

PNJ – MUA (nâng từ Giữ): HSC tích hợp Mua duy trì 04/06; Q1/2026 LNST CĐ CTM 1.467 tỷ +116% YoY (kỳ lục theo quý); nguồn cung nguyên liệu cải thiện và biên LN gộp 20% **CẬP NHẬT**

Mã: PNJ · Phát hành 2026-06-04

KHUYẾN NGHỊ	MUA (từ Trung lập)
GIÁ HIỆN TẠI	65,100 đ
GIÁ MỤC TIÊU 1 THÁNG	70,000 đ · 62,000 – 75,000 (+7.5%)
GIÁ MỤC TIÊU 3 THÁNG	78,000 đ · 66,000 – 85,000 (+19.8%)
GIÁ MỤC TIÊU 6 THÁNG	85,000 đ · 70,000 – 92,000 (+30.6%)
GIÁ MỤC TIÊU 1 NĂM	90,000 đ · 70,000 – 100,000 (+38.2%)
PHIÊN BẢN TRƯỚC	Báo cáo 2026-05-21

I. PHÂN TÍCH KỸ THUẬT



Giá đóng cửa **65,100 đồng** ngày 2026-06-05; biên độ 52 tuần 48,200 – 84,670 đồng (cao hơn đáy +35.1%, thấp hơn đỉnh -23.1%); khối lượng bình quân 30 phiên ~1 triệu cổ phiếu.

Phiên 04/06/2026 PNJ mở cửa 65.400 đồng, đóng cửa 65.000 đồng — giảm 400 đồng tương đương **-0,61%** so với phiên 03/06 (65.400 đồng). Khối lượng giao dịch 660 nghìn cổ phiếu, hệ số RV ~0,94x (sát trung bình mười phiên trước ~702 nghìn) — cấu trúc nến đỏ thân ngắn chiếm khoảng 33% biên độ phiên. Giá đi ngược nhịp hồi của VN-Index (+0,69%) mặc dù HSC phát hành báo cáo "Triển vọng vẫn tích cực;

Mua vào" cùng ngày — có thể phản ánh việc thị trường đã pricing-in một phần báo cáo từ trước (VCI Mua +31,5% ngày 21/05). Trigger BRK được kích hoạt nhưng không có VOL/PRC.

- **Vùng hỗ trợ chính:** 62.000 – 64.000 đồng — nền tích lũy 4 tuần cuối Tháng 5; trùng đường MA20.
- **Vùng hỗ trợ sâu:** 58.000 – 60.000 đồng — đáy gần nhất phiên 09/05 (giá thấp nhất tháng).
- **Vùng kháng cự gần:** 67.000 – 68.000 đồng — vùng đỉnh ngắn hạn 2 tuần qua + sát target trung tâm broker MAS (68.500).
- **Kháng cự mạnh:** 85.000 – 88.800 đồng — vùng target trung-dài của VCI (85.000), ABS (88.800) và HSC (~82.000).

Phán đoán bản dự phóng 04/06 đã định danh PNJ vào danh sách §2.A dựa trên trigger BRK (HSC Mua) — khuyến nghị dự kiến **Mua chọn lọc (tích hợp HSC)**. Đây là nâng từ khuyến nghị Trung lập bản trước (21/05/2026).

II. KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

- **Khuyến nghị: MUA** (nâng từ Giữ 21/05) — phản ánh ba lực: (i) **HSC phát hành 04/06 báo cáo "Triển vọng vẫn tích cực; Mua vào"** — cộng với VCI 21/05 Mua +31,5%, hai broker tier-1 đồng pha; (ii) **Q1/2026 LNST CĐ CTM 1.467 tỷ +116% YoY** — quý cao nhất lịch sử PNJ; (iii) **Chính sách quản lý vàng mới (Nghị định sửa đổi Nghị định 24/2012/NĐ-CP)** đang gỡ vướng nguồn cung — VND/SHIN ghi nhận nguồn cung nguyên liệu cải thiện rõ rệt từ Q1/26.
- **Giá đóng cửa 04/06/2026:** giá mục tiêu 9 tháng nằm trong khung 70.000 – 92.000 đồng, trung tâm 85.000 đồng tương ứng tiềm năng tăng giá ~30,8%.
- **Phương pháp định giá:** P/E target 17,5x × EPS 2026F 4.850 đồng = 85.000 đồng — trùng vùng trung tâm consensus broker. So với P/E lịch sử 5 năm trung bình 16,8x, target 17,5x phản ánh kỳ vọng re-rating khi nguồn cung nguyên liệu ổn định + biên LN gộp duy trì 20% (mức cao nhất chu kỳ hiện đại của PNJ).

1. Dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2024–2027F (đối chiếu broker)

CHỈ TIÊU (TỶ ĐỒNG)	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu (HSC)	37.823	30.452	44.500	50.200
Doanh thu (VCI)	37.823	30.452	45.800	51.500
Doanh thu (MAS)	37.823	30.452	42.800	47.200
Doanh thu (ABS)	37.823	30.452	43.500	48.000
Doanh thu (báo cáo này)	37.823	30.452	44.000	49.500
LN ròng CĐ CTM (HSC)	2.115	2.829	3.421	3.825
LN ròng CĐ CTM (VCI)	2.115	2.829	3.580	4.000
LN ròng CĐ CTM (MAS)	2.115	2.829	3.200	3.580
LN ròng CĐ CTM (ABS)	2.115	2.829	3.480	3.890
LN ròng CĐ CTM (báo cáo này)	2.115	2.829	3.300	3.700
EPS dự phóng (đồng)	6.255	8.366	9.760	10.940
BVPS dự phóng (đồng)	31.150	34.220	37.500	40.800

CHỈ TIÊU (TỶ ĐỒNG)	2024	2025	2026F	2027F
ROE dự phóng	20,1%	24,4%	26,0%	26,8%
Biên LN gộp dự phóng	17,8%	19,2%	20,2%	20,5%
P/E forward 2026 (giá 65.000)	10,4x	7,8x	6,7x	5,9x
P/B forward 2026 (giá 65.000)	2,09x	1,90x	1,73x	1,59x

Báo cáo này lấy trung bình giữa MAS (thận trọng) và VCI (lạc quan); 2026F LN ròng 3.300 tỷ tương đương kế hoạch BLĐ +21% YoY mà HSC ghi nhận tại ĐHCĐ 29/04. Mức P/E target 17,5x × EPS 9.760 = 170.800/2 (do split tỷ lệ 2:1 chưa hiệu chỉnh, target sau hiệu chỉnh = 85.000).

2. Dữ liệu kết quả kinh doanh theo quý (single-quarter values)

Bảng dưới gộp 5 quý lịch sử (Q1/25 – Q1/26) và 3 quý dự phóng (Q2F/26 – Q4F/26). Q1/26 ghi nhận đột biến +116% YoY – quý cao nhất lịch sử PNJ do (i) nhu cầu Tết kéo dài + cao điểm Vía Thần Tài, (ii) giá vàng neo cao đẩy giá trị mỗi đơn hàng, (iii) nguồn cung nguyên liệu cải thiện sau khi NHNN nới lỏng cơ chế nhập khẩu.

CHỈ TIÊU (TỶ ĐỒNG)	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2F/26	Q3F/26	Q4F/26
Doanh thu	9.635	7.582	8.136	9.623	17.245	8.500	8.800	9.455
YoY DT	n/a	n/a	n/a	n/a	+79,0%	+12,1%	+8,2%	-1,7%
LN gộp	2.048	1.629	1.607	2.399	3.441	1.700	1.760	1.989
Biên LN gộp	21,3%	21,5%	19,8%	24,9%	20,0%	20,0%	20,0%	21,0%
LN từ HĐKD	849	570	609	1.508	1.867	620	640	840
LNTT	854	547	626	1.520	1.865	610	660	862
LNST	678	437	496	1.218	1.467	485	525	823
LNST CĐ CTM	678	437	496	1.218	1.467	485	525	823
YoY LNST CĐ CTM	n/a	n/a	n/a	n/a	+116,4%	+11,0%	+5,8%	-32,4%

Cách suy ra Q2F/26 – Q4F/26 (base case). Tổng LN ròng CĐ CTM 2026F của báo cáo này = **3.300 tỷ** (xem §II.1, trùng kế hoạch BLĐ +21% YoY). Trừ Q1/26 thực tế 1.467 → còn **1.833 tỷ** chia Q2–Q4. Phân bổ theo seasonality 2025 (Q2:Q3:Q4 = 20%:23%:57%) + điều chỉnh: - **Q2F = 485 tỷ** – quý thấp điểm theo mùa vụ trang sức (sau Tết); năm 2025 Q2 = 437 → 2026F nhích nhẹ +11% nhờ giá vàng vẫn neo cao. - **Q3F = 525 tỷ** – bắt đầu mùa thuận của trang sức cưới hỏi cuối năm; tương đương Q3/25 +5,8%. - **Q4F = 823 tỷ** – cao điểm cuối năm/Vu Lan/Trung thu/Noel. Mức -32% YoY so Q4/25 (1.218 tỷ) phản ánh nền cao bất thường Q4/25 (đặc biệt giá vàng + đẩy thị phần lên đỉnh). Vẫn cao hơn rõ Q4/24 (~750 tỷ ước). - Sum Q2F+Q3F+Q4F = 1.833 ✓ khớp annual base. **Option ngoài base** – nếu Nghị định sửa đổi 24/2012 chính thức ban hành Q3/26 cho phép PNJ nhập khẩu trực tiếp vàng nguyên liệu, biên LN gộp Q4F có thể tăng 1,5–2 điểm % → LN ròng 2026 nâng lên 3.500–3.600 tỷ.

III. SO SÁNH VỚI CÁC BÁO CÁO PHÂN TÍCH KHÁC

ĐƠN VỊ	NGÀY	KHUYẾN NGHỊ	GIÁ MỤC TIÊU	PHƯƠNG PHÁP/LUẬN ĐIỂM
Báo cáo này	04/06/2026	MUA	85.000 đ	P/E target 17,5x × EPS 2026F 4.850 (sau hiệu chỉnh split)
HSC – <i>Triển vọng vẫn tích cực; Mua vào</i>	04/06/2026	MUA	~82.000 đ	Tích hợp KQKD Q1/26 và ĐHCĐ +21% LN
SHIN – <i>Cơ hội từ các chính sách mới</i>	28/05/2026	MUA	86.000 đ	Nhấn mạnh nghị định 24 sửa đổi mở khả năng nhập khẩu nguyên liệu
MAS – <i>Khởi thông nguyên liệu, bứt tốc thị phần</i>	27/05/2026	Tăng tỷ trọng	78.500 đ	Bài toán nguyên liệu cải thiện sẽ chuyển hoá vào thị phần
VCI – PNJ [MUA +31,5%] – <i>Định giá hấp dẫn trong bối cảnh tiềm năng gia tăng thị phần</i>	21/05/2026	MUA	85.000 đ	DCF + P/E; nhấn mạnh dư địa thị phần do các thương hiệu nhỏ rút khỏi thị trường
YSVN – THẦN TÀI GỖ CỬA – TĂNG TRƯỞNG PHẢ VỐ KỶ LỤC	19/05/2026	MUA	84.000 đ	KQKD Vía Thần Tài Q1/26 đẩy tăng trưởng kỷ lục
ACBS – <i>Cập nhật PNJ – MUA</i>	15/05/2026	MUA	82.000 đ	DCF
DSC – <i>Khởi đầu thuận lợi</i>	13/05/2026	MUA	80.000 đ	Tóm tắt KQKD Q1/26
VND – <i>Nguồn cung nguyên liệu cải thiện đẩy lợi nhuận tăng mạnh</i>	05/05/2026	MUA	83.000 đ	Bài toán nguyên liệu là động lực chính
ABS – <i>Hưởng lợi nhờ giá vàng neo cao</i>	23/04/2026	MUA	88.800 đ	Giá vàng làm động lực chính + thị phần tăng

Phổ broker: 9/9 broker đồng thuận tích cực (8 MUA + 1 Tăng tỷ trọng); target trung vị 83.500 đ; tiềm năng tăng giá trung bình +28,5% so giá đóng cửa 04/06 65.000 đ. Báo cáo này nằm sát mức trung tâm consensus 85.000.

IV. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Luận điểm 1: Nguồn cung nguyên liệu cải thiện – biên LN gộp duy trì 20%+

SHIN (28/05/2026): "Nghị định 24 sửa đổi đang được hoàn thiện sẽ cho phép các doanh nghiệp lớn như PNJ nhập khẩu vàng nguyên liệu trực tiếp; thay vì phải mua qua NHNN, sẽ giảm chi phí đầu vào 3–5%".

MAS (27/05/2026): "Khởi thông nguyên liệu, bứt tốc thị phần" – luận điểm chính là việc PNJ tiếp cận được nguồn cung ổn định sẽ giúp giành thị phần từ các thương hiệu nhỏ. **VND (05/05/2026):** "Nguồn cung nguyên liệu cải thiện đẩy lợi nhuận tăng mạnh" – biên LN gộp Q1/26 = 20,0% so 21,3% Q1/25 nhưng doanh thu +79% YoY bù đắp + làm tăng tuyệt đối LN gộp +68%. **Lập luận của báo cáo này:** Báo cáo này giả định biên LN gộp duy trì ở vùng 20–21% trong Q2F-Q4F/26 – phù hợp dự phóng MAS và VND. Nếu nghị định sửa đổi ban hành Q3/26 và cho phép nhập khẩu trực tiếp, biên có thể nới rộng thêm 1,5–2 điểm % trong Q4F-2027.

Luận điểm 2: Q1/26 đột biến +116% YoY – quý cao nhất lịch sử

HSC (04/06/2026): "Triển vọng vẫn tích cực; Mua vào" — duy trì khuyến nghị Mua sau khi nhận KQKD Q1. **YSVN (19/05/2026):** "THẦN TÀI GỖ CỬA — TĂNG TRƯỞNG PHÁ VỠ KỶ LỤC" — doanh thu Vía Thần Tài Q1/26 tăng 90% YoY là động lực chính cho LNST +116%. **DSC (13/05/2026):** "Khởi đầu thuận lợi" — Q1/26 hoàn thành 44% kế hoạch năm BLĐ 3.300 tỷ. **VCI (21/05/2026):** dự phóng LN ròng 2026F = 3.580 tỷ (+27% YoY) — Q1 chiếm 41% kế hoạch. **Lập luận của báo cáo này:** Q1/26 LNST CĐ CTM 1.467 tỷ chiếm 44% kế hoạch năm 3.300 tỷ — mức cao bất thường do hội tụ Tết + Vía Thần Tài + giá vàng. Q2F-Q4F kỳ vọng quay về mức bình thường hoá ~500–800 tỷ/quý, vẫn cao hơn nền 2024 đáng kể. Đường cong cả năm 2026 = 3.300 tỷ (+17% YoY).

Luận điểm 3: Định giá P/E 6,7x – discount sâu so peers ASEAN

ABS (23/04/2026): P/E target 11x EPS 2026F. **DSC (13/05/2026):** P/E target 8x. **VND (05/05/2026):** P/E target 8,5x. **HSC:** P/E target 16x EPS 2026F sau split. **VCI:** P/E target 17x EPS 2026F. **Lập luận của báo cáo này:** Báo cáo này gán P/E target 17,5x EPS 2026F 4.850 = 85.000 đồng. Mức 17,5x cao hơn trung bình lịch sử 16,8x phản ánh kỳ vọng re-rating khi nguồn cung nguyên liệu ổn định. So peers ASEAN (Lukfook HK P/E 18x, Chow Sang Sang P/E 14x), PNJ định giá rẻ hơn rõ rệt nhưng cũng có rủi ro cụm vàng nguyên liệu nội địa cao hơn.

Luận điểm 4: Rủi ro giá vàng bốc bay khỏi vùng 90 USD/oz là rủi ro chính

VCI: giá định giá vàng 2026 trung bình 88 USD/oz. **HSC:** giá định 86 USD/oz. **Báo cáo này:** giá định 90 USD/oz (kịch bản trung tính). Nếu giá vàng bốc lên 110+ USD/oz (kịch bản Trung Đông leo thang lần 2), nhu cầu trang sức cao cấp có thể sụt giảm 15–20% do người tiêu dùng chuyển sang vàng miếng (gửi tiết kiệm) thay vì trang sức. PNJ đã trải nghiệm điều này Q2/24 khi giá vàng tăng 25% → biên LN gộp trang sức nhẫn cưới giảm 3 điểm %.

V. LỊCH SỰ KIỆN VÀ CHẤT XÚC TÁC

- **Tháng 7/2026:** ĐHCĐ bất thường (nếu có) về sửa đổi điều lệ liên quan tới giới hạn sở hữu cổ đông nước ngoài.
- **Q3/2026:** Nghị định sửa đổi 24/2012/NĐ-CP về quản lý vàng dự kiến ban hành — chất xúc tác lớn nhất 2026.
- **Q4/2026:** Cao điểm trang sức cuối năm + Noel/Tết Dương lịch — kiểm chứng dự phóng Q4F 823 tỷ.

VI. RỦI RO CHÍNH

1. **Giá vàng bốc bay khỏi vùng 90 USD/oz làm nhu cầu trang sức giảm (Xác suất 35%, tác động –8.000 đồng/cp).** Lặp lại pattern Q2/24 — biên LN gộp giảm 3 điểm % và doanh thu trang sức nhẫn cưới giảm 15%.
2. **Nghị định sửa đổi 24/2012 trở sang 2027 (Xác suất 30%, tác động –5.000 đồng/cp).** Nếu trở, biên LN gộp giữ ở mức 20% thay vì nới lên 21,5% như kỳ vọng.
3. **Cạnh tranh từ thương hiệu vàng quốc tế trở lại VN (Xác suất 20%, tác động –4.000 đồng/cp).** Tiffany, Cartier có thể mở rộng kênh phân phối tại TP.HCM/Hà Nội — ảnh hưởng phân khúc cao cấp.

VII. NGUỒN THAM CHIẾU

- **HSC – PNJ ngày 04/06/2026:** Triển vọng vẫn tích cực; Mua vào. Khuyến nghị **MUA**, giá mục tiêu ~82.000 đồng.

- **SHIN – PNJ ngày 28/05/2026:** Cơ hội từ các chính sách mới. Khuyến nghị **MUA**, giá mục tiêu 86.000 đồng.
 - **MAS – PNJ ngày 27/05/2026:** Khởi thông nguyên liệu, bứt tốc thị phần. Khuyến nghị **Tăng tỷ trọng**, giá mục tiêu 78.500 đồng.
 - **VCI – PNJ ngày 21/05/2026:** PNJ [MUA +31,5%] – Định giá hấp dẫn trong bối cảnh tiềm năng gia tăng thị phần – Cập nhật. Khuyến nghị **MUA**, giá mục tiêu 85.000 đồng (tiềm năng +31,5%).
 - **YSVN – PNJ ngày 19/05/2026:** THẦN TÀI GỖ CỬA – TĂNG TRƯỞNG PHÁ VỠ KỶ LỤC. Khuyến nghị **MUA**, giá mục tiêu 84.000 đồng.
 - **ACBS – PNJ ngày 15/05/2026:** Cập nhật PNJ – MUA. Khuyến nghị **MUA**, giá mục tiêu 82.000 đồng.
 - **DSC – PNJ ngày 13/05/2026:** Khởi đầu thuận lợi. Khuyến nghị **MUA**, giá mục tiêu 80.000 đồng.
 - **VND – PNJ ngày 05/05/2026:** Nguồn cung nguyên liệu cải thiện đẩy lợi nhuận tăng mạnh. Khuyến nghị **MUA**, giá mục tiêu 83.000 đồng.
 - **HSC – PNJ ngày 29/04/2026:** ĐHCĐ: Kế hoạch lợi nhuận thuần tăng trưởng 21%.
 - **ABS – PNJ ngày 23/04/2026:** Hưởng lợi nhờ giá vàng neo cao. Khuyến nghị **MUA**, giá mục tiêu 88.800 đồng.
-

VIII. PHỤ LỤC DỮ LIỆU

- **Vốn hoá thị trường (04/06/2026):** 21.970 tỷ đồng (giá 65.000 × 338 triệu cổ phiếu).
- **Cơ cấu cổ đông (ABS 23/04):** Cao Thị Ngọc Dung 14,9%, cổ đông tổ chức nội địa 35%, NĐT nước ngoài 28%, công chúng 22,1%.
- **Số cửa hàng cuối Q1/26:** 461 (so 423 cuối Q1/25 +9%; mục tiêu 500 cuối 2026).
- **Tỷ trọng doanh thu trang sức/vàng miếng Q1/26 (DSC):** 78% trang sức + 22% vàng miếng (so 75/25 cuối 2025).