

Chuyên viên phân tích

**Lê Thu Huyền**

huyen.lt@shs.com.vn

## Khuyến nghị: **Tăng tỷ trọng**

Giá hiện tại (13/03/2025): 90.000 VND

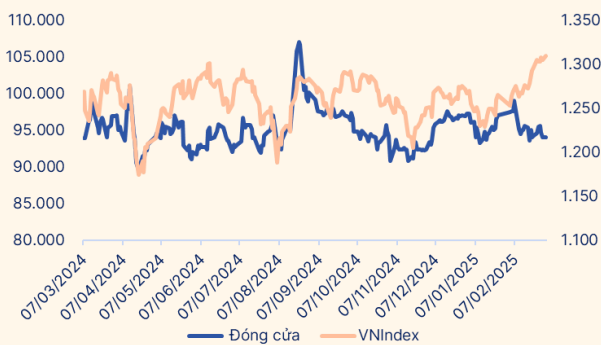
 Giá mục tiêu (12 tháng): **119.600**

 % tăng/giảm giá: **+32,22%**

### Thông số cơ bản:

Vốn hóa (tỷ VND):	30.411
Số lượng CP lưu hành:	337.905.217
KLCP đang niêm yết:	338.074.776
KLGD TB 10 phiên (CP):	449.930
Giá thấp 52w:	89.600
Giá cao 52W:	107.100
Sở hữu cổ đông lớn:	9,65%
Sở hữu NĐT nước ngoài:	49%
Free-float:	70,00%

### Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: SHS Research, FiinProX

	4Q24	4Q23	2024	2023
% DTT	-12%	18%	14%	-2%
% LNST	15,9%	35,5%	7%	9%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,30	0,24	0,30	0,24
EPS VND/CP)	6.255	6.008	6.973	5.091
BVPS (VND/CP)	33.297	29.883	39.178	33.297

## LỪA THỬ VÀNG, GIAN NAN THỬ SỨC

Chúng tôi định giá lần đầu cổ phiếu PNJ bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) và so sánh P/E. Giá mục tiêu (12 tháng) của cổ phiếu PNJ là **119.000 đồng/cp**, cao hơn **32,2%** so với mức giá đóng cửa ngày 13/03/2025, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại. ([xem thêm](#)).

### Luận điểm đầu tư

- **PNJ duy trì chiến lược mở rộng nhưng vẫn bảo toàn được biên lợi nhuận**
  - Chiến lược mở rộng của PNJ không chỉ dừng ở việc gia tăng số lượng cửa hàng mà còn tập trung nâng cao trải nghiệm khách hàng và chất lượng dịch vụ thông qua việc mở các cửa hàng flagship và concept, đồng thời đầu tư vào công nghệ quản lý và vận hành cửa hàng, giúp tối ưu hóa chi phí và nâng cao hiệu quả kinh doanh.
  - Chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần năm 2025F tăng 14,5% và lợi nhuận gộp tương đương cùng kỳ, đóng góp nhiều nhất ở mảng bán lẻ nữ trang.
- **Đa dạng hóa sản phẩm và dịch vụ để giảm thiểu rủi ro phụ thuộc vào nguyên liệu vàng:** Trong cuộc họp các chuyên viên phân tích tháng 2/2025, PNJ tiết lộ công ty đang mở rộng kinh doanh các sản phẩm phi trang sức. Hiện tại, PNJ đã ký hợp đồng với các bên liên quan và sẽ công bố tới đại chúng trong quý 2/2025.
- **PNJ có thể chiếm thêm được thị phần** từ các tiệm vàng nhỏ lẻ bị hạn chế kinh doanh trong bối cảnh Chính phủ siết chặt kiểm tra tính hợp pháp của nguồn nguyên liệu.
- **Tiềm năng tăng trưởng từ xu hướng tiêu dùng hiện đại với cơ cấu dân số trẻ.** Năm 2023, doanh thu từ kênh online chiếm 10% tổng doanh thu của PNJ và được dự báo tăng lên 15% vào năm 2025.

### Rủi ro đầu tư ([xem thêm](#))

- **Rủi ro khan hiếm nguyên liệu đầu vào:** nguồn cung thiếu hụt có thể ảnh hưởng trực tiếp tới tốc độ sản xuất và kinh doanh của PNJ, từ đó thu hẹp lợi nhuận của doanh nghiệp.
- **Rủi ro bất ổn kinh tế vĩ mô:** Lạm phát cao và biến động tỷ giá.
- **Rủi ro thanh khoản.**

## TÓM TẮT DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ viết tiếp câu chuyện tăng trưởng của mình trong năm 2025 chủ yếu nhờ vào mảng bán lẻ trang sức. Dựa trên những phân tích về tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của PNJ và triển vọng ngành bán lẻ trang sức, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của PNJ giai đoạn 2025 – 2026F như sau:

**Hình 8: Tổng hợp dự phóng PNJ giai đoạn 2025-2026F**

Chỉ tiêu	Diễn giải	2024E	2025F	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của PNJ theo mảng kinh doanh. Giả định doanh thu thuần mảng bán lẻ năm 2025F tăng 15% yoy, mảng bán sỉ tăng 5% và kinh doanh vàng miếng tăng 10% dựa trên các yếu tố: (i) Giá vàng kỳ vọng tăng ( <u>Phụ Lục 3</u> ); (ii) Chủ trương mở rộng quy mô bán lẻ của PNJ.	37.823	42.422	46.934
<b>Giá vốn hàng bán</b>	Chi phí giá vốn (COGS) tăng song hành với tốc độ mở mới của hàng của PNJ. Chúng tôi dự phóng số cửa hàng năm 2025F của PNJ là 460 cửa hàng, COGS tăng 10% so với 2024.	(31.152)	(34.563)	(38.047)
<b>Biên LNG</b>	Biên LNG chúng tôi giả định tăng nhẹ so với cùng kỳ do mảng kinh doanh vàng miếng giá tăng nhưng “biên lãi mỏng”.	17,6%	17,8%	18,3%
<b>Chi phí bán hàng</b>	Chúng tôi cho rằng chi phí bán hàng của PNJ trong giai đoạn 2025-2026F sẽ tăng do công ty đang trong giai đoạn mở rộng hoạt động kinh doanh.	(3.207)	(3.575)	(3.984)
<b>Chi phí QLDN</b>	Chi phí QLDN cũng tăng tương đương với tốc độ tăng của chi phí bán hàng.	(795)	(875)	(979)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	Chúng tôi giả định dựa theo kế hoạch đề ra của công ty cũng như tình hình thị trường thực tế và những phân tích nêu ra ở trong báo cáo. LNST 2025F kỳ vọng tăng 14,5% so với cùng kỳ.	2.115	2.422	2.797

Nguồn: SHS Research

Chúng tôi định giá lần đầu cổ phiếu PNJ bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) và so sánh P/E. Giá mục tiêu (12 tháng) của cổ phiếu PNJ là **119.000 đồng/cp**, cao hơn **32,2%** so với mức giá đóng cửa ngày 13/03/2025, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

**Hình 10: Tổng hợp các phương pháp định giá PNJ**

Phương pháp	Tỷ trọng	Kết quả (VND/cp)
Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do (FCFF)	50%	119.661
So sánh P/E	50%	118.707
Bình quân các phương pháp (VND/cp)		<b>119.184</b>

Nguồn: SHS Research

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### 1. Lịch sử hình thành & phát triển

#### Khẳng định vị thế

- 1988:** Thành lập Cửa hàng Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận
- 1992:** Đổi tên thành Công ty Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (PNJ)
- 1995:** Ra mắt Trung tâm Kim hoàn PNJ - tiền đề cho chuỗi cửa hàng sau này
- 2000:** Xây dựng nhà máy chế tác trang sức hiện đại

#### Phát triển và mở rộng

- 2001:** Ra mắt nhãn hiệu trang sức PNJ Silver
- 2004:** Cổ phần hóa doanh nghiệp
- 2005:** Khánh thành Trung tâm kim hoàn PNJ tại Đà Nẵng
- 2008:** Ra mắt nhãn hiệu trang sức cao cấp CAO Fine Jewellery
- 2009:** Niêm yết trên sàn HOSE với mã chứng khoán PNJ
- 2010:** Phát triển chuỗi cửa hàng PNJ trên toàn quốc

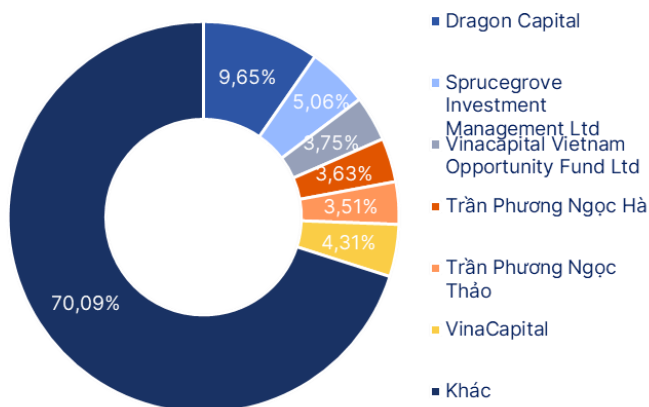
#### Tăng trưởng và vươn tầm quốc tế

- 2012:** Khánh thành nhà máy nữ trang PNJ tại Đồng Nai
- 2013:** Mở rộng sang lĩnh vực kinh doanh đồng hồ
- 2016:** Ra mắt thương hiệu trang sức cao cấp
- 2018:** Kỷ niệm 30 năm thành lập và phát triển
- 2019:** Vận hành Nhà máy PNJ Next
- 2020:** PNJ là thương hiệu trang sức duy nhất của Việt Nam lọt vào Top 10 thương hiệu trang sức được yêu thích nhất châu Á do tạp chí Singapore Brand Asia bình chọn
- 2023:** Mở rộng mạng lưới lên hơn 400 cửa hàng, doanh thu vượt 30.000 tỷ đồng

Hình 1: Công ty con của PNJ

Tên	Địa chỉ	Hoạt động kinh doanh	Tỷ lệ sở hữu
Công ty TNHH MTV Thời trang CAO (CAF)	TP. HCM	Kinh doanh trang sức	100%
Công ty TNHH MTV Giám định PNJ (PNJL)	TP. HCM	Tư vấn và giám định vàng, bạc và đá quý	100%
Công ty TNHH MTV Chế tác và Kinh doanh Trang sức PNJ (PNJP)	TP. HCM	Bán lẻ đồng hồ, mắt kính và phụ kiện	100%

### 2. Cơ cấu cổ đông

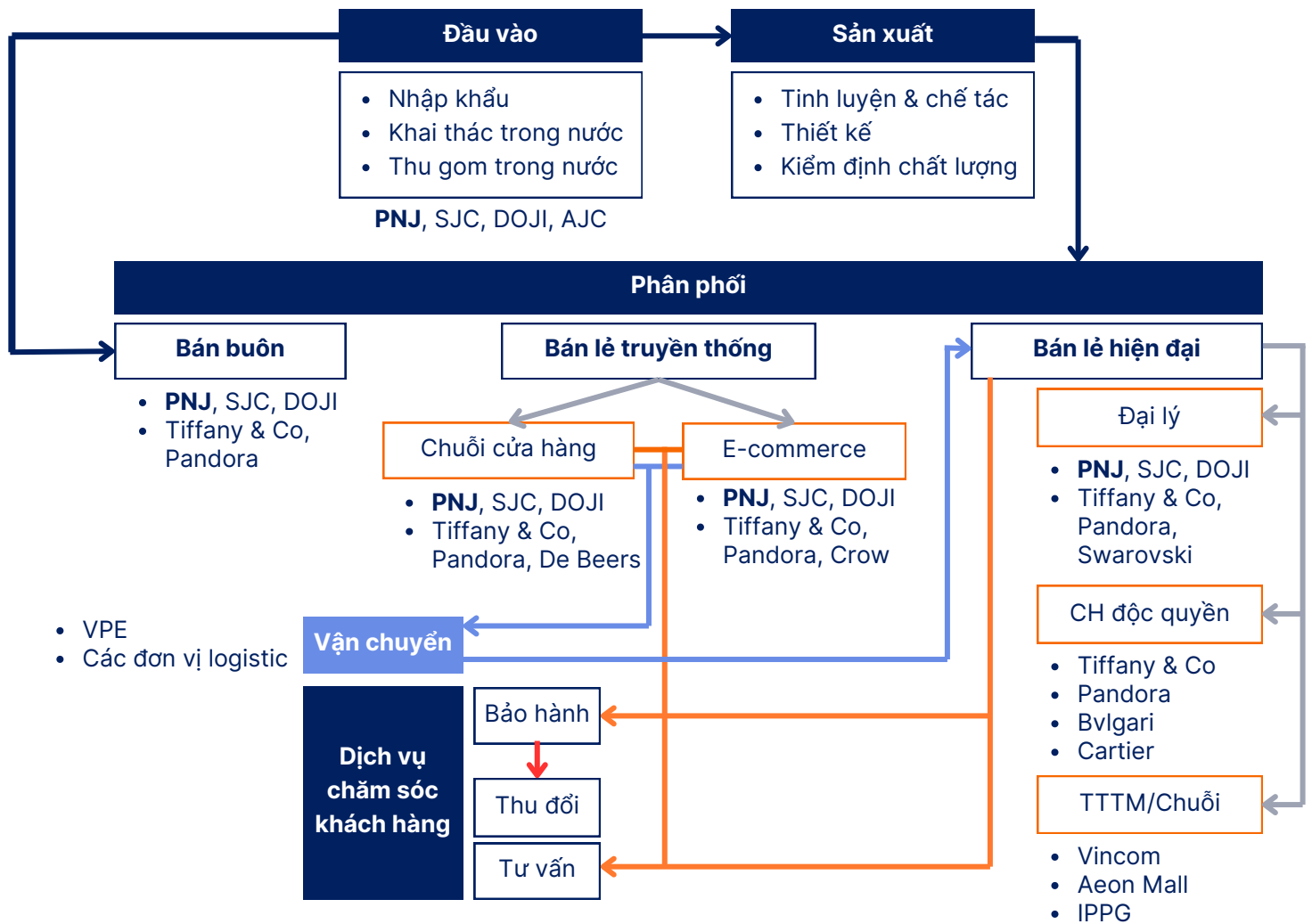


Trong cơ cấu cổ đông lớn, Ban lãnh đạo và người có liên quan nắm giữ 14,33%. Trong đó, Chủ tịch HĐQT PNJ Cao Ngọc Dung nắm giữ 2,85% (cập nhật đến 31/12/2024). Tỷ lệ cổ đông trong nước chiếm 6,01% và nước ngoài là 14,00%.

Nguồn: Fiinpro, SHS Research

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### 1. Chuỗi giá trị ngành bán lẻ trang sức, đá quý và vàng tại Việt Nam



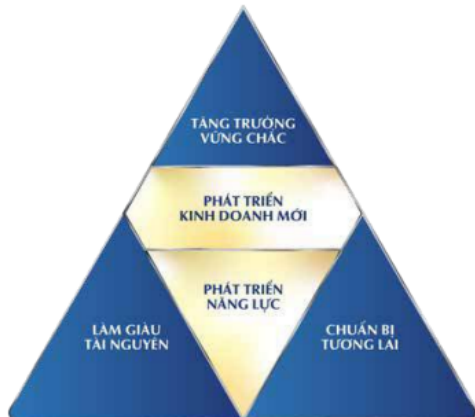
Nguồn: SHS Research

### 2. Vị thế doanh nghiệp

**Công ty bán lẻ trang sức số 1 thị trường Việt Nam**

- Năm 2024, theo bảng xếp hạng mới của Brand Finance – tổ chức định giá thương hiệu toàn cầu có trụ sở tại Anh, giá trị thương hiệu PNJ hiện tại tăng 12% so với năm trước, lên **480 triệu USD** để giữ vị thế thương hiệu bán lẻ trang sức giá trị nhất Việt Nam. Bên cạnh đó, PNJ lần thứ 9 liên tiếp được vinh danh là Thương hiệu Quốc gia Việt Nam.
- PNJ sở hữu 2 nhà máy với năng lực sản xuất đạt 4 triệu sản phẩm/năm và mạng lưới gần 9.000 nhân sự phủ khắp 58/63 tỉnh thành trên cả nước. PNJ là công ty trang sức duy nhất niêm yết tại Việt Nam và cũng là nhà sản xuất gia công trang sức lớn nhất cho nhiều công ty trang sức và đá quý khác tại Việt Nam.
- Thị phần mảng trang sức phân khúc trung - cao cấp ước tính **khoảng 51-56% tại Việt Nam** và có tăng trong năm 2024. Trong bối cảnh thị trường cạnh tranh ngày càng gay gắt, PNJ luôn có nhiều cải tiến về sản phẩm, dịch vụ và phương pháp truyền thông để giữ vững vị thế và gia tăng thị phần trong nước.

### 3. Chiến lược kinh doanh



Nguồn: PNJ

- **Tầm nhìn:** Trở thành công ty hàng đầu Châu Á về chế tác trang sức và bán lẻ sản phẩm tôn vinh vẻ đẹp, vươn tầm thế giới.
- Định hướng chiến lược:
  - **Tăng trưởng vững chắc:** (i) Tối ưu hóa doanh thu các cửa hàng tại thị trường trọng điểm; (ii) Tối ưu các hoạt động, tăng hiệu quả hiệu suất làm việc góp phần giảm chi phí, nâng cao năng suất lao động; (iii) Làm mới cách thức kinh doanh, vận hành.
  - **Phát triển năng lực:** (i) Đầu tư cho Công nghệ và Chuyển đổi số; (ii) Phát triển năng lực, nâng tầm lãnh đạo các cấp thông qua các chương trình được thiết kế riêng cho từng cấp độ; (iii) Tăng cấp tái tạo theo chuẩn quốc tế.
  - **Làm giàu tài nguyên:** Quan hệ khách hàng - Nhân tài và lãnh đạo - Tài sản thương hiệu PNJ.
  - **Chuẩn bị tương lai:** Hoàn thiện và triển khai cơ chế quản trị và điều hành Tập đoàn.
  - **Phát triển kinh doanh mới:** PNJ ra mắt bộ sưu tập trang sức dành cho nam giới trong năm 2025.

### 4. Các phân khúc kinh doanh

**Sản phẩm:** Vàng miếng, trang sức vàng/bạc, phụ kiện, đồng hồ, dịch vụ kiểm định đá quý và kim cương.

**Các phân khúc kinh doanh:**

- **Kinh doanh vàng miếng 24K (thương hiệu SJC):** Phân khúc này không đóng góp nhiều vào kết quả kinh doanh của PNJ do biên lợi nhuận gộp thấp (tỷ lệ lợi nhuận gộp là 0,02%). Tuy nhiên, PNJ vẫn duy trì hoạt động kinh doanh này vì mua vàng là thói quen truyền thống của người Việt và công ty có thể up-selling hoặc cross-selling các sản phẩm khác với khách hàng.
- **Bán sỉ trang sức vàng và bạc:** Khách hàng chính của PNJ trong phân khúc này là các công ty trang sức khác trên khắp Việt Nam không có khả năng sản xuất hàng loạt các sản phẩm trang sức. Các sản phẩm gia công này không trùng lặp với danh mục sản phẩm hiện tại của PNJ và có mức độ tinh xảo thấp hơn, nhắm đến phân khúc thị trường thấp hơn so với các sản phẩm trang sức của PNJ. Tính đến hết năm 2024, PNJ có 4 Trung tâm bán sỉ với hơn 3000 đối tác mua hàng, nhiều nhất là tại TP.HCM và các tỉnh lân cận. Ngoài ra, PNJ cũng thực hiện thiết kế và chế tác theo đơn đặt hàng riêng để đáp ứng tối đa nhu cầu khách hàng tại đây (VD: Các công ty có nhu cầu sử dụng số lượng lớn trang sức có đóng dấu logo công ty làm quà tặng, các sản phẩm mỹ nghệ).
- **Bán lẻ trang sức:** Đây là phân khúc chính đóng góp tỷ trọng lớn nhất vào lợi nhuận ròng hàng năm của PNJ với tốc độ tăng trưởng cao nhất.



(Hình ảnh tại Trung tâm bán sỉ)

**Hình 2: Bảng tổng hợp các phân khúc bán lẻ của PNJ**

STT	Phân khúc	Thương hiệu	Đối tượng khách hàng	Thu nhập	Đặc điểm sản phẩm
1	Trang sức cao cấp	<b>CAO Fine Jewellery</b>	Doanh nhân, người nổi tiếng, du khách nước ngoài	Từ vài trăm triệu đến hàng tỷ đồng	Thiết kế tinh xảo, chất liệu cao cấp (kim cương, đá quý hiếm, vàng 24K)
2	Trang sức trung cấp	<b>PNJ Gold</b>	Nữ, độ tuổi 25-45, thu nhập trung bình khá trở lên	Trung bình từ 58,5 triệu đồng/năm	Thiết kế đa dạng, chất lượng cao, phù hợp với trang sức hàng ngày và dịp đặc biệt
3	Trang sức trẻ trung	<b>Style by PNJ</b>	Khách hàng trẻ, học sinh, sinh viên, người mới bắt đầu sử dụng trang sức	Thu nhập trung bình thấp	Thiết kế hiện đại, giá cả phải chăng, phù hợp với xu hướng thời trang
4	Trang sức bạc	<b>PNJ Silver</b>	Khách hàng trẻ, độ tuổi 15-25, yêu thích trang sức thời trang	Thu nhập thấp đến trung bình	Mẫu mã đa dạng, giá cả hợp lý
5	Trang sức thời trang	<b>PNJ x Disney, PNJ x Hello Kitty</b>	Khách hàng trẻ, nữ	Thu nhập trung bình	Thiết kế độc đáo, phù hợp với xu hướng thời trang và nhu cầu cá nhân
6	Trang sức nghệ thuật	<b>PNJ Art</b>	Khách hàng trẻ, yêu thích nghệ thuật, cá nhân hóa	Trung bình đến cao	Thiết kế nghệ thuật, cá nhân hóa, chất lượng cao
7	Cửa hàng flagship	<b>PNJ Next</b>	Khách hàng trẻ, năng động, quan tâm đến thời trang, nghệ thuật và công nghệ	Trung bình đến cao	Không gian bán lẻ hiện đại, tích hợp nhiều trải nghiệm, như DIY, công nghệ, sự kiện

Nguồn: SHS Research

**Các phân khúc bán lẻ trang sức ở Việt Nam**



Chúng nhận ISO 17205 được cấp bởi ISO (Tổ chức Tiêu chuẩn hóa Quốc tế) cho các công ty kiểm định có khả năng kiểm tra, giám định và cấp chứng nhận kỹ thuật đáng tin cậy. Do đó, chứng nhận đá quý của PNJ được chấp nhận trên toàn thế giới.

- **Xuất khẩu trang sức:** Hiện sản phẩm của công ty đã có mặt ở khoảng 10 quốc gia trên thế giới. Thị trường chính là Mỹ, Nhật Bản, châu Âu nhưng chưa có tên tuổi trên thị trường quốc tế. Tỷ trọng doanh thu của PNJ từ xuất khẩu chiếm tỷ lệ thấp trong tổng doanh thu. Nguyên nhân của vấn đề này là do giá vàng của Việt Nam cao hơn so với giá vàng quốc tế, dẫn đến khó khăn trong việc xuất khẩu, cũng như chịu ảnh hưởng bởi thuế và các chính sách khác ở nước ngoài.
- **Sản xuất và bán đồng hồ thời trang (PNJ Watch):** Hai phân khúc này chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu của PNJ và không phải là thế mạnh của PNJ. Tuy nhiên, về dài hạn, khi nhu cầu gia tăng, PNJ sẽ có tiềm năng chiếm lĩnh thị phần ở mảng này.
- **Dịch vụ kiểm định đá quý (PNJ Lab):** PNJ là công ty trang sức Việt Nam đầu tiên được cấp chứng nhận ISO 17025. Ngoài ra, PNJ hiện đang áp dụng các tiêu chuẩn phân loại và kiểm định tương đương với GIA (Viện Đá quý Hoa Kỳ – tổ chức kiểm định đá quý hàng đầu thế giới).

## 5. Chuỗi giá trị PNJ



Nguồn: PNJ, SHS Research

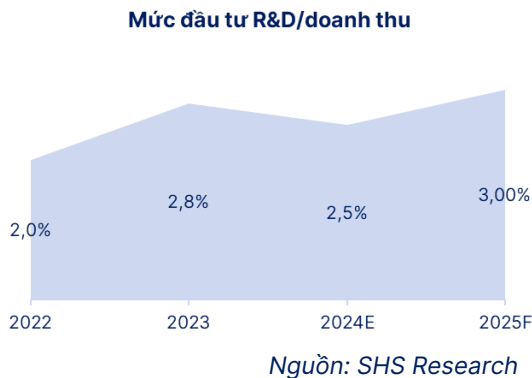
### 5.1: Nguyên liệu thô đầu vào

Hình 3: Bảng tổng hợp nguồn nguyên liệu thô đầu vào của PNJ

Nguồn: SHS Research

Nguyên liệu	Quốc gia	Nhà cung cấp chính	Chú thích
<b>Vàng nguyên liệu</b> (vàng 99.99)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thụy Sĩ</li> <li>Hongkong</li> <li>Việt Nam</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Công ty Bipielle</li> <li>Công ty Mitsui</li> <li>Khách vãng lai</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nhà nước độc quyền nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất vàng miếng (chi tiết ở Phụ lục 1). Doanh nghiệp muốn nhập phải xin phép NHNN, nhưng 10 năm qua chưa DN nào được cấp phép.</li> <li>PNJ chủ yếu thu mua vàng nguyên liệu trong nước (nữ trang cũ) để sản xuất.</li> </ul>
<b>Vàng miếng</b>	Việt Nam	SJC	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nhà nước độc quyền sản xuất vàng miếng SJC, chỉ các tổ chức được NHNN cấp phép mới được kinh doanh vàng miếng.</li> <li>PNJ mua bán vàng miếng trên thị trường nội địa (qua ngân hàng, khách bán lại); không được tự sản xuất hoặc nhập khẩu vàng miếng.</li> </ul>
<b>Bạc</b> (bạc 92.5% hoặc 99.9%)	Việt Nam	Công ty Gia Kim	PNJ mua bạc từ nhà cung ứng nội địa có hóa đơn hợp lệ; doanh nghiệp được quyền nhập khẩu bạc như hàng hóa thông thường (thuế nhập khẩu bạc hiện hành 0%) theo giấy phép kinh doanh.
<b>Đá quý</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thái Lan</li> <li>Hongkong</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Công ty RMC (HK)</li> <li>Công ty Creative Gems (BKK)</li> </ul>	Nhập khẩu theo giấy phép kinh doanh xuất nhập khẩu thông thường.
<b>Kim cương</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bỉ</li> <li>Hongkong</li> <li>Việt Nam</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Công ty Yakubov (HK)</li> <li>Công ty Forte (HK)</li> <li>Công ty Fischler (Bỉ)</li> <li>Khách vãng lai</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tuân thủ Kimberley Process</li> <li>Yêu cầu chứng nhận nguồn gốc</li> <li>Quy định về xác thực kim cương</li> </ul>

## 5.2: Nghiên cứu, thiết kế và phát triển sản phẩm (R&D)



- Bộ phận R&D của PNJ với mức đầu tư khoảng 2,8% doanh thu nhờ các dự án đổi mới công nghệ và phát triển sản phẩm mới. Giai đoạn 2024 - 2025, PNJ duy trì mức đầu tư trên 2,5%, với trọng tâm chuyển dịch sang công nghệ tự động hoá và tích hợp AI vào thiết kế sản phẩm.
- Quy trình R&D** bao gồm:
  - Giai đoạn 1 – Nghiên cứu & Phát triển ý tưởng**
    - Hệ thống R&D nội bộ kết hợp với các đối tác nghiên cứu từ các trường đại học và viện nghiên cứu hàng đầu.
    - Sử dụng phần mềm quản lý dự án hiện đại, cho phép theo dõi tiến độ và hiệu quả đầu tư.
  - Giai đoạn 2 – Thử nghiệm & Ứng dụng**
    - Triển khai thử nghiệm trên quy mô nhỏ với các dòng sản phẩm mẫu.
    - Sử dụng dữ liệu khách hàng và phản hồi thị trường để tối ưu hoá sản phẩm.
  - Giai đoạn 3 – Sản xuất thương mại**
    - Tích hợp quy trình R&D vào dây chuyền sản xuất thông qua các buổi đào tạo và chuyển giao công nghệ.
- Rủi ro chính** là khả năng mất nhân sự chủ chốt và theo kịp xu hướng thời trang.

## 5.3: Năng lực sản xuất

Hình 4: Bảng số liệu về chất lượng sản phẩm PNJ

Năm	Sản lượng trung bình/ngày	Tỷ lệ lỗi sản phẩm (%)	Thời gian chuyển đổi (phút)
2022	1.200	1,8	45
2023	1.320	1,5	35
2024E	1.400	1,3	30

Hiện tại, PNJ có hai nhà máy sản xuất. Theo ban lãnh đạo PNJ, công ty đang lên kế hoạch xây dựng thêm một nhà máy mới quy mô lớn hơn trong tương lai khi có điều kiện phù hợp. Năm 2022, PNJ đã bắt đầu tìm kiếm mặt bằng để mở rộng nhà máy nhằm đáp ứng nhu cầu sản xuất ngày càng tăng. Theo tìm hiểu của chúng tôi, nhà máy mới có thể triển khai sau năm 2025, công suất dự kiến quy mô lớn hơn so với >4 triệu sp/năm hiện tại.

Hình 5: Thông tin về hai nhà máy của PNJ

Nhà máy	Địa điểm	Khánh thành	Diện tích	Công suất thiết kế	Công suất vận hành	Thiết bị / Công nghệ
<b>Xí nghiệp nữ trang PNJ</b>	176/6 Dương Quảng Hàm, P.5, Q.Gò Vấp, TP.HCM	18/10/2012	~3.500 m <sup>2</sup> (đất; nhà xưởng 6 tầng, ~12.500 m <sup>2</sup> sàn)	>4 triệu sản phẩm/năm (một trong những xí nghiệp lớn nhất châu Á)	~4 triệu sản phẩm/năm (đã chạy gần 100% công suất thiết kế)	Máy móc thiết bị hiện đại, nhập khẩu (áp dụng công nghệ chế tác Ý)
<b>Nhà máy PNJ Long An</b>	Khu công nghiệp Long Hậu, huyện Cần Giuộc, tỉnh Long An	~2020 (giai đoạn 1)	Nhà xưởng thuê tạm tại KCN (diện tích không công bố)	~500.000 sản phẩm/năm (giai đoạn đầu); có khả năng mở rộng thêm (đã tăng vốn đầu tư từ 15 lên 200 tỷ đồng)	~500.000 sp/năm ban đầu; năm 2022 bổ sung 1-2 dây chuyền trang sức vàng để nâng công suất (trước đó chỉ sản xuất bạc, quà tặng)	Trang bị thêm dây chuyền xi mạ, phân kim hiện đại (mở rộng danh mục sản xuất); áp dụng công nghệ mới hướng tới tiêu chuẩn ESG

Nguồn: SHS Research



Với năng lực sản xuất vượt trội cả về quy mô, công suất thiết kế và công nghệ, PNJ nằm trong số các nhà máy có công suất hàng đầu châu Á, tạo điều kiện giảm chi phí trên mỗi sản phẩm và chiếm ưu thế về số lượng cung ứng so với các đối thủ, đặc biệt trước khi toàn ngành có xu hướng tăng công suất.

Hình 6: So sánh quy mô nhà máy của PNJ, DOJI và SJC

Tiêu chí	PNJ (Xí nghiệp Nữ trang PNJ)	DOJI (Nhà máy Trang sức DOJI)	SJC (Saigon Jewelry Company)
<b>Địa điểm</b>	176/6 Dương Quảng Hàm, P.5, Q.Gò Vấp, TP.HCM	Xã Cổ Loa, Huyện Đông Anh, Hà Nội	418-420 Nguyễn Thị Minh Khai, Q.3, TP. HCM
<b>Thời gian khánh thành</b>	18/10/2012	10/10/2019	05/2015
<b>Diện tích (m<sup>2</sup>)</b>	~3.500 m <sup>2</sup> (đất; nhà xưởng 6 tầng, ~12.500 m <sup>2</sup> sàn)	> 10.000 m <sup>2</sup> và có hơn 5.000 m <sup>2</sup> nhà xưởng	Chưa công bố (xưởng tập trung >500.000 sp/năm)
<b>Công suất thiết kế</b>	>4.000.000 sản phẩm/năm	Chưa công bố (dự kiến vài triệu sp/năm)	~500.000 sản phẩm/năm
<b>Công suất vận hành thực tế</b>	Gần 100% công suất thiết kế (số liệu năm 2024)	Đang vận hành (chưa công bố số liệu)	~445.000 sp/năm, 31.692 lượng vàng miếng (kế hoạch 2024)
<b>Tổng vốn đầu tư</b>	200 tỷ đồng	>150 tỷ đồng	N/A
<b>Nguồn thiết bị nhập khẩu</b>	~315 máy móc thiết bị hiện đại (nhập khẩu Đức, Ý)	Nhập khẩu từ Châu Âu	Chưa công bố cụ thể (tự đầu tư, cải tiến thiết bị)
<b>Tiêu chuẩn quản lý chất lượng</b>	ISO 9001:2015; ISO 14001:2015 (hệ thống QLCL & môi trường)	Áp dụng tiêu chuẩn ISO 9001:2008 trong quản lý chất lượng	Chưa công bố áp dụng bộ tiêu chuẩn quốc tế (tuân thủ quy chuẩn ngành)

Nguồn: PNJ, DOJI, SJC, SHS Research

### 5.3: Thợ kim hoàn - chi tiết tại [Phụ lục 2](#)

- Đội ngũ thợ kim hoàn đóng vai trò quyết định trong ngành trang sức, ảnh hưởng trực tiếp đến chất lượng sản phẩm và danh tiếng của doanh nghiệp. PNJ, với vị thế hàng đầu trong lĩnh vực này, chủ yếu tuyển dụng và đào tạo những người mới bắt đầu nghề. Công ty thường xuyên đánh giá để phát hiện những nhân tài xuất sắc, cung cấp các chương trình đào tạo chuyên sâu và chế độ đãi ngộ phù hợp nhằm giữ chân họ. Hiện nay, PNJ sở hữu đội ngũ hơn 1.000 thợ kim hoàn với tỷ lệ biến động nhân sự khoảng 6% mỗi năm. Đáng chú ý, trong số này có hơn 160 thợ cấp cao được công nhận là "nghệ nhân kim hoàn", chiếm khoảng 70% tổng số nghệ nhân kim hoàn tại Việt Nam.
- Nhằm giữ chân đội ngũ nghệ nhân, PNJ đã kết hợp không chỉ chế độ đãi ngộ hấp dẫn mà còn chú trọng khâu đào tạo và phát triển văn hóa doanh nghiệp.

## 6. Kết quả kinh doanh

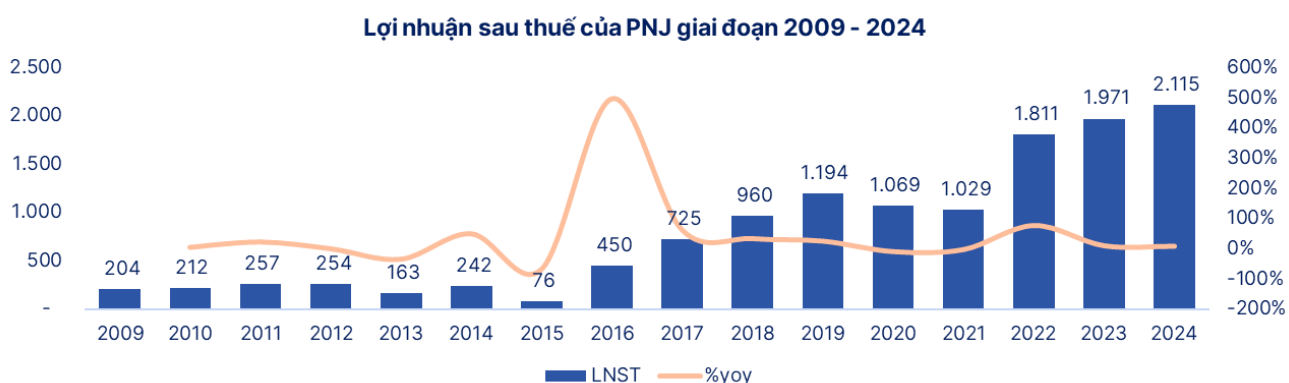
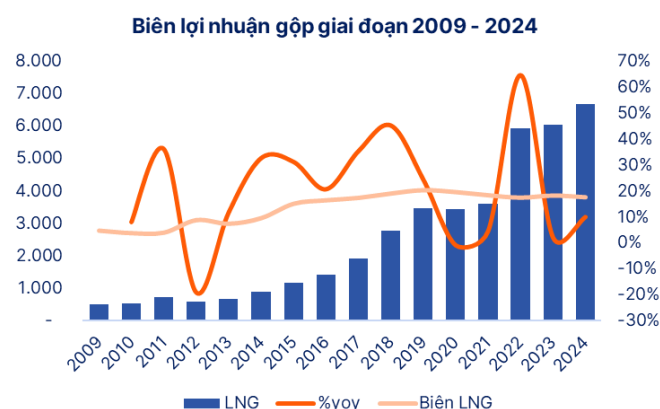
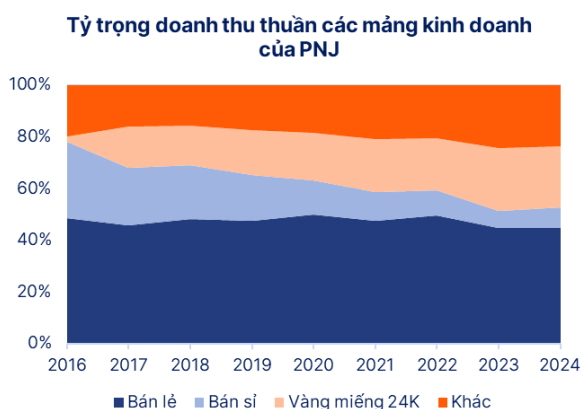
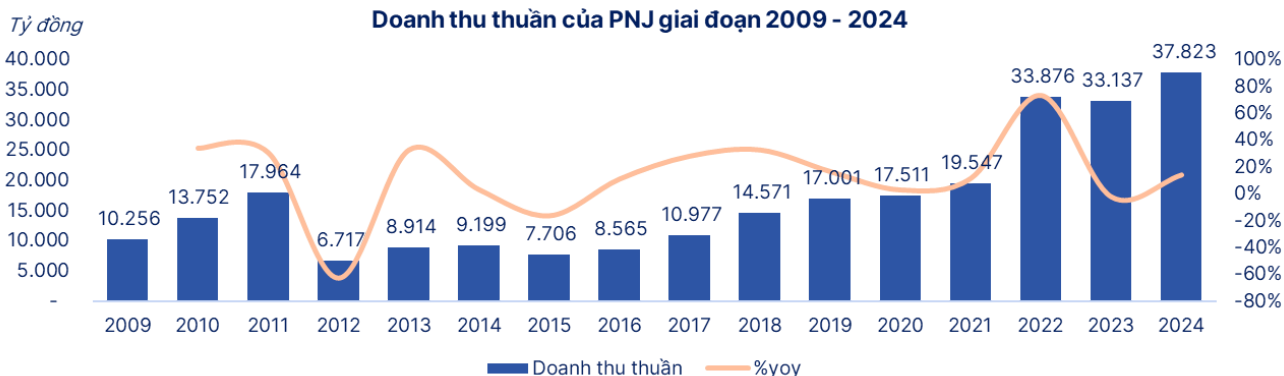
### 6.1: Doanh thu và lợi nhuận sau thuế

Doanh thu thuần tăng trưởng ổn định trong giai đoạn 2009 - 2024. CAGR 5 năm và 10 năm lần lượt đạt 21,2% và 15,2%. Năm 2024, PNJ thu về 37.823 tỷ đồng (+14% yoy). Tỷ trọng doanh thu tập trung phần lớn ở mảng bán lẻ và đang mở rộng ở mảng kinh doanh vàng miếng trong những năm trở lại đây.

**Doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng ổn định**

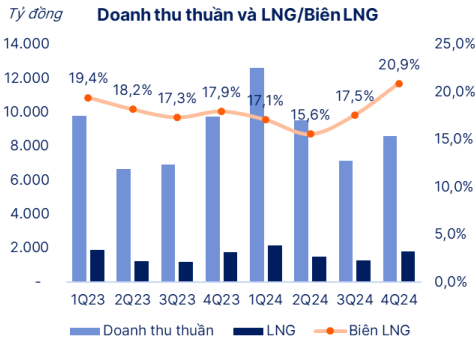
Sự tăng trưởng doanh thu nhanh hơn lợi nhuận cho thấy có áp lực lên biên lợi nhuận. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp duy trì xu hướng đi ngang quanh mức 18% đến từ các nguyên nhân như giá vàng nguyên liệu tăng, khan hiếm nguồn cung cũng như cạnh tranh gay gắt.

Quy mô lợi nhuận sau thuế vượt mốc 1.000 tỷ từ năm 2019 và tăng trưởng đều đặn. Năm 2023, mặc dù doanh thu thuần giảm nhẹ -2% nhưng lãi ròng vẫn tăng 9% nhờ doanh nghiệp đã có sự quản lý chi phí tốt. CAGR 5 năm và 10 năm lần lượt đạt 18,6% và 24,2%.

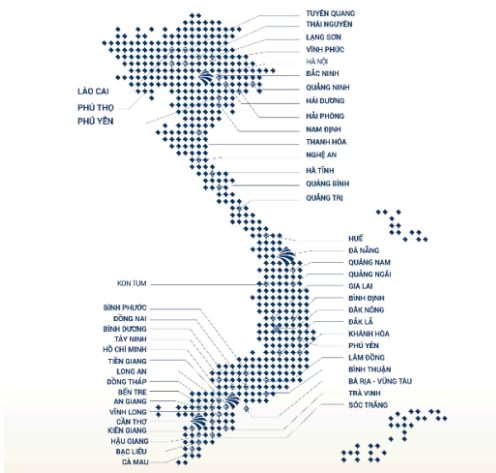


Nguồn: PNJ, SHS Research

## 6.2: Chi phí



429 cửa hàng tại 58/63 tỉnh thành



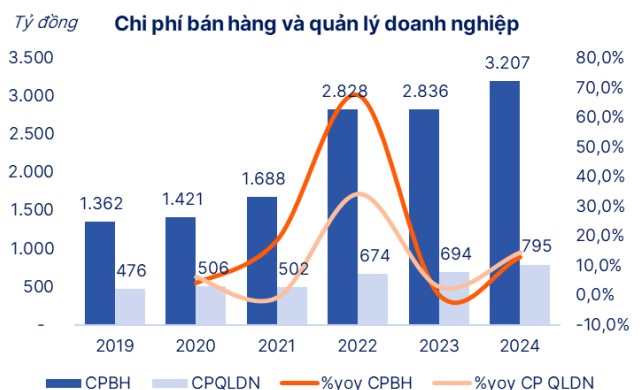
Nguồn: PNJ, SHS Research

Các yếu tố ảnh hưởng đến giá vốn hàng bán của PNJ là chi phí nhập khẩu nguyên vật liệu đầu vào. Do vậy, trong bối cảnh hiện tại, chi phí nguyên vật liệu phần nào gây áp lực lên lợi nhuận của doanh nghiệp. Từ đó, PNJ đã có những sáng kiến để quản lý và tối ưu hóa giá vốn như:

- **PNJ tập trung vào quản lý hiệu quả chuỗi cung ứng**, giảm lãng phí và tối ưu hóa quy trình mua hàng. Nhờ vậy, biên lợi nhuận gộp có sự cải thiện từ nửa sau năm 2024.
- **Mở rộng mạng lưới bán lẻ:** Với 429 cửa hàng vào cuối năm 2024, PNJ đã tăng quy mô hoạt động, giúp đạt lợi thế quy mô trong đàm phán với nhà cung cấp, từ đó giảm chi phí trung bình mỗi đơn vị.
- **Đa dạng hóa sản phẩm:** PNJ đã giới thiệu các bộ sưu tập mới, phù hợp với xu hướng thị trường, nhằm tăng doanh thu từ các sản phẩm có biên lợi nhuận cao, giúp bù đắp phần nào tăng COGS. Trong tháng 3/2025, PNJ đã ra mắt Bộ sưu tập trang sức dành cho nam giới, lần đầu tiên khai thác phân khúc trang sức nam với cái tên MANCODE by PNJ.
- **Tìm hướng kinh doanh mới:** Trong cuộc họp các chuyên viên phân tích tháng 2/2025, PNJ tiết lộ công ty đang mở rộng kinh doanh các sản phẩm phi trang sức. Hiện tại, PNJ đã ký hợp đồng với các bên liên quan và sẽ công bố tới đại chúng trong quý 2/2025.

**Chi phí bán hàng** của PNJ bao gồm các khoản như chi phí nhân viên bán hàng, chi phí quảng cáo, khuyến mại, vận chuyển và duy trì mạng lưới cửa hàng. Tính đến hết năm 2024, chi phí bán hàng của PNJ tăng đáng kể do giá vàng tăng và chiến lược mở rộng. Số lượng cửa hàng mở mới năm 2024 là 29 cửa hàng so với năm 2023. Tuy nhiên với các chiến lược kể trên, PNJ vẫn duy trì tăng trưởng lợi nhuận, cho thấy khả năng thích ứng tốt với thị trường biến động.

**Chi phí quản lý doanh nghiệp** bao gồm chi phí nhân sự quản lý, chi phí hành chính, và các chi phí liên quan đến vận hành văn phòng. Chi phí này chỉ chiếm khoảng 2-3% doanh thu của PNJ dù số lượng nhân viên tăng qua các năm. Sự ổn định này phản ánh hiệu quả trong quản lý nhân sự và tối ưu hóa chi phí hành chính.



Nguồn: PNJ, SHS Research

## TRIỂN VỌNG NGÀNH BÁN LẺ TRANG SỨC

### 1. Tổng quan ngành bán lẻ trang sức Việt Nam

In Corp Vietnam (tiền thân là Cekindo) ước tính từ giai đoạn 2015–2022, tại Việt Nam có khoảng 8.000–10.000 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực vàng bạc đá quý, bao gồm doanh nghiệp sản xuất chế tác và các tiệm vàng, cửa hàng trang sức nhỏ lẻ. Con số này không chỉ giới hạn ở DN lớn mà còn bao gồm rất nhiều hộ kinh doanh cá thể. Tính đến hiện tại, chưa có báo cáo chính thống công bố cụ thể nhưng nhiều ý kiến cho rằng quy mô thị trường bán lẻ trang sức vẫn ở mức **10.000–12.000** cơ sở. Trong số đó, chỉ có khoảng **10 thương hiệu nổi tiếng**.

**Cạnh tranh gay gắt với sự thâm nhập của các thương hiệu quốc tế**

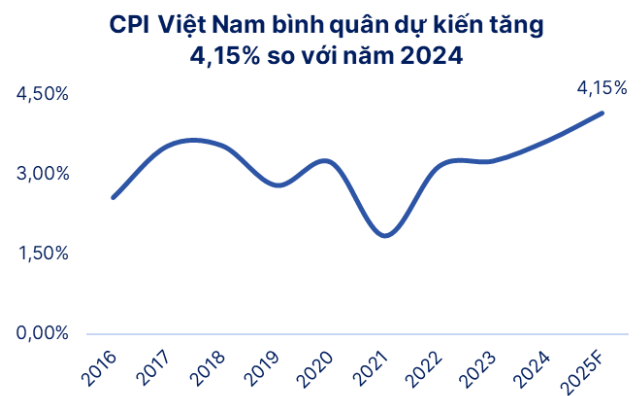
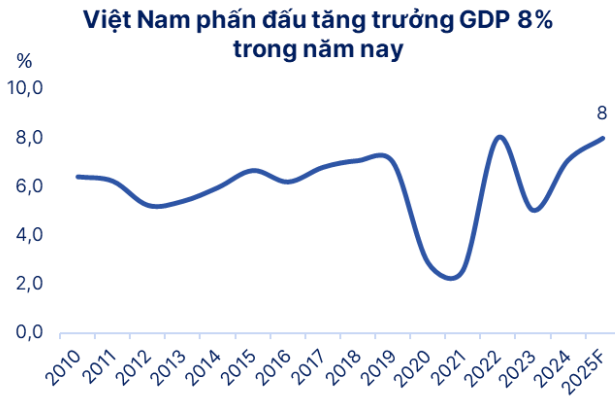
Từ thời điểm dịch COVID-19 bùng ra diện rộng, ngành trang sức toàn cầu bị ảnh hưởng tiêu cực đáng kể do sức mua yếu đi. Tuy vậy, ngành bán lẻ trang sức Việt Nam vẫn tương đối ổn định so với một số nước Đông Nam Á khác. Nhiều thương hiệu lớn như Swarovski hay Pandora đã mở rộng hoạt động sản xuất và kinh doanh tại Việt Nam. Trên thực tế, Pandora đã khởi công nhà máy sản xuất trang sức vào tháng 5/2024 tại tỉnh Bình Dương với tổng mức đầu tư hơn 150 triệu USD (khoảng 3.800 tỉ đồng).

Các doanh nghiệp Việt Nam có tiềm năng phát triển trong lĩnh vực trang sức, nhưng cũng phải đương đầu với không ít thách thức. Thị trường vô cùng cạnh tranh, khi nhiều thương hiệu danh tiếng như Tiffany & Co., Pandora, Chow Tai Fook và Louis Vuitton, cùng vô số tên tuổi khác, đã củng cố chỗ đứng vững chắc. Trong khi các hãng nước ngoài thường tập trung vào phân khúc cao cấp và phân phối qua hệ thống trung tâm mua sắm, các doanh nghiệp nội địa lại chủ yếu dựa vào kênh bán lẻ quy mô nhỏ. Chính điều này khiến việc xây dựng nhận diện thương hiệu của họ chưa đủ mạnh để cạnh tranh hiệu quả tại các trung tâm thương mại. PNJ nói riêng với việc phát triển cửa hàng flagship PNJ Next cũng đang từng bước củng cố sức mạnh thương hiệu trước mắt là tại thị trường Việt.

### 2. Bối cảnh vĩ mô

**Tăng trưởng GDP cao, biến động kinh tế toàn cầu tạo tâm lý trú ẩn vào kênh vàng**

Bước sang 2025, bối cảnh vĩ mô dần thuận lợi hơn, mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2025 tối thiểu phải đạt 8%, khi kinh tế tăng trưởng cao, thu nhập người dân cải thiện, thường thúc đẩy cầu tài sản (bao gồm vàng và trang sức) do tầng lớp khá giả có nhiều tiền nhàn rỗi hơn. Mặt khác, ba kịch bản lạm phát được Bộ Tài chính đề xuất lần lượt là tăng 3,83% yoy; 4,15% yoy và 4,5% yoy. Trong đó, kịch bản hai được đề xuất ưu tiên. Lạm phát tăng thường kích thích nhà đầu tư tìm vàng để chống trượt giá nhất là khi biến động kinh tế toàn cầu vẫn tạo tâm lý trú ẩn vào kim loại quý.

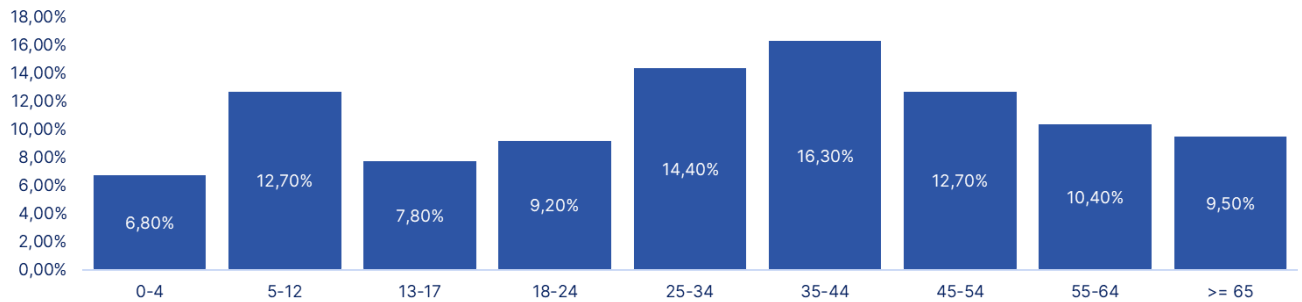


Nguồn: GSO, SHS Research

**Dân số ở độ tuổi lao động cao, chi tiêu nhiều**

Việt Nam đang bước vào giai đoạn quan trọng trong quá trình chuyển đổi cơ cấu dân số, với tốc độ đô thị hóa nhanh và nhóm dân số trong độ tuổi lao động chiếm tỷ trọng lớn, đồng thời cơ cấu dân số trẻ vẫn duy trì ở mức khá cao so với nhiều nước trong khu vực. Đây là lợi thế lớn đối với ngành bán lẻ, vì tầng lớp dân số trẻ thường có xu hướng tiêu dùng hiện đại, chi tiêu nhiều cho bản thân và có nhu cầu vàng và trang sức cao cho hoạt động cưới hỏi, chung diện, v.v.

**Cơ cấu dân số Việt Nam theo nhóm tuổi**

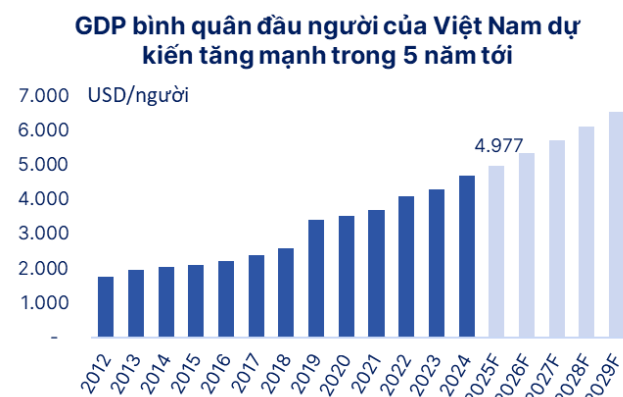


Nguồn: Digital 2025 vietnam, SHS Research

**Thu nhập bình quân đầu người trong xu hướng tăng**

Mặt khác, Việt Nam đang chứng kiến sự hình thành và mở rộng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu. Thu nhập bình quân đầu người tăng đều đặn, kỳ vọng đạt xấp xỉ 5.000 USD/người trong năm 2025 (+5,9% yoy). Tính chung năm 2024, thu nhập bình quân tháng của người lao động cũng đạt 7,7 triệu đồng, tăng 8,6%, tương ứng tăng 610 nghìn đồng so với 2023. Đây là tín hiệu tích cực cho thấy người dân có khả năng chi tiêu cao hơn cho hàng hóa không thiết yếu, trong đó bao gồm thời trang, đồ điện tử, mỹ phẩm, và trang sức.

Nguồn: GSO, SHS Research



**Tầng lớp tiêu dùng phân bổ rộng hơn, mức chi tiêu gia tăng trong nửa thập kỷ tới**

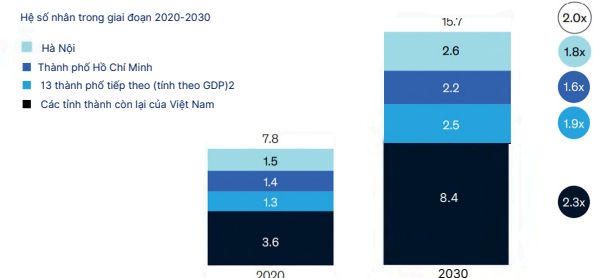
Năm 2020, tổng số hộ gia đình đạt ngưỡng thu nhập trên 22.000 USD là 7,8 triệu. Trong đó, Hà Nội có 1,5 triệu hộ và 1,4 triệu hộ tại TP.HCM cùng các mức thấp hơn ở khu vực còn lại. Đến năm 2030, con số này tăng gấp khoảng 1,8–2,3 lần tùy địa phương. Đáng chú ý, khối các tỉnh ngoài Hà Nội/TP.HCM cũng có tốc độ tăng khá nhanh (1,9–2,0x), cho thấy mức sống ở nhiều địa bàn đang dần tiệm cận hai đô thị lớn. Việc tầng lớp trung lưu mở rộng cả về quy mô lẫn phân bố địa lý tạo cơ hội cho các doanh nghiệp bán lẻ vươn ra khu vực tỉnh thành cấp 2, cấp 3 thay vì chỉ tập trung ở đại đô thị.

Tầng lớp tiêu dùng mới và ổn định ngày càng mở rộng – điển hình năm 2020 có 36 triệu người trong nhóm 11–30 USD/ngày và dự báo lên tới 57 triệu vào 2030. Tầng lớp tiêu dùng cao cũng tăng gấp đôi từ 4 triệu lên 18 triệu.

Không chỉ ở đô thị trung tâm mà nhiều khu vực khác cũng vươn lên tầng lớp tiêu dùng cao. Đồng thời, số người có khả năng chi tiêu ổn định và cao đang gia tăng mạnh, báo hiệu sức mua nội địa sẽ tiếp tục nở rộ. Đây là cơ hội lớn cho các nhà bán lẻ, chuỗi cửa hàng, đặc biệt ở các ngành trang sức khi người dân sẵn sàng chi trả nhiều hơn cho sản phẩm có giá trị gia tăng cao.

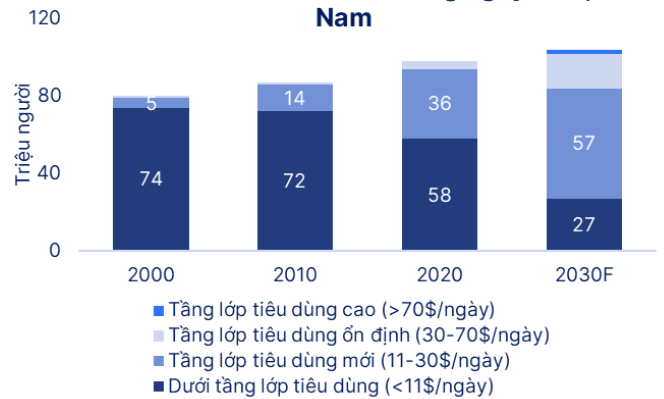
**Việt Nam nhiều khả năng sẽ có tầng lớp tiêu dùng phân bổ rộng hơn trong thập kỷ tới**

Hệ gia đình với thu nhập thường niên trên 22.000 đô-la 1, đô-la quốc tế 2011 (ngang bằng sức mua)



1 Ngang giá sức mua 2011  
2 13 thành phố tiếp theo gồm: Hải Phòng, Cần Thơ, Biên Hòa, Đà Nẵng, Huế, Vũng Tàu, Nha Trang, Buôn Ma Thuột, Vinh, Quy Nhơn, Hạ Long, Rach Gia và Long Xuyên.  
Nguồn: Viện Nghiên cứu Toàn cầu McKinsey - Cityscope v4.1

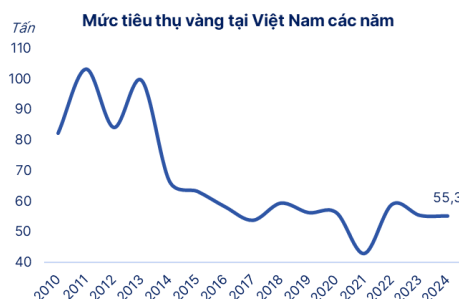
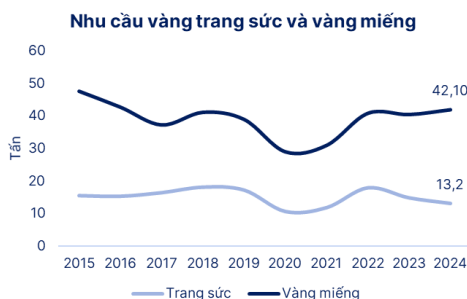
**Dân số theo mức chi tiêu hàng ngày ở Việt Nam**



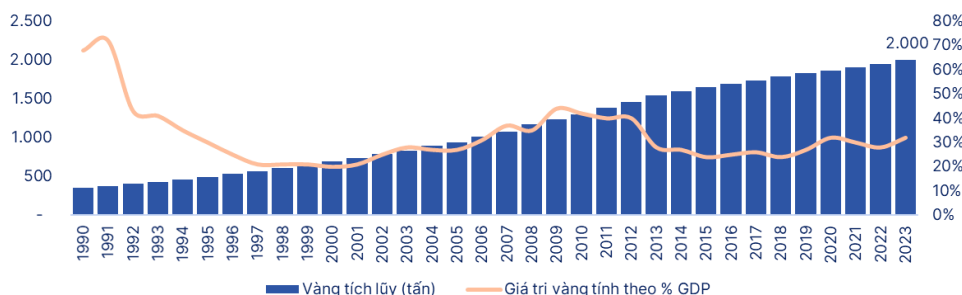
Nguồn: Mckinsey, SHS Research

**3. Nhu cầu vàng**

Nguồn: Hội đồng Vàng, thesaigontimes.vn, SHS Research



**Vàng tích lũy trong nền kinh tế Việt Nam**



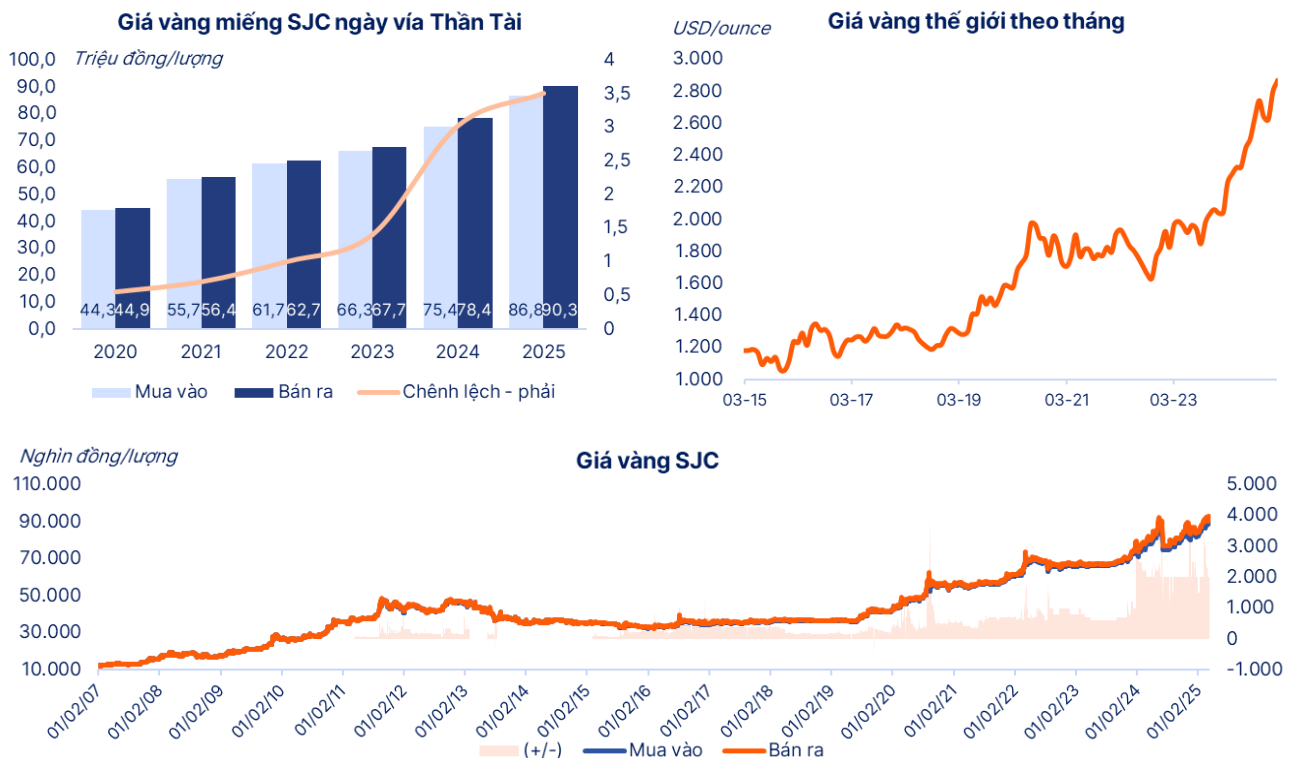
**Mức tiêu thụ vàng dự phóng dao động ở ngưỡng 55-60 tấn/năm**

Trong 5 năm gần nhất, mức tiêu thụ vàng có xu hướng tăng trưởng từ 2020 đến 2022, phản ánh sự phục hồi kinh tế sau COVID-19 và sự quan tâm của nhà đầu tư vào vàng như một tài sản an toàn. Tuy nhiên, từ 2023 đến 2024, nhu cầu ổn định ở mức khoảng 55 tấn, phần nào do giá vàng cao ảnh hưởng đến khả năng chi trả.

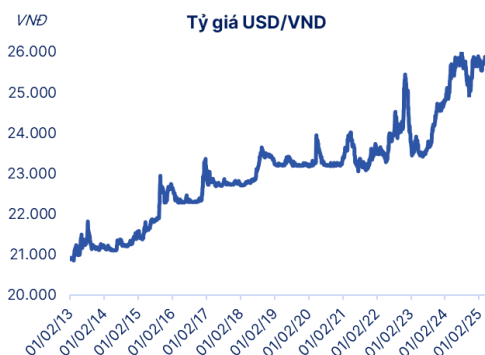
Mục tiêu của Chính phủ đề ra tăng trưởng GDP sẽ trên 8% vào năm 2025 và giai đoạn 2026-2030 sẽ tăng trên 10%, sự tăng trưởng này có thể hỗ trợ nhu cầu vàng duy trì ổn định. Ngoài ra, xu hướng toàn cầu như khả năng cắt giảm lãi suất và bất ổn kinh tế, có thể tiếp tục thúc đẩy tích trữ vàng, đặc biệt là khu vực Châu Á.

Dựa trên sự ổn định ở mức 55 tấn trong 2 năm qua và thói quen mua vàng của người Việt, chúng tôi dự báo nhu cầu vàng cho 2025-2026 sẽ dao động từ 55 đến 60 tấn mỗi năm.

#### 4. Giá vàng



Nguồn: SJC, Bloomberg, FiinPro, SHS Research



Nguồn: FiinPro, SHS Research

Bước sang năm 2025, giá vàng thế giới và trong nước liên tục leo thang. Giá bán ra của vàng SJC đã vượt mốc 90 triệu đồng/lượng, chênh lệch với giá mua vào hơn 2 triệu đồng/lượng. Vàng thế giới cũng tiến gần mốc 3.000 USD/ounce.

Tại các ngày vía Thần Tài hàng năm (mùng 10 tháng Giêng), chênh lệch so với giá thu mua lên tới 3,5 triệu đồng/lượng.

Tỷ giá USD/VND tăng cũng làm tăng giá vàng nội địa khi quy đổi.

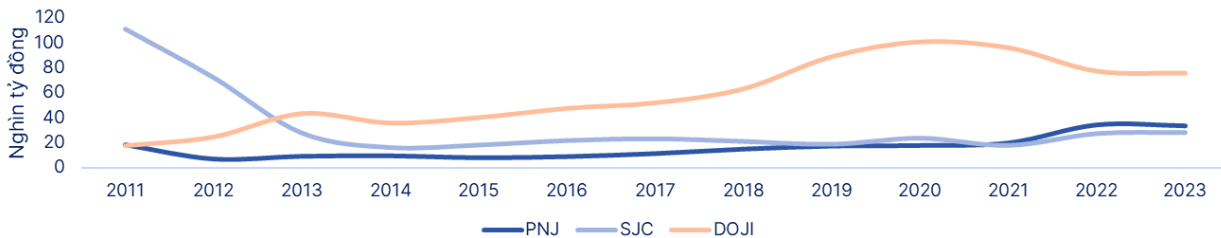
Phân tích và dự báo xu hướng giá vàng năm 2025 (Phụ lục 3)

## 5. Đối thủ cạnh tranh trong ngành

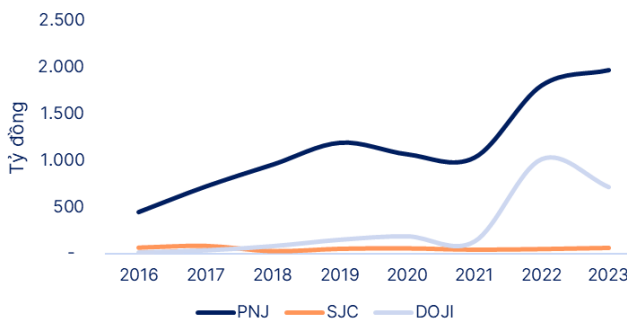
Hình 7: So sánh năng lực cạnh tranh của PNJ so với DOJI và SJC

Tiêu chí	PNJ	DOJI	SJC
<b>Số cửa hàng</b> (tính đến năm 2024)	429 cửa hàng trên 58/63 tỉnh thành	61 chi nhánh, gần 200 trung tâm, 90 cửa hàng cùng hơn 400 Đại lý, Điểm bán... phủ hầu hết Việt Nam	198 cửa hàng, 23 chi nhánh, 43 đại lý và >3.000 điểm liên kết trên toàn quốc
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	9.806 tỷ (2023)/11.257 tỷ (2024)	6.745 tỷ đồng (2023)	1.579 tỷ đồng (2023)
<b>Nguồn đầu vào</b>	<b>Chủ động sản xuất &amp; nhập liệu:</b> PNJ có nhà máy chế tác nữ trang công suất lớn, chủ động khâu thiết kế – sản xuất trang sức	<b>DOJI khép kín chuỗi giá trị:</b> khai thác và chế tác đá quý, kinh doanh vàng miếng, trang sức, có 14 công ty thành viên hỗ trợ nhập nguyên liệu	<b>Độc quyền vàng miếng:</b> SJC được NHNN chỉ định sản xuất vàng miếng thương hiệu SJC (độc quyền toàn quốc) nên có ưu thế lớn về nguồn vàng nguyên liệu trong nước.
<b>Chiến lược marketing</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Đa kênh &amp; nhắm đúng đối tượng: PNJ đầu tư mạnh cho marketing linh hoạt theo từng phân khúc KH. Thương hiệu thường tung chiến dịch theo mùa (VD: Chiến dịch 8/3 với thông điệp phù hợp cả Gen Z lẫn trung niên).</li> <li>PNJ tiên phong <b>bán lẻ đa kênh (Omni-channel)</b>: khách có thể mua online “2 click” và nhận hàng sau 3 giờ, tích hợp trải nghiệm tại cửa hàng.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Đẩy mạnh trải nghiệm &amp; kỹ thuật số:</b> DOJI tập trung <b>đổi mới hình ảnh</b> để thu hút giới trẻ: ra mắt bộ sưu tập trendy, mở cửa hàng concept hiện đại. Chiến lược marketing gần đây nhấn mạnh tương tác số – DOJI bán hàng qua Facebook, livestream, TikTok... tăng tiếp cận khách hàng trẻ.</li> <li>Hãng cũng tài trợ các cuộc thi sắc đẹp, sự kiện vàng Ngày Thần Tài, quảng cáo TVC về đá quý.</li> </ul>	<b>Tối giản, dựa vào thương hiệu có sẵn:</b> SJC hầu như <b>không quảng cáo rầm rộ</b> . Marketing chủ yếu giới hạn ở việc <b>công bố giá vàng</b> hàng ngày và tham gia các hội chợ triển lãm trang sức truyền thống.

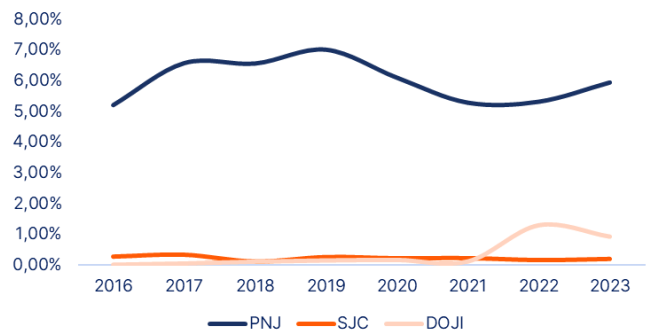
**Doanh thu thuần**



**Lợi nhuận sau thuế**



**Biên LNST**



Nguồn: SHS Research

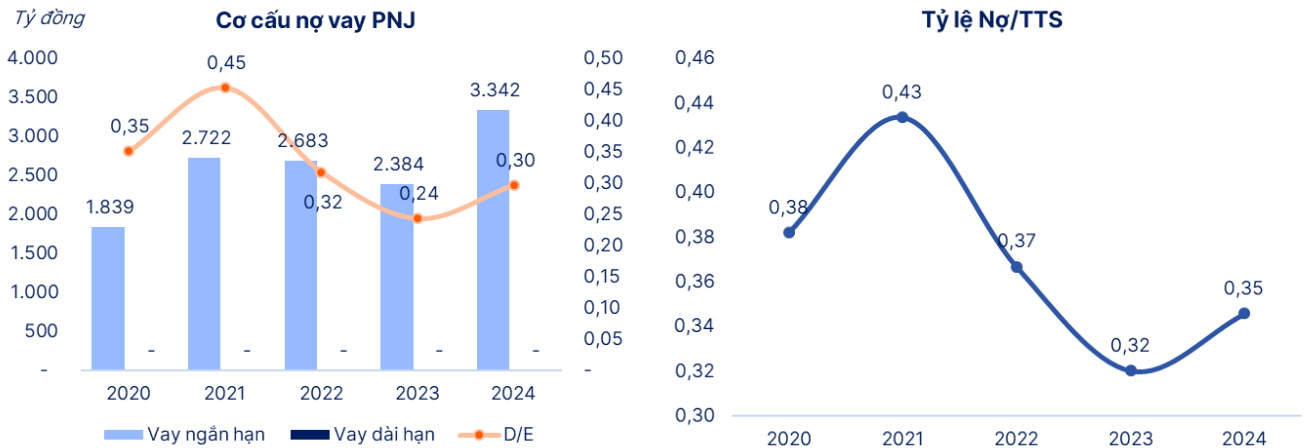
Ở thị trường Việt Nam, các đối thủ cạnh tranh của PNJ có thể kể tới DOJI, SJC. Doanh thu của DOJI lớn nhất thị trường trong nước tuy nhiên do giá vốn quá cao nên lãi “mỏng”. PNJ mặc dù doanh thu đứng thứ 2 nhưng giữ vị trí số 1 trong ngành về lợi nhuận.



## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

### 1. Khả năng thanh toán

PNJ không có nợ vay dài hạn, nợ vay ngắn hạn của PNJ tính đến hết năm 2024 là 3.342 tỷ đồng (+40% yoy). Tỷ lệ D/E thấp khoảng 30%, sức khỏe tài chính cơ bản lành mạnh.

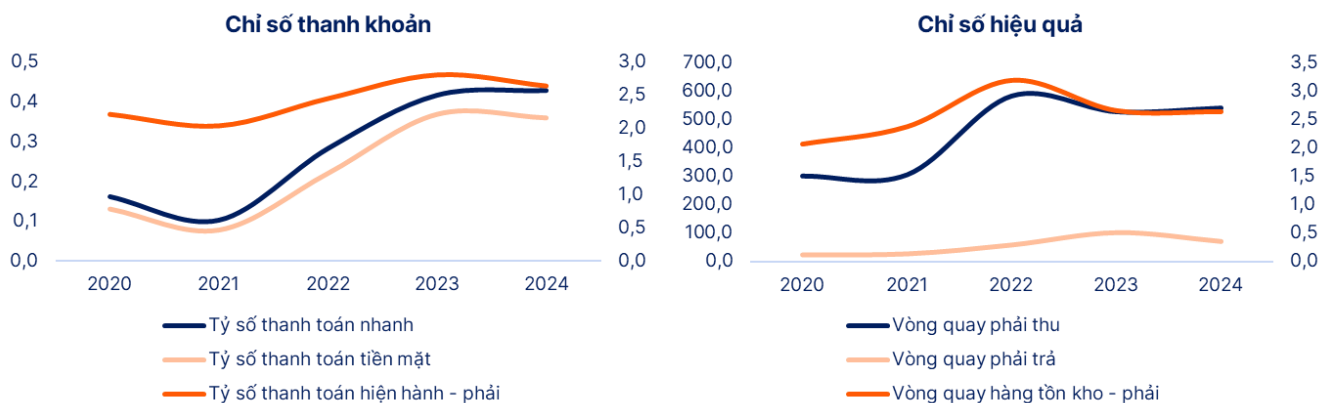


Nguồn: PNJ, SHS Research

### 2. Chỉ số thanh khoản và hiệu quả

PNJ duy trì thanh khoản tốt, với tỷ lệ thanh toán hiện hành (current ratio) ước tính khoảng 2,6 vào năm 2024, dựa trên tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn. Điều này cho thấy công ty có khả năng thanh toán các nghĩa vụ ngắn hạn, như chi phí vận hành và nợ phải trả.

Về hiệu quả, PNJ quản lý tốt tài sản, với vòng quay hàng tồn kho khoảng 2,6 lần/năm.



Nguồn: PNJ, SHS Research

### 3. CAPEX

Năm 2024, PNJ mở mới 29 cửa hàng. Chúng tôi giả định chi phí mỗi cửa hàng mới khoảng 10 tỷ VND, CAPEX cho việc mở rộng cửa hàng là 290 tỷ VND. Trên thực tế, con số này có thể lớn hơn do còn bao gồm các khoản đầu tư khác như nâng cấp cơ sở hạ tầng hoặc thiết bị.

Theo PNJ, Công ty sẽ tiếp tục chiến lược mở rộng cửa hàng dù trong kịch bản tăng trưởng kém nhất. Số cửa hàng mở mới dự kiến từ 12 - 25 cửa hàng trong năm 2025. Công ty có thể điều chỉnh CAPEX sau khi theo dõi tín hiệu thị trường từ đợt lễ 8/3.

## RỦI RO (trở về)

### 1. Rủi ro liên quan đến ngành

- **Biến động giá vàng:** PNJ phụ thuộc lớn vào vàng, từ kinh doanh vàng miếng đến sản xuất trang sức. Giá vàng giảm có thể làm giảm giá trị hàng tồn kho và nhu cầu tiêu dùng đối với sản phẩm vàng, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến doanh thu và lợi nhuận. Ngược lại, dù giá vàng tăng có thể mang lại lợi ích, sự biến động khó lường vẫn là một rủi ro đáng kể.
- **Khan hiếm nguồn cung vàng nguyên liệu:** Nguyên liệu đầu vào của PNJ đa phần đến từ nguồn nhập khẩu. Do vậy, nguồn cung thiếu hụt có thể ảnh hưởng trực tiếp tới tốc độ sản xuất và kinh doanh của PNJ, từ đó thu hẹp lợi nhuận của doanh nghiệp. Trong năm 2024, PNJ đã phải tái chế lại trang sức để đáp ứng nhu cầu sản xuất của doanh nghiệp.
- **Thay đổi quy định pháp lý:** Ngành kinh doanh vàng tại Việt Nam chịu sự quản lý chặt chẽ từ chính phủ. Gần đây, các quy định khắt khe hơn đối với mảng vàng miếng có thể làm thu hẹp phân khúc này – một nguồn doanh thu quan trọng của PNJ. Bất kỳ thay đổi nào trong chính sách nhập khẩu, thuế hoặc quy định thương mại vàng đều có thể làm tăng chi phí hoặc hạn chế cơ hội kinh doanh.
- **Cạnh tranh trong ngành:** Thị trường trang sức tại Việt Nam có sự tham gia của nhiều đối thủ trong nước và quốc tế. PNJ cần duy trì lợi thế cạnh tranh trước các doanh nghiệp khác, đặc biệt là những đơn vị có thể cung cấp sản phẩm tương tự với giá thấp hơn hoặc chiến lược tiếp thị hiệu quả hơn.

### 2. Rủi ro nội tại của PNJ

- **Suy giảm lợi nhuận:** Báo cáo tài chính quý 3 năm 2024 cho thấy lợi nhuận của PNJ giảm 15%, điều này có thể là dấu hiệu của những vấn đề tiềm ẩn như chi phí vận hành tăng, cạnh tranh gia tăng hoặc nhu cầu thị trường giảm. Nếu xu hướng này kéo dài đến năm 2025, nó có thể làm giảm niềm tin của nhà đầu tư và ảnh hưởng đến giá cổ phiếu.
- **Rủi ro vận hành từ chiến lược mở rộng:** PNJ đang mở rộng mạng lưới cửa hàng bán lẻ, đây là một chiến lược tăng trưởng nhưng cũng tiềm ẩn rủi ro. Việc quản lý số lượng lớn cửa hàng có thể dẫn đến mất hiệu quả vận hành, tăng chi phí hoặc khó khăn trong việc duy trì chất lượng sản phẩm/dịch vụ đồng đều trên toàn hệ thống.

### 3. Rủi ro kinh tế vĩ mô

- **Lạm phát cao:** Lạm phát cao có thể làm tăng chi phí vận hành của PNJ và giảm sức mua của khách hàng.
- **Biến động tỷ giá:** PNJ phải nhập khẩu nguyên liệu, do đó tỷ giá USD/VND tăng có thể khiến công ty bị bào mòn lợi nhuận do tăng chi phí.

### 4. Rủi ro khác

- **Rủi ro thanh khoản:** Nếu cổ phiếu PNJ không được giao dịch sôi động, nhà đầu tư có thể gặp khó khăn khi mua hoặc bán cổ phiếu mà không làm ảnh hưởng lớn đến giá, dẫn đến khả năng thua lỗ.

## DỰ PHÓNG (trở về)

Chúng tôi kỳ vọng PNJ sẽ viết tiếp câu chuyện tăng trưởng của mình trong năm 2025 nhờ vào mảng bán lẻ trang sức. Dựa trên những phân tích chi tiết về tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của PNJ, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của PNJ giai đoạn 2025 – 2026F như sau:

**Hình 8: Tổng hợp dự phóng PNJ giai đoạn 2025-2026F**

Chỉ tiêu	Diễn giải	2024E	2025F	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của PNJ theo mảng kinh doanh. Giả định doanh thu thuần mảng bán lẻ năm 2025F tăng 15% yoy, mảng bán sỉ tăng 5% và kinh doanh vàng miếng tăng 10% dựa trên các yếu tố: (i) Giá vàng kỳ vọng tăng ( <i>Phụ Lục 3</i> ); (ii) Chủ trương mở rộng quy mô bán lẻ của PNJ.	37.823	42.422	46.934
<b>Giá vốn hàng bán</b>	Chi phí giá vốn (COGS) tăng song hành với tốc độ mở mới của hàng của PNJ. Chúng tôi dự phóng số của hàng năm 2025F của PNJ là 460 cửa hàng, COGS tăng 10% so với 2024.	(31.152)	(34.563)	(38.047)
<b>Biên LNG</b>	Biên LNG chúng tôi giả định tăng nhẹ so với cùng kỳ do mảng kinh doanh vàng miếng gia tăng nhưng “biên lãi mỏng”.	17,6%	17,8%	18,3%
<b>Chi phí bán hàng</b>	Chúng tôi cho rằng chi phí bán hàng của PNJ trong giai đoạn 2025-2026F sẽ tăng do công ty đang trong giai đoạn mở rộng hoạt động kinh doanh.	(3.207)	(3.575)	(3.984)
<b>Chi phí QLDN</b>	Chi phí QLDN cũng tăng tương đương với tốc độ tăng của chi phí bán hàng.	(795)	(875)	(979)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	Chúng tôi giả định dựa theo kế hoạch đề ra của công ty cũng như tình hình thị trường thực tế và những phân tích nêu ra ở trong báo cáo. LNST 2025F kỳ vọng tăng 14,5% so với cùng kỳ.	2.115	2.422	2.797

Nguồn: SHS Research

Từ dự phóng năm, chúng tôi ước tính dự phóng 4 quý năm 2025 theo sát yếu tố mùa vụ của doanh nghiệp. Trong đó, quý 1 & quý 4 thông thường sẽ là điểm rơi lợi nhuận của PNJ.

**Hình 9: Tổng hợp dự phóng PNJ 2025F (theo quý)**

Chỉ tiêu	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4
<b>Doanh thu thuần</b>	12.939	9.152	11.301	15.687
<b>Giá vốn hàng bán</b>	(10.542)	(7.419)	(9.104)	(12.552)
<b>Biên LNG</b>	18,5%	18,9%	19,4%	20,0%
<b>Chi phí bán hàng</b>	(1.090)	(777)	(956)	(1.331)
<b>Chi phí QLDN</b>	(267)	(191)	(235)	(326)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	739	545	729	1.091

Nguồn: SHS Research

## ĐỊNH GIÁ (trở về)

Chúng tôi định giá lần đầu cổ phiếu PNJ bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) và so sánh P/E. Giá mục tiêu (12 tháng) của cổ phiếu PNJ là **119.000 đồng/cp**, cao hơn **32,2%** so với mức giá đóng cửa ngày 13/03/2025, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

**Hình 10: Tổng hợp các phương pháp định giá PNJ**

Phương pháp	Tỷ trọng	Kết quả (VND/cp)
Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do (FCFF)	50%	119.661
So sánh P/E	50%	118.707
Bình quân các phương pháp (VND/cp)	<b>100%</b>	<b>119.184</b>

**Hình 11: Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền**

Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM)	Tỷ trọng	WACC	Tỷ trọng
Hệ số beta không đòn bẩy	1,1	Chi phí sử dụng nợ	4,50%
Phần bù rủi ro	2,7%	Tỷ lệ thuế thu nhập doanh nghiệp	20,00%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	10,4%	VCSH/(VCSH + Nợ)	74,4%
<b>Chi phí sử dụng VCSH</b>	<b>14,14%</b>	<b>WACC</b>	<b>11,44%</b>
Tăng trưởng dài hạn	1%	Thời gian dự phóng	5 năm

### Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do (FCFF)

Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM)	Tỷ trọng
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu đồng)	41.330.581
Tiền, tương đương tiền & Đầu tư tài chính ngắn hạn (triệu đồng)	1.122.714
Đầu tư ngắn hạn (triệu đồng)	1.020.170
<b>Tổng giá trị (triệu đồng)</b>	<b>43.473.465</b>
Nợ vay ngắn hạn và dài hạn (triệu đồng)	3.341.542
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu đồng)</b>	<b>40.131.923</b>
Số lượng cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)	338.074.776
<b>Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)</b>	<b>118.707</b>

Nguồn: SHS Research

**ĐỊNH GIÁ (tiếp)****Hình 12: Định giá theo phương pháp so sánh P/E**

P/E so sánh	Giá trị
P/E trung bình 3 năm gần nhất của PNJ	16,51
Peer P/E	14,39
P/E so với các doanh nghiệp cùng quy mô	14,66
<b>P/E trung bình</b>	<b>15,18</b>
EPS 2025F (VND)	7.881
<b>Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)</b>	<b>119.661</b>

P/E compared with peers	vietstock		Annual target		Price (VND)	12M Trailing EPS (VND)	P/E	BV	P/B
	Market cap (mil VND)	12M NI (mil VND)	Outstanding shares (mil)	Price (VND)					
Ticker									
FRT	24.360	390.361	136	178.800	2.870	62,29	14.032	12,74	
DGW	9.096	683.783	219	41.500	3.122	13,29	13.592	3,05	
PET	2.588	110.430	107	24.250	1.032	23,50	20.386	1,19	
Total	36.044	1.184.574							
<b>Industry average (Market cap weighted)</b>		<b>0,03</b>							
Industry average						33,03		5,66	
<b>PNJ</b>	<b>30.426.730</b>	<b>2.114.564</b>	<b>338,07</b>	<b>90.000</b>	<b>6.255</b>	<b>14,39</b>	<b>33.297</b>	<b>2,70</b>	

**P/E so với các doanh nghiệp cùng quy mô**

Tên doanh nghiệp	P/E	Vốn hóa (mn USD)	Tỷ trọng vốn hóa
Guangdong Chj Industry Co Ltd	17,1	1.070	15%
Suzhou Hengmingda Electronic T	13,9	1.350	19%
Chow Tai Seng Jewellery Co Ltd	12,0	2.110	30%
P N Gadgil Jewellers	15,7	1.130	16%
Phu Nhuan Jewelry JSC	14,6	1.270	18%
<b>P/E trung bình ngành</b>	<b>14,66</b>		<b>14,23%</b>

Nguồn: Bloomberg, SHS Research

## Phụ lục 1: Các vấn đề quan trọng trong Nghị định 24/2012/NĐ-CP

### Quy định về nhập khẩu vàng miếng

- Theo pháp luật hiện hành, NHNN (thay mặt Chính phủ) **độc quyền nhập khẩu vàng nguyên liệu** để sản xuất vàng miếng. Doanh nghiệp **không được tự ý nhập khẩu** vàng miếng hay vàng nguyên liệu, trừ khi được NHNN cấp phép trong một số trường hợp đặc thù. Nghị định 24/2012/NĐ-CP cho phép NHNN xem xét cấp phép nhập khẩu vàng nguyên liệu cho doanh nghiệp sản xuất nữ trang, doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài hoặc có dự án khai thác vàng ở nước ngoài... nhưng thực tế **hơn 10 năm qua, chưa có doanh nghiệp nào được cấp phép nhập khẩu vàng nguyên liệu**. Do đó, vàng miếng lưu thông trong nước chủ yếu do NHNN tổ chức sản xuất (vàng SJC) và từ nguồn vàng nguyên liệu trong nước. Việc xuất khẩu, nhập khẩu vàng nguyên liệu (vàng nguyên chất, chưa chế tác) nằm dưới sự kiểm soát và cho phép từng trường hợp của NHNN (theo các Điều 14, 15 NĐ 24/2012).
- Vàng trang sức, mỹ nghệ** (khác với vàng miếng) **được phép xuất nhập khẩu như hàng hóa thông thường** theo giấy chứng nhận đăng ký doanh nghiệp (không cần giấy phép đặc biệt). Tuy nhiên, vàng trang sức nhập khẩu phải đủ hàm lượng tiêu chuẩn và chịu thuế nhập khẩu theo quy định của pháp luật.

### Điều kiện kinh doanh vàng miếng

Doanh nghiệp muốn kinh doanh vàng miếng cần đáp ứng các điều kiện chặt chẽ theo Nghị định 24/2012/NĐ-CP, gồm:

- Là **doanh nghiệp Việt Nam** được thành lập hợp pháp, có đăng ký kinh doanh vàng.
- Vốn điều lệ **từ 100 tỷ đồng trở lên** (đối với doanh nghiệp phi ngân hàng); riêng tổ chức tín dụng muốn kinh doanh vàng miếng cần vốn **≥ 3.000 tỷ**.
- Có kinh nghiệm hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh vàng **≥ 2 năm**.
- Đã **nộp thuế kinh doanh vàng ≥ 500 triệu đồng/năm** trong **2 năm** liên tiếp gần nhất.
- Có mạng lưới chi nhánh tại **≥ 3 tỉnh/thành** (đối với doanh nghiệp; yêu cầu **≥ 5 tỉnh/thành** đối với tổ chức tín dụng).

### Giấy phép và yêu cầu đối với doanh nghiệp kinh doanh vàng miếng

Doanh nghiệp chỉ được kinh doanh mua – bán vàng miếng sau khi được NHNN cấp **Giấy phép kinh doanh vàng miếng**. Hồ sơ, thủ tục cấp phép do NHNN quy định chặt chẽ, bao gồm các giấy tờ chứng minh doanh nghiệp đáp ứng đủ điều kiện về vốn, kinh nghiệm, mạng lưới... Sau khi có giấy phép, doanh nghiệp phải tuân thủ các yêu cầu sau:

- Chỉ được mua bán các loại vàng miếng do NHNN cho phép** (hiện tại chủ yếu là vàng miếng SJC).
- Không được kinh doanh qua đại lý ủy nhiệm** – nghĩa là không thuê đơn vị khác bán vàng miếng thay mình, nhằm tránh phân tán quản lý.
- Niêm yết công khai giá mua, bán vàng miếng** tại điểm giao dịch, thực hiện đầy đủ chế độ hóa đơn, chứng từ và chế độ kế toán theo quy định.
- Đảm bảo an ninh, an toàn** trong hoạt động (trang bị thiết bị bảo vệ, két tủ, bảo vệ vận chuyển, v.v.).
- Tuân thủ các quy định pháp luật về phòng chống rửa tiền, quản lý ngoại hối (nếu có liên quan), và các nghĩa vụ báo cáo định kỳ cho NHNN.

Giấy phép kinh doanh vàng miếng có thể bị thu hồi nếu doanh nghiệp vi phạm các điều kiện hoặc quy định quản lý (ví dụ: kinh doanh không đúng phạm vi cho phép, không xuất hóa đơn, trốn thuế, v.v.). Từ năm 2024, Chính phủ yêu cầu mọi giao dịch mua bán vàng phải xuất hóa đơn điện tử kết nối cơ quan thuế; đơn vị nào vi phạm có thể bị rút giấy phép kinh doanh.

## Phụ lục 1 (tiếp): Các vấn đề quan trọng trong Nghị định 24/2012/NĐ-CP

### **Cơ chế quản lý của Ngân hàng Nhà nước đối với vàng miếng**

Ngân hàng Nhà nước (NHNN) là cơ quan được Chính phủ giao thống nhất quản lý hoạt động kinh doanh vàng, đặc biệt là vàng miếng. Một số cơ chế chính của NHNN trong quản lý vàng miếng gồm:

- **Độc quyền sản xuất vàng miếng SJC:** Nhà nước (thông qua NHNN) độc quyền tổ chức sản xuất vàng miếng. Từ năm 2012, thương hiệu vàng SJC được chọn làm thương hiệu vàng miếng quốc gia duy nhất; NHNN quản lý chặt chẽ việc dập đúc vàng miếng để kiểm soát chất lượng và số lượng vàng miếng lưu thông.
- **Kiểm soát nhập khẩu, xuất khẩu vàng:** NHNN trực tiếp quản lý hạn ngạch và cấp phép nhập khẩu vàng nguyên liệu khi cần thiết, đồng thời xuất khẩu vàng nguyên liệu hoặc điều chuyển vàng dự trữ để can thiệp thị trường. Theo ND 24/2012, Nhà nước độc quyền xuất nhập khẩu vàng nguyên liệu để ổn định cung cầu vàng miếng. Thực tế, NHNN có thể tổ chức đấu thầu bán vàng miếng từ dự trữ ngoại hối hoặc cho phép nhập vàng trong những thời kỳ khan hiếm, nhằm  **bình ổn giá vàng trong nước**.
- **Cấp phép và thanh tra hoạt động kinh doanh:** NHNN chịu trách nhiệm cấp phép kinh doanh vàng miếng, đồng thời thanh tra, giám sát các doanh nghiệp và tổ chức tín dụng được cấp phép. NHNN ban hành các quy định chi tiết (thông tư hướng dẫn) và có quyền xử lý vi phạm (phạt tiền, đình chỉ hoặc rút giấy phép) đối với đơn vị không tuân thủ quy định. Việc bắt buộc hóa đơn điện tử trong mua bán vàng từ 2024 là ví dụ về  **biện pháp siết chặt quản lý** của NHNN nhằm kiểm soát nguồn gốc vàng và ngăn chặn trốn thuế.
- **Không cho phép dùng vàng làm phương tiện thanh toán:** Vàng miếng được coi là tài sản tích lũy, không phải tiền tệ lưu hành. Pháp luật nghiêm cấm sử dụng vàng (vàng miếng, vàng nguyên liệu) để thanh toán trong mua bán hàng hóa, dịch vụ. Điều này nhằm đảm bảo sự ổn định tiền tệ, tránh “vàng hóa” nền kinh tế.

Tóm lại, quản lý nhà nước đối với vàng miếng rất chặt chẽ: Nhà nước nắm độc quyền nguồn cung vàng miếng, đặt điều kiện cao cho doanh nghiệp kinh doanh, và NHNN giám sát mọi hoạt động mua bán vàng miếng. Những quy định này được ban hành chủ yếu tại Nghị định 24/2012/NĐ-CP và các văn bản hướng dẫn liên quan, nhằm bình ổn thị trường vàng, bảo vệ quyền lợi người dân và ổn định kinh tế vĩ mô.

(trở về)

**Phụ lục 2: Chính sách của PNJ cho thợ kim hoàn (trở về)**

Do đặc thù của ngành trang sức, tay nghề của thợ kim hoàn là yếu tố quan trọng nhất ảnh hưởng đến chất lượng, độ hoàn thiện của trang sức và thậm chí là uy tín và vị thế của công ty trong ngành. Là một công ty hàng đầu trong ngành trang sức, hầu hết các thợ kim hoàn của PNJ là những người mới vào nghề và được đào tạo từ đầu. Hiện tại, PNJ có hơn 1.000 thợ kim hoàn với tỷ lệ đổi mới hàng năm khoảng 6%. Trong số này, hơn 160 thợ cấp cao được phân loại là "nghệ nhân kim hoàn", tương đương 70% tổng số nghệ nhân kim hoàn tại Việt Nam.

**Sơ đồ cây ngành kim hoàn**

Nguồn: SHS Research



Để thu hút và giữ chân đội ngũ thợ kim hoàn lành nghề, PNJ đã triển khai một loạt chính sách, bao gồm:

- **Chế độ đãi ngộ hấp dẫn**
  - Lương và thưởng: PNJ áp dụng mức lương cạnh tranh, với mức tăng trung bình khoảng 15% mỗi năm, cùng với các khoản thưởng tháng 13, 14, 15, bảo hiểm sức khỏe và tai nạn 24/24, cùng nhiều phúc lợi khác.
  - Chương trình ESOP: Công ty triển khai chương trình cổ phiếu cho người lao động (ESOP), tạo động lực và gắn kết lâu dài giữa nhân viên và doanh nghiệp.
- **Đào tạo và phát triển**
  - Chương trình đào tạo chuyên sâu: PNJ tổ chức hàng trăm khóa đào tạo ở mọi cấp bậc, bao gồm đào tạo tại chỗ, luân chuyển công việc, đào tạo tập trung và cơ hội tu nghiệp ở nước ngoài, nhằm nâng cao kỹ năng và kiến thức cho thợ kim hoàn.
  - Hệ thống đào tạo nội bộ: Công ty xây dựng hệ thống đào tạo bài bản, giúp phát hiện và bồi dưỡng những thợ có tay nghề cao, đồng thời tạo nguồn nhân lực chất lượng cho ngành kim hoàn.
- **Văn hóa doanh nghiệp gắn kết**
  - Môi trường làm việc lý tưởng: PNJ chú trọng xây dựng môi trường làm việc thân thiện, đoàn kết, với văn hóa "Mái nhà chung", nơi mọi thành viên được quan tâm và hỗ trợ phát triển.
  - Hoạt động nội bộ đa dạng: Công ty thường xuyên tổ chức các hoạt động văn hóa, thể thao và xã hội, tạo sự gắn kết và nâng cao đời sống tinh thần cho nhân viên.



### Phụ lục 3: Phân tích và dự báo xu hướng giá vàng

Giá vàng thường bị tác động dựa trên các yếu tố kinh tế, địa chính trị và thị trường. Dưới đây là phân tích và dự báo của chúng tôi về các yếu tố tác động tới xu hướng giá vàng thế giới và Việt Nam năm 2025.

#### Giá vàng thế giới

- **Bối cảnh kinh tế toàn cầu “tăng nhiệt” cho giá vàng.**
  - Theo World Bank, tăng trưởng kinh tế toàn cầu được dự báo ổn định ở mức 2,7% vào năm 2025-2026, trong khi IMF dự báo 3,3%. Mức tăng trưởng này được xem là không đủ mạnh để làm giảm nhu cầu vàng, đặc biệt trong bối cảnh lãi suất dự kiến giảm.
  - Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) có thể cắt giảm lãi suất thêm ba lần vào năm 2025, đưa mức lãi suất chính từ 4,5% xuống 3,5-3,75%, làm giảm chi phí cơ hội của việc nắm giữ vàng.
  - Điều này được hỗ trợ bởi dự báo lạm phát giảm, với lạm phát cốt lõi tại Mỹ dự kiến ở mức 2,4% vào cuối năm 2025, theo dự báo của Goldman Sachs.
- **Các yếu tố địa chính trị thúc đẩy nhu cầu vàng như tài sản trú ẩn.**
  - Năm 2025 có thể chứng kiến cạnh tranh địa chính trị trong lĩnh vực trí tuệ nhân tạo (AI), công nghệ sinh học và các chính sách bảo hộ thương mại, đặc biệt với các đề xuất áp thuế cao từ Mỹ.
  - Biến đổi khí hậu sẽ làm gia tăng căng thẳng, như hạn hán và lũ lụt, ảnh hưởng đến an ninh toàn cầu, từ đó hỗ trợ giá vàng.
  - Hội đồng Vàng (WGC) cho biết nhu cầu vàng toàn cầu bao gồm cả giao dịch OTC đã tăng 1% lên mức cao kỷ lục là 4.974,5 tấn vào năm 2024 do đầu tư tăng lên, đồng thời các NHTW đã đẩy nhanh hoạt động mua vào từ quý 4, ước tính hơn 1.000 tấn trong năm 2024.
- **Dự báo cung và cầu vàng năm 2025.**
  - Cũng theo WGC nguồn cung vàng toàn cầu tăng 1% vào năm 2024, đạt 4.974 tấn, nhờ sản lượng khai thác và tái chế tăng. Nhu cầu đầu tư, đặc biệt từ nhà đầu tư OTC và quỹ ETF, tiếp tục mạnh mẽ, với giá vàng đạt mức cao kỷ lục 2.900 USD mỗi ounce vào tháng 2 năm 2025. Dự báo cho năm 2025 cho thấy nhu cầu sẽ được duy trì, với giá vàng có thể đạt từ 2.800 đến 3.300 USD mỗi ounce.

**Kết luận:** Xu hướng chung của giá vàng là tăng, do lãi suất giảm, căng thẳng địa chính trị và nhu cầu đầu tư mạnh mẽ.

#### Giá vàng Việt Nam

Giá vàng tại Việt Nam phụ thuộc vào giá vàng thế giới và tỷ giá USD/VND.

- **Tỷ giá tiếp tục chịu áp lực khi KBNN tiến hành mua USD, đồng thời NHNN cũng nới rộng biên độ điều hành khi nâng trần tỷ giá bán lên sát 26.000 VND.**
  - Giá vàng hiện tại vào tháng 3 năm 2025 là khoảng 2,41 triệu VND mỗi gram, tương đương 75 triệu VND mỗi ounce hoặc 84,4 triệu VND/lượng. Dự báo tỷ giá USD/VND dao động từ 25.000 đến 26.000, với đồng VND có thể mất giá 3% so với USD.
  - Nếu giá vàng thế giới đạt 3.000 USD mỗi ounce và tỷ giá là 25.750 (sau mất giá 3%), giá vàng tại Việt Nam sẽ là khoảng 77,25 triệu VND mỗi ounce tương đương 90,6 triệu VND/lượng.
- **Văn hóa tích trữ vàng của người Việt và quy định về kinh doanh vàng:** Nếu bãi bỏ độc quyền vàng miếng, giá vàng nội địa có thể gần hơn với giá thế giới, giảm chênh lệch hiện tại khoảng 11 triệu VND mỗi lượng, theo báo cáo từ KITCO (4/2024).

**Phụ lục 3: Phân tích và dự báo xu hướng giá vàng (tiếp) - trở về**

Hình 13: Tổng hợp dự báo giá vàng cho năm 2025F

Kịch bản	Giá Vàng Thế Giới (USD/Ounce)	USD/VND	Giá Vàng Việt Nam (VND/lượng)
Mức thấp	2.800	25.000	84.375.000
<b>Trung bình</b>	<b>3.000</b>	<b>25.750 (sau mất giá 3%)</b>	<b>90.750.000</b>
Mức cao	3.300	26.000	103.125.000

Nguồn: SHS Research



Nguồn: Goldman Sachs, SHS Research

Thời gian	Giá vàng (\$/ounce)
03-25	2.911
04-25	2.922
05-25	2.937
06-25	2.953
07-25	2.975
08-25	3.001
09-25	3.028
10-25	3.053
11-25	3.078
12-25	3.105
01-26	3.137
02-26	3.170
03-26	3.207
04-26	3.231
05-26	3.260
06-26	3.294

Hình 9: Dự phóng giá vàng thế giới (năm)

Năm	Giữa năm	Cuối năm	12/3/25 - cuối năm (%)
2025	\$3.211	\$3.393	+15%
2026	\$3.425	\$3.649	+24%
2027	\$3.870	\$4.034	+37%
2028	\$4.421	\$4.465	+52%
2029	\$4.879	\$5.218	+77%
2030	\$5.278	\$5.294	+80%
2031	\$5.455	\$5.806	+97%
2032	\$6.154	\$6.500	+121%
2033	\$6.761	\$7.057	+140%
2034	\$7.391	\$7.496	+155%
2035	\$7.563	\$7.792	+165%
2036	\$8.097	\$8.401	+185%

Nguồn: coinpriceforecast, SHS Research

## Phụ lục 4: Công ty thành viên Người Bạn Vàng

### Giới thiệu doanh nghiệp

'Người Bạn Vàng' là một chuỗi cầm đồ và thu mua toàn quốc, được thành lập vào năm 2017 và chính thức trở thành đối tác chiến lược của PNJ vào năm 2018. Theo thông tin từ website chính thức ([Người Bạn Vàng](#)), công ty cung cấp giải pháp tài chính nhanh chóng, với các dịch vụ cầm cố hoặc bán các tài sản như kim cương, trang sức, túi hiệu, đồng hồ hiệu, điện thoại, laptop, và máy tính bảng. Đến năm 2023, công ty đã mở rộng lên hơn 100 cửa hàng, phủ sóng 35 tỉnh thành, với mô hình hiện đại và chuyên nghiệp, khác biệt so với các tiệm cầm đồ truyền thống.

PNJ đầu tư vào 'Người Bạn Vàng' với tỷ lệ không quá 30% vốn điều lệ, được ghi nhận trong báo cáo tài chính của PNJ như một công ty liên kết, áp dụng phương pháp vốn chủ sở hữu để ghi nhận lợi nhuận hoặc lỗ. Điều này có nghĩa là PNJ chỉ ghi nhận phần lợi nhuận tương ứng với tỷ lệ sở hữu của mình, thay vì hợp nhất toàn bộ tài chính của 'Người Bạn Vàng'.

Phần lợi nhuận của Người Bạn Vàng được ghi nhận trong mục "Lợi nhuận từ công ty liên kết" trong báo cáo tài chính hợp nhất của PNJ. Điều này giúp PNJ đa dạng hóa nguồn doanh thu, giảm sự phụ thuộc vào mảng bán lẻ trang sức, vốn có thể bị ảnh hưởng bởi biến động giá vàng và nhu cầu tiêu dùng.

### Đóng góp vào PNJ

Sự mở rộng nhanh chóng của 'Người Bạn Vàng', từ vài cửa hàng vào năm 2017 lên hơn 100 cửa hàng vào năm 2023, cho thấy tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ.

Điều này phù hợp với xu hướng tăng nhu cầu tài chính ngắn hạn tại Việt Nam, đặc biệt trong bối cảnh kinh tế biến động.

Sự tích hợp với PNJ, với các quầy dịch vụ đặt trong cửa hàng PNJ, tạo ra lợi thế cạnh tranh, tận dụng khách hàng hiện tại của PNJ để tăng doanh thu. Đây là một chiến lược mở rộng phù hợp, giúp PNJ không chỉ tập trung vào bán lẻ trang sức mà còn cung cấp dịch vụ tài chính bổ sung.

'Người Bạn Vàng' là một phần quan trọng trong chiến lược đa dạng hóa của PNJ, đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận, đồng thời mở rộng dịch vụ tài chính cho khách hàng. Tuy nhiên, nó mang lại rủi ro tín dụng, định giá, và biến động kinh tế, cần được theo dõi sát sao.

## Phụ lục 5: Báo cáo tài chính và các chỉ số tài chính

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F	2026F	Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>Bảng Cân đối kế toán</b>						<b>Báo cáo KQKD</b>					
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	880	896	1.123	589	602	Doanh thu thuần	33.876	33.137	37.823	42.053	46.565
+ Đầu tư ngắn hạn	200	810	1.020	1.134	1.256	Giá vốn hàng bán	-27.949	-27.078	-31.152	-34.563	-38.047
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	301	215	401	909	1.751	Lợi nhuận gộp	5.927	6.059	6.672	7.490	8.519
+ Hàng tồn kho	10.506	10.941	13.013	14.487	16.323	Doanh thu tài chính	54	98	77	90	102
+ Tài sản ngắn hạn khác	80	96	133	160	173	Chi phí tài chính	-141	-143	-95	-103	-161
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>11.966</b>	<b>12.958</b>	<b>15.691</b>	<b>17.279</b>	<b>20.105</b>	Chi phí bán hàng	-2.828	-2.836	-3.207	-3.575	-3.984
+ Các khoản phải thu dài hạn	94	105	116	153	160	Chi phí QLDN	-674	-694	-795	-875	-979
+ Tài sản cố định	882	883	857	859	877	Lợi nhuận từ HĐKD	2.337	2.484	2.652	3.028	3.497
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0	Lãi/Lỗ khác	-25	5	-1	-1	-1
<b>+ Tài sản dở dang dài hạn</b>	<b>31</b>	<b>29</b>	<b>65</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	Lợi nhuận trước thuế	2.312	2.489	2.651	3.027	3.496
+ Đầu tư dài hạn	0	4	4	4	4	Lợi nhuận sau thuế	1.811	1.971	2.115	2.422	2.797
+ Tài sản dài hạn khác	364	449	475	609	639	LNST cổ đông Công ty mẹ	1.811	1.971	2.115	2.422	2.797
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>1.371</b>	<b>1.469</b>	<b>1.516</b>	<b>1.653</b>	<b>1.709</b>						
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>13.337</b>	<b>14.428</b>	<b>17.207</b>	<b>18.932</b>	<b>21.814</b>	<b>Báo cáo LCTT</b>					
+ Vay ngắn hạn	2.683	2.384	3.342	3.513	3.867	<b>Tỷ đồng</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
+ Phải trả người bán	277	257	624	693	762	LCT thuần từ HĐKD	101	1.508	100	140	567
+ Nợ ngắn hạn khác	1.923	1.970	1.974	1.482	1.589	LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	-371	-578	-228	-205	-232
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>4.883</b>	<b>4.612</b>	<b>5.940</b>	<b>5.687</b>	<b>6.219</b>	LCT thuần từ Hoạt động tài chính	792	-914	353	-505	-322
+ Vay dài hạn	0	0	0	0	0	LCT thuần trong kỳ	522	15	225	-570	13
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	10	9	11	0	0	Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	355	880	896	1.123	553
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>						
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>4.893</b>	<b>4.621</b>	<b>5.950</b>	<b>5.687</b>	<b>6.219</b>	<b>Chỉ số tài chính</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
+ Vốn cổ phần	2.462	3.282	3.381	3.381	3.381	<b>Khả năng thanh toán</b>					
+ Thặng dư vốn cổ phần	2.251	1.851	1.950	1.950	1.950	Khả năng thanh toán hiện hành	2,45	2,81	2,64	3,04	3,23
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	2.522	2.740	3.303	5.291	7.641	Khả năng thanh toán nhanh	0,28	0,42	0,43	0,46	0,58
+ Quỹ khác	1.209	1.933	2.623	2.623	2.623	Khả năng thanh toán tiền mặt	0,22	0,37	0,36	0,30	0,30
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.444</b>	<b>9.806</b>	<b>11.257</b>	<b>13.245</b>	<b>15.595</b>	Khả năng thanh toán lãi vay	0,80	0,42	0,34	0,47	0,51
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>13.337</b>	<b>14.428</b>	<b>17.207</b>	<b>18.932</b>	<b>21.814</b>	<b>Cơ cấu vốn</b>					
						Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,63	0,68	0,65	0,70	0,71
<b>Tỷ lệ tăng trưởng (%)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,37	0,32	0,35	0,30	0,29
Tăng trưởng doanh thu	73,3%	-2,2%	14,1%	11,2%	10,7%	Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,32	0,24	0,30	0,27	0,25
Tăng trưởng LNTT	80,8%	7,6%	6,5%	14,2%	15,5%	<b>Chỉ số hiệu suất hoạt động</b>					
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	76,0%	8,9%	7,3%	14,5%	15,5%	Số ngày phải thu	0,63	0,69	0,68	2,47	6,86
Tăng trưởng EPS	24,4%	4,1%	5,3%	37,7%	13,6%	Số ngày phải trả	6,25	3,60	5,16	6,95	6,98
Tăng trưởng VCSH	8,2%	33,3%	3,0%	0,0%	0,0%	Số ngày tồn kho	125,77	144,55	140,34	145,21	147,79
Tăng trưởng Tổng tài sản	25,6%	8,2%	19,3%	10,0%	15,2%	<b>Khả năng sinh lời</b>					
						Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,5%	18,3%	17,6%	17,8%	18,3%
<b>Định giá (lần)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	7,1%	7,6%	7,0%	7,2%	7,6%
P/E	15,9	15,3	11,1	11,4	10,1	Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	5,3%	5,9%	5,6%	5,8%	6,0%
P/B	3,1	2,3	2,0	2,3	2,0	ROE	25,0%	21,6%	20,1%	19,8%	19,4%
EV/EBITDA	8,3	9,7	11,4	10,2	8,8	ROA	15,1%	14,2%	13,4%	13,4%	13,7%
EV/Doanh thu	0,6	0,8	0,8	0,8	0,7	ROIC	19,0%	17,7%	16,1%	15,7%	15,9%

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

**Tăng tỷ trọng:** Kỳ vọng tăng giá **từ 20% trở lên** trong khoảng thời gian 12 tháng

**Khả quan:** Kỳ vọng tăng giá **từ 10% - 20%** trong khoảng thời gian 12 tháng

**Năm giữ:** Kỳ vọng tăng giá **đến 10%** trong khoảng thời gian 12 tháng

**Kém khả quan:** Kỳ vọng giảm giá **đến 20%** trong khoảng thời gian 12 tháng

**Giảm tỷ trọng:** Kỳ vọng giảm giá **20% trở lên** trong khoảng thời gian 12 tháng

Cần lưu ý: Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)

Không khuyến nghị: Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các qui định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO...

Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có 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 có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

### Phòng Phân tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

#### Trụ sở chính tại Hà Nội

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội, Số 41 Ngô Quyền, Hàng Bài, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: 84.24.38181888  
Fax: 84.24.38181688  
Email: contact@shs.com.vn

#### Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, Cao ốc Sài Gòn Metropolitan, 235 Đồng Khởi, Phường Bến Nghé, Quận 1, TP HCM  
Tel: 84.28.39151368  
Fax: 84.28.39151369  
Email: contact-hcm@shs.com.vn

#### Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2, Số 03 Lê Đình Lý, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Thành phố Đà Nẵng  
Tel: 84.236.3525777  
Fax: 84.236.3525779  
Email: contact-dn@shs.com.vn



# SHS

Kiến tạo tài chính thịnh vượng

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)



Website: [shs.com.vn](https://shs.com.vn)



Tel: 84.24.38181888



Email: [contact@shs.com.vn](mailto:contact@shs.com.vn)



### GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

**App trading:** SHTrading

**Bảng giá:** [sboard.shs.com.vn](https://sboard.shs.com.vn)

**Web trading:** [trading.shs.com.vn](https://trading.shs.com.vn)