

PNJ - Tất cả tờ trình được thông qua; KQKD sơ bộ quý 3 yếu; kế hoạch trung hạn cho thấy đà phục hồi chậm - Báo cáo ĐHCĐ bất thường

Doanh Nghiệp • 21/10/2026

Các cổ đông đại diện cho 61,7% số cổ phần có quyền biểu quyết đã tham dự ĐHCĐ bất thường của CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) vào ngày 21/10/2026.

A. Các nghị quyết của ĐHCĐ bất thường: Cổ đông đã thông qua tất cả tờ trình với chi tiết như sau.

1. Điều chỉnh kế hoạch năm 2026: Cổ đông đã thông qua việc điều chỉnh kế hoạch năm 2026 thành khoản lỗ ròng (bao gồm dự phòng) 6.271 tỷ đồng, dựa trên giả định chi phí dự phòng mua lại trong tương lai là 7.071 tỷ đồng. Nếu loại trừ dự phòng, LNST sẽ đạt 801 tỷ đồng.

Hình 1: Kế hoạch năm 2026 được ĐHCĐ thường niên thông qua so với kế hoạch điều chỉnh được ĐHCĐ bất thường thông qua

Tỷ đồng	Kế hoạch ĐHCĐ thường niên	Kế hoạch ĐHCĐ bất thường	% thay đổi	YoY	Dự báo 2026 của Vietcap	% hoàn thành
Doanh thu gộp	48.660	39.057	-20%	10%	N/A	N/A
Doanh thu thuần	N/A	N/A	N/A	N/A	39.741	N/A
Lợi nhuận gộp	9.486	-2.340	N.M.	N.M.	4.981	N.M.
LNTT	4.271	-6.059	N.M.	N.M.	1.327	N.M.
LNST	3.409	-6.271	N.M.	N.M.	1.100	N.M.
LNST loại trừ dự phòng	3.409	801	-77%-72%		1.921	42%
Chi phí dự phòng cho hoạt động mua lại tiềm tàng	0	-7.071	N.M.	N.M.	-821	N.M.

Nguồn: PNJ, Vietcap

2. Phương án phát hành riêng lẻ: Cổ đông đã thông qua phương án phát hành riêng lẻ được đề xuất với các chi tiết như sau:

*** Quy mô phát hành:** Tối đa 550 triệu cổ phiếu, so với 511,7 triệu cổ phiếu đang lưu hành.

*** Phương thức chào bán:** Phát hành riêng lẻ cho các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp do HĐQT lựa chọn.

*** Giá chào bán:** Do HĐQT quyết định, với mức giá tối thiểu bằng mức cao hơn giữa (1) giá đóng cửa bình quân trên HOSE trong 30 phiên giao dịch liên tiếp trước ngày HĐQT phê duyệt giá và (2) giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu (BVPS) theo báo cáo tài chính hợp nhất được kiểm toán hoặc soát xét gần nhất.

*** Thời gian thực hiện:** Quý 4/2026–quý 3/2027.

*** Mục đích sử dụng vốn dự kiến:** (1) 60% để hỗ trợ kế hoạch kinh doanh theo chính sách mua lại có thể được điều chỉnh trong tương lai; (2) 20% cho vốn lưu động và các nhu cầu tài chính khác; và (3) 20% để trả nợ vay ngắn hạn và bổ sung vốn lưu động (nếu còn).

*** Thời gian giải ngân:** Dự kiến từ năm 2027 đến quý 2/2028.

*** Thời gian hạn chế chuyển nhượng:** Tối thiểu một năm kể từ thời điểm hoàn tất đợt chào bán do HĐQT xác định.

*** Các nội dung trao đổi khác:** Theo ban lãnh đạo, PNJ cần 8 nghìn tỷ đồng vốn mới, bao gồm 3,1 nghìn tỷ đồng trong quý 4/2026 và 2,8 nghìn tỷ đồng trong quý 1/2027; thời điểm của 2,1 nghìn tỷ đồng còn lại chưa được công bố. PNJ chưa có cam kết với bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào cho đợt phát hành riêng lẻ.

3. Thay đổi nhân sự HĐQT:

* ĐHCĐ bất thường đã thông qua đơn từ nhiệm của ông Đào Trung Kiên khỏi vị trí thành viên HĐQT nhiệm kỳ 2022-2027. Ông sẽ tiếp tục giữ chức Giám đốc cấp cao Chiến lược và Quản trị hiệu quả hoạt động.

* Sau thay đổi này, HĐQT PNJ gồm 8 thành viên (giảm từ 9): Chủ tịch HĐQT bà Cao Thị Ngọc Dung, 2 Phó Chủ tịch (ông Lê Trí Thông và bà Trần Phương Ngọc Thảo), 2 thành viên (bà Đặng Thị Lài và ông Phan Quốc Công), và 3 thành viên độc lập (ông Nguyễn Tuấn Hải, bà Tiêu Yến Trinh và ông Mai Hữu Tín).

*** Trao đổi khác:** PNJ chưa nhận được đề cử nào cho HĐQT cho đến nay. Chủ tịch HĐQT bà Dung xác nhận sẽ không có thành viên HĐQT mới nào đến từ gia đình bà.

4. Điều chỉnh cổ tức tiền mặt năm 2025: Cổ đông đã thông qua đề xuất giảm cổ tức tiền mặt năm 2025 xuống 1.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất 5,2%) từ mức 2.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất 10,4%) đã được ĐHCĐ thường niên tháng 4/2026 thông qua. Do PNJ đã chi trả 1.000 đồng/cổ phiếu vào tháng 1/2026, công ty đã hoàn tất việc thanh toán cổ tức tiền mặt năm 2025.

5. Hoàn nhập quỹ đầu tư phát triển:

* Cổ đông đã thông qua việc hoàn nhập tối đa 4,6 nghìn tỷ đồng từ quỹ đầu tư phát triển của PNJ (4,6 nghìn tỷ đồng là số dư quỹ này theo báo cáo tài chính 6T 2026 đã được soát xét) sang lợi nhuận giữ lại. Việc chuyển dự kiến thực hiện từ quý 4/2026 đến cuối năm 2027, với số tiền và thời điểm cụ thể do HĐQT quyết định.

* Với khoản lỗ ròng theo kế hoạch năm 2026 của PNJ là 6,3 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận giữ lại 2,9 nghìn tỷ đồng tại thời điểm 6T 2026, chúng tôi cho rằng đây là biện pháp kỹ thuật nhằm tránh lỗ lũy kế. Biện pháp này có thể giúp cổ phiếu không bị đưa vào danh sách cảnh báo của HOSE (điều sẽ khiến cổ phiếu không đủ điều kiện giao dịch ký quỹ).

B. Phần trình bày của công ty và hỏi đáp:

1. KQKD sơ bộ 9T 2026 & các cập nhật hoạt động khác:

*** KQKD sơ bộ quý 3/2026 (chưa bao gồm dự phòng cho các nghĩa vụ mua lại có thể phát sinh trong tương lai):**

- Doanh thu thuần giảm 14% YoY xuống 6.995 tỷ đồng, lợi nhuận gộp giảm 62% YoY xuống 609 tỷ đồng (biên lợi nhuận gộp đạt 8,7%, giảm 11 điểm % YoY), và ghi nhận lỗ ròng 258 tỷ đồng (so với LNST sau lợi ích CĐTS đạt 496 tỷ đồng trong quý 3/2025).

- Theo ban lãnh đạo, doanh thu bán lẻ giảm 20% YoY và vàng 24K giảm 41% YoY, trong khi doanh thu bán sỉ tăng 69% YoY trong quý 3/2026. Doanh thu bán lẻ yếu trong tháng 8-9 phản ánh tâm lý người tiêu dùng thận trọng hơn sau sự thay đổi chính sách thanh toán đối với giao dịch mua lại, cũng như giai đoạn thấp điểm theo mùa vụ của ngành trang sức.

- Ban lãnh đạo cho rằng biên lợi nhuận gộp thấp do (1) cơ cấu doanh thu chuyển dịch bất lợi sang doanh thu bán sỉ có biên lợi nhuận thấp và (2) giá bán các sản phẩm kim cương thấp hơn do được điều chỉnh sát hơn với giá thị trường.

*** KQKD 9T 2026 ước tính:** Dựa trên KQKD quý 3/2026 nêu trên và KQKD 6T 2026 đã được soát xét (bao gồm 2,3 nghìn tỷ đồng dự phòng mua lại), chúng tôi ước tính doanh thu thuần 9T 2026 đạt 32.704 tỷ đồng (+29% YoY; hoàn thành 82% dự báo năm 2026 của chúng tôi), biên lợi nhuận gộp đạt 10,3% (-11 điểm % YoY), và LNST đạt 471 tỷ đồng (-71% YoY; hoàn thành 43% dự báo năm 2026 của chúng tôi). Nếu loại trừ khoản dự phòng 821 tỷ đồng cho hoạt động mua lại tiềm tàng trong tương lai, biên lợi nhuận gộp ước tính đạt 12,9% (-8 điểm % YoY) và LNST ước tính đạt 1.291 tỷ đồng (-20% YoY; hoàn thành 67% dự báo năm 2026 của chúng tôi).

*** Các chỉ tiêu bảng cân đối kế toán tại thời điểm cuối tháng 9/2026:** Giá trị mua lại trang sức kim cương, trang sức vỏ và kim cương rời đạt bình quân 181 tỷ đồng mỗi ngày trong tháng 7 (gấp ~10 lần mức trung bình ngày của giai đoạn 2020-6T 2026), đưa tổng giá trị mua lại của tháng 7 lên ~5,6 nghìn tỷ đồng (tương đương tỷ trọng đáng kể so với cả năm 2025). Do đó, tỷ trọng kim cương trong hàng tồn kho tăng từ 41% tại cuối tháng 6/2026 lên 52% tại cuối tháng 9/2026, và tiền mặt sụt giảm nhanh: tiền mặt và tiền gửi giảm từ khoảng 3,7 nghìn tỷ đồng xuống 770 tỷ đồng trong cùng kỳ (bao gồm khoản vay 700 tỷ đồng từ gia đình Chủ tịch HĐQT).

* **Điều chỉnh chính sách mua lại:** Ban lãnh đạo đang cân nhắc điều chỉnh chính sách mua lại trong tháng 10. Định hướng sơ bộ là thay đổi cơ chế giá mua lại các sản phẩm kim cương từ mức chiết khấu so với giá hóa đơn sang giá thị trường.

Hình 2: KQKD sơ bộ quý 3/2026 & KQKD 9T 2026 ước tính

Tỷ đồng	6T Tháng 2026	Tháng 7 & 8 /2026	Tháng 9/2026	Quý 3 /2026	Quý 3 /2026 YoY	9T 2026	9T 2026 YoY	% dự báo 2026 của Vietcap	Dự báo 2026
Doanh thu thuần	25.709	5.695	1.300 ¹	6.995	-14%	32.704 ¹	29%	82%	39.741
Doanh thu bán lẻ	13.060	3.389	822 ¹	4.211 ¹	-20%	17.271 ¹	3%	76%	22.630
Doanh thu bán sỉ	2.622	1.162	321 ¹	1.483 ¹	69%	4.105 ¹	39%	96%	4.285
Vàng 24K	9.821	1.093	118 ¹	1.212 ¹	-41%	11.033 ¹	92%	85%	12.917
Khác & các khoản giảm trừ doanh thu	206	51	39 ¹	90 ¹	118%	296 ¹	130%	N.M.	-89
Lợi nhuận gộp (báo cáo)	2.774 ²	550	59	609	-62%	3.383	-36%	68%	4.981 ²
Biên lợi nhuận gộp (báo cáo)	10,8%	9,7%	4,5%	8,7%	-11 điểm %	10,3%	-11 điểm %	N.M.	12,5%
Lợi nhuận gộp (điều chỉnh)	3.596 ³	550	59	609	-62%	4.205	-20%	72%	5.802 ³
	14,0%	9,7%	4,5%	8,7%		12,9%		N.M.	14,6%

Biên lợi nhuận gộp (điều chỉnh)					-11 điểm %		-8 điểm %		
LNST sau lợi ích CĐTS/ (lỗ ròng) (báo cáo)	729 ²	-61	-197	-258	N.M.	471 ²	-71%	43%	1.100 ²
LNST sau lợi ích CĐTS/ (lỗ ròng) (điều chỉnh)	1.549 ³	-61	-197	-258	N.M.	1.291 ³	-20%	67%	1.921 ³

Nguồn: PNJ, Vietcap (¹ Vietcap ước tính dựa trên thông tin công bố của PNJ; ² bao gồm dự phòng mua lại 2,3 nghìn tỷ đồng; 1,4 nghìn tỷ đồng cho kim cương rời và trang sức kim cương đã mua lại từ ngày 1/7 đến ngày 3/9, và 821 tỷ đồng cho hoạt động mua lại tiềm tàng; ³ thông tin công bố của PNJ trong tài liệu ĐHCĐ bất thường, bao gồm khoản dự phòng mua lại 1,4 nghìn tỷ đồng và không bao gồm khoản dự phòng 821 tỷ đồng cho hoạt động mua lại tiềm tàng)

2. Mục tiêu giai đoạn 2027-2029:

* Đối với giai đoạn 2027-2029, ban lãnh đạo đề ra ba trụ cột: (1) Tối ưu, tinh gọn (giải quyết tồn kho kim cương và tối ưu hóa nhân sự, hoạt động và mạng lưới cửa hàng), (2) Khôi phục niềm tin (khôi phục niềm tin vào thương hiệu, chính sách và chất lượng sản phẩm), và (3) Tăng trưởng doanh thu (các sản phẩm có hàm lượng vàng cao, trang sức thời trang trẻ, kênh bán hàng mới và tối ưu hóa công suất).

* Kế hoạch giai đoạn 2027-2029 của ban lãnh đạo giả định PNJ huy động được vốn mới và triển khai thành công chương trình mua lại cũng như tái cấu trúc:

- Doanh thu thuần dự kiến tăng trưởng CAGR 13,9% trong giai đoạn 2026-29, từ 39,1 nghìn tỷ đồng lên 57,7 nghìn tỷ đồng. Tăng trưởng dự kiến được thúc đẩy bởi mức CAGR 11,6% của doanh thu trang sức và 13,4% của vàng 24K.

- LNST dự kiến cải thiện lên 100 tỷ đồng vào năm 2027 và đạt 1,6 nghìn tỷ đồng vào năm 2029 (tương đương 88% LNST sau lợi ích CĐTS năm 2022).

- Biên lợi nhuận gộp dự kiến phục hồi lên khoảng 10% (vẫn thấp hơn mức biên lợi nhuận gộp bình quân trước khủng hoảng là 18,8% trong giai đoạn 2022-25), do thay đổi cơ cấu doanh thu, điều chỉnh giá bán và chiết khấu, cùng tối ưu hóa chi phí sản xuất.

- Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp trên doanh thu dự kiến giảm từ 11,4% năm 2025 xuống 6,2% năm 2029, nhờ tối ưu hóa nhân sự và mạng lưới cửa hàng từ quý 4/2026 trở đi.

Hình 3: Kế hoạch giai đoạn 2027–2029 của PNJ trong giả định huy động vốn và tái cấu trúc thành công

Ngàn tỷ đồng	Kế hoạch 2026	Kế hoạch 2027	Kế hoạch 2028	Kế hoạch 2029	CAGR 2026-29 theo kế hoạch
Doanh thu thuần	39,1	43,4	50,6	57,7	13,9%
Lợi nhuận gộp	-2,4	3,8	5,5	6,3	N.M.
LNTT/(lỗ trước thuế)	-6,1	0,2	1,6	2,0	N.M.
LNST/(lỗ ròng)	-6,3	0,1	1,2	1,6	N.M.
Biên lợi nhuận gộp	-6,1%	8,8%	10,9%	10,9%	
Biên lợi nhuận ròng	-16,1%	0,2%	2,4%	2,8%	

Nguồn: PNJ, Vietcap (Kế hoạch giai đoạn 2027–29 giả định không phát sinh thêm dự phòng mua lại, tuy nhiên PNJ vẫn sẽ phát sinh chi phí xử lý đối với các sản phẩm đã mua lại. Kế hoạch chưa bao gồm khoản chi phí lãi vay tăng thêm có thể phát sinh nếu phương án phát hành riêng lẻ được triển khai, và bao gồm khoản vay từ gia đình Chủ tịch HĐQT)

C. Quan điểm của chúng tôi: Dựa trên tài liệu ĐHCĐ bất thường và KQKD sơ bộ 9T 2026, cả hoạt động cốt lõi lẫn khoản dự phòng mua lại đều kém tích hơn dự báo trong [Báo cáo cập nhật](#) của chúng tôi, công bố ngày 11/9/2026. Chúng tôi nhận thấy rủi ro giảm đối với các dự báo hiện tại và đang rà soát lại dự báo cũng như giá mục tiêu đối với PNJ. Để biết thêm chi tiết và phân tích sơ bộ của chúng tôi về tác động tiềm tàng đối với dự báo lợi nhuận, vui lòng tham khảo [Báo cáo Chuyên đề](#) của chúng tôi, công bố ngày 9/10/2026. Chúng tôi nhận thấy rủi ro pha loãng đối với cổ đông hiện hữu từ phương án phát hành riêng lẻ đã được thông qua, mặc dù hiện chưa có thêm thông tin chi tiết nào ngoài những nội dung trong tờ trình.