CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HSX: PNJ)

Vàng thật không sợ lửa

Sử dụng kết hợp phương pháp DCF cho định giá dài hạn và so sánh P/E cho ngắn hạn với tỷ trọng 60:40, chúng tôi xác định giá hợp lý của cổ phiếu PNJ là **135.000 đồng**, tương đương P/E & P/B năm 2026F là 11,0 & 1,7 lần. Dựa trên giá đóng cửa ngày 27/03/2026, kết hợp với cổ tức tiền mặt 2.000 đồng/cổ phiếu, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với PNJ, tổng mức sinh lời kỳ vọng là 25%.

Nội lực vững vàng để vượt qua thách thức "kép" của thị trường

Năm 2025, PNJ ghi nhận doanh thu thuần 34.796 tỷ đồng (-7,5% yoy), chủ yếu do doanh thu vàng 24K giảm mạnh 43,1% yoy trong bối cảnh nguồn cung khan hiếm, giá nguyên liệu tăng cao. Mặc dù sức mua yếu và phục hồi chậm, mảng bán lẻ trang sức vẫn đóng góp 69,5% tổng doanh thu và đạt tăng trưởng 10,4% yoy, nhờ tệp khách hàng trung thành và nhu cầu của nhóm khách hàng doanh nghiệp quay trở lại rõ rệt trong nửa cuối năm. KQKD 2025 được đánh giá tích cực khi LNST-CTM đạt 2.829 tỷ đồng (+33,9% yoy), biên ròng 8,1%. Điều này nhờ vào:

- Năng lực nguồn vốn mạnh và quy trình bán hàng hiện đại giúp doanh nghiệp hưởng lợi ở mảng bán lẻ khi nhiều hộ kinh doanh bị ảnh hưởng bởi Nghị định 70/2025/NĐ-CP quy định về hóa đơn chứng từ, kê khai thuế; hoạt động thanh tra toàn diện thị trường vàng.
- Biên lợi nhuận gộp đạt mức cao kỷ lục 22,0% (+3,4 pps yoy) nhờ tận dụng xu hướng giá vàng tăng để điều chỉnh giá bán hợp lý với nguồn nguyên vật liệu giá rẻ từ hàng thanh lý, đồng thời sản xuất các sản phẩm nhẹ vàng nhằm giảm áp lực thiếu nguyên liệu.

Tiềm năng tăng trưởng nhờ chính sách thị trường mở và linh hoạt trong chiến lược kinh doanh

Chúng tôi dự phóng doanh thu của PNJ đạt 42.500 tỷ đồng (+21,5% yoy) vào năm 2026 và CAGR giai đoạn 2026 -30 đạt 10,2%/năm. PNJ được kỳ vọng nâng thị phần bán lẻ từ 22% (2025) lên 27% (2030), mảng trụ cột này duy trì đóng góp khoảng 66% tỷ trọng doanh thu. LNST-CTM và EPS năm 2026F dự phóng đạt lần lượt 3.364 tỷ đồng (+18,9 % yoy) và 9.860 đồng/cổ phiếu, tương ứng biên lợi nhuận ròng 7,9% (-0,2 pps yoy). Trên hết, kỳ vọng của chúng tôi dựa trên "nút thắt" đầu vào nguyên liệu đang dần được gỡ bỏ:

- Nghị định 232/2025/NĐ-CP quy định về nhập khẩu vàng nguyên liệu và sản xuất vàng miếng mở ra triển vọng mới cho PNJ về tự chủ nguyên liệu. Doanh thu tăng trưởng với kế hoạch mở mới trung bình 13-15CH/năm ra các khu vực miền Bắc và miền Trung khi trường vẫn đang phân mảnh.
- Mảng bán lẻ trang sức duy trì biên lợi nhuận gộp ở mức nền cao 30% nhờ lợi thế về công nghệ chế tác linh hoạt để tạo ra các sản phẩm nhẹ vàng hơn tạo mặt bằng giá hợp lý, đặt trọng tâm nhiều hơn vào phát triển các dòng lifestyle hướng tới tệp khách hàng trẻ; kiểm soát quá trình sản xuất để giảm hao hụt nguyên liệu, tận dụng nguồn nguyên vật liệu từ hàng thanh lý để tái sản xuất nhằm tối ưu chi phí vốn và không phụ thuộc vào một nguồn.

Rủi ro

- *Quy trình cấp hạn ngạch nhập khẩu vàng nguyên liệu chậm hơn dự phóng của chúng tôi.*
- *Nhu cầu tích trữ vàng tăng trong bối cảnh địa chính trị bất ổn, khiến nhu cầu trang sức kém khả quan.*

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

(Tỷ đồng)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F
Doanh thu thuần	33.876	33.137	37.823	34.976	42.499	47.129
Tăng trưởng (%)	73,3%	-2,2%	14,1%	-7,5%	21,5%	10,9%
EBITDA	2.474	2.604	2.722	3.593	4.477	4.683
LNST-CTM	1.811	1.971	2.113	2.829	3.364	3.733
Tăng trưởng (%)	76,0%	8,9%	7,2%	33,9%	18,9%	11,0%
Biên ròng (%)	5,3%	5,9%	5,6%	8,1%	7,9%	7,9%
ROA (%)	13,6%	13,7%	12,3%	14,0%	14,6%	14,4%
ROE (%)	21,4%	20,1%	18,8%	21,3%	21,4%	20,1%
EPS cơ bản (VND)	7.360	6.009	6.253	8.298	9.860	10.942
GTSS (VND)	54.215	43.987	50.925	59.149	67.655	75.931
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	14,9x	14,1x	15,9x	14,5x	11,0x	9,9x
P/BV (x)	3,3x	2,7x	3,3x	3,1x	1,7x	1,7x

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 27/03/2026

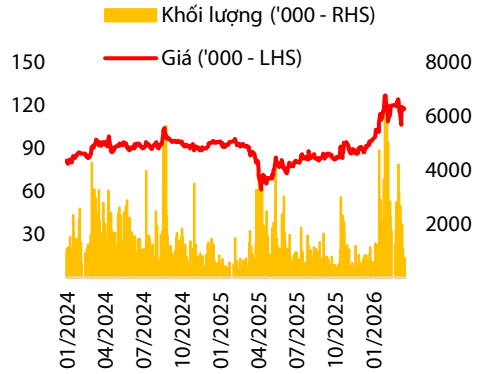
MUA **+25%**

Giá thị trường (VND)	109.900
Giá mục tiêu (VND)	135.000

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

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bán lẻ
Vốn hóa (tỷ đồng)	37.492
SLCPDLH (triệu cp)	341,15
Beta	0,85
Free Float (%)	76
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	127.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	61.200
KLGD bình quân 20 phiên	2.017.361



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
PNJ	32,9	38,2	22,2
VN30 Index	-1,3	34,3	51,6
VN-Index	2,2	28,0	37,5

Cổ đông lớn (%)

Chủ tịch HĐQT & Người liên quan	16,4
T. Rowe Price Associates	5,8
Dragon Capital	5,1
Cổ đông ngoại khác	38,1
Khác	34,6

ĐỊNH GIÁ

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFF và định giá so sánh P/E, chúng tôi đưa ra mức giá trị hợp lý dài hạn cho cổ phiếu PNJ là **135.000 đồng/CP**. Dựa trên giá đóng cửa 109.900 đồng/CP tại ngày 27/03/2026, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PNJ.

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giả định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2026	12,0%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,0%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	43.754
Chi phí VCSH	12,0%	+ Tiền mặt & Tương đương tại ngày định giá	3.224
Lãi suất phi rủi ro	4,3%	- Lợi ích thiểu số & Nợ	4.084
Phần bù rủi ro VCSH	9,0%	Giá trị VCSH	42.894
Beta	0,85	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	341,2
Exit EV/EBITDA	11,0x	**Giá mục tiêu (đồng/CP)**	**125.700**

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Bảng độ nhạy cho giá trị VCSH của PNJ trên mỗi Cổ phiếu (Đồng) – DCF

		Exit EV/EBITDA				
		9,0x	10,0x	11,0x	12,0x	13,0x
WACC	10,0%	117.477	126.860	136.243	145.626	155.010
	11,0%	112.892	121.873	130.855	139.836	148.817
	12,0%	108.532	117.133	**125.700**	134.333	142.933
	13,0%	104.385	112.624	120.862	129.101	137.339
	14,0%	100.439	108.333	116.228	124.123	132.018

Nguồn: CTCK Rồng Việt

ĐỊNH GIÁ NGẮN HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH – P/E

Chúng tôi dùng P/E bằng 15,0x để tham chiếu cho định giá ngắn hạn của cổ phiếu. Trong lịch sử, PNJ được giao dịch với P/E thấp nhất là 12,4x (2014) và cao nhất là 22,9x (2021), P/E trung bình 10 năm của doanh nghiệp là 17,0x. Với LNST-CTM và EPS năm 2026F ước đạt lần lượt 3.364 tỷ đồng và 9.860 đồng/cổ phiếu, giá mục tiêu ngắn hạn là 148.700 đồng/cổ phiếu.

Bảng 2: Bảng chỉ số P/E của các doanh nghiệp tương đồng (x)

Công ty	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Chow Tai Fook	26,0x	18,6x	19,6x	19,6x	10,1x	14,9x
Lao Feng Xiang	16,0x	14,7x	12,7x	11,9x	15,1x	13,2x
Chow Tai Seng	12,3x	10,6x	14,9x	11,7x	11,1x	11,7x
Chow Sang Sang	7,6x	8,4x	12,1x	5,0x	5,0x	5,7x
Luk Fook	6,3x	9,4x	9,7x	8,3x	8,6x	8,2x
Trung bình	13,4x	11,9x	13,6x	12,0x	10,0x	10,7x
P/E tham chiếu				15,0x		

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Bảng độ nhạy cho giá trị vốn chủ sở hữu của PNJ trên mỗi cổ phiếu (VNĐ)

EPS (đồng)		P/E					
			13,0x	14,0x	15,0x	16,0x	17,0x
	2026F	9.860	128.964	138.823	**148.700**	158.543	168.402
	2027F	10.942	143.120	154.061	165.003	175.945	186.887

Nguồn: CTCK Rồng Việt

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro tăng giá - Đến từ khả năng PNJ được lựa chọn là đơn vị gia công vàng miếng cho NHTM trong giai đoạn tới có thể giúp tăng doanh số và lợi nhuận dù biên lợi nhuận của mảng gia công vàng không cao. Chúng tôi chưa phản ánh kịch bản này vào dự phóng và định giá do cần những thông tin rõ ràng hơn.

Rủi ro giảm giá - Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung vàng nguyên liệu của doanh nghiệp sẽ được đảm bảo nhờ (1) được cấp hạn ngạch nhập khẩu vàng nguyên liệu từ nửa cuối năm 2026 và (2) chính sách thu – đổi vàng trang sức theo thời giá (vàng). Do vậy, trong trường hợp hai yếu tố trên không được đảm bảo, lợi nhuận năm 2026 có thể thấp hơn kỳ vọng.

Ngoài ra, nguồn nguyên liệu sản xuất đầu năm 2026 của PNJ chủ yếu đến từ khách hàng thu đổi trong Q4, với giá thu mua bám sát giá vàng nguyên liệu của sản phẩm. Nếu giá vàng thế giới giảm mạnh trong ngắn hạn (400–500 USD/oz/phiên) và duy trì ở mức thấp hoặc tăng chậm trở lại, biên lợi nhuận của PNJ có thể chịu áp lực trong 1-2 quý cho đến khi lượng tồn kho giá cao được tiêu thụ hết.

Cuối cùng, trong những giai đoạn giá vàng biến động mạnh do rủi ro địa chính trị, diễn biến giá cổ phiếu PNJ cho thấy mức tương quan cao với biến động giá vàng. Dù vậy, chúng tôi cho rằng căng thẳng địa chính trị sẽ sớm hạ nhiệt sau khi đạt trạng thái cao trào – tương tự, diễn biến giá vàng cũng theo xu hướng trên. Do vậy, chúng tôi cho rằng NĐT đầu tư cổ phiếu PNJ nên dựa trên triển vọng kinh doanh dài hạn của doanh nghiệp hơn là "fomo" theo những biến động ngắn hạn của giá vàng.

Chúng tôi trình bày các khía cạnh của cổ phiếu PNJ, hỗ trợ cho phần định giá bên trên của chúng tôi theo các phần sau:

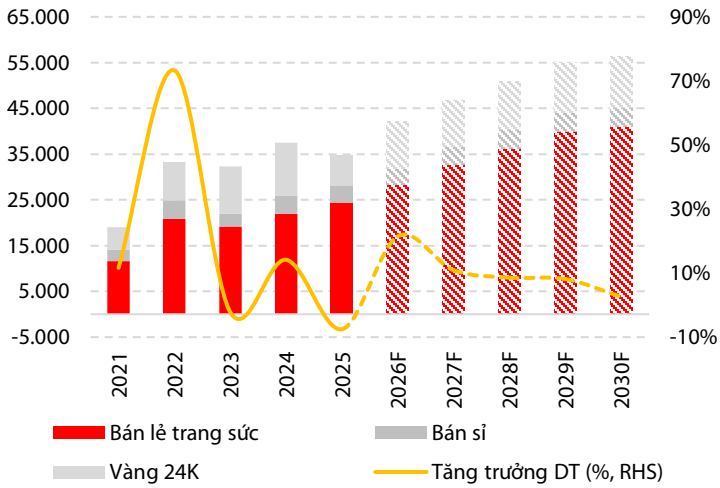
MỤC LỤC

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2026 – 2030	Tham khảo trang 5
PHỤ LỤC 1 – TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP	Tham khảo trang 19
PHỤ LỤC 2 – CHUỖI GIÁ TRỊ (CẬP NHẬT ĐIỂM MỚI - ĐẦU VÀO)	Tham khảo trang 20
Đầu vào	Tham khảo trang 20
Sản xuất	Tham khảo trang 21
Đầu ra	Tham khảo trang 22
PHỤ LỤC 3 – QUY MÔ THỊ TRƯỜNG TRANG SỨC VIỆT NAM SO VỚI MỘT SỐ THỊ TRƯỜNG	Tham khảo trang 23
PHỤ LỤC 4 – ĐỔI MỚI CHÍNH SÁCH QUẢN LÝ THỊ TRƯỜNG	Tham khảo trang 24
Nghị định 232/2025/NĐ-CP về quản lý thị trường vàng	Tham khảo trang 24
Nghị định 340/2025/NĐ-CP về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực tiền tệ và ngân hàng (gồm hành vi vi phạm đến hoạt động kinh doanh, mua bán và thanh toán vàng)	Tham khảo trang 24
Nghị định 70/2025/NĐ-CP quy định về hóa đơn chứng từ; Nghị quyết số 198/2025/QH15 về một số cơ chế, chính sách đặc biệt phát triển kinh tế tư nhân	Tham khảo trang 25
PHỤ LỤC 5 - PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025 – 2030	Tham khảo trang 26
PHỤ LỤC 6 – CÁC DOANH NGHIỆP TƯƠNG ĐỒNG	Tham khảo trang 27

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2026 – 2030F

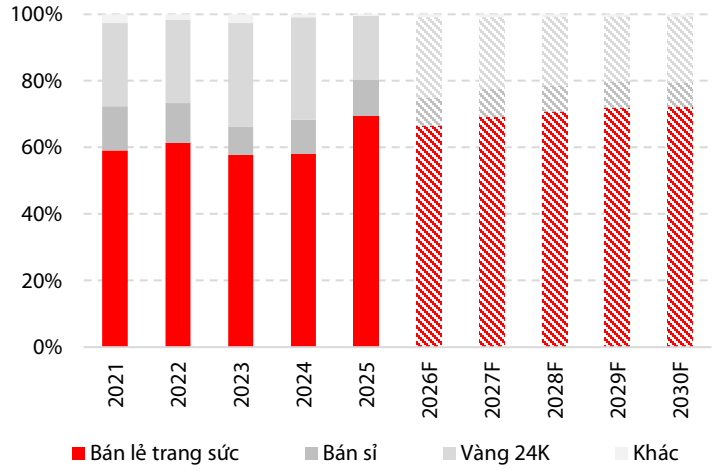
Doanh thu: *Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của PNJ đạt 42.500 tỷ đồng (+21,5% YoY) vào năm 2026 và tăng lên 56.762 tỷ đồng đến năm 2030, tương ứng với CAGR đạt 10,2%/năm, được kỳ vọng tăng cao hơn tốc độ tăng trưởng của ngành theo ước tính của chúng tôi là 7,1%/năm trong giai đoạn 2026 – 2030. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần của PNJ sẽ bước vào pha tăng trưởng trở lại từ 2026 nhờ một số yếu tố thuận lợi như nút thắt nguồn cung nguyên vật liệu dần được tháo gỡ, đồng thời nhu cầu thị trường phục hồi trở lại với tín hiệu rõ ràng hơn kể từ nửa cuối 2025.*

Hình 1: Doanh thu thuần của PNJ (Tỷ đồng)



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Đóng góp doanh thu của PNJ theo các mảng (%)



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Mảng bán lẻ trang sức

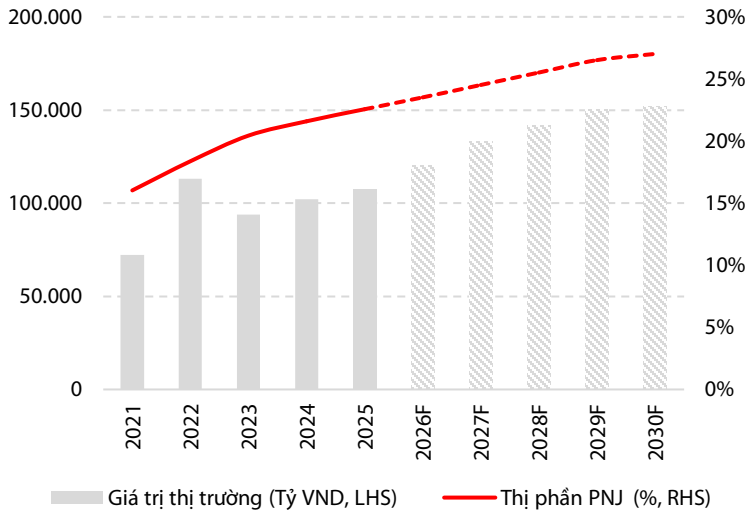
Năm 2025, PNJ ghi nhận doanh thu thuần 34.796 tỷ đồng (-7,5% YoY), chủ yếu do doanh thu vàng 24K giảm 43,1% YoY khi giá vàng trong nước tăng mạnh, vượt biến động giá thế giới do nguồn cung nội địa khan hiếm, qua đó làm suy yếu sức mua. Từ Q3/2025, nhu cầu trang sức bắt đầu phục hồi với các đơn hàng giá trị lớn quay trở lại, giúp doanh thu bán lẻ trang sức tăng mạnh trong Q4 (+25,7% yoy) và bù đắp cho giai đoạn trầm lắng nửa đầu năm. Doanh thu bán lẻ trang sức năm 2025 đạt 24.320 tỷ đồng (+10,4% YoY), chiếm 69,5% tổng doanh thu (+11,3 pps yoy). Tuy vậy, sự phân hóa giữa các phân khúc khách hàng vẫn rõ rệt khi giá trị trung bình mỗi đơn hàng cải thiện chủ yếu nhờ nhóm khách hàng có thu nhập ở mức trung bình-cao và khách hàng doanh nghiệp (các định chế tài chính, công ty bất động sản), trong khi nhu cầu từ nhóm phổ thông vẫn thận trọng, do ưu tiên chi tiêu thiết yếu và nhạy cảm với biến động giá.

Doanh thu mảng bán lẻ trang sức của PNJ năm 2026 ước đạt 28.265 tỷ đồng (+16,2% yoy) và 40.990 tỷ đồng vào 2030. Chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng kép hằng năm (CAGR) mảng bán lẻ trang sức của PNJ trong giai đoạn 2026 – 2030 đạt 11,0% (giảm tốc so với mức 18,4% trong giai đoạn 2021 – 2025) do tỷ lệ chi tiêu trung bình cho trang sức trên thu nhập khả dụng đạt 1,4% (cao hơn so với mức 1,0 – 1,1% của Mỹ và Ấn Độ) (Tham khảo trang 22) do mặt bằng giá tăng cao. Do đó, chúng tôi cho rằng động lực thúc đẩy tăng trưởng ngành trong thời gian tới chủ yếu sẽ đến từ giá thay vì sản lượng.

- PNJ có thể mở rộng thị phần bán lẻ trên quy mô ngành trang sức ước tính tăng trưởng khoảng 7,1%/năm (giai đoạn 2026 – 2030) nhờ tập trung vào nâng cao chất lượng cửa hàng, tăng lưu lượng khách ở mỗi điểm bán thay vì mở mới ồ ạt, cùng với lợi thế về nguồn lực con người, công nghệ chế tác hiện đại, năng lực tài chính và thương hiệu vững chắc để cạnh tranh với các cửa hàng truyền thống.
- Trong 2025, PNJ đã mở mới ròng 2 cửa hàng (đóng 15, mở lại 17) do tập trung tái phân bổ địa điểm trong giai đoạn khó khăn. Chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ tiếp tục mở mới trung bình 13 - 15 CH ròng/năm trong thời gian tới, phủ dần ra các khu vực ở miền Bắc, Bắc Trung Bộ tại các khu vực tỉnh/ thành phố

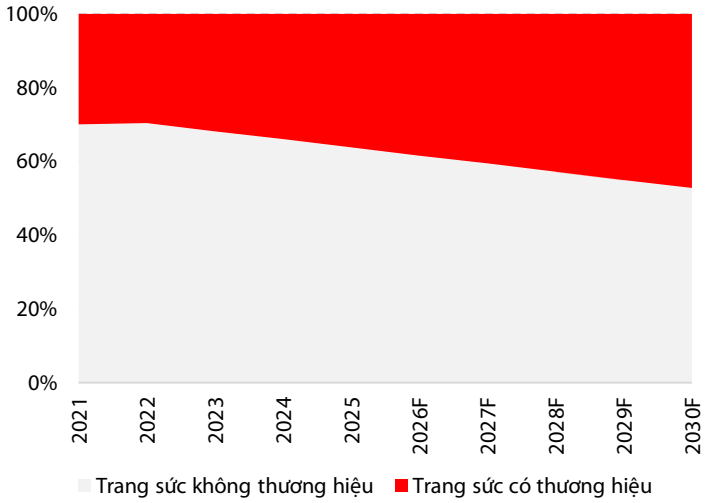
cấp 2-3. Sau thời gian "Bắc tiến", PNJ đã và đang nhận thấy thị hiếu và mức chi cho trang sức cao cấp của nhóm khách hàng tại khu vực miền Bắc rất khả quan.

Hình 3: Thị phần bán lẻ trang sức của PNJ



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Xu hướng ưa thích sản phẩm có thương hiệu*



Nguồn: WCG, CTCK Rồng Việt giả định và ước tính

Mảng kinh doanh sỉ

Doanh thu mảng kinh doanh sỉ đến từ hoạt động gia công trang sức của PNJ cho khách hàng là các tiệm vàng & trang sức truyền thống, độc lập, nhỏ lẻ (mom&pop shops). Với lợi thế về máy móc, thiết bị, nhà xưởng sẵn có, thợ kim hoàn và nghệ nhân có tay nghề chuyên môn cao, công suất thiết kế 5 triệu sản phẩm/năm của nhà máy PNJ đủ để vừa phục vụ cho hoạt động bán lẻ và vừa gia công sỉ khi nhu cầu mua hàng bên ngoài ngày càng đòi hỏi yếu tố thương hiệu và nguồn gốc.

Tuy vậy, chiến lược kinh doanh dài hạn của doanh nghiệp là ưu tiên bán lẻ, phục vụ sản phẩm mang thương hiệu PNJ đến người tiêu dùng cuối thay vì tập trung vào mảng bán sỉ không có biên lợi nhuận vượt trội. Điều này thấy rõ qua xu hướng đóng góp của doanh thu bán sỉ giảm dần từ 15,7% (2020) xuống còn 8,5% (2023) (Hình 2). Tỷ trọng đóng góp tăng trở lại đạt 10,0% vào 2024 và tăng nhẹ lên 11,0% vào 2025 do doanh thu mảng vàng 24K sụt giảm.

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng bán sỉ đạt 3.616 tỷ đồng vào 2026 (-5,7% YoY). Động lực duy trì doanh thu mảng này đến từ sự đa dạng trong thiết kế, mức độ tinh xảo của sản phẩm và nguồn gốc thương hiệu nhằm đáp ứng yêu cầu ngày càng cao của thị trường. Tuy nhiên, với định hướng dài hạn của doanh nghiệp không đặt trọng tâm ở mảng kinh doanh sỉ, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng này sẽ giảm dần tỷ trọng đóng góp trong giai đoạn 2026 đến 2030 với CAGR khiêm tốn đạt 1,6%/năm.

- Các chuỗi có thương hiệu, chủ động quy trình từ nguyên liệu đầu vào – giám định – thiết kế - sản xuất – phân phối và bán hàng như PNJ có lợi thế cạnh tranh hơn so với các tiệm truyền thống để có thể kỳ vọng gia tăng thị phần bán lẻ. Nhu cầu sỉ giảm dần khi thị phần rơi vào các thương hiệu lớn.
- Vấn đề kinh doanh không có nguồn gốc hóa đơn chứng từ trước nay khá phổ biến trên thị trường. Để kiểm soát tốt hơn, một vài chính sách (Tham khảo trang 24) được ban hành bởi Nhà nước đã tạo ra cơ chế thanh lọc đối với những đơn vị chưa đạt đủ điều kiện về quy trình hóa đơn điện tử hoặc vi phạm quy định hóa đơn chứng từ. Điều này tạo lợi thế cho các chuỗi bán lẻ hiện đại.
    - Nghị định số 70/2025/NĐ-CP (sửa đổi bổ sung các quy định làm chặt về hóa đơn chứng từ);
    - Công điện số 23/CĐ-TTg (T3/2024) yêu cầu về tăng cường các biện pháp quản lý thị trường vàng khiến nhiều tiệm vàng truyền thống phải đóng cửa tạm thời vì cần thêm những hướng dẫn cụ thể từ Bộ ban ngành và các đơn vị liên quan để thực thi theo đúng quy định mới hoặc ngừng kinh doanh vì yếu tố trích xuất nguồn gốc sản phẩm, kê khai thuế không đúng.

Mảng vàng 24K

Năm 2025 đánh dấu trang mới của thị trường Việt Nam khi Nghị định 232/2025/NĐ-CP về quản lý thị trường vàng đã được chính thức ban hành sau thời gian dài chỉ dừng lại ở bước đề xuất và dự thảo. Nghị định được ra đời nhằm bổ sung, sửa đổi và thay thế một số điều khoản không còn phù hợp trong Nghị định số 24/2012/NĐ-CP. Yếu tố thay đổi lớn nhất là xóa bỏ cơ chế độc quyền xuất nhập khẩu vàng miếng & vàng nguyên liệu, sản xuất vàng miếng của NHNN, tạo cơ chế cho doanh nghiệp và ngân hàng đủ điều kiện được chủ động về nguồn cung dưới sự kiểm soát chặt chẽ của NHNN. (Tham khảo trang 24).

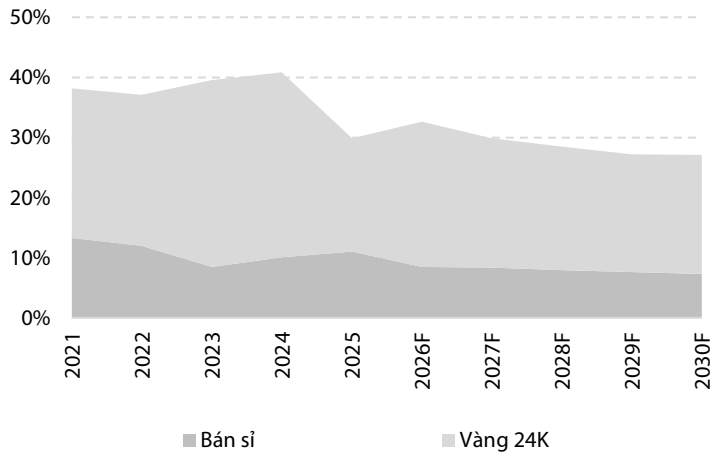
PNJ là một trong số ít 03 doanh nghiệp và 9 NHTM đạt đủ điều kiện về vốn và các điểm khác theo quy định. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ giúp gỡ bỏ "nút thắt" liên quan đến nguồn cung vàng nguyên liệu trong trung - dài hạn. Việc được nhập khẩu và sản xuất vàng không phải yếu tố tác động mạnh đến tăng trưởng và đóng góp doanh thu mảng vàng 24K của doanh nghiệp vì đây không phải mảng kinh doanh trọng tâm, mà chỉ là yếu tố hỗ trợ cho hoạt động chính là sản xuất và bán lẻ trang sức.

- *Chúng tôi xin lưu ý rằng xét dưới bối cảnh giá vàng đang tăng nóng và đạt đỉnh trong thời gian vừa qua cùng với nguồn cung vẫn khan hiếm, tiến trình cấp giấy phép hạn ngạch xuất/nhập khẩu vàng và thực hiện có hiệu quả vẫn cần được quan sát. Cập nhật đến cuối 2025, PNJ đã hoàn tất công tác chuẩn bị giấy phép và gửi đề xuất lên NHNN, hiện NHNN đang đánh giá và thẩm định hồ sơ.*
- *Số hạn ngạch nhập khẩu vàng nguyên liệu và sản xuất vàng miếng được cấp hằng năm là biến số quan trọng tác động đến bức tranh tương lai của doanh nghiệp. NHNN sẽ kiểm soát chặt chẽ và phân bổ hợp lý số hạn ngạch nhập khẩu để cân đối cung – cầu ngoại hối, biến động tỷ giá và ổn định kinh tế vĩ mô.*

Với giả định trọng yếu là rủi ro về nguồn cung vàng nguyên liệu dần được tháo gỡ, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng vàng đạt 10.231 tỷ đồng trong 2026 (+54,3% svck do nền thấp năm 2025, cùng với giá vàng kỳ vọng trong xu hướng tăng, đạt trung bình 5.200 USD/oz cho năm 2026). Năm 2027 - 2030, chúng tôi ước tính doanh thu mảng này duy trì tốc độ tăng trưởng trung bình 2,4%/năm khi giá vàng quay trở lại quỹ đạo bình ổn (đi ngang hoặc tăng nhẹ 1%/năm) sau giai đoạn tăng nóng – dưới kịch bản tích cực: 1/ Nền kinh tế Việt Nam đạt dược mức tăng trưởng cao 8-8,5%/năm và lạm phát được kiểm soát ở mức cơ bản 3,5% - 4,5%; 2/ Kinh tế toàn cầu duy trì tăng trưởng 3,4-3,8%/năm và lạm phát được kiểm soát quanh 3-3,3% (theo dự báo của IMF, báo cáo tháng 1/2026).

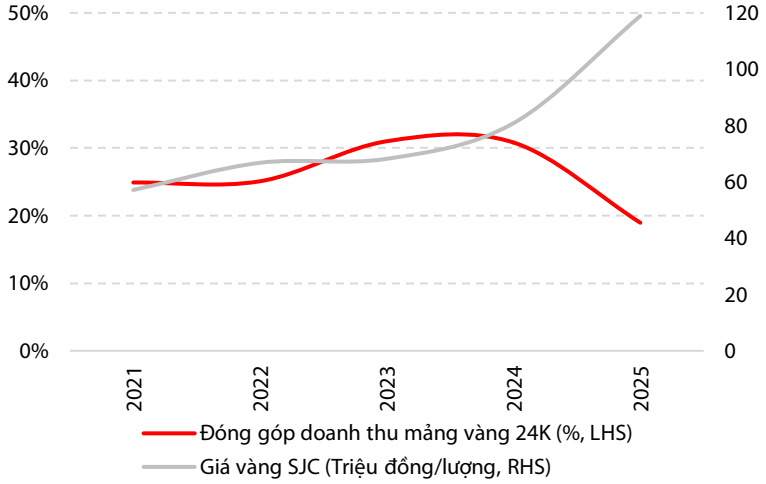
(*) Chúng tôi không đưa vào dự báo các tác động tiềm tàng từ xung đột giữa Mỹ, Israel và Iran. Tuy vậy, xung đột Nga – Ukraine có thể là một trường hợp tham khảo. Nếu cuộc xung đột kéo dài trong trung hạn, áp lực chi phí và lạm phát có thể gia tăng, làm suy yếu nền kinh tế và thúc đẩy dòng tiền tìm đến các tài sản trú ẩn an toàn. Trong bối cảnh đó, giá vàng có thể tăng cao hơn so với kịch bản cơ sở của chúng tôi trong giai đoạn 2027–2030.

Hình 5: Đóng góp của mảng bán sỉ và mảng vàng 24K trong doanh thu của PNJ



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Đóng góp của mảng vàng 24K trong doanh thu và biến động giá vàng trong nước*



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt - (*) Trung bình giá vàng trong năm

Cơ cấu lợi nhuận

Biên lợi nhuận gộp

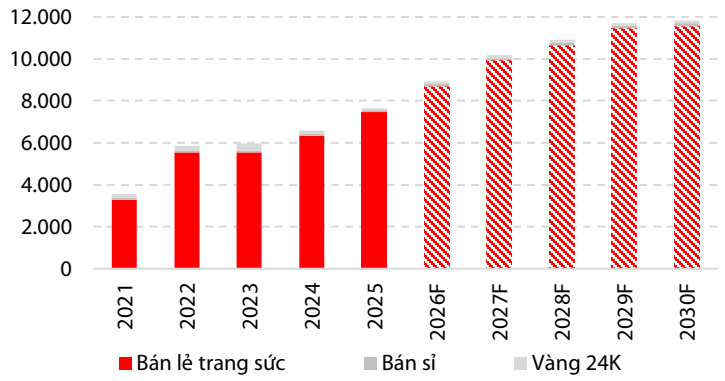
Biên lợi nhuận gộp của PNJ giảm nhẹ trong giai đoạn 2020 – 2024 do tác động của COVID-19. Giá vàng đi ngang và ổn định trước năm 2020 nhưng tăng trở lại khi dịch bệnh bùng phát và lan rộng (Hình 6). Thời điểm này, nhu cầu tích trữ vàng tăng vọt do tình trạng lạm phát và bất ổn kinh tế toàn cầu (giá hàng hóa tăng khi cầu tăng nhưng cung không đủ đáp ứng...). Điều này làm chi phí vốn tăng, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp. Việc phản ánh chi phí vàng nguyên liệu vào giá vốn có phần trễ hơn khoảng 1-2 năm (tùy vào thời điểm sản xuất, quay vòng hàng tồn kho và phương pháp hạch toán).

Mảng bán lẻ đóng góp hơn 90% lợi nhuận gộp do chiếm tỷ trọng cao trong doanh thu (hơn 50%) và có biên gộp vượt trội từ 20-25%. Ngược lại, biên gộp của mảng sỉ và mảng vàng ước tính duy trì thấp, tương ứng 3-4% và 0,9-1% do chỉ gia công và mua bán lại, không tạo ra nhiều giá trị gia tăng.

So với doanh nghiệp cùng ngành tại Trung Quốc và Hồng Kông ở thời điểm trước 2025, biên gộp của PNJ vẫn còn tương đối thấp. Việc cải thiện biên gộp đã được thực hiện tốt trong 2025, đạt 22,0% (+3,4 pps yoy) nhờ hưởng lợi từ xu hướng giá vàng tăng để có thể điều chỉnh giá bán và thu nguyên vật liệu từ hàng thanh lý giá tốt (so với giá vàng) để giảm chi phí đầu vào và áp lực nguồn vàng hạn chế, giá cao.

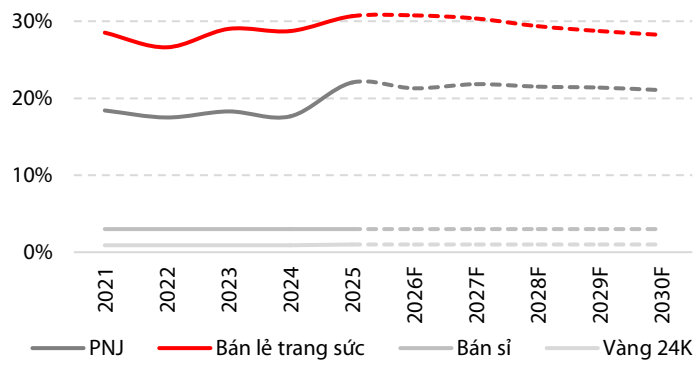
Chúng tôi ước tính lợi nhuận gộp của PNJ năm 2026 đạt 9.046 tỷ đồng, tương ứng với biên lợi nhuận gộp 21,3% (ở mức nền cao của 2025), nhờ: (1) Doanh thu mảng bán lẻ chiếm tỷ trọng cao trong tổng doanh thu (65 – 70%); (2) PNJ tối ưu chi phí vốn trên mỗi dòng hàng nhờ giảm tỷ lệ hao hụt trong chế tác và sản xuất các dòng sản phẩm nhẹ vàng hơn. Biên gộp mảng bán lẻ trang sức các năm sau kỳ vọng giảm dần so với nền cao của năm 2025 – 2026 do doanh nghiệp không còn được hưởng lợi từ yếu tố biến động giá vàng mạnh như trong đoạn này, nhưng vẫn đóng góp tích cực để duy trì biên gộp chung đạt 20-21%.

Hình 7: Lợi nhuận gộp theo mảng của PNJ (Tỷ đồng)



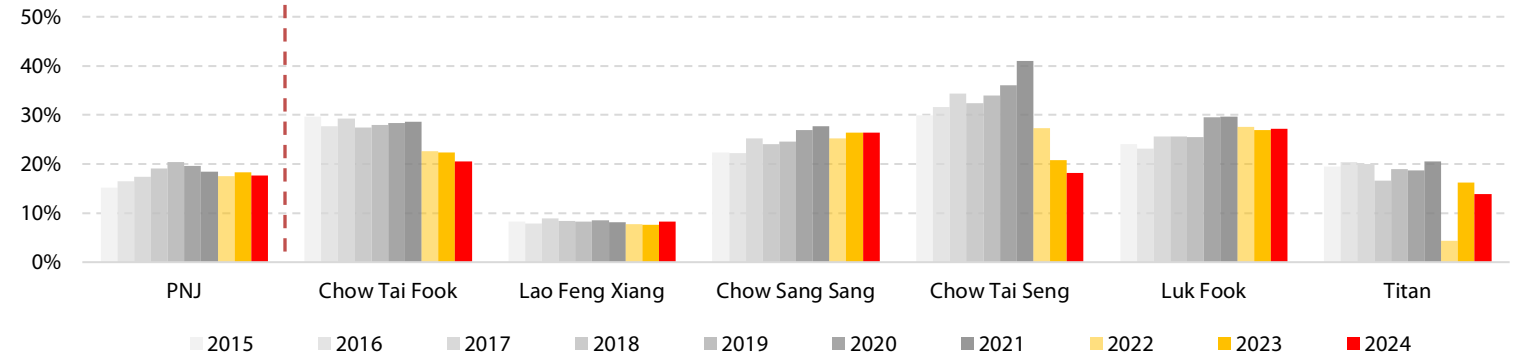
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Biên lợi nhuận gộp theo mảng (%)



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Biên lợi nhuận gộp của PNJ và doanh nghiệp cùng ngành (%)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

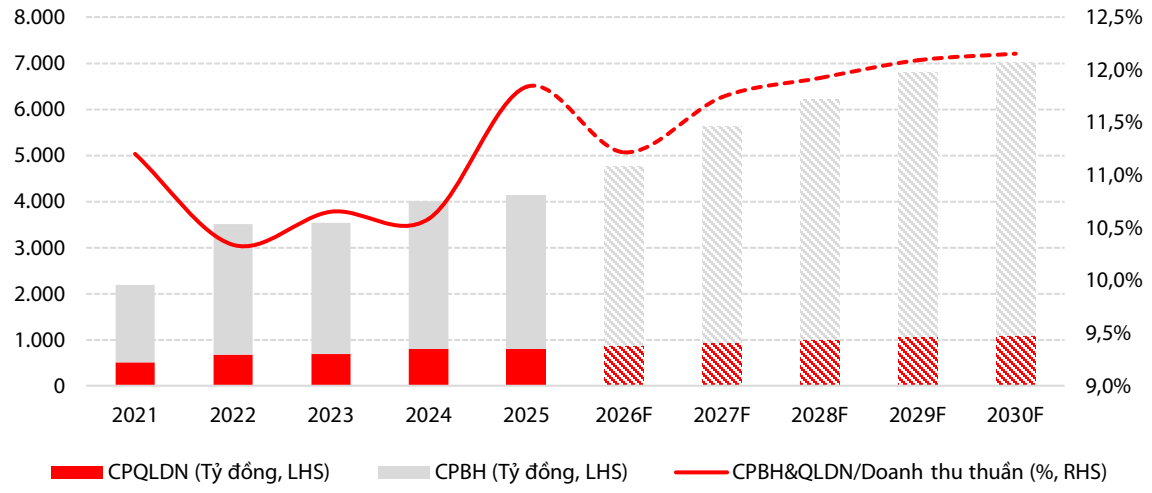
Cơ cấu chi phí

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (BH&QLDN)

Tỷ trọng chi phí BH&QLDN trên doanh thu được kiểm soát ổn định qua các năm quanh mức 10 – 11%. Xu hướng tỷ trọng giảm kể từ 2022 không phải do tiết kiệm chi phí, ngược lại, đến từ việc công ty tận dụng thời điểm "bình thường hóa" sau dịch và nắm bắt tinh thần tiêu dùng quay trở lại để thực hiện nhiều chương trình quảng cáo mang lại hiệu quả tốt giúp doanh thu tăng trưởng 73% trong năm 2022. Tỷ trọng chi phí tăng lên 11,9% trong năm 2025 do doanh nghiệp phân bổ chi phí nhiều hơn cho các chương trình quảng cáo, hoạt động bán hàng để thúc đẩy doanh số bán lẻ trước tình hình tiêu dùng nội địa chưa phục hồi mạnh mẽ và đặc biệt là rất ảm đạm trong nửa đầu năm.

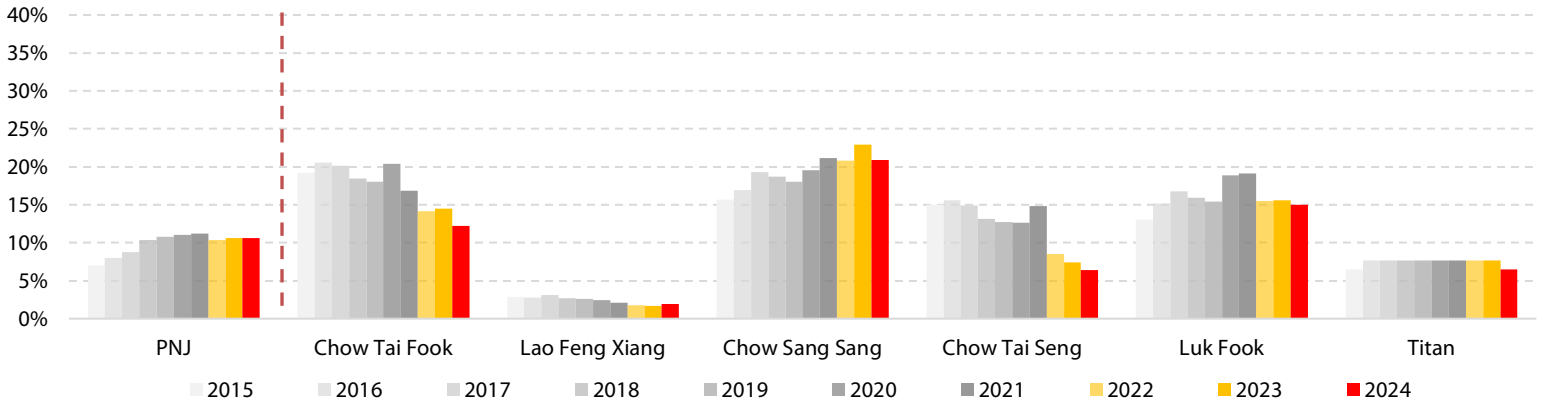
Năm 2026, chúng tôi dự phóng chi phí BH&QLDN của PNJ đạt 4.767 tỷ đồng, tương ứng với tỷ trọng trên doanh thu 11,2% (-0,7 pps yoy). Nguyên nhân chủ yếu xuất phát từ kỳ vọng tình hình kinh doanh đi vào pha tăng trưởng mới, tốc độ tăng trưởng cao trở lại của doanh thu sẽ bù đắp cho chi phí nhân viên bán hàng tăng lên tương ứng cho 13-15 CH ròng/năm (ra khu vực miền Bắc và miền Trung), song song với việc thực hiện các hoạt động quảng cáo để thu hút khách hàng. Các chương trình hợp tác với KOLs để đẩy mạnh các dòng hàng lifestyle mà PNJ thực hiện nhiều trong 2025 đã tạo hiệu ứng mua hàng tích cực từ cuối 2025, và sẽ tiếp tục dẫn dắt thành quả cho năm 2026.

Hình 10: Chi phí BH&QLDN



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Tỷ trọng chi phí BH&QLDN trên doanh thu thuần của PNJ và doanh nghiệp cùng ngành



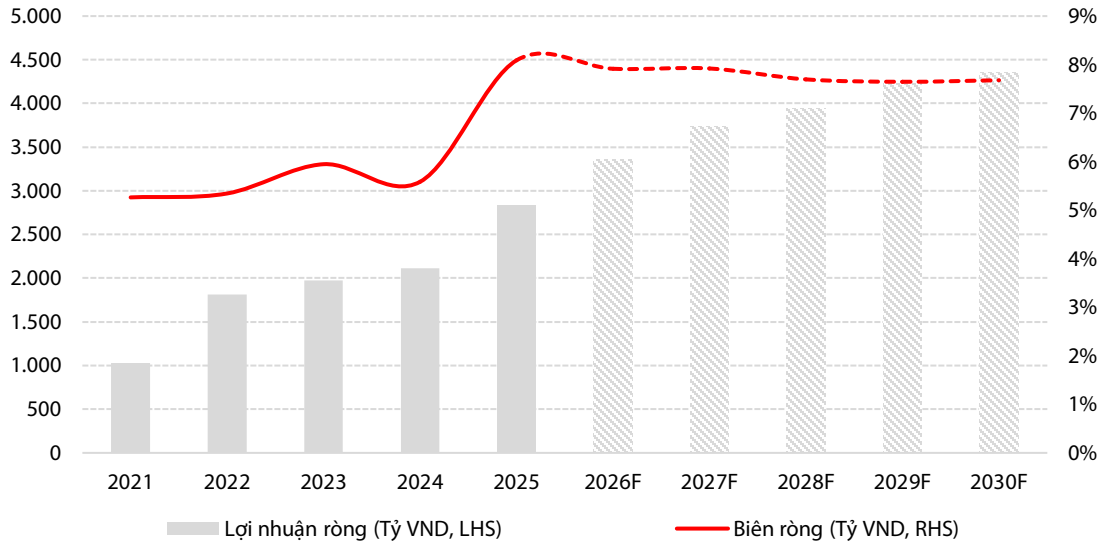
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận ròng

Chúng tôi cho rằng PNJ vẫn có khả năng giữ được biên lợi nhuận ròng ở mức nền cao trong năm 2026 thông qua một số hoạt động như: 1/ Cơ cấu danh mục sản phẩm để đẩy mạnh các dòng trang sức nhẹ vàng hơn và các dòng hàng lifestyle hướng đến giới trẻ ưa thích trải nghiệm; 2/ Tối ưu chi phí nguyên vật liệu nhờ giảm hao hụt trong quá trình sản xuất và áp dụng chính sách thu mua linh hoạt theo diễn biến thị trường. Những kỳ vọng này dựa trên khả năng cải thiện KQKD của doanh nghiệp trong các giai đoạn khó khăn của ngành hàng không thiết yếu như COVID-19, giai đoạn 2024–2025 với rủi ro thiếu vàng.

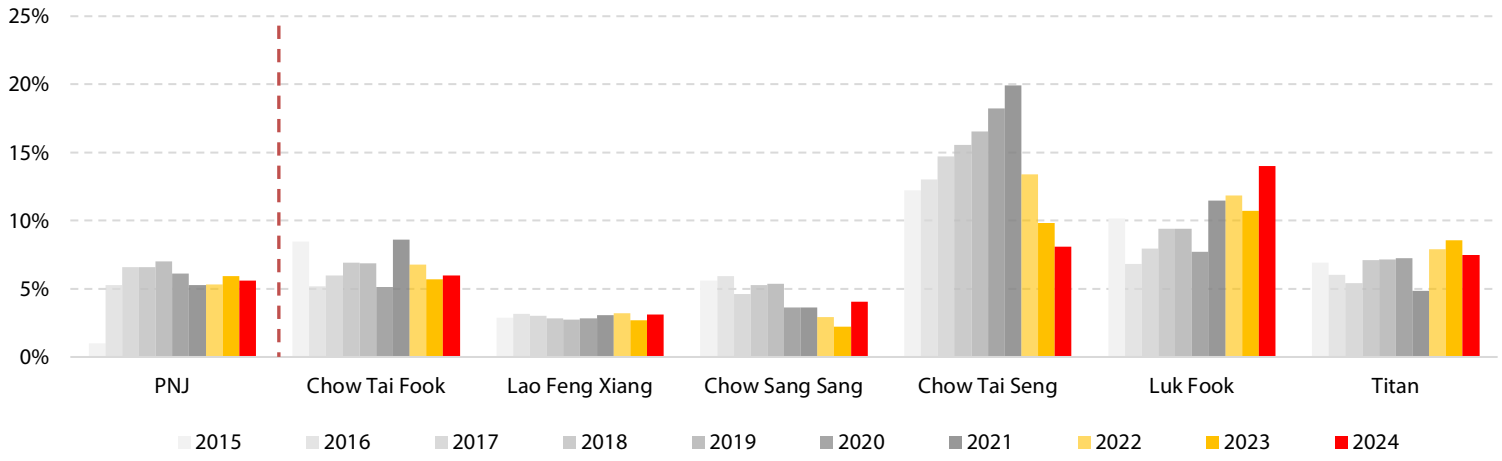
Do đó, chúng tôi dự phóng lợi nhuận của PNJ cải thiện tốt so với cùng kỳ. LNST-CTM năm 2026F và 2027F ước đạt lần lượt 3.364 tỷ đồng (+18,9% yoy) và 3.723 tỷ đồng (+11,0% yoy), tương ứng với biên ròng đạt 7,9% (-0,2 pps yoy).

Hình 12: Lợi nhuận ròng của PNJ



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Biên ròng của PNJ và doanh nghiệp cùng ngành (%)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về tài sản

Vốn lưu động

Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của PNJ có sự biến động tương đối lớn ở một số giai đoạn, chủ yếu do tăng giảm ở số ngày tồn kho trong khi hai yếu tố còn lại gồm số ngày phải trả và số ngày thu tiền tương đối ổn định. Đặc tính của ngành trang sức là bán hàng và thu tiền nhanh nhưng tồn kho dài do thời gian kéo dài từ giai đoạn mua lại, tái chế nguyên vật liệu đến chế tác ra thành phẩm.

Số ngày tồn kho tăng mạnh có thể xuất phát từ 2 yếu tố: (1) Doanh nghiệp kỳ vọng nhu cầu trang sức tăng ở năm tiếp theo dẫn đến hàng tồn kho tích trữ cao; (2) Nhu cầu yếu do dịch bệnh hoặc điều kiện kinh tế vĩ mô không chắn chắn gây mất niềm tin tiêu dùng, số ngày tăng lên do trang sức bán chậm hơn.

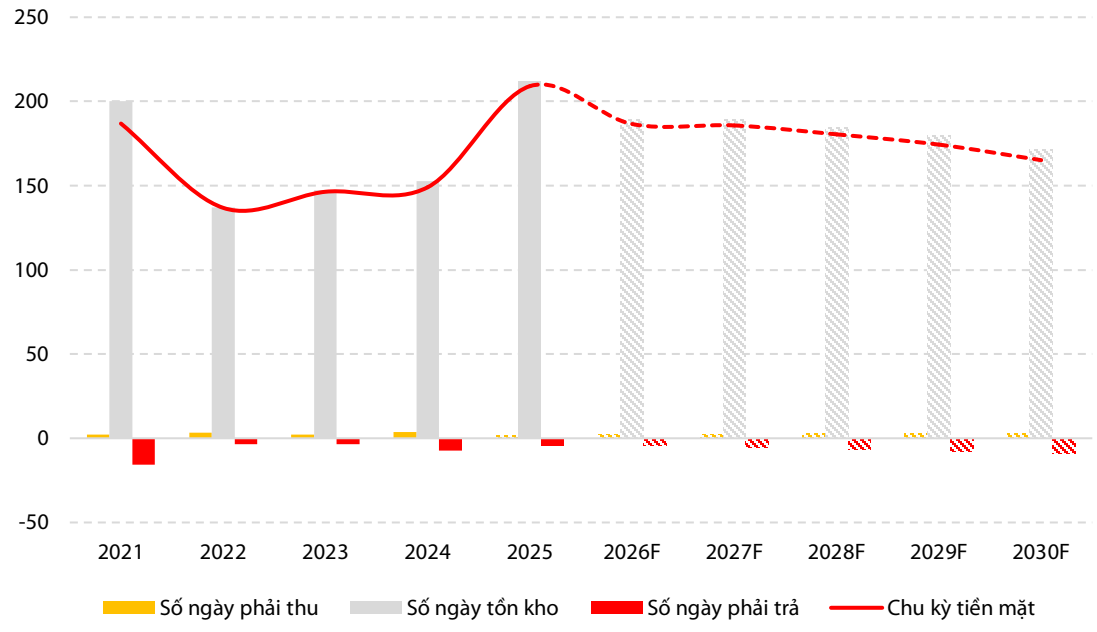
Chúng tôi ước tính chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của PNJ đạt 185 ngày trong 2026 (-25 ngày yoy), chủ yếu xuất phát từ kỳ vọng giảm số ngày tồn kho so với mức tăng cao 60 ngày trong 2025 (do phòng ngừa rủi ro thiếu vàng nguyên liệu và thành phẩm):

(1) ***Chiến lược của doanh nghiệp năm 2025 - 2026 là tận dụng nguồn sản phẩm từ thanh lý để tái sản xuất*** thành các mặt hàng trang sức hợp thị hiếu và trong khả năng chi trả của đại bộ phận người tiêu dùng. Ngày tồn kho tăng cao trong 2025 để tránh những giai đoạn thiếu hụt nguyên liệu hoặc thành phẩm nếu sự không chắc chắn về chính sách và nguồn cung vàng nguyên liệu còn tiếp diễn;

(2) ***Kỳ vọng sức mua và nhu cầu tiêu dùng sẽ hồi phục trở lại từ 2026*** so với mức chi tiêu tương đối ảm đạm của nửa đầu 2025 do nhiều yếu tố bất định (tác động kỳ vọng của thuế đối ứng lên giá cả hàng hóa, tỷ giá và giá vàng tăng, phân hóa sức mua và thu nhập tăng không tương xứng).

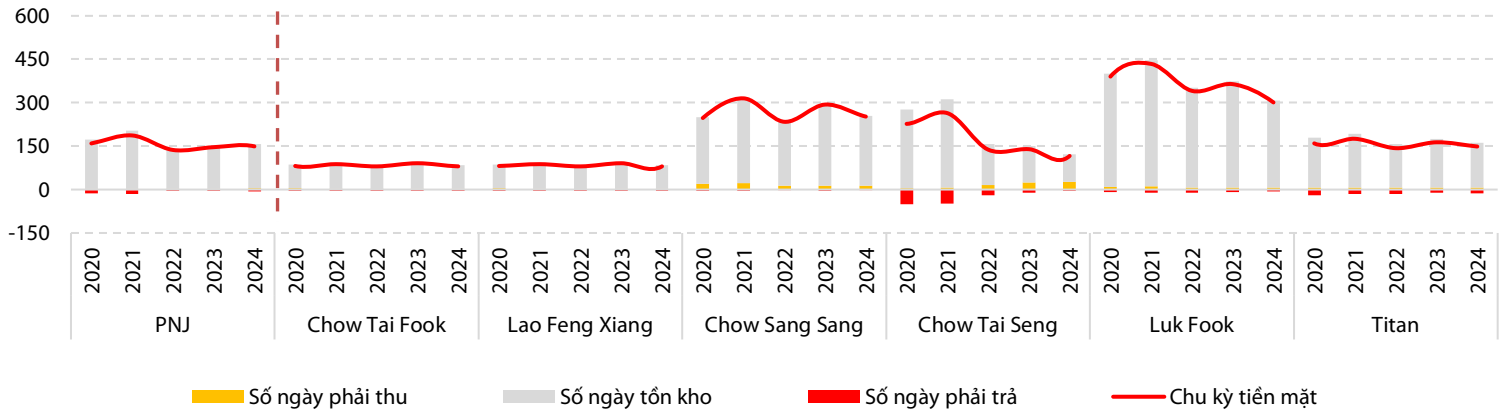
Chúng tôi kỳ vọng chu kỳ tiền mặt giảm dần về mức bình thường khoảng từ 160 - 170 ngày đến năm 2030, số ngày tồn kho giảm dần với kỳ vọng rủi ro thiếu hụt nguyên vật liệu giảm bớt nhờ các chính sách tháo gỡ của Nhà nước về cho phép nhập khẩu vàng, sản xuất vàng miếng và lập sàn giao dịch vàng. Nền kinh tế phát triển thúc đẩy nhu cầu mua sắm, làm đẹp và quà tặng có giá trị giúp tăng vòng quay tồn kho.

Hình 14: Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của PNJ (Ngày)



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp cùng ngành (Ngày)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

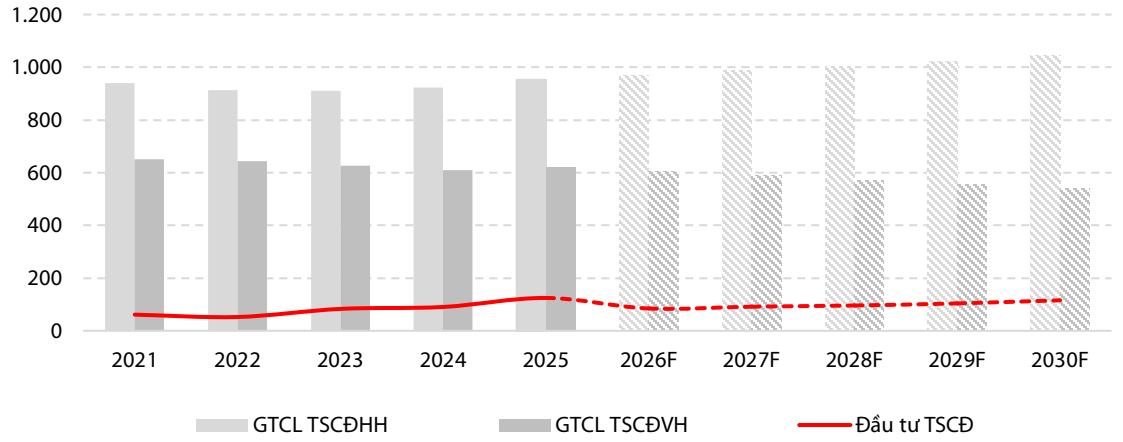
Đầu tư TSCĐ

Trước 2020, chi đầu tư TSCĐ của PNJ tăng mạnh với chi phí đầu tư trung bình mỗi năm rơi vào 150 – 300 tỷ đồng do đây là giai đoạn doanh nghiệp tăng cường mở rộng mạng lưới với số lượng cửa hàng mở mới tăng thêm 120 cửa hàng trong vòng 3 năm từ 2017 – 2019. Trong giai đoạn này, PNJ cũng chi đầu tư một số dự án như hệ thống hoạch định nguồn nhân lực (ERP), nâng cấp nhà máy để tối ưu hóa hệ thống vận hành và tăng năng lực sản xuất, nâng cấp máy móc để giảm lượng hao hụt nguyên liệu trong quá trình chế tác và công nghệ chế tác linh hoạt cho nhiều dòng hàng. Sau 2020, doanh nghiệp giảm tốc mở cửa hàng và không đầu tư đáng kể vào nâng công suất nhà máy do nhu cầu tiêu dùng suy giảm bởi dịch bệnh và khủng hoảng kinh tế, người tiêu dùng ưu tiên cho nhu cầu thiết yếu hơn.

Với tổng công suất thiết kế của 2 nhà máy đạt 5 triệu sản phẩm/năm (tăng từ 4 triệu năm 2024), PNJ đủ năng lực đáp ứng nhu cầu khi sức mua phục hồi. Do đó, chúng tôi dự phóng chi phí đầu tư TSCĐ duy trì ở mức 90–120 tỷ đồng/năm, chủ yếu dành cho mở rộng mạng lưới, với 13–15 cửa hàng mở mới ròng mỗi năm, hướng tới mục tiêu 500 cửa hàng vào 2030.

(*) Sau Nghị định 232/2025/NĐ-CP, nếu tham gia sản xuất và gia công vàng miếng (cho NHTM), PNJ cho biết nguồn lực hiện tại và công suất nhà máy đã đủ đáp ứng, do quy trình sản xuất vàng miếng đơn giản và ít phức tạp hơn so với trang sức. Tuy nhiên, với định hướng dài hạn nhằm đón đầu xu hướng thị trường mở, ngày 18/03/2026, HĐQT đã thông qua việc tăng vốn cho công ty con PNJP để mở rộng nhà máy Long Hậu và đáp ứng điều kiện pháp lý cho hoạt động sản xuất vàng miếng. Chi phí đầu tư nâng cấp có thể phân bổ theo nhiều giai đoạn trong 2026-2030 và cân đối cùng kế hoạch mở rộng hệ thống cửa hàng, chúng tôi chưa đưa yếu tố này vào định giá do cần những thông tin cụ thể hơn.

Hình 16: Chi đầu tư mua sắm TSCĐ (Tỷ VND)



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt | GTCL: Giá trị còn lại, TSCĐHH: tài sản cố định hữu hình, TSCĐVH: tài sản cố định vô hình

Nợ vay

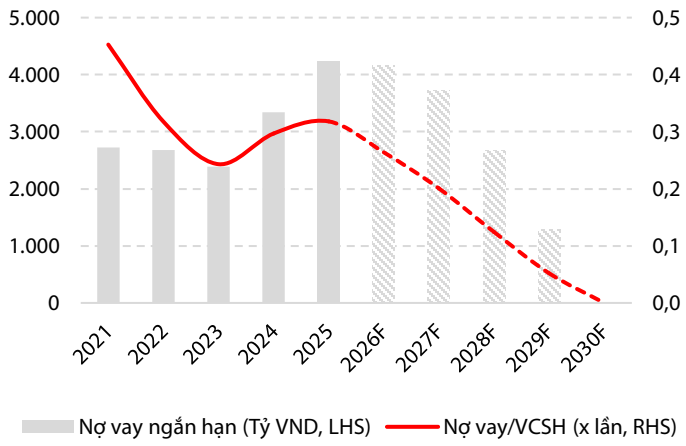
Cơ cấu tài sản của PNJ luôn giữ một tỷ lệ nợ vay tương đối thận trọng. Doanh nghiệp không sử dụng nợ vay dài hạn từ 2020 nhưng duy trì vay ngắn hạn ở mức 15 – 25% tổng nguồn vốn để tài trợ cho hoạt động kinh doanh thường xuyên và luân chuyển nguồn vốn lưu động.

Cùng với giả định về việc doanh nghiệp không có dự án đầu tư lớn đáng kể trong giai đoạn tới và tiếp tục quản trị nguồn vốn hiệu quả, chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ không còn vay nợ từ 2030. Hoặc nếu có, chính sách vay nợ duy trì thấp cũng hỗ trợ tốt cho nguồn vốn lưu động và tối ưu hoạt động tài chính.

Chính sách cổ tức tiền mặt

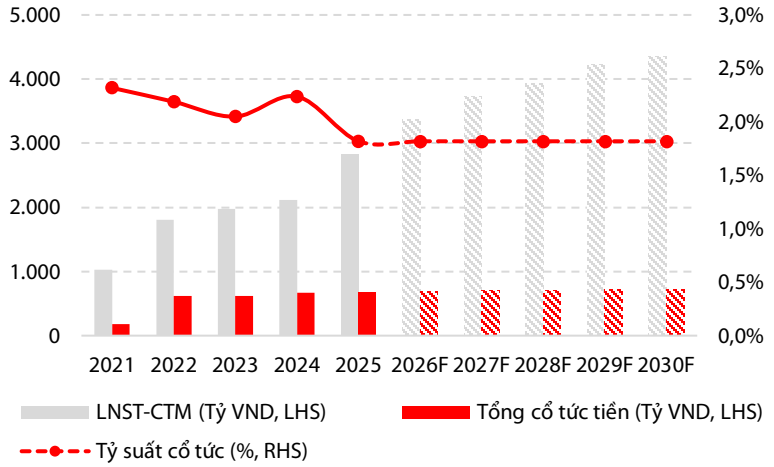
PNJ có lịch sử chi trả cổ tức thường xuyên với mức chi khoảng 1.800 – 2.000 đồng/cổ phiếu. Với sức khỏe tài chính bền vững, KQKD khả quan và dòng tiền hoạt động đều đặn, chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ tiếp tục duy trì chính sách chi trả cổ tức trong thời gian tới với tỷ lệ chi trả 20%, tương ứng với mức cổ tức 2.000 đồng/cổ phiếu.

Hình 17: Cơ cấu nợ vay và lãi suất bình quân



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 18: Chi trả cổ tức



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Phân tích Dupont

ROE của PNJ thuộc nhóm cao trong ngành, đạt 17 – 21%/năm và tương đối ổn định với biên độ dao động trong khoảng 3 - 4 điểm phần trăm tùy năm, chủ yếu do biến động của vòng quay tài sản và biên lợi nhuận ròng.

Chúng tôi ước tính ROE của PNJ đạt 21,4% vào 2026 nhờ biên lợi nhuận ròng và vòng quay tài sản cải thiện từ cuối 2025, sau đó giảm dần về 16% đến 2030 do ước tính biên ròng giảm dần khi không còn hưởng lợi từ chênh lệch giá vàng mạnh như giai đoạn 2025 – 2026, đồng thời dự phóng tài sản doanh nghiệp tăng nhanh hơn LNST (nợ vay giảm dần, hoạt động kinh doanh chủ yếu được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu sau khi đã trả cổ tức tỷ lệ 20% và 10% cho quỹ khen thưởng phúc lợi và trích thù lao HĐQT, BKS).

Bảng 4: Phân tích Dupont 3 yếu tố của doanh nghiệp cùng ngành

PHÂN TÍCH DUPONT	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
PNJ	20,4%	17,1%	21,4%	20,1%	18,8%	21,3%	21,4%	20,1%	18,3%	17,1%	15,6%
Biên ròng	6,1%	5,3%	5,3%	5,9%	5,6%	8,1%	7,9%	7,9%	7,7%	7,6%	7,7%
Vòng quay tài sản	2,1	1,8	2,5	2,3	2,2	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7
Đòn bẩy tài chính	1,6	1,8	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2
Chow Tai Fook	10,5%	22,6%	20,8%	16,3%	22,5%	-	-	-	-	-	-
Biên ròng	5,3%	9,2%	6,8%	5,7%	6,0%	-	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	0,9	1,1	1,3	1,1	1,2	-	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	2,2	2,3	2,4	2,7	3,0	-	-	-	-	-	-
Lao Feng Xiang	21,3%	19,4%	18,3%	20,8%	16,5%	-	-	-	-	-	-
Biên ròng	3,1%	2,8%	2,8%	3,2%	3,5%	-	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	2,8	2,8	2,6	2,8	2,4	-	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	2,5	2,4	2,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-
Chow Sang Sang	7,6%	6,1%	6,3%	12,3%	11,8%	-	-	-	-	-	-
Biên ròng	5,8%	3,4%	3,8%	5,9%	6,8%	-	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	0,9	1,3	1,1	1,3	1,1	-	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	1,5	1,4	1,5	1,6	1,6	-	-	-	-	-	-
Chow Tai Seng	19,8%	22,0%	18,0%	22,0%	15,9%	-	-	-	-	-	-
Biên ròng	19,6%	13,4%	9,6%	8,4%	7,3%	-	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	0,8	1,3	1,5	2,1	1,8	-	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	1,2	1,2	1,2	1,3	1,2	-	-	-	-	-	-
Luk Fook (HK)	6,8%	9,6%	12,5%	10,2%	13,1%	-	-	-	-	-	-
Biên ròng	6,3%	11,7%	12,4%	10,4%	10,8%	-	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	0,8	0,6	0,8	0,8	1,0	-	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	-	-	-	-	-	-
Titan (Ấn Độ)	23,2%	13,2%	25,2%	30,0%	31,6%	-	-	-	-	-	-
Biên ròng	7,1%	4,7%	7,7%	8,4%	7,2%	-	-	-	-	-	-
Vòng quay tài sản	1,6	1,3	1,5	1,6	1,6	-	-	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	2,0	2,1	2,2	2,3	2,8	-	-	-	-	-	-

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Báo cáo thu nhập hằng năm của PNJ

DOANH THU THUẦN	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu thuần	33.876	33.137	37.823	34.976	42.499	47.129	51.171	55.331	56.762
Giá vốn hàng bán	27.949	27.078	31.149	27.273	33.453	36.844	40.169	43.502	44.816
Lợi nhuận gộp	5.927	6.059	6.674	7.703	9.046	10.285	11.003	11.829	11.947
Chi phí bán hàng và QLDN	3.502	3.530	4.003	4.165	4.767	5.630	6.202	6.796	7.009
Chi phí hoạt động khác	47	24	47	46	56	62	67	73	75
EBITDA	2.474	2.604	2.722	3.593	4.307	4.683	4.829	5.063	4.973
Doanh thu tài chính	54	98	76	148	196	247	312	383	576
Chi phí tài chính	94	119	47	119	229	186	133	64	-
Lợi nhuận trước thuế	2.312	2.489	2.651	3.549	4.219	4.682	4.940	5.307	5.467
Chi phí thuế TNDN	502	518	538	720	856	950	1.002	1.076	1.109
Quỹ khen thưởng phúc lợi	51	91	99	132	157	174	184	197	203
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	1.811	1.971	2.113	2.829	3.364	3.733	3.938	4.231	4.358
EPS (Đồng/CP)	7.360	6.009	6.253	8.298	9.860	10.942	11.543	12.402	12.776

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 6: Bảng cân đối kế toán hằng năm của PNJ

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
TÀI SẢN									
Tiền mặt hoạt động	880	896	1.123	522	634	800	974	1.168	3.122
Đầu tư ngắn hạn	200	810	01.02	2.007	2.439	3.176	3.960	4.836	5.528
Khoản phải thu	301	215	401	157	228	294	363	441	453
Hàng tồn kho	10.506	10.941	13.015	15.836	17.331	19.092	20.328	21.394	21.052
Tài sản ngắn hạn khác	80	96	133	96	116	129	140	151	155
Tài sản ngắn hạn	**11.966**	**12.958**	**15.693**	**18.617**	**20.749**	**23.491**	**25.767**	**27.990**	**30.310**
TSCĐ hữu hình	913	912	922	952	969	988	1.004	1.021	1.044
Đầu tư dài hạn	-	4	4	6	38	38	38	38	38
TSCĐ vô hình	643	626	609	620	604	588	572	556	540
TS dài hạn khác	364	449	474	472	573	636	690	746	766
Tài sản dài hạn	**1.371**	**1.469**	**1.515**	**1.551**	**2.332**	**2.412**	**2.481**	**2.553**	**2.584**
Tổng tài sản	**13.337**	**14.428**	**17.208**	**20.168**	**23.081**	**25.904**	**28.248**	**30.544**	**32.894**
NỢ PHẢI TRẢ									
Vay nợ ngắn hạn	2.683	2.384	3.342	4.223	4.158	3.718	2.669	1.282	-
Phải trả người bán	277	257	624	334	334	519	692	885	1.101
Các khoản phải trả khác	1.923	1.970	1.976	2.321	2.820	3.128	3.396	3.672	3.767
Phải trả ngắn hạn	**4.883**	**4.612**	**5.942**	**6.878**	**7.312**	**7.364**	**6.756**	**5.839**	**4.868**
Vay nợ dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	10	9	11	14	14	14	14	14	14
Phải trả dài hạn	**10**	**9**	**11**	**14**	**14**	**14**	**14**	**14**	**14**
Tổng nợ phải trả	**4.893**	**4.621**	**5.952**	**6.893**	**7.326**	**7.378**	**6.770**	**5.854**	**4.882**
LỢI ÍCH THIỂU SỐ									
Lợi ích thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Cổ phần ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cổ phần phổ thông	2.458	3.278	3.377	3.410	3.461	3.496	3.532	3.567	3.603
LNST chưa phân phối	2.522	2.740	3.301	4.412	5.610	7.005	8.507	10.168	11.892
Các nguồn quỹ khác	1.212	1.936	2.626	3.471	4.649	5.955	7.334	8.814	10.340
Vốn chủ sở hữu	**8.444**	**9.806**	**11.255**	**13.276**	**15.754**	**18.526**	**21.477**	**24.690**	**28.012**
Tổng nguồn vốn	**13.337**	**14.428**	**17.208**	**20.168**	**23.081**	**25.904**	**28.248**	**30.544**	**32.894**

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt ước tính

CẬP NHẬT KQKD Q4/2025 VÀ DỰ PHÓNG KQKD Q1/2026

KQKD Q4/2025: Doanh thu vượt kỳ vọng, LNST-CTM và biên lợi nhuận cao nhất lịch sử

Doanh thu Q4/2025 đạt 9.632 tỷ đồng (+12,1% yoy). Trong đó, mảng bán lẻ chủ lực đóng góp 79,9%. Lũy kế cả năm 2025, doanh thu thuần PNJ đạt 34.976 tỷ đồng (-7,5% yoy), hoàn thành 110,7% kế hoạch.

- Trái với Q3/2025, cơ cấu doanh thu có sự dịch chuyển mạnh mẽ giữa bán lẻ trang sức và kinh doanh vàng. Doanh thu bán lẻ tăng trưởng 25,7% svck, qua đó nâng tỷ trọng đóng góp lên ~80%. Ngược lại, mảng vàng 24K ghi nhận sự sụt giảm về doanh số do nguồn vàng hạn chế nên PNJ ưu tiên nguồn lực cho mảng bán lẻ, đặc biệt là các dòng trang sức vàng có biên lợi nhuận cao.
    - Xu hướng nắm giữ vàng 24k đã hướng khách hàng sang lựa chọn các sản phẩm trang sức vàng (có phí gia công) với kỳ vọng giá vàng tăng là động chính thúc đẩy doanh số bán lẻ trong Q4.
    - Mặt khác, chính sách "thu – đổi" theo giá nguyên liệu đã tạo niềm tin và tâm lý mua hàng tích cực hơn đối với khách hàng của PNJ khi thu mua lại theo giá thị trường (thay vì chỉ mua lại với 70% hóa đơn như trước), tăng khả năng cạnh tranh so với nhóm bán lẻ trang sức truyền thống.
- Mảng kinh doanh sỉ: Đóng góp 9,5% doanh thu Q4 (-2,2 pps yoy), tỷ trọng đóng góp cả năm và tốc độ tăng trưởng gần như đi ngang svck. Đối tác sỉ nói riêng và các cửa hàng truyền thống nói chung trên thị trường ngoài bị tác động bởi sự làm chặt về vấn đề tuân thủ (khai báo thuế, hóa đơn điện tử, nguồn gốc xuất xứ và quản lý hàng hóa) thì còn ghi nhận suy yếu về nhu cầu của khách hàng khi xu hướng chuyển dịch từ sản phẩm không thương hiệu sang có thương hiệu đang ngày càng rõ rệt. Mặt khác, trong giai đoạn này, do hạn chế về quy mô và nguồn vốn nhỏ, các cửa hàng truyền thống ưu tiên các sản phẩm có vòng quay hàng nhanh như vàng nhẫn 24K/ vàng miếng hơn là sản phẩm trang sức (số ngày tồn kho lâu hơn, ghim vốn và kém khả quan).

Bảng 7: Kết quả kinh doanh Q4 và 2025 của PNJ

Đơn vị: Tỷ đồng	Q4/2025	+/-(qoq)	+/-(yoy)	2025	+/-(yoy)	% kế hoạch 2025 @PNJ	% dự phóng 2025 @VDS
Doanh thu thuần	**9.623**	**18,3%**	**12,1%**	**34.976**	**-7,5%**	**110,7%**	**96,4%**
Bán lẻ trang sức	7.689	47,9%	25,7%	24.320	10,4%		
Kinh doanh sỉ	914	5,0%	-8,9%	3.834	1,1%		
Vàng 24K	953	-53,0%	-31,5%	6.629	-43,1%		
Cơ cấu doanh thu							
Bán lẻ trang sức	*79,9%*	*16,0pps*	*8,6pps*	*69,5%*	*11,3pps*		
Kinh doanh sỉ	*9,5%*	*-1,2pps*	*-2,2pps*	*11,0%*	*0,9pps*		
Vàng 24K	*9,9%*	*-15,0pps*	*-6,3pps*	*19,0%*	*-11,9pps*		
Lợi nhuận gộp	**2.419**	**50,5%**	**35,1%**	**7.708**	**15,5%**		
Biên lợi nhuận gộp	*25,1%*	*5,3pps*	*4,3pps*	*22,0%*	*4,4pps*		
Thu nhập tài chính ròng	6,9	409,4%	147,8%	-16,9	-6,6%		
Chi phí BH&QLDN	**909**	**-8,9%**	**-24,2%**	**4.165**	**4,0%**		
Tỷ trọng CPBH&QL/doanh thu	9,4%	-2,9%	-4,5%	11,9%	1,3%		
LNST-CTM	**1.219**	**145,8%**	**66,4%**	**2.834**	**34,1%**	**144,6%**	**116,4%**
Biên LNST-CTM	*12,7%*	*6,6%*	*4,1%*	*8,1%*	*2,5%*		
SLCH (cửa hàng)	**431**	**2**	**2**	**431**	**2**		
PNJ	424	2	3	424	3		
Style by PNJ	3	0	-1	3	-1		
CAO Fine Jewellery	3	0	0	3	0		
PNJP (TT kinh doanh sỉ)	1	0	0	1	0		

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận gộp Q4 đạt 2.419 tỷ đồng (+35,1% yoy) và biên lợi nhuận gộp đạt 25,1% (+4,3 pps YoY). Lũy kế 2025 đạt 7.708 tỷ đồng (+15,5% yoy) với biên gộp 22% (+4,4 pps YoY), chủ yếu nhờ: Biên LN gộp bán lẻ trang sức (đặc biệt là trang sức vàng) cải thiện. Cụ thể, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp trang sức vàng đạt hơn 30% (+2 pps yoy). Ngoài ra, chúng tôi cho rằng biên gộp từ kinh doanh vàng cũng có cải thiện nhẹ khoảng 0,5 -1 pps do chênh lệch mua vào – bán ra ở một số thời điểm tương đối lớn.

Chi phí BH&QLDN được kiểm soát với tỷ trọng trên doanh thu thấp ở mức 9,4% (-4,5 pps yoy) khi chi tăng 2 cửa hàng ròng trong quý, các chi phí cho quảng cáo bán hàng đã được đầu tư nhiều trong nửa đầu năm và thời điểm cuối năm bắt đầu ghi nhận những hiệu ứng lan tỏa.

Nhờ đó, LNST-CTM 4Q25 đạt 1.219 tỷ đồng (+66,4% yoy), biên ròng đạt 12,5% (+4,1 pps yoy). Cả năm 2025 đạt 2.834 tỷ đồng (+34% yoy) với biên ròng 8,1% (+2,5 pps yoy) nhờ những động lực trên.

Dự phóng KQKD Q1/2026: Đón chờ thành quả tích cực từ mùa cao điểm lễ hội trong năm

Bảng 8: Dự phóng KQKD Q1/2026 của PNJ

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1/2026	+/-(qoq)	+/-(yoy)	
Doanh thu thuần	13.470	40,0%	39,8%	Doanh thu thuần Q1/2026 ước tính trở lại pha tăng trưởng so với nền thấp cùng kỳ (do nhu cầu mua sắm trang sức đầu năm 2025 ảm đạm, nguồn cung vàng khan hiếm)
Bán lẻ trang sức	*8.145*	*5,9%*	*21,0%*	• *Theo ước tính của chúng tôi, thị phần của PNJ tăng trong năm 2025, đạt ~22% và sẽ cải thiện trong 2026. Với lợi thế thương hiệu và mạng lưới rộng, PNJ tiếp tục hưởng lợi khi các hộ kinh doanh vàng & trang sức truyền thống đã và đang chịu ảnh hưởng của các loại chính sách tuân thủ. Các đơn vị nhỏ lẻ ưu tiên kinh doanh vàng hơn là các sản phẩm trang sức trong thời điểm này để tăng vòng quay và linh hoạt dòng vốn. Dưới góc độ đó, người tiêu dùng sẽ tìm đến những nhà bán lẻ lớn. (*)* • *Nhu cầu đang quay trở lại theo như quan sát từ nửa cuối 2025 do "nhận thức mua sắm và sở hữu" thay đổi khi trang sức vàng cũng là một món phụ kiện có thể tích sản, dưới kỳ vọng giá vàng trong xu hướng tăng.* • *Mặt khác, Q1 là thời điểm diễn ra các dịp lễ hội lớn (Tết, ngày lễ tình nhân, vía thần tài, quốc tế phụ nữ). Điều này hỗ trợ thêm cho doanh số bán lẻ.*
Kinh doanh sỉ	*1.101*	*20,4%*	*-5,7%*	• *PNJ vẫn có thể tận dụng thương hiệu và nhà máy còn công suất cho một số đơn hàng gia công. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mảng sỉ vẫn chỉ duy trì một tỷ trọng nhỏ trong tổng doanh thu, giảm nhẹ svck do thời điểm này việc kinh doanh trang sức đối với các đơn vị đối tác của PNJ là tương đối khó khăn, đồng với quan điểm ở (*) trên.*
Vàng 24K	*4.157*	*336,4%*	*136,2%*	• *Kỳ vọng mảng vàng 24K tăng trưởng mạnh với động lực đến từ lượng và giá:* ○ *Sản lượng vàng Q1/26 kỳ vọng tăng 20-25% svck do sản lượng bán ra Q1/25 chạm đáy lịch sử (nguồn vàng hạn chế nên ưu tiên hơn cho sản xuất). Ngược lại, nguồn vàng giai đoạn đầu 2026 có phần dễ thở hơn nhờ chính sách thu – mua thay đổi nhằm đảm bảo cung NVL.* ○ *Giá bán vàng 24K bình quân 170 triệu/lượng trong quý (+90% svck).*
Lợi nhuận gộp	3.013	24,6%	47,1%	Cải thiện tốt svck nhờ biên gộp bán lẻ duy trì ở mức nền cao quanh 30-32% như năm 2025, so với mức trung bình 26-29% do tận dụng được nguồn NVL giá tốt từ hàng thanh lý thay vì phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn vàng giá cao và phân mảnh trên thị trường.
Biên lợi nhuận gộp	*22,4%*	*-2,8%*	*1,1%*	
Chi phí BH&QLDN	1.188	30,7%	-0,9%	Chi phí tăng svck và cùng quý do chi lương thưởng cho cán bộ nhân viên quản lý, chi cho hoạt động quảng cáo bán hàng các BST trong mùa lễ hội mới. Tỷ trọng chi phí trên doanh thu giảm svck do doanh số hai mảng bán lẻ và vàng 24K tăng trưởng khả quan.
Tỷ trọng CPBH&QL/Dthu	*8,8%*	*-0,6%*	*-3,6%*	
EBIT	1.813	21,5%	115,6%	
Biên EBIT	*13,5%*	*-2,0%*	*4,7%*	
LNST-CTM	**1.411**	**15,7%**	**108,2%**	
Biên LNST-CTM	*10,5%*	*-2,2%*	*3,4%*	

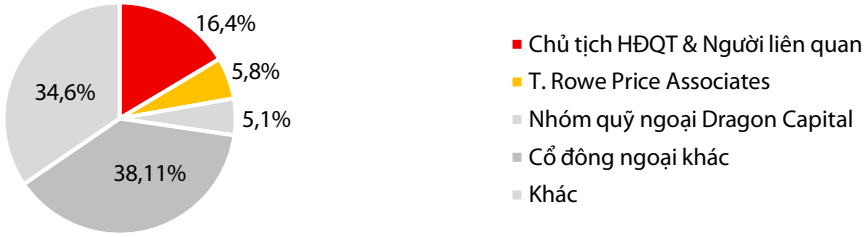
Nguồn: CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 1 – TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1.1. Thông tin tổng quan doanh nghiệp

CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (PNJ) được thành lập vào năm 1988 với xuất phát điểm từ một cửa hàng Kinh doanh Vàng bạc nhỏ tại Phú Nhuận. Doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh, xuất nhập khẩu vàng, bạc, nữ trang và đá quý. PNJ chính thức được niêm yết trên sàn Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HoSE) từ năm 2009, là đơn vị kim hoàn đầu tiên và duy nhất niêm yết trên sàn cho đến nay.

Hình 17: Cơ cấu cổ đông của PNJ



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Bên cạnh 3 công ty con mà PNJ đang sở hữu với tỷ lệ 100% và 2 nhà máy sản xuất (tại Tây Ninh và TP.HCM), ngày 28/02/2026, doanh nghiệp công bố thành lập công ty con hoạt động mảng tài chính với vốn điều lệ 50 tỷ đồng (sở hữ 65,5%) nhằm thay thế một phần hoạt động của doanh nghiệp tại Công ty Người Bạn Vàng. Thông tin chi tiết về việc thành lập chưa được công bố, chúng tôi sẽ cập nhật thêm trong các báo cáo tới cùng với chiến lược hoạt động của doanh nghiệp và đánh giá tác động kỳ vọng trong KQKD.

Hình 18: Công ty con của PNJ

Công ty TNHH MTV Chế tác và Kinh doanh trang sức PNJ (PNJP)	Công ty TNHH MTV Thời Trang Cao (CAF)	Công ty TNHH MTV Giám định PNJ (PNJL)
• Vốn điều lệ: 1.000 tỷ đồng(*) • Tỷ lệ sở hữu: 100% • Hoạt động chính: Chế tác và kinh doanh trang sức	• Vốn điều lệ: 150 tỷ đồng • Tỷ lệ sở hữu: 100% • Hoạt động chính: Kinh doanh trang sức	• Vốn điều lệ: 10 tỷ đồng • Tỷ lệ sở hữu: 100% • Hoạt động chính: Tư vấn và giám định vàng, bạc, đá quý

Nguồn: PNJ | (*) HĐQT có quyết định thông qua tăng vốn điều lệ PNPJ từ 500 tỷ đồng lên 1.000 tỷ đồng vào 18/03/2026

1.2. Các mảng kinh doanh cốt lõi

Bán lẻ trang sức: Đây là mảng trọng tâm và chiến lược của PNJ với biên lợi nhuận gộp cao nhất trong 3 mảng bán lẻ/sỉ/vàng, đóng góp 69,5% tổng doanh thu của PNJ năm 2025. Mảng bán lẻ vẫn còn dư địa tăng trưởng biên gộp với đa dạng dòng sản phẩm khi một số dòng có chi phí vốn chưa tối ưu để tiếp tục cải thiện và nhờ công nghệ chế tác linh hoạt.

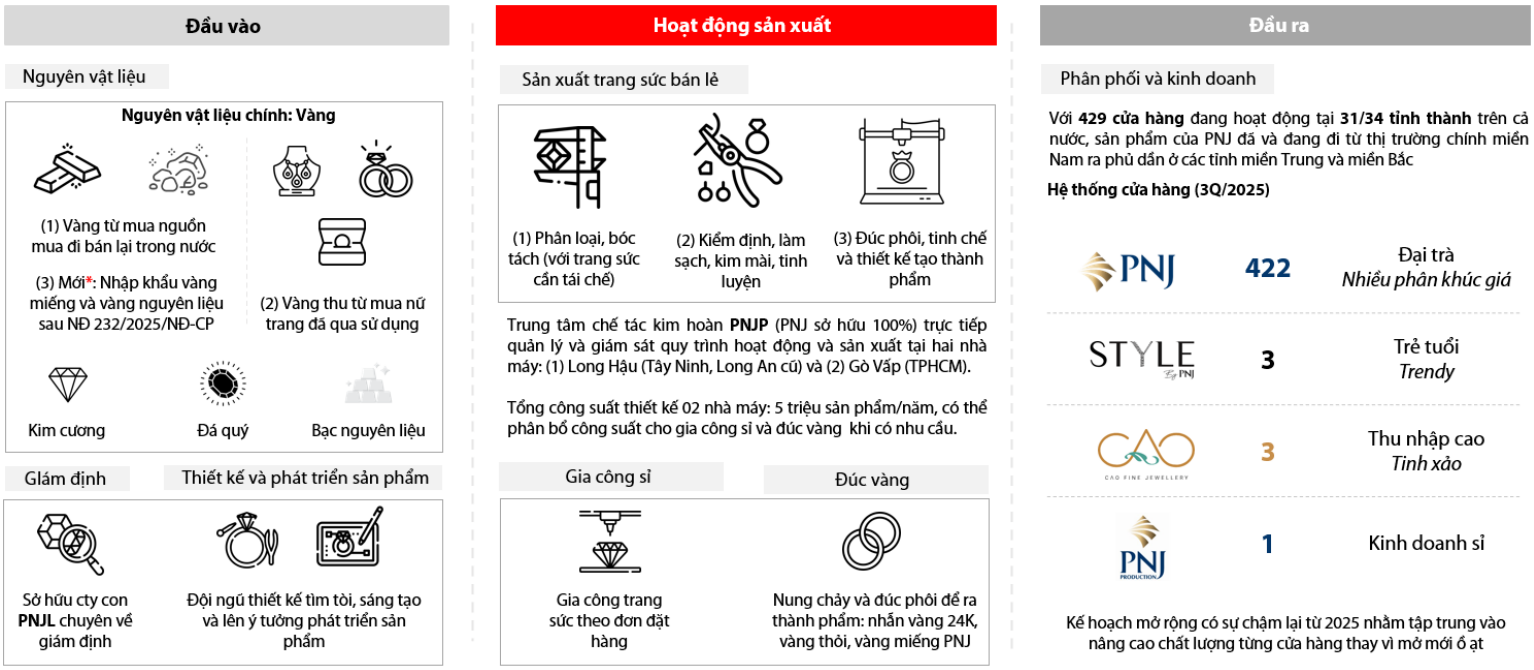
Bán sỉ: PNJ nhận gia công các mặt hàng trang sức cho các cửa hàng bán vàng & trang sức truyền thống nhỏ lẻ độc lập với biên lợi nhuận thấp duy trì 1 chữ số. Với xu hướng ngày càng xem trọng vai trò và giá trị thương hiệu, nhu cầu sỉ cũng đang có sự gia tăng đối với PNJ. Tuy nhiên, mảng gia công sỉ không phải là cốt lõi trong định hướng phát triển dài hạn của doanh nghiệp.

Kinh doanh vàng miếng: Mảng vàng đóng góp khoảng 30% doanh thu của PNJ với biên gộp rất thấp (1-2%). Doanh nghiệp duy trì hoạt động này vì đây là nhu cầu cơ bản thường xuyên của người Việt. Ngoài vàng miếng và vàng nhẫn 24K, PNJ cũng ra mắt những sản phẩm vàng 24K mang thương hiệu của doanh nghiệp như vàng thỏi tròn – vừa có giá trị cất giữ tài sản và vừa có giá trị sưu tầm vì hình dáng đặc biệt. Sản phẩm này được bán tương đối chạy và có biên gộp cao hơn vàng 24K thông thường.

Các mảng khác: bao gồm kinh doanh đồng hồ, phụ kiện (accessories) và cung cấp các dịch vụ như kiểm định kim cương, đá quý,... chiếm tỷ trọng không đáng kể trong tổng doanh thu.

PHỤ LỤC 2 – CHUỖI GIÁ TRỊ CỦA DOANH NGHIỆP (CẬP NHẬT ĐIỂM MỚI VỀ ĐẦU VÀO)

Hình 19: Chuỗi giá trị của PNJ



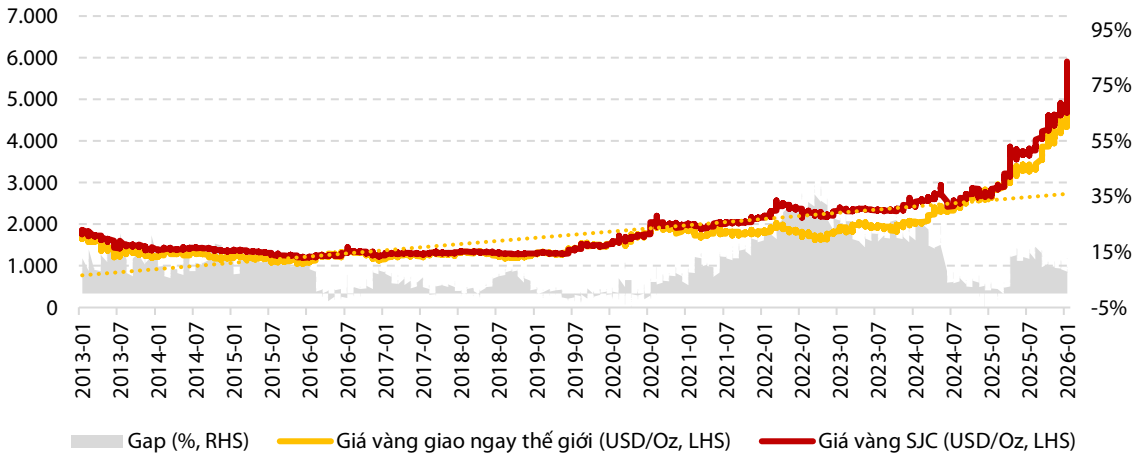
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt, (*) Nghị định 232/2025/NĐ-CP về quản lý thị trường vàng

2.1. Đầu vào

Nguyên liệu đầu vào của PNJ là vàng nguyên liệu, vàng miếng (vàng chiếm phần lớn giá vốn sản phẩm) do thành phẩm trọng tâm của PNJ đưa ra thị trường là trang sức vàng. Một số nguyên liệu đầu vào khác như bạc nguyên liệu, kim cương, đá quý được sử dụng trong chế tác để danh mục sản phẩm được đa dạng, phục vụ nhiều phân khúc khách hàng với thị yếu và nhu cầu khác nhau.

Phần lớn nguyên liệu đầu vào là kim loại quý có đặc tính biến động mạnh theo giá thị trường. Giá vàng Việt Nam đến hết 2025 ước tính tăng – khoảng 80% svck, mặc những giai đoạn giá vàng thế giới gần như đi ngang hoặc tăng với tốc độ chậm hơn, điều này dẫn đến khoảng cách giá vàng Việt Nam – thế giới nới ngày càng lớn, có những thời điểm đạt 15 – 20% (Hình 20). Điều này tạo nên lo ngại về nguyên liệu đầu vào của PNJ từ thời điểm 3Q/24, tuy vậy, doanh nghiệp đã có những chính sách thu mua, thay đổi giá bán và ứng công nghệ tái chế & chế tác linh hoạt để đảm bảo được nguồn hàng và nguyên vật liệu trong năm.

Hình 20: Biến động giá vàng, giai đoạn 2015 – Đầu 2026



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp và ước tính

Nghị định 24/2012/NĐ-CP chính thức được sửa đổi và thay thế bởi nghị định 232/2025/NĐ-CP, với một số điểm mới trong công tác quản lý thị trường vàng. Trong đó, PNJ là một trong số ít doanh nghiệp thỏa điều kiện được tự chủ về việc nhập khẩu vàng nguyên liệu và sản xuất vàng miếng dưới sự kiểm soát chặt chẽ của NHNN và hạn ngạch được cấp từng lần hằng năm. Điều này được kỳ vọng sẽ mở ra trang mới cho doanh nghiệp sản xuất trang sức như PNJ. Tuy vậy, một số rủi ro khác cũng cần được theo dõi và cân nhắc trong bức tranh sắp tới.

Giá vàng thế giới: JPMorgan Chase & Co dự báo giá vàng thế giới có thể đạt 6.300 USD/oz vào cuối năm 2026, trong khi Morgan Stanley cho rằng giá vàng có thể hạ nhiệt về khoảng 4.800 USD/oz. Theo tổng hợp các dự báo, giá vàng trung bình và trung vị ước đạt khoảng 5.300 USD/oz vào Q4/2026.

Hình 21: Dự báo giá vàng năm 2026 bởi 09 tổ chức tài chính

Dữ liệu đồng thuận	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27
Trung vị	4.725	4.813	5.000	5.308	5.200	5.430
Trung bình	4.759	4.863	5.161	5.326	5.364	5.361
Cao	6.200	6.200	6.200	6.300	6.440	6.560
Thấp	4.100	4.170	4.150	4.000	3.800	3.600
Giá kỳ hạn	5.180	5.128	5.172	5.219	5.263	5.311
Dữ liệu dự báo của một số TTTC được cập nhật tại ngày 06/03/2026						
Goldman Sachs	4.673	4.865	5.067	5.308	5.505	5.665
Standard Chartered	4.500	4.650	4.850	5.150	5.100	
Citigroup Inc	5.000	4.800	4.400	4.200		
UBS Group			6.200	5.900		
Bank of America	4.700	4.500	5.000	5.705	5.200	
Julius Baer	4.750	4.825	4.900	5.000	5.075	5.150
Morgan Stanley	4.400	4.500	4.700	4.800	4.700	4.000
JPMorgan Chase & Co	5.100	5.530	5.900	6.300	6.440	6.560
Westpac Banking	4.950	5.230	5.430	5.570	5.530	5.430

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

2.2. Sản xuất

PNJ có 02 nhà máy chế tác và sản xuất: 01 nhà máy tại Long Hậu (Tỉnh Long An cũ, nay thuộc Tỉnh Tây Ninh) và 01 nhà máy tại Gò Vấp (TP.HCM) với tổng công suất thiết kế là 5 triệu sản phẩm/năm (nâng từ 4 triệu sản phẩm/năm vào 2024). Nhà máy chính của PNJ đặt tại Gò Vấp, cũng là nơi đặt trụ sở của PNJP.

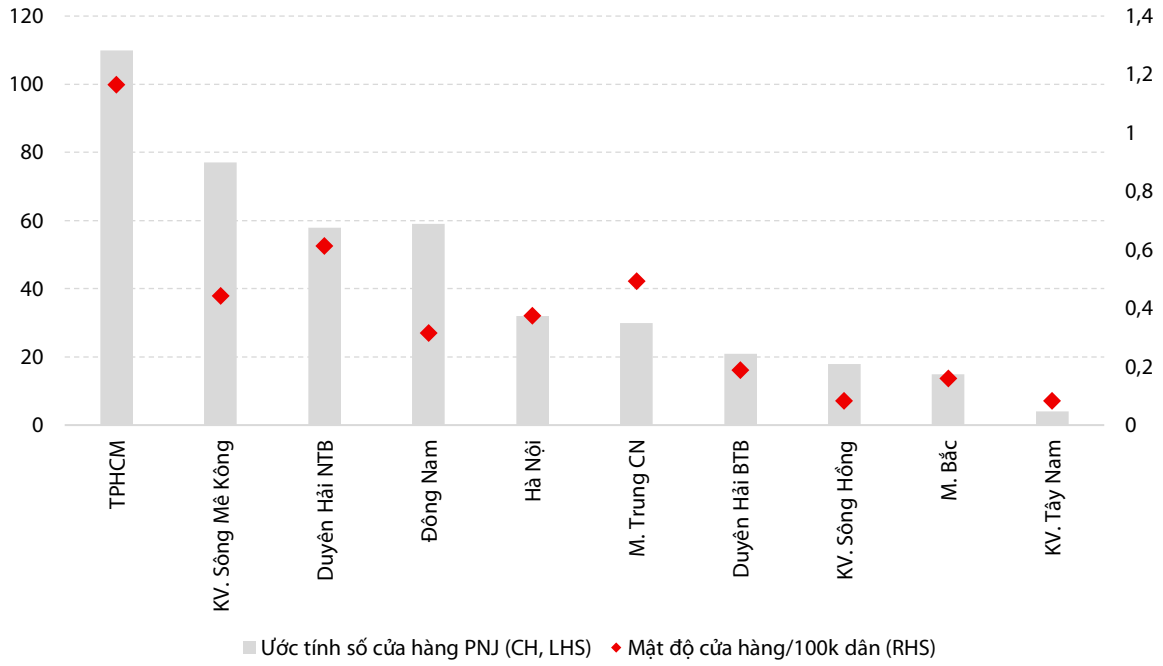
Theo quan sát từ giữa 2024 đến nay, nhu cầu trang sức đang phục hồi chậm ở phân khúc đại trà, phổ thông. Công suất nhà máy hiện tại sau khi nâng vẫn đủ để sản xuất nếu sức mua hồi phục trở lại và để sản xuất vàng miếng/ gia công vàng miếng (nếu các NHTM có nhu cầu và được cho phép thuê đơn vị gia công, theo chia sẻ của doanh nghiệp) sau khi Nghị định 232/2025/NĐ-CP được ban hành và có hiệu lực từ ngày 10/10/2025.

Mặt khác, công nghệ chế tác và máy móc của PNJ được đầu tư và cải tiến từ những năm trước để tạo sự linh hoạt trong dây chuyền sản xuất nhằm ứng dụng với những dòng hàng khác nhau thay vì chuyên môn hóa cho từng sản phẩm. Đây là điểm cộng của PNJ, đặc biệt giúp phát huy lợi thế trong giai đoạn khó khăn kép về cung – cầu như tận dụng sự tự chủ về công nghệ chế tác để có thể tái chế những mặt hàng không hợp thị hiếu, giá thành cao thành những dòng trang sức người tiêu dùng có thể chi trả. Điều này vừa giúp doanh nghiệp giải quyết được thách thức về cung vàng khan hiếm trong năm 2024 – 2025 và cầu yếu trong bối cảnh kinh tế vĩ mô bất định, thu nhập người dân bị ảnh hưởng.

2.3. Đầu ra

Với trọng tâm là bán lẻ trang sức, PNJ sở hữu 429 cửa hàng trên toàn quốc, trải dài 31/34 tỉnh thành. Số lượng cửa hàng tính đến 3Q/2025 không có sự thay đổi so với cuối năm 2024 nhưng có sự tái phân bổ về địa điểm kinh doanh. Cụ thể, trong 2025, PNJ đóng 10 cửa hàng nhỏ lẻ (tại những dịa điểm hoạt động kém hiệu suất như trong trung tâm thương mại, cửa hàng PNJ Silver, cửa hàng có diện tích nhỏ hẹp) để tái mở ở những dịa điểm kinh doanh có lưu lượng khách mua hàng cao hơn như các mặt đường lớn, diện tích cửa hàng rộng hơn để trưng bày nhiều sản phẩm và tạo không gian mua sắm cho khách hàng. Mục đích cuối cùng là nâng cao chất lượng cửa hàng và doanh số, không mở mới ồ ạt gây kém hiệu quả.

Hình 22: Mạng lưới hoạt động và hệ thống cửa hàng của PNJ, tính đến cuối 2025



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 23: Cửa hàng và không gian trưng bày tại PNJ

PNJ Hai Bà Trưng (TP.HCM) – Địa điểm sầm uất của PNJ



Không gian trưng bày cửa hàng PNJ



Nguồn: PNJ, Internet

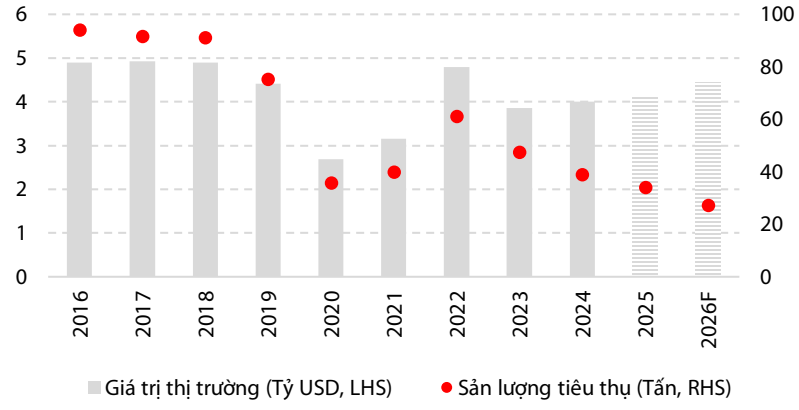
PHỤ LỤC 3 – QUY MÔ THỊ TRƯỜNG TRANG SỨC VIỆT NAM SO VỚI MỘT SỐ THỊ TRƯỜNG

3.1. Quy mô thị trường trang sức

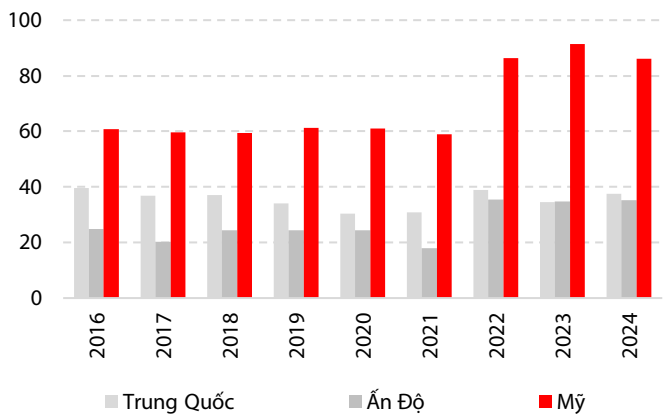
Quy mô thị trường bán lẻ trang sức Việt Nam ước đạt 4 tỷ USD vào 2025, CAGR (2025-30) 4,4%/năm nhờ:

- Việt Nam vẫn trong giai đoạn cơ cấu dân số vàng, kéo dài đến 2041 (theo Cục Dân Số) và nhóm lao động trẻ, trung niên tiếp tục là tệp khách hàng mục tiêu thúc đẩy tăng trưởng ngành với thu nhập khả dụng kỳ vọng tăng trung bình 8,2%/năm đến 2030 (theo World Economic Forum).
- Chi tiêu đầu người cho trang sức trên thu nhập khả dụng vẫn ở mức cao so với các nước láng giềng như Ấn Độ, Trung Quốc (Phụ lục 3.2).

Hình 24 Ước tính quy mô ngành trang sức Việt Nam, 2016 – 2026F



Hình 25: Quy mô thị trường một số nước, 2016 – 2024



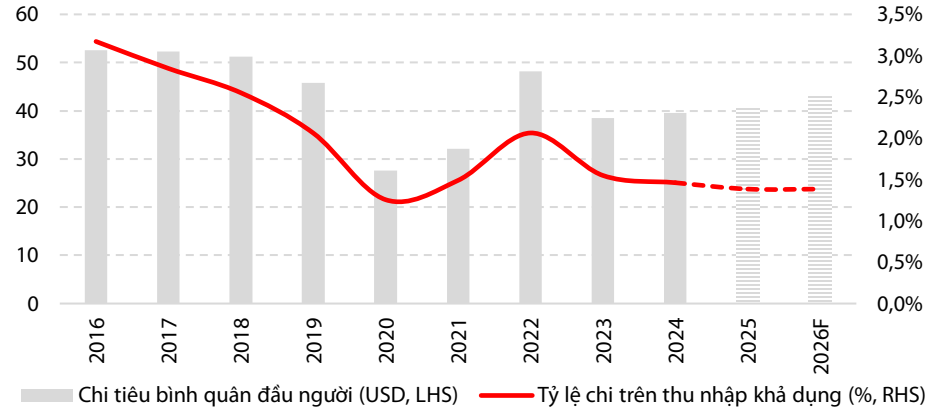
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp, giả định và ước tính

3.2. Chi tiêu bình quân đầu người cho trang sức

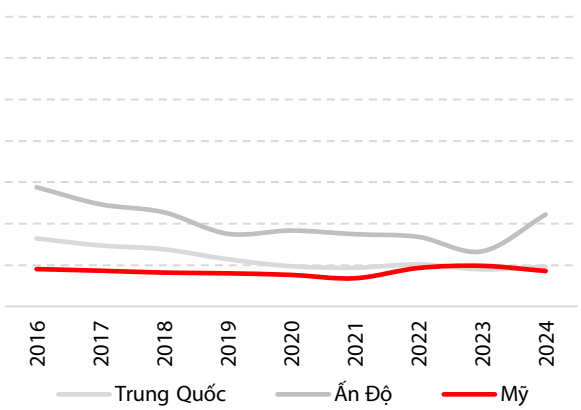
Năm 2025, chúng tôi ước tính người Việt Nam dành 40 USD/người/năm cho trang sức, tương đương hơn 1 triệu đồng/người/năm, chiếm 1,4% thu nhập khả dụng (Hình 26). Nhìn chung, ước tính chi tiêu về mặt số tuyệt đối không tăng trưởng nhiều do người tiêu dùng vẫn ưu tiên cho các nhu cầu thiết yếu hơn, trang sức vẫn thuộc nhóm hàng xa xỉ. Nhóm khách hàng phổ thông (thu nhập thấp – trung bình) và giới trẻ chiếm đông đảo nhưng tần suất mua trung bình chỉ khoảng 1-3 lần/năm.

Do đó, ước tính mức chi tiêu cho trang sức trên thu nhập khả dụng của người Việt sẽ giảm dần từ 1,4% năm 2025 về 1 – 1,1% đến năm 2030, ngang với mức chi tiêu tại các nước lớn có hành vi tiêu dùng tương đồng như Trung Quốc và Ấn Độ hay thị trường trưởng thành hơn như Mỹ (Hình 27).

Hình 26: Chi tiêu bình quân đầu người cho trang sức và tỷ lệ chi tiêu trên thu nhập khả dụng tại Việt Nam, 2016 – 2026F



Hình 27: Tỷ lệ chi tiêu cho trang sức trên thu nhập khả dụng tại một số quốc gia, 2016 – 2024



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp và ước tính

PHỤ LỤC 4 – ĐỔI MỚI CHÍNH SÁCH VÀ CƠ CHẾ QUẢN LÝ THỊ TRƯỜNG VÀNG

4.1. Nghị định 232/2025/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung quy định về quản lý thị trường vàng

Bối cảnh: Nghị định 24/2012/NĐ-CP được ban hành từ 2012, từ đó thị trường vàng hoạt động dưới cơ chế Nhà nước độc quyền sản xuất vàng miếng, xuất khẩu/ nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất vàng miếng thông qua thương hiệu duy nhất là Công ty TNHH MTV Vàng Bạc Đá Quý Sài Gòn (SJC). Mục tiêu là quản lý chặt chẽ hoạt động kinh doanh (HĐKD) vàng, kiểm soát lưu thông cung cầu vàng, giảm "vàng hóa" nền kinh tế, ổn định tỷ giá và bảo vệ người tiêu dùng. Tuy vậy, qua thời gian, chính sách này không còn phù hợp với bối cảnh thị trường với một số bất cập.

Do đó, việc ban hành Nghị định 232/2025/NĐ-CP được đánh giá là cần thiết và phù hợp nhằm "cởi trói" để thị trường vàng vận hành hiệu quả hơn dưới cơ chế giảm độc quyền trong hoạt động sản xuất vàng miếng, xuất và nhập khẩu vàng nguyên liệu, giải quyết nút thắt đầu vào cho doanh nghiệp sản xuất trang sức mỹ nghệ, đồng thời vẫn giữ vai trò kiểm soát của Nhà nước.

Bảng 9: Một số điều khoản sửa đổi và bổ sung trong nghị định đáng chú ý

Nội dung	Nghị định 24/2012/NĐ-CP	Nghị định 232/2025/NĐ-CP
Khoản 1 – Điều 1: Quy định về HĐKD vàng	Hoạt động sản xuất, gia công vàng trang sức, mỹ nghệ; HĐKD mua, bán vàng trang sức, mỹ nghệ; HĐKD mua, bán vàng miếng; hoạt động xuất khẩu, nhập khẩu vàng và các HĐKD vàng khác, bao gồm cả HĐKD vàng trên tài khoản và hoạt động phái sinh về vàng.	Bổ sung: ***Hoạt động sản xuất vàng miếng***
Khoản 2 – Điều 3: Về vàng miếng	Là vàng được dập thành miếng, có đóng chữ, số chỉ khối lượng, chất lượng và ký mã hiệu của DN và tổ chức tín dụng (TCTD) được NHNN cho phép sản xuất hoặc vàng miếng do NHNN tổ chức sản xuất trong từng thời kỳ.	Bỏ: Tổ chức tín dụng Thay thế: ***Ngân hàng thương mại (NHTM)***
Khoản 6 – Điều 4: Về cấp giấy phép, chứng nhận	HĐKD mua, bán vàng miếng; sản xuất vàng trang sức, mỹ nghệ là hoạt động kinh doanh có điều kiện và phải được Ngân hàng Nhà nước cấp Giấy phép kinh doanh mua, bán vàng miếng hoặc Giấy chứng nhận đủ điều kiện sản xuất vàng trang sức, mỹ nghệ.	Bổ sung: NN cấp ***Giấy phép sản xuất vàng miếng*** cho DN và NHTM đủ điều kiện theo quy định tại NĐ 232.
Khoản 10 – Điều 4: Về thanh toán và mua bán vàng	Không có trong NĐ 24, bổ sung vào NĐ 232: Việc thanh toán mua, bán vàng có ***giá trị từ 20 triệu đồng trong ngày trở lên*** của một khách hàng phải được ***thực hiện thông qua tài khoản thanh toán*** của khách hàng và tài khoản thanh toán của doanh nghiệp kinh doanh vàng mở tại ngân hàng thương mại, chi nhánh ngân hàng nước ngoài.	
Điều 11: Điều kiện cấp Giấy phép sản xuất vàng miếng	• Doanh nghiệp: Vốn điều lệ hơn 100 tỷ đồng • Tổ chức tín dụng: Vốn điều hệ hơn 3.000 tỷ đồng và có đăng lý hoạt động kinh doanh vàng	Sửa đổi: • ***Doanh nghiệp: >1.000 tỷ đồng*** • ***NHTM: > 50.000 tỷ đồng***
Điều 14: Xuất khẩu, nhập khẩu vàng	Đối với hoạt động sản xuất vàng miếng, xuất khẩu và nhập khẩu vàng miếng, vàng nguyên liệu được bổ sung trong Nghị định 232, NHNN sẽ kiểm soát thông qua: • ***Cấp hạn mức hằng năm và Giấy phép từng lần*** cho DN và NHTM để xuất khẩu, nhập khẩu vàng miếng và nhập khẩu vàng nguyên liệu • ***Căn cứ vào mục tiêu chính sách tiền tệ và cung – cầu vàng trong từng thời kỳ*** để NN cấp phép • Hoạt động xuất, nhập khẩu vàng nguyên liệu của NHNN được miễn thuế Trách nhiệm của doanh nghiệp, NHTM được cấp Giấy phép xuất khẩu, nhập khẩu vàng: • Chỉ được phép nhập khẩu vàng miếng, vàng nguyên liệu có ***hàm lượng 99,5% trở lên*** • ***Công bố minh bạch*** các tiêu chuẩn áp dụng, khối lượng, hàm lượng liên quan	

Nguồn: Cổng thông tin điện tử Chính phủ, CTCK Rồng Việt

4.2. Nghị định 340/2025/NĐ-CP

Ngày 25/12/2025, Chính phủ ban hành **Nghị định 340** quy định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực tiền tệ và ngân hàng, trong đó bao gồm các hành vi vi phạm (HVVP) liên quan đến hoạt động kinh doanh, mua bán vàng và thanh toán. Khuôn khổ chính sách đang dần được hoàn thiện nhằm tăng cường hiệu lực thực thi và hỗ trợ triển khai Nghị định 232/2025/NĐ-CP một cách đồng bộ hơn và minh bạch hóa thị trường. Cụ thể, chúng tôi lưu ý về **Điều 28** trong Nghị định này:

Mức độ	Nghị định 24/2012/NĐ-CP
Mức 1: Cảnh cáo (Khoản 1)	• Mua bán vàng miếng với tổ chức tín dụng hoạt doanh nghiệp không có giấy phép (*) • Sử dụng vàng làm phương tiện thanh toán

Mức 2: Phạt tiền (Khoản 2 đến 8)	• Khoản 2: Phạt 10 - 20 triệu nếu vi phạm khoản 1 nhiều lần; Không thanh toán qua tài khoản theo quy định
	• Khoản 3: Phạt 30 - 50 triệu nếu không niêm yết công khai giá vàng và vàng trang sức mỹ nghệ
	• Khoản 4: Phạt 80 - 100 triệu nếu kinh doanh/ mang vàng xuất nhập cảnh không đúng quy định
	• Khoản 5: Phạt 140 - 180 triệu tại
	  ○ Điểm a - Kinh doanh vàng miếng thông qua đại lý ủy nhiệm
	  ○ Điểm b - Không thực hiện đúng quy định về trạng thái vàng; sx/gia công không có giấy chứng nhận đủ điều kiện
	• Khoản 6: Phạt 200 - 250 triệu tại
	  ○ Điểm a - Sử dụng vàng nguyên liệu nhập khẩu không đúng theo giấy phép
	  ○ Điểm b - Tái vi phạm hoạt động kinh doanh mua bán vàng miếng thông qua đại lý ủy nhiệm
	• Khoản 7: Phạt 250 - 300 triệu nếu sản xuất vàng miếng không đúng quy định
	• Khoản 8: Phạt 300 - 400 triệu nếu Kinh doanh/ sản xuất vàng miếng hoặc nhập khẩu vàng nguyên liệu nhưng không có giấy phép

Mức 3: Phạt bổ sung (Khoản 9)	• Tịch thu số vàng đối với hành vi vi phạm Khoản 8 (mức phạt 300-400 triệu) • Đình chỉ hoạt động kinh doanh trong 6 – 9 tháng với HVVP điểm a khoản 5 • Đình chỉ hoạt động nhập khẩu trong 9 – 12 tháng với HVVP điểm a khoản 6
Biện pháp khắc phục	Thu hồi giấy phép kinh doanh, mua bán vàng miếng đối với HVVP quy định tại Điểm b (Khoản 6)

Nguồn: Văn bản Chính phủ, CTCK Rồng Việt tổng hợp – (*) Ghi chú: Giấy phép đề cập đến giấy phép kinh doanh mua, bán vàng miếng/ nhập khẩu vàng nguyên liệu; Hoạt động kinh doanh/ sản xuất/ gia công đề cập đến vàng/ vàng trang sức mỹ nghệ; Nhập khẩu đề cập đến nhập khẩu vàng nguyên liệu.

4.3. Nghị định 70/2025/NĐ-CP quy định về hóa đơn chứng từ và Nghị quyết số 198/2025/QH15 về một số cơ chế, chính sách đặc biệt phát triển kinh tế tư nhân

Nghị định 70/2025/NĐ-CP (Hiệu lực từ 01/06/2025)	Nghị Quyết số 198/2025/QH15 (Hiệu lực từ 01/01/2026)	Tác động
Khoản 1 – Điều 11 Hộ kinh doanh, cá nhân kinh doanh theo quy định có doanh thu/năm từ 1 tỷ đồng trở lên và doanh nghiệp có hoạt động bán hàng hóa, cung cấp dịch vụ trực tiếp đến người tiêu dùng (TTTM, siêu thị, bán lẻ trừ ô tô xe máy,...) sử dụng hóa đơn điện tử khởi tạo từ máy tính tiền kết nối chuyển dữ liệu điện tử với cơ quan thuế.	**Điều 10: Hỗ trợ thuế, phí, lệ phí** • Khoản 6: Hộ kinh doanh, cá nhân kinh doanh không áp dụng phương pháp khoán thuế. Hộ kinh doanh, cá nhân kinh doanh nộp thuế theo pháp luật về quản lý thuế. • Khoản 7: Chấm dứt việc thu, nộp lệ phí môn bài	**Minh bạch hóa thuế và hiện đại hóa quản lý** thu nhập hộ kinh doanh (gồm các tiệm vàng truyền thống). Các đơn vị này đối mặt với các chi phí tuân thủ cao hơn: • Đầu tư vào hệ thống quản lý hàng tồn kho và hóa đơn chứng từ điện tử (POS) • Khai thuế theo doanh thu thực tế

Nguồn: Văn bản Chính phủ, CTCK Rồng Việt tổng hợp

PHỤ LỤC 5 - PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025 – 2030

Bảng 10: Dự phóng theo từng mảng (Tỷ đồng)

DOANH THU THUẦN	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Tổng doanh thu	33.876	33.137	37.823	34.976	42.499	47.129	51.171	55.331	56.762
Mảng bán lẻ trang sức	20.773	19.153	22.020	24.320	28.265	32.692	36.222	39.874	40.990
Mảng bán sỉ	4.056	2.819	3.791	3.834	3.616	3.920	4.074	4.212	4.145
Mảng kinh doanh vàng miếng	8.500	10.276	11.656	6.629	10.231	10.130	10.487	10.856	11.239
% tăng trưởng cùng kỳ	73,3%	-2,2%	14,1%	-7,5%	21,5%	10,9%	8,6%	8,1%	2,6%
Mảng bán lẻ trang sức	79,7%	-7,8%	15,0%	10,4%	16,2%	15,7%	10,8%	10,1%	2,8%
Mảng bán sỉ	56,1%	-30,5%	34,5%	1,1%	-5,7%	8,4%	4,0%	3,4%	-1,6%
Mảng kinh doanh vàng miếng	74,6%	20,9%	13,4%	-43,1%	54,3%	-1,0%	3,5%	3,5%	3,5%
% tổng doanh thu	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Mảng bán lẻ trang sức	61,3%	57,8%	58,2%	69,5%	66,5%	69,4%	70,8%	72,1%	72,2%
Mảng bán sỉ	12,0%	8,5%	10,0%	11,0%	8,5%	8,3%	8,0%	7,6%	7,3%
Mảng kinh doanh vàng miếng	25,1%	31,0%	30,8%	19,0%	24,1%	21,5%	20,5%	19,6%	19,8%

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 11: Lợi nhuận gộp dự phóng theo mảng (Tỷ đồng)

LỢI NHUẬN GỘP	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Tổng	5.927	6.059	6.674	7.708	9.046	10.285	11.003	11.829	11.947
Mảng bán lẻ trang sức	5.528	5.555	6.324	7.455	8.693	9.923	10.633	11.452	11.567
Mảng bán sỉ	122	85	114	115	108	118	122	126	124
Mảng kinh doanh vàng miếng	76	92	105	66	102	101	105	109	112
BIÊN LỢI NHUẬN GỘP									
Tổng	17,5%	18,3%	17,6%	22,0%	21,3%	21,8%	21,5%	21,4%	21,0%
Mảng bán lẻ trang sức	26,6%	29,0%	28,7%	30,7%	30,8%	30,4%	29,4%	28,7%	28,2%
Mảng bán sỉ	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Mảng kinh doanh vàng miếng	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%

Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt ước tính

PHỤ LỤC 6 - CÁC DOANH NGHIỆP TƯƠNG ĐỒNG VÀ CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Doanh nghiệp tương đồng

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng một số doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh trang sức, vàng, bạc, đá quý có tính chất hoạt động tương đồng với PNJ để tham khảo cho phân tích và dự báo.

Chow Tai Fook Jewelry (1929 HK Equity): Ra đời vào năm 1929 tại Quảng Châu (Trung Quốc), nay đặt trụ sở tại Hồng Kông và là một trong những nhà kim hoàn lớn nhất tại Trung Quốc và Hồng Kông với mô hình tích hợp chuỗi từ sản xuất đến bán lẻ. Công ty chuyên kinh doanh bán lẻ và bán sỉ trang sức gồm các mặt hàng nhẫn, dây chuyền, bông tai, mặt dây chuyền, vòng tay và các tượng nhỏ. Chow Tai Fook vận hành các cửa hàng bán lẻ tại Trung Quốc, Hồng Kông, Ma Cao, Đài Loan, Malaysia và Singapore.

Lao Feng Xiang Jewelry (600612 CH Equity): Thành lập vào năm 1848 tại Thượng Hải (Trung Quốc) và là một trong những thương hiệu trang sức truyền thống lâu đời nhất tại đây. Công ty chuyên chế tác và kinh doanh các sản phẩm vàng và trang sức. Bên cạnh đó, công ty còn sản xuất và bán các loại bút gỗ, bút trang điểm và thực hiện hoạt động mua bán thương mại tổng hợp thông qua các công ty con.

Chow Sang Sang Jewelry (116 HK Equity): Thành lập năm 1934 tại Trung Quốc, trụ ở ở Hồng Kông. Công ty chuyên sản xuất và bán lẻ các sản phẩm trang sức vàng và trang sức gắn đá quý. Doanh nghiệp cũng bán lẻ đồng hồ, bán buôn kim loại quý, đầu tư bất động sản, cung cấp dịch vụ môi giới đầu tư và kinh doanh vàng thỏi.

Chow Tai Seng (002867 CH Equity): Thành lập năm 1999 tại Bắc Kinh, Trung Quóc. Công ty chuyên sản xuất và phân phối các sản phẩm trang sức gồm dây chuyền, mặt dây chuyền, bông tai, nhẫn và các sản phẩm trang sức khác. Chow Tai Sang chủ yếu phục vụ khách hàng thuộc nhóm cao cấp – cận cao cấp tại Trung Quốc.

Luk Fook Jewelry (590 HK Equity): Thành lập năm 1991 tại Hồng Kông, chuyên bán lẻ trang sức. Doanh nghiệp tham gia vào hoạt động tìm nguồn cung ứng, thiết kế, bán buôn và bán lẻ đa dạng các sản phẩm trang sức vàng và bạch kim, bộ trang sức gắn đá, ngọc phỉ thúy tự nhiên, đá quý và các sản phẩm liên quan khác. Luk Fook cung cấp sản phẩm trên toàn thế giới.

Titan Company (TTAN IN Equity): Thành lập năm 1984 tại Ấn Độ, là một công ty lifistyle hàng đầu tại đây. Công ty chuyên sản xuất và bán lẻ trang sức và đồng hồ. Ngoài ra, Titan cũng sản xuất nước hoa và phụ kiện thời trang dành cho nam và nữ.

Bảng 12: Chỉ tiêu tài chính, định giá của các doanh nghiệp tương đồng năm 2024 (Đvt: Triệu USD)

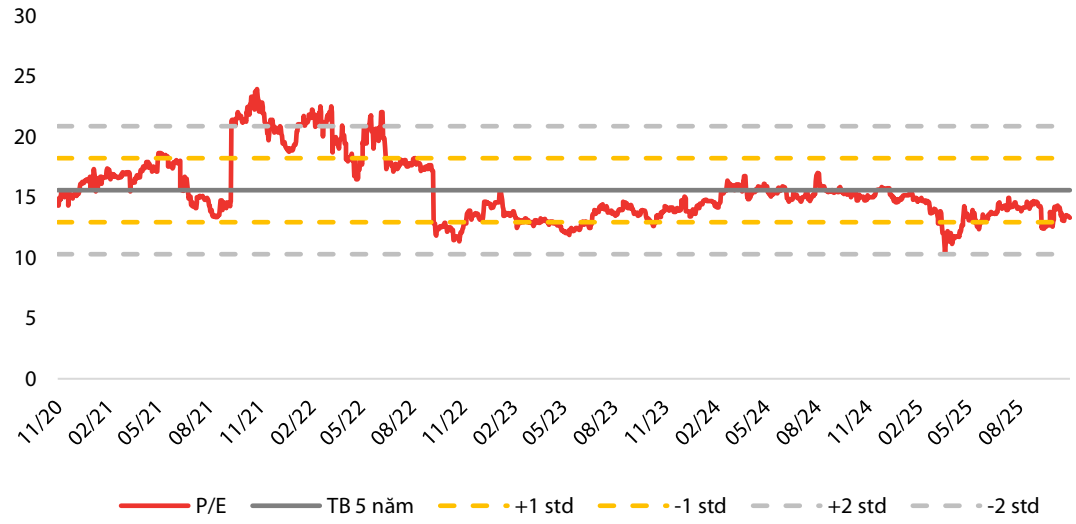
Công ty	Vốn hóa	Doanh thu thuần	EBITDA	Biên gộp	Biên ròng	P/E	EV/EBITDA
Chow Tai Fook	8.653,5	13.894,1	1.501,0	20,5	6,0	10,1	11,8
Lao Feng Xiang	3.792,2	10.087,9	629,5	8,3	3,1	15,1	6,1
Chow Sang Sang	778,9	3.195,0	305,6	26,4	4,0	5,0	4,0
Chow Tai Seng	2.342,7	2.300,4	262,6	18,1	8,1	11,1	8,5
Luk Fook	1.574,8	1.958,7	328,4	27,2	11,5	8,6	5,1
Titan	39.208,2	5.649,0	639,4	-	7,5	-	-
Trung bình ngành						16,0x	10,5x
Trung vị ngành						12,2x	10,1x

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Chỉ số P/E và EV/EBITDA lịch sử của PNJ

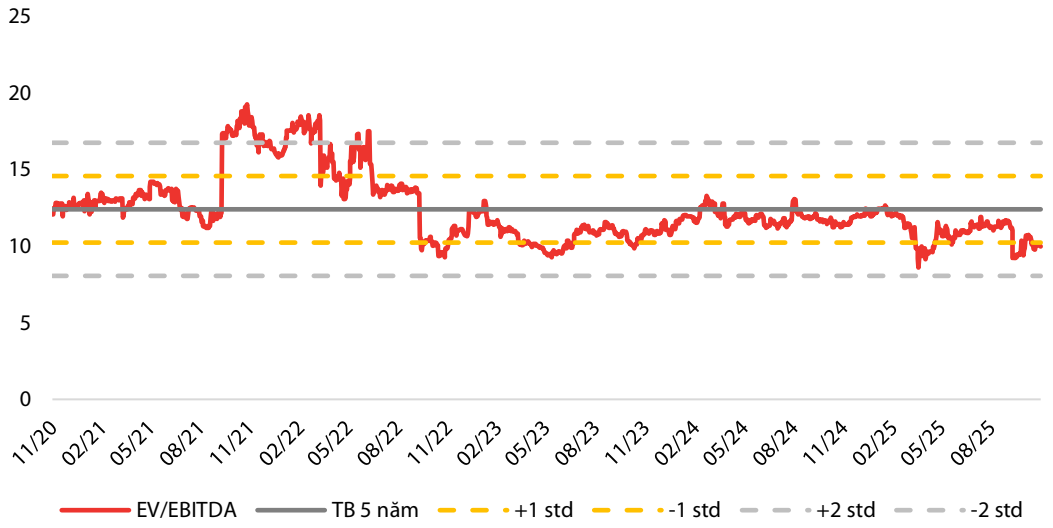
Cổ phiếu PNJ hiện đang được giao dịch với P/E và EV/EBITDA thấp hơn lịch sử, thấp hơn trung bình 5 năm của doanh nghiệp (Hình 28, 29) và thấp hơn trung bình ngành (Bảng 10).

Hình 28: P/E trung bình 5 năm của PNJ



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 29: EV/EBITDA trung bình 5 năm của PNJ



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	NẮM GIỮ	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-5% đến 5%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT.**

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Phân tích
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thạch Lam
Trưởng phòng cao cấp
lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

Trần Thị Ngọc Hà
Trưởng phòng Vận hành
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản cáo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2026.**