

NGÀNH Bán lẻ / X-POINT

PNJ: ĐHĐCĐ Bất Thường 21/10/2026

Trích lập dự phòng lớn, chờ huy động vốn

⚡ TIÊU ĐIỂM SỰ KIỆN

Quan điểm: BSC duy trì quan điểm không khuyến nghị đối với cổ phiếu PNJ do cần tiếp tục theo dõi (1) HĐKD của PNJ dựa trên tình hình thanh khoản, lộ trình tái cấu trúc hệ thống và thay đổi trong cơ cấu sở hữu sau tác động của sự kiện phát hành riêng lẻ. (2) Định giá chưa hấp dẫn trong bối cảnh lãi suất cao và thanh khoản cải thiện chưa đáng kể (Dựa trên KHKD 2027 mục tiêu có lãi 100 tỷ VND so với mức lỗ -6,271 tỷ VND (2026e), tương ứng với PE FW 2027=101 (lần) và PB FW 2027=1.5 (lần)).

Tóm tắt thông tin: Ngày 21/10/2026, PNJ tổ chức ĐHĐCĐ bất thường với 1,128 cổ đông tham dự, đại diện 312.7 triệu CP có quyền biểu quyết (~61%). Nội dung trình: điều chỉnh KHKD 2026, phát hành cổ phiếu riêng lẻ, điều chỉnh cổ tức 2025, chuyển Quỹ đầu tư phát triển và miễn nhiệm TV.HĐQT (Ông Đào Trung Kiên). Chủ tịch HĐQT (Bà Cao Thị Ngọc Dung) gửi lời xin lỗi tới cổ đông và khẳng định lộ kim cương liên quan vụ việc P-Lab không đi vào hệ thống phân phối của PNJ.

Tóm tắt nội dung cuộc họp:

1. Tác động của sự kiện P-Lab tới HĐKD Q3/2026

- **Áp lực thu đổi tăng đột biến:** Giá trị thu đổi bình quân 181 tỷ VND/ngày trong T7/2026 (gấp 10 lần bình thường); riêng T7 gần 6,000 tỷ VND, xấp xỉ cả năm 2025. Cam kết thu đổi lũy kế 21,000 tỷ VND (30/9/2026).
- **Thanh khoản suy giảm mạnh:** Tiền và tương đương tiền giảm 80%, từ ~3,700 tỷ xuống 770 tỷ VND (30/9/2026), đã gồm khoản vay cá nhân 700 tỷ VND từ Chủ tịch HĐQT. Tỷ trọng kim cương trong tồn kho tăng từ 41% lên 52%. Nợ vay ngân hàng 3,000 tỷ VND; dòng tiền hoạt động thâm hụt 100–150 tỷ VND/tháng.
- **Chính sách thanh toán chậm:** Từ 21/7, PNJ gia hạn thanh toán thu đổi lên 120 ngày và khuyến khích đổi sang sản phẩm mới, khiến doanh thu T8–T9 giảm còn dưới 50% so với trước sự kiện.
- **KQKD Q3/2026:** DTT 6,995 tỷ VND (-14% YoY), LNG 609 tỷ VND (-62% YoY), lỗ ròng 258 tỷ VND (chưa gồm dự phòng bổ sung). Kênh bán lẻ giảm 20 – 41%, kênh bán sỉ tăng 60%.

2. Chính sách thu đổi mới và trích lập dự phòng

- **Chuyển đổi chính sách:** Không bán tháo tồn kho kim cương. Hàng đã bán được ưu tiên đổi sang sản phẩm mới kèm ưu đãi thay vì hoàn tiền; hàng bán từ 30/9/2026 bỏ cam kết mua lại theo tỷ lệ cố định, chuyển sang thu mua theo giá thị trường.
- **Trích lập dự phòng:** Giả định tỷ lệ thu đổi tăng từ 28.8% lên 80% (~16,500 tỷ VND); dự phòng tăng từ 2,267 tỷ lên 7,071 tỷ VND, ghi nhận toàn bộ trong năm 2026.

3. Điều chỉnh KHKD 2026

- **KHKD 2026:** DTT 39,057 tỷ VND (-20% so với KH), LNST -6,271 tỷ VND sau dự phòng; loại trừ dự phòng, LNST đạt ~801 tỷ VND (-77% so với KH).

4. Phương án huy động vốn 8,000 tỷ VND

- **Nhu cầu vốn:** Q4/2026 cần 3,100 tỷ VND, Q1/2027 cần 2,800 tỷ VND. Phân bổ: 60% chương trình thu đổi, 20% vốn lưu động, 20% trả nợ vay ngắn hạn.
- **Phát hành riêng lẻ:** Tối đa 550 triệu CP cho nhà đầu tư chuyên nghiệp; hạn chế chuyển nhượng 1 năm; giải ngân 2027 – Q2/2028.

5. Chiến lược phục hồi kinh doanh 2027–2029

- **Cắt lỗ:** Xử lý tồn kho kim cương, tối ưu mạng lưới cửa hàng, tinh gọn bộ máy. Mục tiêu SG&A/DT giảm từ 11.4% (2025) xuống 6.2% (2029).
- **Xây dựng niềm tin:** Công an Thanh Hóa xác nhận PNJ có đầy đủ hồ sơ nhập khẩu hợp pháp; kiểm định độc lập xác nhận 100% mẫu thử là kim cương thiên nhiên đạt chuẩn 4C; lắp máy kiểm định tại cửa hàng trọng điểm.
- **Tăng trưởng doanh số:** 6 động lực gồm vàng giá trị gia tăng cao, trang sức thời trang cho giới trẻ, mô hình bán lẻ hướng tới giới trẻ, kênh bán mới, giao dịch hàng đã qua sử dụng và tối ưu sản xuất.
- **Kế hoạch 2027 – 2029 (nếu huy động vốn thành công):** DTT 43.4/50.6/57.7 nghìn tỷ VND (CAGR 14%); LNST 0.1/1.2/1.6 nghìn tỷ VND; biên LNG ~10%.

6. Nội dung trao đổi (Q&A)

- **Lý do phát hành riêng lẻ:** Dự phòng ~7,000 tỷ VND cho nghĩa vụ thu đổi lũy kế ~21,000 tỷ VND khiến PNJ lỗ ròng năm 2026, không đủ điều kiện chào bán ra công chúng (kể cả cho cổ đông hiện hữu) theo Luật Chứng khoán; phát hành riêng lẻ là phương án duy nhất phù hợp quy định.
- **Giá phát hành và nhà đầu tư:** Giá chào bán không thấp hơn giá trị sổ sách và giá đóng cửa bình quân 30 phiên. Đối tượng hướng tới là nhà đầu tư chuyên nghiệp có năng lực tài chính và cam kết đồng hành dài hạn; tại thời điểm họp, công ty chưa có cam kết ràng buộc với nhà đầu tư cụ thể nào.
- **Khoản vay của Chủ tịch HĐQT:** Bà Cao Thị Ngọc Dung đã 2 lần cho PNJ vay cá nhân, tổng giá trị hơn 700 tỷ VND, nhằm bổ sung thanh khoản và rút ngắn thời gian thanh toán thu đổi cho khách hàng.
- **Giảm tỷ lệ sở hữu của người nội bộ:** Cổ phiếu của người liên quan bị bán giải chấp ngoài ý muốn do giá giảm mạnh; tiền thu được chủ yếu dùng để cho công ty vay lại. Chủ tịch HĐQT khẳng định tiếp tục gắn bó với tâm thế người sáng lập.
- **Cổ tức và Quỹ ĐTPT:** Cổ tức giảm từ 20% xuống 10% tiền mặt (đã tạm ứng 10%) để giữ tiền; chuyển tối đa ~4,600 tỷ VND từ Quỹ ĐTPT sang LNST chưa phân phối để bù lỗ do dự phòng.
- **Mạng lưới, chi phí và kế hoạch Q4:** Năm 2026 đóng 25–30 cửa hàng kém hiệu quả, mở mới ~10 cửa hàng tại khu vực tiềm năng; cắt giảm 20–30% chi phí nhân sự. Kiểm định độc lập bởi ADA, SGS, ACS. Từ T10, tập trung bán hàng mùa cưới và lễ hội cuối năm.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

©2026 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Phường Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (024) 3935 2722 | Fax: (024)33816699

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
Tel: (028) 3821 8885 | Fax: (028) 3821 8879
<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

