# THEO DÕI

| | |
|---|---|
| Giá mục tiêu 2025: | **92,300 VND** |
| % tăng giá: | **14%** |
| Cập nhật: | 6/17/2025 |

## TRIỂN VỌNG 2025

Tích cực: : Tiết giảm chi phí hoạt động trong khi sở hữu số lượng cửa hàng áp đảo các đối thủ.

Tiêu cực: Nhu cầu trang sức yếu, nguồn nguyên liệu vàng hạn chế.

| | Q1/2025 | Q2/2025F | 2025F |
|---|---|---|---|
| DTT | 9,635 | 7,846 | 34,844 |
| *% YoY* | *-23%* | *-18%* | *-8%* |
| LNST sau CĐTS | 678 | 544 | 2,493 |
| *% YoY* | *-8%* | *27%* | *18%* |

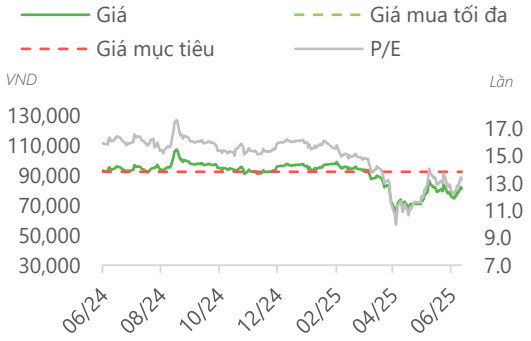
*Đơn vị : tỷ VND*

### Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong ngành chế tác và kinh doanh trang sức tại Việt Nam. Hiện nay, mảng bán lẻ là trụ cột chính trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp với hơn 400 cửa hàng đang hoạt động trên khắp cả nước. Trong tương lai, doanh nghiệp đang quyết tâm hướng đến mục tiêu trở thành thương hiệu tỷ đô.

### Dữ liệu thị trường

| | |
|---|---|
| Ngành nghề: | Hàng cá nhân |
| Giá hiện tại: | 81,100 VND |
| Vốn hóa: | 27,404 tỷ VND |
| Số lượng CPLH: | 337.9 triệu cp |
| EPS 4 quý gần nhất: | 6,105 VND |
| P/E: | 13.3 lần |
| Cổ tức tiền mặt 2025: | 0.0% |
| Cổ tức cổ phiếu 2025: | 0.0% |




*Nguồn: Fiinpro, DSC tổng hợp*

# PNJ

**CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận**

## TÓM TẮT CẬP NHẬT

Nhu cầu trang sức yếu khi xu hướng cắt giảm chi tiêu vẫn tiếp diễn cùng với đó nguồn vàng nguyên liệu hạn chế là kịch bản cho dự báo tình hình kinh doanh kém khả quan của PNJ. Dự báo doanh thu 2025 của PNJ đạt 35.061 tỷ đồng, giảm 7% YoY, lợi nhuận sau thuế đạt 2.637 tỷ đồng, tăng 25% YoY nhờ tiết giảm chi phí hoạt động và tăng biên lợi nhuận.

Mức giá mục tiêu chúng tôi đưa ra cho PNJ là 92.300 VNĐ/cp (Upside 14% so với thị giá tại ngày báo cáo), dựa trên hai phương pháp DCF và P/E với P/E mục tiêu là 15,7 lần, tương đương với mức P/E trung vị 5 năm của PNJ.

## CÂU CHUYỆN DOANH NGHIỆP

### Dự thảo mới kì vọng xóa bỏ tình trạng khó khăn về nguyên liệu của PNJ

Trong Q1/2025, tình trạng thiếu hụt nguồn nguyên liệu vàng vẫn tiếp diễn khiến cho nguồn cung sản phẩm vàng miếng gặp khó khăn trong khi nhu cầu vẫn lớn. Bên cạnh đó, giá vàng tăng mạnh cũng khiến người tiêu dùng hạn chế bán lại vàng trên thị trường. Tuy nhiên, với dự thảo sửa đổi Nghị định 24/2012/NĐ-CP, cơ chế độc quyền nhập khẩu vàng nguyên liệu và sản xuất vàng miếng được đề xuất xóa bỏ. Đối tượng được quyền nhập khẩu nguyên liệu vàng bao gồm các doanh nghiệp kinh doanh vàng (vốn từ 1.000 tỷ đồng, kinh nghiệm 3 năm , mạng lưới 5 chi nhánh) và các tổ chức tín dụng (vốn 50.000 tỷ đồng, kinh nghiệm 5 năm, mạng lưới 10 tỉnh). Với quy mô hoạt động rộng lớn và vị thế cao trong ngành, PNJ được kì vọng sẽ đủ điều kiện nhập khẩu vàng nguyên liệu qua đó giảm bớt tình trạng thiếu cung.

### Một số phương án được thông qua tại cuộc họp ĐHĐCĐ 2025

Doanh nghiệp đặt kế hoạch doanh thu 2025 đạt 31.606,95 tỷ đồng, giảm 17,3% so với thực hiện năm 2024, lợi nhuận sau thuế là 1.959,65 tỷ đồng, giảm 7,3% so với thực hiện năm 2024. Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt kế hoạch 2025 là 20%. Ngoài ra, doanh nghiệp được thông qua phương án phát hành ESOP năm 2025 với số lượng dự kiến là 0,96% tổng số cổ phiếu đang lưu hành. Doanh nghiệp cũng được thông qua phương án mua lại 8 triệu cổ phiếu, chiếm 2,5% tổng số cổ phiếu đang lưu hành.

# PNJ

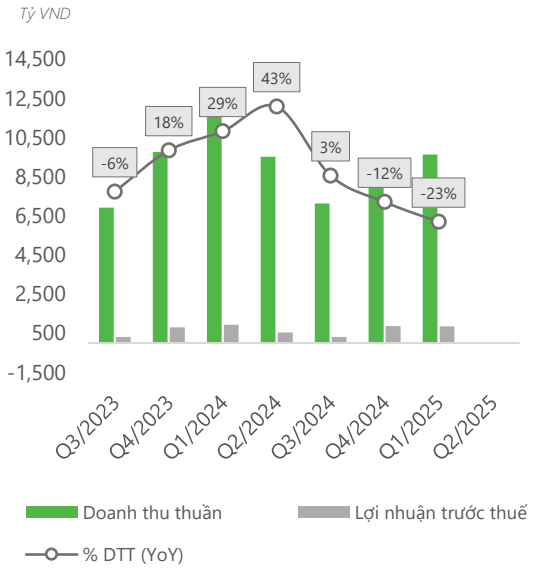
**CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận**

## ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

### Biên lợi nhuận Q1/2025 được cải thiện nhờ tập trung vào mảng bán lẻ

Doanh thu thuần Q1/2025 của PNJ đạt 9.635 tỷ đồng, giảm 23% YoY chủ yếu do giảm mạnh doanh thu vàng miếng (-66,2% YoY) và doanh thu khác (-54% YoY), nguyên nhân do mảng vàng miếng vẫn đang đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguồn nguyên liệu. Mảng doanh thu chính của PNJ là bán lẻ ghi nhận doanh thu tăng 5% YoY, khá khiêm tốn so với các quý trước đó do tình hình tiêu thụ sản phẩm trang sức còn yếu. Mảng doanh thu bán luôn ghi nhận tăng trưởng mạnh nhất 22,4% YoY nhờ lợi thế thương hiệu uy tín, thu hút các đại lý. Trong Q1/2025, cơ cấu doanh thu mảng bán lẻ tăng mạnh chiếm 69,3% tổng doanh thu, cao hơn so với Q1/2024 (50,5%), nhờ đó, biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp cũng được cải thiện lên 21,3%, cao hơn 4,2 điểm % so với Q1/2024.

KẾT QUẢ KINH DOANH

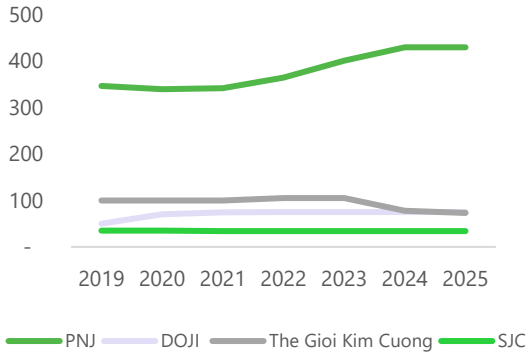



*Nguồn: PNJ, DSC tổng hợp*

### Sở hữu số lượng cửa hàng lớn, áp đảo các chuỗi bán lẻ trang sức khác

PNJ sở hữu tính 429 cửa hàng đến hết tháng 05/2025, cao hơn hẳn so với các chuỗi bán lẻ trang sức khác. So với cuối năm 2024, số lượng cửa hàng của PNJ vẫn duy trì 429 cửa hàng, không tăng thêm nhờ đó chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm 0,3% YoY. Trong năm 2025, doanh nghiệp vẫn có kế hoạch mở rộng mạng lưới cửa hàng, tuy nhiên tình trạng khó khăn trong nguồn nguyên liệu vàng và nhu cầu còn yếu vẫn tiếp diễn, do đó chúng tôi kì vọng doanh nghiệp sẽ mở thêm 15 cửa hàng trong năm 2025 so với năm trước.

SỐ LƯỢNG CỬA HÀNG CỦA CÁC CHUỖI BÁN LẺ TRANG SỨC




*Nguồn: DSC tổng hợp*

### Nợ vay tăng nhưng vẫn duy trì ở tỷ lệ an toàn

Tính đến hết Q1/2025, tổng nợ vay của PNJ là 3.488 tỷ đồng, cao hơn gần 9,6 lần so với cùng kỳ và chiếm 20% tổng tài sản. Mặc dù tăng mạnh nhưng tỷ lệ nợ vay vẫn ở mức an toàn, cùng với đó, doanh nghiệp sở hữu khoản tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn hơn 1.877 tỷ đồng, cho thấy vấn đề thanh khoản vẫn duy trì ổn định. Nợ vay tăng mạnh nên khoản chi phí lãi vay của doanh nghiệp cũng tăng, ghi nhận 28,85 tỷ đồng trong Q1/2025.

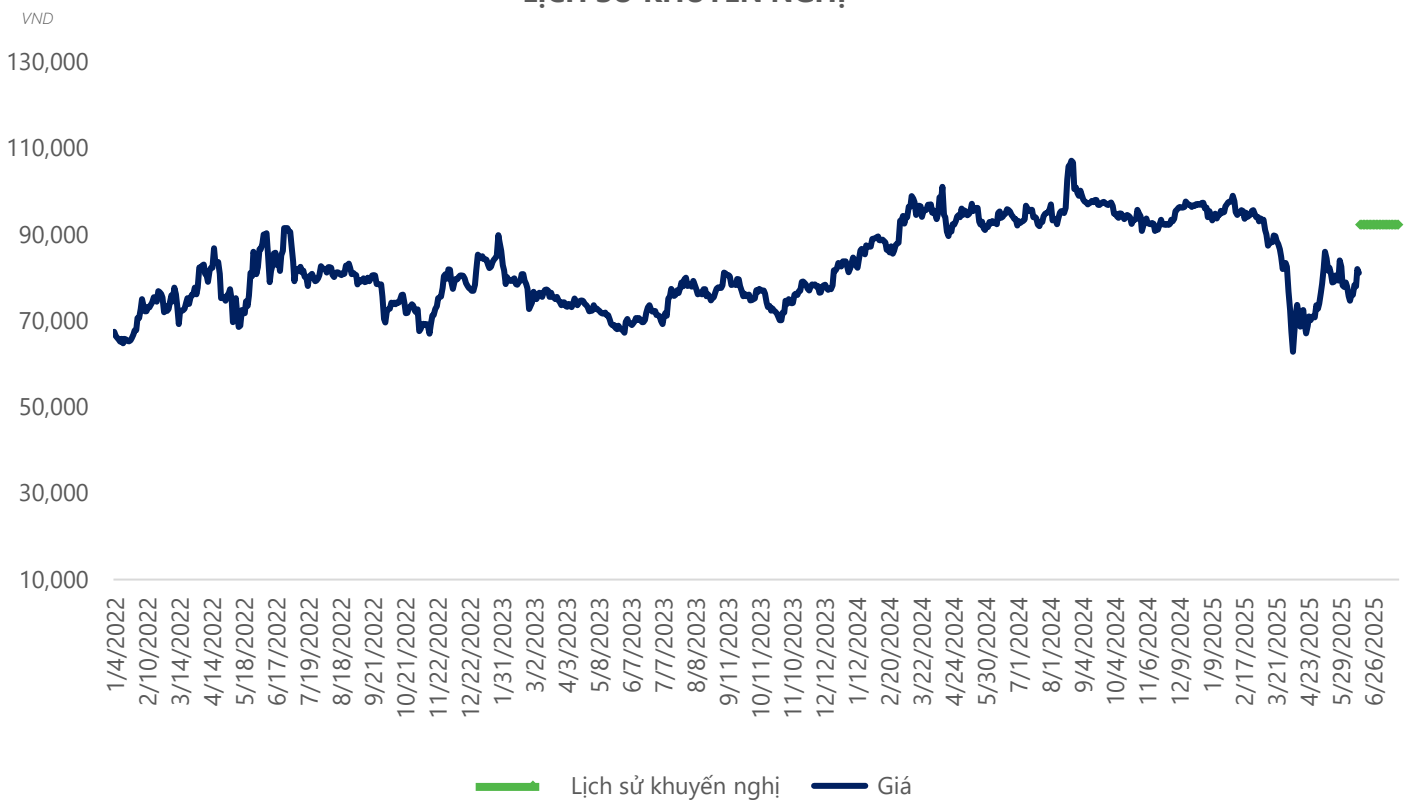
TÌNH HÌNH NỢ VAY

*Nguồn: PNJ, DSC tổng hợp*

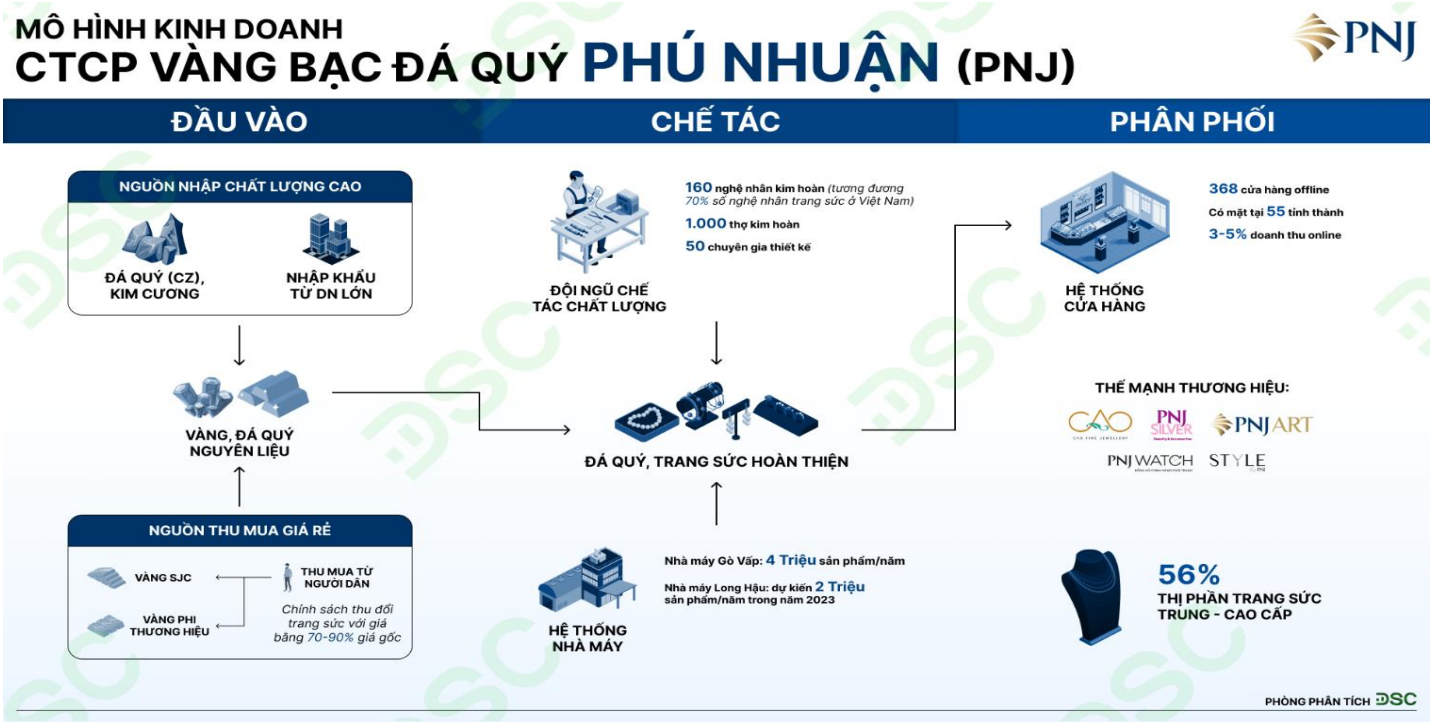
# PNJ

**CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận**

## LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ




## MÔ HÌNH KINH DOANH



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Phương pháp xác định khuyến nghị của DSC:

| Khuyến nghị | Định nghĩa |
|---|---|
| **MUA** | Giá mục tiêu CAO HƠN giá thị trường ít nhất 15% |
| **THEO DÕI** | Giá mục tiêu CHÊNH LỆCH so với giá thị trường thấp hơn 15% |
| **BÁN** | Giá mục tiêu THẤP HƠN giá thị trường ít nhất 15% |
| **CHỐT LỜI** | Chỉ áp dụng đối với cổ phiếu có báo cáo khuyến nghị MUA gần nhất, bộ phận phân tích nhận định rằng cổ phiếu đã tiến tới vùng giá phản ánh hợp lý các luận điểm đã đề cập. |
| **KHÔNG ĐÁNH GIÁ** | Bộ phận phân tích không đưa ra khuyến nghị trong trường hợp báo cáo không có mục đích khuyến nghị hoặc không tìm thấy đầy đủ các thông tin xác thực nhằm phục vụ cho việc khuyến nghị cổ phiếu. |

## Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

**Trương Thái Đạt,**
GĐ. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

**Trần Thị Hồng Nhung**
Chuyên viên Phân tích

**HỘI SỞ CHÍNH**

Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

(024) 3880 3456

info@dsc.com.vn

Tích cực: Các sản phẩm giá rẻ có sức hấp thụ tốt ở cả loại hình bán lẻ và bán buôn sẽ hỗ trợ dòng tiền năm 2024.

Tiêu cực: Thị trường chung đang ở vùng trũng và hồi phục chậm rãi trong năm 2024.

Rủi ro: (1) Tiến độ mở bán và bàn giao dự án châm hơn so với kì vọng; (2) Thị trường BĐS hồi phục kém.

Khuyến nghị: DSC đánh giá, NLG một trong số ít các doanh nghiệp có tiềm năng tốt và rủi ro thấp nhất trong nhóm ngành BĐS dân dụng. DSC khuyến nghị có thể cân nhắc đầu tư cổ phiếu ở vùng giá 37.000 VND.

8.37
8.49

7.93
8.83
800 5.44
488 7.812
0.39

**Triển vọng từ World Cup 2026**

**Giá mục tiêu**

| | |
|---|---|
| DSC | 92,300 VND |
| Công ty chứng khoán khác | 44,200 VND |
| Chênh lệch | 109% |

69,748
73,202 7,742
108,388 14
89,932 11%