

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG +4,1%

Ngành	Trang sức
Ngày báo cáo	12/07/2026
Giá hiện tại	46.600 VND
Giá mục tiêu	46.500 VND
Giá mục tiêu gần nhất	88.900 VND
TL tăng	-0,2%
Lợi suất cổ tức	4,3%
Tổng mức sinh lời	+4,1%

GT vốn hóa	23,9 nghìn tỷ đồng
Room KN	99,9 tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	134,1 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	511,7 tr
Pha loãng	511,7 tr

	PNJ	VNI
P/E (trượt)	7,1x	15,2x
P/B (hiện tại)	1,7x	2,1x
ROE	25,1%	15,1%
ROA	18,4%	2,3%

Tổng quan Công ty

PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức hàng đầu tại Việt Nam với mạng lưới rộng khắp gồm 431 cửa hàng tính đến cuối năm 2025.

Diễn biến giá cổ phiếu



Lý Phúc Thanh Ngân
Chuyên viên Cao cấp

Hoàng Nam
Giám đốc

(tỷ đồng)	2025	2026F*	2027F*	2028F*
Doanh thu	34.976	45.913	48.208	53.297
% YoY	-8%	31%	5%	11%
LNST sau lợi ích CĐTS	2.828	3.136	2.687	3.191
% YoY	34%	11%	-14%	19%
EPS % YoY	33%	11%	-14%	19%
Biên LN gộp	22,0%	18,3%	17,0%	17,6%
Biên LN từ HĐKD	10,1%	8,8%	7,3%	7,6%
Biên LN ròng	8,1%	6,8%	5,6%	6,0%
DTTD/Doanh thu	0,8%	-0,2%	7,2%	4,5%
P/E	9,0x	8,2x	9,5x	8,0x
P/B	1,8x	1,6x	1,4x	1,3x
ROE	23,1%	22,0%	16,9%	18,1%
Nợ vay ròng/VCSH	12,8%	18,5%	2,1%	-5,5%

* Dự báo kịch bản cơ sở của chúng tôi

Áp lực lợi nhuận ngắn hạn từ vụ việc liên quan đến P-Lab

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 48% giá mục tiêu đối với CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) xuống mức 46.500 đồng/cổ phiếu và hạ khuyến nghị từ MUA xuống PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG.
- Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi phản ánh: (1) mức giảm 22% trong tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-31 (giảm 12%/30% trong các năm 2026/27 và giảm trung bình 23% trong giai đoạn 2028-31); (2) giả định tốc độ tăng trưởng tới hạn thấp hơn ở mức 3% (từ mức 5%) nhằm phản ánh đà tăng trưởng dài hạn ở tốc độ vừa phải hơn; và (3) mức chiết khấu rủi ro sự cố 10% đối với giá trị hợp lý theo phương pháp CKDT của chúng tôi, phản ánh tầm nhìn hiện tại của chúng tôi về triển vọng lợi nhuận còn hạn chế tại thời điểm công bố báo cáo cập nhật này. Sau cuộc điều tra buôn lậu kim cương liên quan đến cựu Giám đốc Công ty TNHH MTV Kiểm định PNJ (P-Lab), chúng tôi điều chỉnh giảm 6% tổng dự báo doanh thu bán lẻ giai đoạn 2026-31 (giảm 10%/13% trong các năm 2026/27 và giảm trung bình 5% trong giai đoạn 2028-31), phản ánh tâm lý thận trọng hơn của người tiêu dùng đối với trang sức kim cương và kim cương rời. Chúng tôi cũng hạ giả định biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ, đồng thời nâng giả định chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)/doanh thu bán lẻ (do chi phí marketing cao hơn nhằm khôi phục niềm tin của khách hàng) và giả định chi phí tài chính (do giả định nợ vay cao hơn).
- Đối với năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu bán lẻ tăng 2% YoY và LNST sau lợi ích CĐTS tăng 11% YoY, được hỗ trợ bởi kết quả sơ bộ tích cực trong nửa đầu năm 2026 (6T 2026), một phần bị ảnh hưởng bởi kết quả kém tích cực hơn trong nửa cuối năm 2026 sau sự cố. Đối với năm 2027, chúng tôi dự phóng doanh thu bán lẻ tăng 5% YoY, trong khi kỳ vọng LNST sau lợi ích CĐTS giảm 14% YoY, chủ yếu do biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ thấp hơn và chi phí SG&A/doanh thu bán lẻ cao hơn.
- PNJ hiện đang giao dịch ở mức P/E trượt 12 tháng là 7,1 lần, tương ứng mức chiết khấu 52% so với mức trung bình 5 năm là 14,9 lần. Chúng tôi cho rằng mức chiết khấu định giá này là hợp lý, xét đến dự báo CAGR LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-30 thấp hơn ở mức 8% (so với 13% trước đây) và tầm nhìn của chúng tôi về triển vọng lợi nhuận của công ty còn hạn chế ở thời điểm hiện tại.
- Yếu tố hỗ trợ:** Niềm tin người tiêu dùng phục hồi nhanh hơn dự kiến. **Rủi ro:** Tâm lý người tiêu dùng suy yếu kéo dài hơn; hoạt động mua lại tăng cao hơn dự kiến.

Ban lãnh đạo khẳng định lại rằng sự vụ này là hành vi vi phạm cá nhân đơn lẻ, không liên quan đến hoạt động của PNJ. Vào ngày 3/7/2026, Công an tỉnh Thanh Hóa đã khởi tố 22 cá nhân trong một vụ án buôn lậu kim cương xuyên quốc gia quy mô lớn, bao gồm cựu Giám đốc P-Lab. Cá nhân này bị cáo buộc đã mua kim cương bị sai thông số so với giấy kiểm định GIA (Viện Ngọc học Hoa Kỳ), mài mã số GIA được khắc trên viên kim cương, làm mới theo mã số của P-Lab, và cấp giấy kiểm định P-Lab, cho phép số kim cương này được bán như các sản phẩm được P-Lab kiểm định nhằm trục lợi tài chính cho đường dây buôn lậu.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận chịu áp lực trong giai đoạn nửa cuối năm 2026-2027 trước khi phục hồi từ năm 2028 trên nền thấp. Chúng tôi cho rằng sự cố này có thể tạm thời làm suy yếu niềm tin của người tiêu dùng đối với các sản phẩm liên quan đến kim cương của PNJ, dẫn đến biên lợi nhuận gộp mỏng bán lẻ thấp hơn do cơ cấu sản phẩm kém thuận lợi hơn và mức chiết khấu bán hàng cao hơn, chi phí SG&A/doanh thu bán lẻ cao hơn do gia tăng hoạt động marketing và nỗ lực xây dựng lại thương hiệu, cùng chi phí tài chính cao hơn do nhu cầu vốn lưu động lớn hơn. Chúng tôi kỳ vọng những khó khăn này sẽ dần được xoa dịu khi niềm tin của người tiêu dùng phục hồi, hỗ trợ lợi nhuận phục hồi trở lại trong năm 2028 trên nền thấp.

Tóm tắt vụ án buôn lậu kim cương

1. Bối cảnh

*** Sự vụ buôn lậu kim cương:** Vào ngày 3/7/2026, truyền thông trong nước đưa tin Công an tỉnh Thanh Hóa đã khởi tố 22 cá nhân liên quan đến một vụ án buôn lậu kim cương xuyên quốc gia quy mô lớn. Theo điều tra, đường dây này được cho là do các đối tượng người Ấn Độ có trụ sở tại Hồng Kông cầm đầu, thu mua kim cương từ Ấn Độ, tập kết tại Hồng Kông và tổ chức nhập lậu vào Việt Nam. Cơ quan chức năng ước tính từ năm 2024, nhóm này đã buôn lậu hơn 28.000 viên kim cương qua 141 lô hàng từ Hồng Kông về Việt Nam, với tổng giá trị thị trường ước tính khoảng 280 tỷ đồng. Trong số các bị can có ông Đặng Ngọc Thảo, cựu Giám đốc P-Lab – công ty con do PNJ sở hữu 100%, cung cấp dịch vụ kiểm định và cấp giấy chứng nhận kiểm định đối với các loại đá quý. Theo cơ quan chức năng, ông Thảo bị cáo buộc đã lợi dụng chức vụ và chuyên môn để cấu kết với đường dây buôn lậu. Cụ thể, ông bị cáo buộc đã mua kim cương bị sai thông số so với giấy kiểm định GIA, mài mã số GIA được khắc trên viên kim cương, làm mới theo mã số của P-Lab, và cấp giấy kiểm định P-Lab, cho phép số kim cương này được bán như các sản phẩm được P-Lab kiểm định nhằm trục lợi cho đường dây buôn lậu.

*** Hồ sơ của P-Lab:** P-Lab là công ty con do PNJ sở hữu 100%, cung cấp dịch vụ kiểm định và cấp giấy chứng nhận kim cương, đá quý và vàng, và được xem là đơn vị dẫn đầu thị trường trong mảng này. Đối với dịch vụ kiểm định kim cương, P-Lab phục vụ nhiều đối tượng khách hàng, bao gồm các công ty kinh doanh kim cương và các cá nhân có nhu cầu đánh giá kim cương độc lập. Khách hàng gửi kim cương đến P-Lab để đánh giá kỹ thuật và nhận được báo cáo phân loại, nhằm cung cấp thông tin về các đặc tính kỹ thuật của viên kim cương nhằm hỗ trợ giao dịch và làm cơ sở tham khảo cho người mua và người bán. P-Lab không cung cấp dịch vụ định giá, không xác định nguồn gốc của kim cương, cũng như không chứng nhận quyền sở hữu hay lịch sử giao dịch. Thay vào đó, vai trò của P-Lab chỉ giới hạn ở việc đánh giá và chứng nhận các đặc điểm kỹ thuật của viên kim cương.

2. Nhận định & hành động của ban lãnh đạo

*** Quản trị khủng hoảng:** Ngay khi nắm được sự việc, PNJ đã lập tức kích hoạt quy trình quản trị khủng hoảng và công bố thông cáo báo chí chính thức. Công ty cũng chủ động theo dõi mạng xã hội để nắm bắt tâm lý người tiêu dùng và phản hồi kịp thời các lo ngại của thị trường cũng như thắc mắc của khách hàng.

*** Làm rõ phạm vi sự cố:** Vụ việc liên quan đến nguyên Giám đốc P-Lab và hành vi sai phạm được cho là thuộc trách nhiệm pháp lý cá nhân của người này, không phải của công ty.

*** Khẳng định lại nguồn gốc kim cương:** Theo công bố thông tin của PNJ, toàn bộ kim cương do PNJ bán ra có nguồn gốc từ (1) kim cương nhập khẩu chính ngạch, hợp pháp và (2) kim cương mua lại từ khách hàng theo chương trình mua lại của công ty. Chủ tịch HĐQT khẳng định lại rằng kim cương của PNJ được nhập khẩu từ một số thị trường như Thái Lan và Hồng Kông với đầy đủ chứng từ nhập khẩu. Bà cũng làm rõ rằng mối quan hệ giữa PNJ và P-Lab chỉ giới hạn ở các hợp đồng dịch vụ kiểm định, do vai trò của P-Lab là cấp giấy chứng nhận chứ không phải kinh doanh kim cương. Trên cơ sở đó, ban lãnh đạo cho biết không có viên nào trong số khoảng 28.000 viên kim cương bị cáo buộc liên quan đến vụ buôn lậu được bán qua các kênh phân phối của PNJ.

*** Kế hoạch năm 2026:** Hoạt động kinh doanh hằng ngày của công ty vẫn ổn định và ban lãnh đạo khẳng định lại cam kết hoàn thành các mục tiêu doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2026 đã được thông qua tại ĐHCĐ vào tháng 4.

*** Chiến lược dài hạn:** PNJ khẳng định lại rằng chiến lược dài hạn đối với mảng kinh doanh kim cương vẫn không thay đổi. Công ty duy trì mức độ tiếp xúc hạn chế với kim cương có giá trị lớn phục vụ mục đích đầu tư, trong khi hoạt động kinh doanh cốt lõi tiếp tục tập trung vào trang sức thời trang phục vụ tiêu dùng cá nhân.

*** Các biện pháp cải thiện khung quản trị doanh nghiệp:** Ban lãnh đạo cho biết PNJ đang ứng phó dưới sự dẫn dắt của các nhóm chuyên trách nội bộ, với sự hỗ trợ của các cố vấn pháp lý và truyền thông độc lập. HĐQT của PNJ đã khởi động việc rà soát toàn diện khung quản trị và tuân thủ của P-Lab, tập trung vào việc tăng cường kiểm soát nội bộ. Một cơ chế giám sát chuyên trách gồm hai đại diện độc lập phụ trách quản trị rủi ro và kiểm toán nội bộ đã được thành lập, báo cáo trực tiếp lên HĐQT. Dựa trên kết quả rà soát, PNJ dự kiến tiếp tục củng cố khung quản trị doanh nghiệp của P-Lab theo các thông lệ tốt nhất.

*** Căn nhắc về việc mua lại cổ phiếu:** Vào ngày 8/7, PNJ công bố nghị quyết HĐQT xin ý kiến cổ đông bằng văn bản để bán toàn bộ 169.559 cổ phiếu quỹ (0,03% số cổ phiếu đang lưu hành), với ngày đăng ký cuối cùng là 17/8/2026. Việc bán này nhằm tuân thủ các quy định hiện hành, vốn yêu cầu PNJ không được có cổ phiếu quỹ trước khi thực hiện các đợt mua lại cổ phiếu trong tương lai. PNJ dự kiến thu thập ý kiến cổ đông bằng văn bản trong tháng 8/2026, trong khi việc bán cổ phiếu quỹ dự kiến được thực hiện trong Q3 2026 thông qua khớp lệnh và/hoặc giao dịch thỏa thuận.

*** Đăng ký mua cổ phiếu của người có liên quan đến người nội bộ/ban lãnh đạo:**

- Vào ngày 6/7, ông Cao Ngọc Duy, em trai Chủ tịch HĐQT PNJ — bà Cao Thị Ngọc Dung, đã đăng ký mua 300.000 cổ phiếu PNJ. Nếu thực hiện đầy đủ, giao dịch sẽ nâng tỷ lệ sở hữu của ông từ 2,64% lên 2,70%. Giao dịch được thực hiện qua khớp lệnh và giao dịch thỏa thuận trong khoảng thời gian từ 10/7 đến 7/8/2026.

- Vào ngày 11/7, ông Phan Quốc Công, Tổng Giám đốc kiêm thành viên HĐQT, đã đăng ký mua 1 triệu cổ phiếu PNJ. Nếu thực hiện đầy đủ, giao dịch sẽ nâng tỷ lệ sở hữu của ông từ 0,0% lên 0,2%. Giao dịch được thực hiện qua khớp lệnh và giao dịch thỏa thuận trong khoảng thời gian từ 17/7 đến 14/8/2026.

3. Tác động

*** Xu hướng khách hàng bán lại:** Ban lãnh đạo cho biết lượng khách đến cửa hàng để giao dịch liên quan đến kim cương đã tăng trong ngày 3/7, ngày giao dịch đầu tiên sau sự việc. Lượng khách sau đó giảm xuống còn khoảng 50% so với mức ngày 3/7 vào ngày 4/7 và còn khoảng 30% vào ngày 5/7. Tính đến sáng ngày 6/7, ban lãnh đạo cho biết lượng khách đã phần lớn trở lại mức trước khủng hoảng. Theo ban lãnh đạo, khách hàng đến cửa hàng trong những ngày qua với nhiều mục đích khác nhau, bao gồm yêu cầu kiểm định kim cương, bán kim cương rời, hoặc đổi các sản phẩm kim cương để lấy sản phẩm khác.

*** Hàng tồn kho:** Ban lãnh đạo thừa nhận hàng tồn kho kim cương đã tăng do lượng khách bán lại cao hơn, nhưng cho biết tồn kho vẫn ở mức có thể kiểm soát được. Công ty đã điều chỉnh kế hoạch tồn kho tương ứng và dự kiến sử dụng lượng kim cương mua lại này trong các bộ sưu tập mới sẽ ra mắt trong nửa cuối năm 2026.

Triển vọng năm 2026: Doanh thu bán lẻ nửa cuối năm 2026 suy yếu sẽ gây áp lực lên tăng trưởng lợi nhuận năm 2026 (Kịch bản cơ sở)

Hình 1: Dự phóng kịch bản cơ sở năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026 mới (kịch bản cơ sở)	YoY	Dự báo 2026 cũ	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	34.976	45.913	31%	52.040	
– Bán lẻ ¹	24.646	25.139	2%	27.985	* Chúng tôi giả định tăng trưởng doanh thu cùng cửa hàng (SSSG) đạt 2% YoY (so với 13% trước đây) và số lượng cửa hàng đi ngang so với cùng kỳ (so với mức tăng ròng 15 cửa hàng trước đây), phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về tâm lý người tiêu dùng thận trọng hơn đối với các sản phẩm liên quan đến kim cương sau sự cố buôn lậu kim cương.
– Bán sỉ ¹	3.895	4.285	10%	4.285	* Tăng trưởng chủ yếu được thúc đẩy bởi giá bán cao hơn, trong khi nhu cầu vẫn yếu khi các cửa hàng trang sức nhỏ lẻ tiếp tục thu hẹp quy mô trong bối cảnh các yêu cầu về quy định và tuân thủ chặt chẽ hơn.
– Vàng miếng ¹	6.693	16.732	150%	20.078	* Tăng trưởng được hỗ trợ bởi giá vàng cao hơn YoY và khả năng cung ứng vàng nhẫn và vàng miếng của PNJ được cải thiện, nhờ sự chuẩn bị tốt hơn về nguồn cung nguyên liệu vàng.
– Khác ¹	177	186	5%	186	
Lợi nhuận gộp	7.684	8.419	10%	9.466	
Chi phí SG&A	-4.147	-4.398	6%	-4.908	
Lợi nhuận từ HĐKD	3.537	4.021	14%	4.558	
LNTT	3.548	3.920	10%	4.453	
LNST sau lợi ích CĐTS	2.828	3.136	11%	3.562	* Chủ yếu được hỗ trợ bởi tăng trưởng doanh thu bán lẻ 2% YoY và giả định của chúng tôi về biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ cải thiện 1,5 điểm % YoY.
Biên lợi nhuận gộp	22,0%	18,3%	-3,6 điểm %		* Do cơ cấu doanh thu kém thuận lợi hơn khi chúng tôi dự kiến tỷ trọng đóng góp từ doanh thu bán lẻ giảm từ 70% năm 2025 xuống 55% năm 2026, ảnh hưởng nhiều hơn so với giả định của chúng tôi về biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ cải thiện so với cùng kỳ.
Chi phí SG&A/doanh thu thuần	11,9%	9,6%	-2,3 điểm %		
Chi phí SG&A/doanh thu bán lẻ	16,8%	17,5%	0,7 điểm %		* Chúng tôi giả định chi phí SG&A/doanh thu bán lẻ tăng YoY, phản ánh chi phí marketing cao hơn nhằm khôi phục niềm tin khách hàng và hỗ trợ doanh thu.
Biên lợi nhuận từ HĐKD	10,1%	8,8%	-1,4 điểm %		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	8,1%	6,8%	-1,3 điểm %		

Nguồn: PNJ, Vietcap (¹ Doanh thu theo mảng là doanh thu gộp)

Triển vọng năm 2027: Lợi nhuận giảm do biên lợi nhuận gộp mỏng bán lẻ thấp hơn, chi phí SG&A cao hơn và chi phí tài chính gia tăng (Kịch bản cơ sở)

Hình 2: Dự phóng kịch bản cơ sở năm 2027 của Vietcap

Tỷ đồng	2026F (kịch bản cơ sở)	2027F (kịch bản cơ sở)	YoY	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	45.913	48.208	5%	
– Bán lẻ ¹	25.139	26.396	5%	* Chủ yếu được thúc đẩy bởi SSSG đạt 5% YoY, với số lượng của hàng đi ngang so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng tâm lý thận trọng của người tiêu dùng sau sự cố buồn lậu kim cương có thể kéo dài đến hết năm 2027, mặc dù tác động sẽ dần giảm bớt so với mức của nửa cuối năm 2026.
– Bán sỉ ¹	4.285	4.499	5%	* Chúng tôi giả định doanh thu bán sỉ tăng trưởng khiêm tốn, phản ánh nhu cầu tiếp tục yếu từ các cửa hàng trang sức nhỏ lẻ.
– Vàng miếng ¹	16.732	17.568	5%	* Chúng tôi giả định doanh thu vàng tăng trưởng khiêm tốn, chủ yếu nhờ nhu cầu cải thiện, mặc dù dự báo đồng thuận của Bloomberg cho rằng giá vàng quốc tế giảm khoảng 2% YoY trong năm 2027.
– Khác ¹	186	195	5%	
Lợi nhuận gộp	8.419	8.180	-3%	* Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp chung giảm 1,4 điểm % YoY, do giả định biên lợi nhuận gộp mỏng bán lẻ thu hẹp 2,5 điểm % YoY, mặc dù giả định cơ cấu doanh thu không đổi so với năm 2026F.
Chi phí SG&A	-4.398	-4.662	6%	
Lợi nhuận từ HĐKD	4.021	3.518	-13%	
LNTT	3.920	3.358	-14%	
LNST sau lợi ích CĐTS	3.136	2.687	-14%	* LNST sau lợi ích CĐTS chịu áp lực bởi giả định của chúng tôi về việc biên lợi nhuận gộp mỏng bán lẻ giảm 2,5 điểm % YoY và chi phí SG&A/doanh thu bán lẻ tăng 20 điểm cơ bản, ảnh hưởng nhiều hơn so với mức tăng trưởng doanh thu bán lẻ 5% YoY.
Biên lợi nhuận gộp	18,3%	17,0%	-1,4 điểm %	* Do giả định biên lợi nhuận gộp mỏng bán lẻ giảm 2,5 điểm % YoY, mặc dù cơ cấu doanh thu không đổi so với năm 2026. Giả định biên lợi nhuận gộp mỏng bán lẻ thấp hơn của chúng tôi phản ánh cơ cấu sản phẩm kém thuận lợi hơn và mức chiết khấu bán hàng cao hơn.
Chi phí SG&A/doanh thu thuần	9,6%	9,7%	0,1 điểm %	
Chi phí SG&A/doanh thu bán lẻ	17,5%	17,7%	0,2 điểm %	* Chúng tôi giả định chi phí marketing duy trì ở mức cao để khôi phục niềm tin người tiêu dùng và hỗ trợ doanh thu.
Biên lợi nhuận từ HĐKD	8,8%	7,3%	-1,5 điểm %	
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	6,8%	5,6%	-1,3 điểm %	

Nguồn: PNJ, Vietcap (¹ Doanh thu theo mảng là doanh thu gộp)

Định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (CKDT) cho PNJ, mà chúng tôi cho là phù hợp nhất để phản ánh tiềm năng tăng trưởng dài hạn của công ty. Chúng tôi duy trì các trọng số FCFE nhằm tính đến mức pha loãng lũy kế từ các đợt phát hành ESOP dự kiến. Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi giảm giả định tốc độ tăng trưởng tới hạn từ 5% xuống 3% nhằm phản ánh triển vọng tăng trưởng lợi nhuận dài hạn ở tốc độ vừa phải hơn. Chúng tôi cũng áp dụng mức chiết khấu rủi ro sự cố 10% đối với giá trị hợp lý theo phương pháp CKDT nhằm phản ánh tầm nhìn về triển vọng lợi nhuận của công ty trong bối cảnh cuộc điều tra đang diễn ra còn hạn chế (Hình 3).

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm 48% giá mục tiêu đối với PNJ. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi phản ánh: (1) mức giảm 22% trong tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-31 (giảm 12%/30% trong năm 2026F/2027 và giảm trung bình 23% trong giai đoạn 2028-31); (2) giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn thấp hơn ở mức 3% (từ mức 5%) nhằm phản ánh quỹ đạo tăng trưởng dài hạn ở mức vừa phải hơn; và (3) mức chiết khấu rủi ro sự cố 10% đối với giá trị hợp lý theo phương pháp CKDT của chúng tôi, phản ánh tầm nhìn của chúng tôi về triển vọng lợi nhuận tại thời điểm hiện tại còn hạn chế. Sau thông tin về vụ án buôn lậu kim cương liên quan đến nguyên Giám đốc P-Lab, chúng tôi điều chỉnh giảm 6% tổng dự báo doanh thu bán lẻ giai đoạn 2026-31 (giảm 10%/13% trong các năm 2026/2027 và giảm trung bình 5% trong giai đoạn 2028-31), phản ánh tâm lý thận trọng hơn của người tiêu dùng đối với trang sức kim cương và kim cương rời. Chúng tôi cũng hạ giả định biên lợi nhuận gộp mảng bán lẻ, đồng thời nâng giả định chi phí SG&A/doanh thu bán lẻ và chi phí tài chính.

Hình 3: Định giá FCFE

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
LNST điều chỉnh cho quỹ khen thưởng phúc lợi	2.924	2.505	2.975	3.446	3.849	4.203	4.578
- Vốn XDDB (i)	-69	-49	-94	-94	-94	-94	-94
+ Khấu hao (ii)	219	159	153	152	154	157	160
- Tăng vốn lưu động	-3.186	875	-660	1.187	-1.346	1.317	-1.595
+ Nợ ròng	1.267	-350	66	-119	135	-132	160
FCFE	1.155	3.139	2.440	4.573	2.697	5.451	3.209
+ Số tiền thu được từ phát hành ESOP	0	18	0	0	26	26	26
FCFE + ESOP (1)	1.155	3.157	2.440	4.573	2.723	5.477	3.235
Tỷ trọng điều chỉnh theo ESOP (2)	100,00%	99,65%	99,65%	99,65%	99,16%	98,66%	98,17%
FCFE điều chỉnh theo ESOP (1 x 2)	1.155	3.146	2.431	4.557	2.700	5.404	3.176
Giá trị hiện tại của FCFE điều chỉnh	1.082	2.585	1.752	2.881	1.497	2.629	1.355
Lũy kế giá trị hiện tại của FCFE điều chỉnh	1.082	3.666	5.419	8.299	9.796	12.425	13.780

Chi phí vốn chủ sở hữu	Cũ	Mới	FCFE (6 năm)	Tỷ đồng
Beta	1,0	1,0	GTHT của dòng tiền tự do	13.780
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT giá trị cuối cùng (TT = 3,0%)	12.688
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0	GTHT của DTTD và GTC	26.468
Chi phí vốn chủ sở hữu %	14,0	14,0	- Lợi ích CĐTS	0
			Giá trị vốn chủ sở hữu	26.468
			Số lượng CP lưu hành 2026 (tr)	511,7
			Giá trị/cổ phiếu (đồng)	51.700
			Chiết khấu rủi ro sự cố	10%
			Giá mục tiêu (đồng)	46.500

Nguồn: Vietcap ((i) tổng vốn XDDB phân bổ cho tài sản cố định và chi phí trả trước; (ii) bao gồm cả phân bổ cho chi phí trả trước)

Phân tích kịch bản

Chúng tôi xem xét ba kịch bản (Hình 5) với các giả định SSSG mảng bán lẻ khác nhau cho giai đoạn 2026-30 (Hình 4) nhằm phản ánh các mức độ tác động khác nhau từ tâm lý thận trọng hơn của người tiêu dùng đối với các sản phẩm liên quan đến kim cương. Ở tất cả các kịch bản, chúng tôi giả định SSSG chậm lại trong giai đoạn 2026-27 trước khi phục hồi trong năm 2028 trên nền thấp. Ở kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo SSSG đạt 2% trong năm 2026 và 5% trong năm 2027, trước khi phục hồi lên 14% trong năm 2028. Điều này tương ứng với tăng trưởng doanh thu bán lẻ lần lượt là 2%/5%/15% YoY và tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS lần lượt là 11%/-14%/19% YoY trong năm 2026/27/28.

Hình 4: Giả định SSSG của mảng bán lẻ

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
Kịch bản tích cực	3%	9%	15%	11%	8%	8%	5%
Kịch bản cơ sở	2%	5%	14%	14%	7%	7%	4%
Kịch bản tiêu cực	-2%	3%	16%	17%	6%	7%	5%

Nguồn: Vietcap

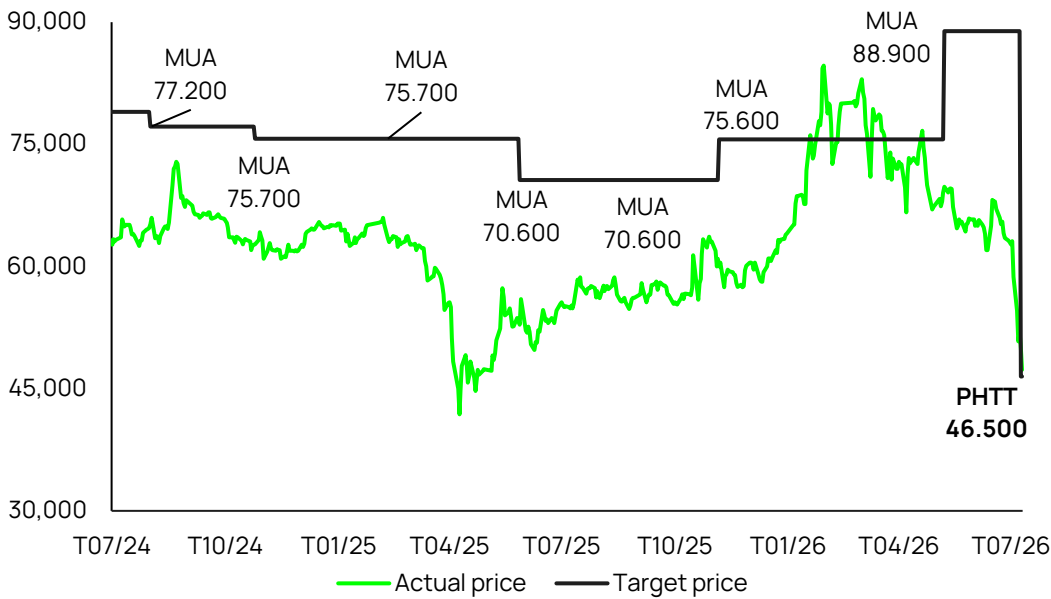
Hình 5: Tóm tắt phân tích kịch bản

	Kịch bản tích cực	Kịch bản cơ sở	Kịch bản tiêu cực
Tăng trưởng doanh thu bán lẻ 2026 YoY	3%	2%	-2%
Biên LN gộp bán lẻ/biên LN gộp 2026	31,2%/18,4%	31,2%/18,3%	31,2%/18,0%
Tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS 2026 YoY	12%	11%	1%
Tăng trưởng doanh thu bán lẻ 2027 YoY	9%	5%	3%
Biên LN gộp bán lẻ/biên LN gộp 2027	28,7%/17,3%	28,7%/17,0%	28,7%/16,6%
Tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS 2027 YoY	-12%	-14%	-20%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	48.200	46.500	38.600
TL tăng/giảm	3%	0%	-17%
Lợi suất cổ tức	4%	4%	4%
Tổng mức sinh lời	8%	4%	-13%
Khuyến nghị	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	KÉM KHẢ QUAN

Nguồn: Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 6: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Báo cáo Tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	34.976	45.913	48.208	53.297
Giá vốn hàng bán	-27.292	-37.493	-40.028	-43.927
Lợi nhuận gộp	7.684	8.419	8.180	9.370
Chi phí bán hàng	-3.323	-3.530	-3.742	-4.291
Chi phí quản lí DN	-824	-868	-920	-1.055
LN thuần HĐKD	3.537	4.021	3.518	4.024
Thu nhập tài chính	136	167	184	299
Chi phí tài chính	-153	-296	-372	-362
- Trong đó, chi phí lãi vay	-119	-296	-372	-362
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	28	28	28	28
LNTT	3.548	3.920	3.358	3.989
Thuế TNDN	-719	-784	-672	-798
LNST trước CĐTS	2.828	3.136	2.687	3.191
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	2.828	3.136	2.687	3.191
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh	2.637	2.924	2.505	2.975
EBITDA	3.622	4.111	3.612	4.122
EPS báo cáo, VND	5.527	6.128	5.241	6.215
EPS điều chỉnh, VND	5.153	5.714	4.886	5.794
DPS, VND	1.317	2.000	2.000	2.000
DPS/EPS (%)	24%	33%	38%	32%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-7,5%	31,3%	5,0%	10,6%
Tăng trưởng LN HĐKD	32,5%	13,7%	-12,5%	14,4%
Tăng trưởng LNTT	33,9%	10,5%	-14,3%	18,8%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	36,4%	10,9%	-14,5%	18,6%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	22,0%	18,3%	17,0%	17,6%
Biên LN từ HĐKD %	10,1%	8,8%	7,3%	7,6%
Biên EBITDA %	10,4%	9,0%	7,6%	7,8%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS %	8,1%	6,8%	5,6%	6,0%
ROE %	23,1%	22,0%	16,9%	18,1%
ROA %	15,1%	14,4%	11,2%	12,5%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	192,9	170,0	170,0	154,0
Số ngày phải thu	0,6	0,4	0,4	0,3
Số ngày phải trả	5,8	3,3	3,7	3,2
TG luân chuyển tiền	187,7	167,1	166,7	151,1
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,7	2,7	3,0	3,2
CS thanh toán nhanh	0,4	0,3	0,6	0,8
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,3	0,6	0,8
Nợ/Tài sản	21%	23%	21%	20%
Nợ/Vốn sử dụng	24%	27%	24%	22%
Nợ/Vốn CSH	12,8%	18,5%	2,1%	-5,5%
Khả năng thanh toán lãi vay	29,7	13,6	9,5	11,1

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	522	182	1.785	2.732
Đầu tư TC ngắn hạn	2.007	2.500	3.000	3.500
Các khoản phải thu	49	49	49	49
Hàng tồn kho	15.835	19.090	18.196	18.871
TS ngắn hạn khác	200	200	200	200
Tổng TS ngắn hạn	18.614	22.021	23.230	25.352
TS dài hạn (gộp)	1.580	1.629	1.679	1.728
- Khấu hao lũy kế	-724	-814	-908	-1.006
TS dài hạn (ròng)	856	815	771	722
Đầu tư TC dài hạn	6	6	6	6
TS dài hạn khác	688	578	513	503
Tổng TS dài hạn	1.550	1.399	1.290	1.231
Tổng Tài sản	20.164	23.421	24.521	26.583
Phải trả ngắn hạn	334	402	384	398
Nợ ngắn hạn	4.223	5.490	5.140	5.206
Nợ ngắn hạn khác	2.317	2.317	2.317	2.317
Tổng nợ ngắn hạn	6.874	8.210	7.841	7.921
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	14	14	14	14
Tổng nợ	6.889	8.224	7.856	7.936
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	3.413	3.413	3.431	3.431
Thặng dư vốn CP	1.983	1.983	1.983	1.983
Lợi nhuận giữ lại	4.411	6.332	7.783	9.765
Vốn khác	3.468	3.468	3.468	3.468
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	13.275	15.196	16.665	18.647
Tổng cộng nguồn vốn	20.164	23.421	24.521	26.583
Số CP lưu hành cuối năm, tr	511,7	511,7	513,5	513,5

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	1.123	522	182	1.785
Lợi nhuận sau thuế	2.828	3.136	2.687	3.191
Khấu hao	85	90	94	98
Thay đổi vốn lưu động	-2.484	-3.186	875	-660
Điều chỉnh khác	-411	-82	-147	-172
Tiền từ hoạt động KD	19	-42	3.508	2.457
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-116	-49	-49	-49
Đầu tư	-778	-493	-500	-500
Tiền từ HĐ đầu tư	-894	-542	-549	-549
Cổ tức đã trả	-674	-1.023	-1.023	-1.027
Tăng (giảm) vốn cổ phần	65	0	18	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	882	1.267	-350	66
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	273	244	-1.355	-961
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-601	-340	1.603	947
Tiền cuối năm	522	182	1.785	2.732

Nguồn: PNJ, Vietcap

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Chúng tôi, Lý Phúc Thanh Ngân & Hoàng Nam, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. 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.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thủy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le
Giám đốc
Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 525
anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.