
| Biên LN từ HĐKD (%)             | 7.6         | 7.1         | 10.1        | 9.4         | 9.4         |
| Biên LNST (%)                   | 5.9         | 5.6         | 8.1         | 7.5         | 7.6         |
| ROA (%)                         | 14.2        | 13.4        | 15.1        | 16.4        | 15.7        |
| ROE (%)                         | 21.6        | 20.1        | 23.1        | 24.4        | 23.0        |
| <b>Khả năng tài chính</b>       |             |             |             |             |             |
| Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)      | 24.3        | 29.7        | 31.8        | 26.1        | 25.3        |
| Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)   | 25.2        | 43.1        | 45.1        | (0.7)       | (31.3)      |
| Khả năng thanh toán lãi vay (x) | 37.0        | 36.1        | 36.8        | 56.4        | 74.6        |
| <b>Hiệu quả hoạt động (%)</b>   | <b>21.9</b> | <b>57.4</b> | <b>30.8</b> | <b>24.7</b> | <b>25.9</b> |
| Số ngày vốn lưu động (ngày)     | 4.0         | 4.1         | 5.8         | 3.2         | 3.0         |
| Số ngày hàng tồn kho (ngày)     | 42.1        | 95.5        | 193.8       | 157.3       | 153.6       |
| Số ngày khoản phải thu (ngày)   | 0.4         | 0.6         | 0.6         | 0.7         | 1.1         |

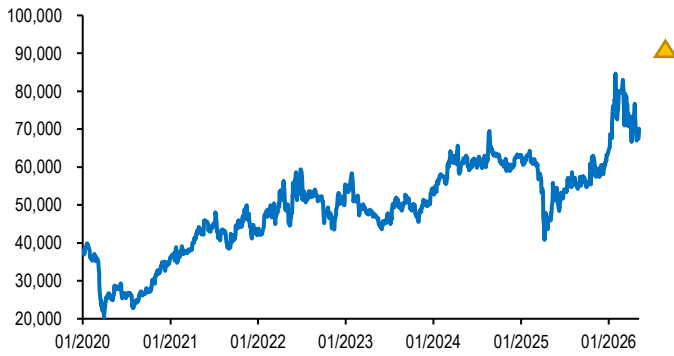
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (PNJ VN)

### Giá cổ phiếu



### Giá mục tiêu



| Ngày                    | Khuyến nghị | Giá mục tiêu (VND) | Khoảng giá MT (%) |           |
|-------------------------|-------------|--------------------|-------------------|-----------|
|                         |             |                    | TB                | Cao/Thấp  |
| 28/05/2026 (BC lần đầu) | MUA         | 83,100             | 26.3              | -0.2/42.7 |

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

### Shinhan Securities Vietnam

#### Cổ phiếu

- ♦ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- ♦ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- ♦ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

#### Ngành

- ♦ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- ♦ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- ♦ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

## Compliance & Disclosure Notice

### Analyst Certification

- ◆ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Nhi Nguyen

### Important Disclosures & Disclaimers

- ◆ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: VNM VN
- ◆ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ◆ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ◆ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ◆ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ◆ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ◆ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

### Distribution

- ◆ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ◆ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



## Shinhan Investment Network

### SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd  
Shinhan Investment Tower  
70, Youido-dong, Yongsongpo-gu,  
Seoul, Korea 150-712  
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702  
Fax : (82-2) 6671-7573

### NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.  
1325 Avenue of the Americas Suite 702,  
New York, NY 10019  
Tel : (1-212) 397-4000  
Fax : (1-212) 397-0032

### Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.  
Unit 7705 A, Level 77  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon, Hong Kong  
Tel : (852) 3713-5333  
Fax : (852) 3713-5300

### Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia  
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.  
22-23, Jakarta, Indonesia  
Tel : (62-21) 5140-1133  
Fax : (62-21) 5140-1599

### Shanghai

Shinhan Investment Corp.  
Shanghai Representative Office  
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,  
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China  
Tel : (86-21) 6888-9135/6  
Fax : (86-21) 6888-9139

### Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,  
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.  
Tel : (84-8) 6299-8000  
Fax : (84-8) 6299-4232

### Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.  
Hanoi Branch  
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,  
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.  
Tel : (84-8) 6299-8000