

Vàng bạc đá quý Phú Nhuận

Sương mù vẫn còn

Ngày 29/07, chúng tôi đã tham dự cuộc họp nhà đầu tư của PNJ để nghe trình bày về KQKD 2Q25. Sau đây là một số cập nhật đáng chú ý.

Doanh thu Trang sức Bán lẻ vẫn còn yếu

- Trong 2Q25, doanh thu thuần của PNJ giảm còn 7.582 tỷ đồng (-20,3% n/n). Cụ thể:
 - o *Doanh thu vàng 24K* giảm mạnh xuống còn 1.906 tỷ đồng (-52,2% n/n) do nguồn cung vàng 24K khan hiếm – người tiêu dùng không muốn bán vàng vì kỳ vọng giá sẽ tiếp tục tăng.
 - o *Doanh thu trang sức bán lẻ* duy trì ở mức yếu đạt 4.756 tỷ đồng (+3,7% n/n), chủ yếu do giá vàng tăng. Nếu loại trừ yếu tố này, sản lượng bán hàng có thể vẫn thấp hơn so với cùng kỳ năm ngoái.
 - o *Doanh thu vàng bán sỉ* tăng lên 893 tỷ đồng (+2,8% n/n), tuy nhiên mức tăng này thấp hơn các quý trước (khoảng 20% – 40% n/n). Việc cơ quan nhà nước tăng cường kiểm tra thuế có thể đã khiến nhiều cửa hàng vàng nhỏ tạm thời đóng cửa, ảnh hưởng đến số lượng đơn hàng của PNJ.
- Tính đến 25/7, PNJ có 428 cửa hàng (-1 cửa hàng q/q; -1 cửa hàng svdn).
- Trong 2H25F, chúng tôi cho rằng doanh thu của PNJ sẽ quay lại mức tăng trưởng dương, chủ yếu nhờ nền so sánh thấp của doanh thu vàng 24K trong 2H24. Tuy nhiên, doanh thu mảng Trang sức Bán lẻ có thể vẫn chưa có sự cải thiện rõ rệt do nhu cầu tiêu dùng yếu và giá vàng ở mức cao.

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
Doanh thu (tỷ đồng)	17,511	19,547	33,876	33,137	37,823
Tăng trưởng (% n/n)	3.0	11.6	73.3	(2.2)	14.1
LN hoạt động (tỷ đồng)	1,508	1,409	2,337	2,484	2,652
LN ròng (tỷ đồng)	1,069	1,029	1,810	1,971	2,115
EPS (đồng)	4,463	4,295	6,988	6,009	6,254
Tăng trưởng (% n/n)	(11.3)	(3.8)	62.7	(14)	4.1
EBITDA (tỷ đồng)	1,580	1,484	2,504	2,171	2,751
PE (x)	17.70	18.39	11.31	14.3	15.3
EV/EBITDA (x)	12.3	13.7	8.5	12.9	12.5
PB (x)	3.4	3.0	2.3	3.3	2.9
ROE (%)	21.8	18.3	25.1	21.6	20.1
Tỷ suất cổ tức (%)	3.5	2.5	1.5	2.1	0.6

Ghi chú: LN ròng, EPS and ROE dựa trên LN sau thuế của công ty mẹ

Khuyến nghị 12T **Không xếp hạng**

Giá mục tiêu 12T

Tăng/giảm

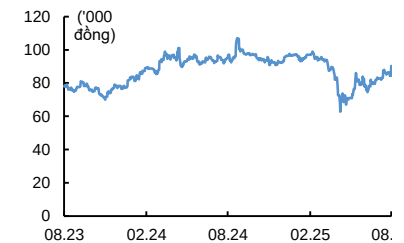
Thông kê

VNIndex (01/08, điểm)	1,495
Giá cp (01/08, đồng)	90,300
Vốn hóa (tỷ đồng)	29,330
SLCP lưu hành (triệu)	338
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	107,088/62,800
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	80
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	86.5/49.
Cổ đông lớn (%)	
Dragon Capital	6.0
T.Rowe Price Associates	5.2
Sprucegroce Investment Management	4.8

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	8.3	(11.1)	(10.5)
Tương đối với VNI (đpt)	(0.3)	(31.5)	(34.8)

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

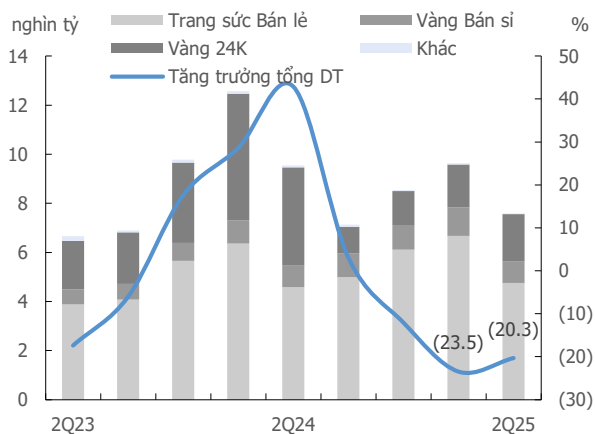
Phòng phân tích

Researchdept@kisvn.vn

LNST quay lại tăng trưởng dương nhưng phía trước vẫn còn nhiều thách thức

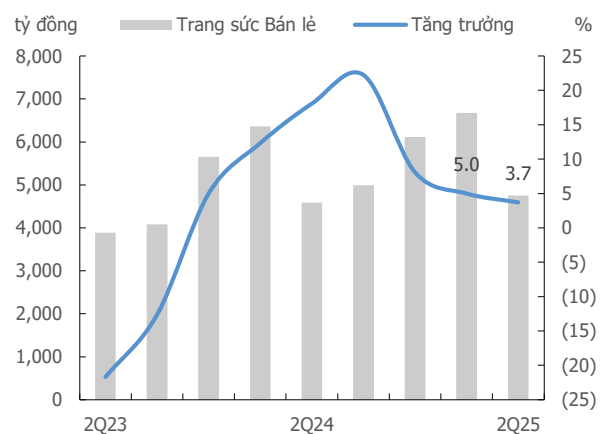
- Trong 2Q25, biên LN gộp của PNJ tăng lên 21,5% (+5,9 đpt n/n), chủ yếu nhờ tỷ trọng doanh thu mảng Trang sức Bán lẻ tăng và tỷ trọng vàng 24K giảm.
- Bên cạnh đó, PNJ cho biết biên lợi nhuận gộp mảng Trang sức Bán lẻ cải thiện nhờ:
 - o 1) PNJ đã sử dụng nguyên liệu vàng có chi phí thấp hơn (được nhập khẩu khi giá còn thấp và bán ra khi giá đã tăng).
 - o 2) PNJ đã tăng cường tái chế vàng từ các sản phẩm cũ.
- Nhờ vậy, LNST của PNJ tăng nhẹ lên 442 tỷ đồng (+3,0% n/n).
- Trong 2H25F, chúng tôi cho rằng PNJ sẽ tiếp tục đối mặt với nhiều bất định và thách thức từ môi trường vĩ mô toàn cầu. Điều này khiến giá vàng biến động và khó dự đoán, gây bất lợi cho doanh thu và biên lợi nhuận gộp của mảng Trang sức Bán lẻ. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ hoàn thành kế hoạch kinh doanh đề ra (LNST 2025F: -7,3% n/n, trong khi LNST 6T25 đã giảm -4,1% n/n).

Hình 1. Doanh thu của PNJ giảm 20,3% n/n trong 2Q25 do Vàng 24K sụt giảm



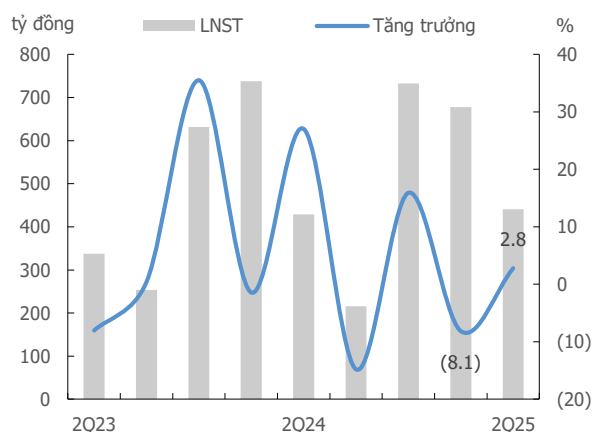
Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

Hình 2. Trong khi đó, doanh thu Trang sức Bán lẻ tăng nhẹ, chủ yếu nhờ giá vàng tăng



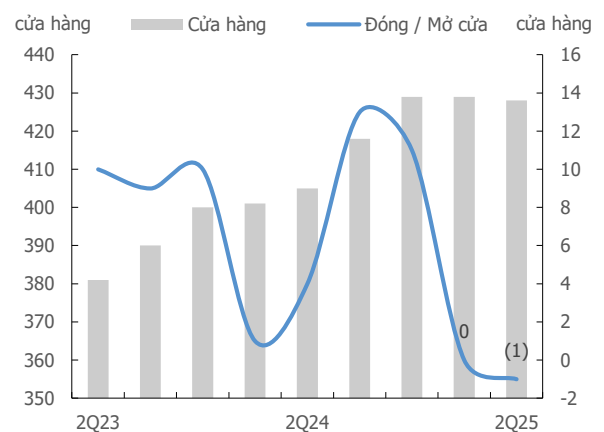
Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

Hình 3. Trong 2Q25, LNST của PNJ tăng nhẹ nhờ biên lợi nhuận gộp mảng Trang sức Bán lẻ cải thiện



Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

Hình 4. Trong 6T25, PNJ đóng cửa 1 cửa hàng



Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 04 tháng 08 2025.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 04 tháng 08 2025.

Người thực hiện: Phòng phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 04 tháng 08 2025 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..