

CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ)**Các điểm chính từ Đại hội cổ đông bất thường của PNJ - 21/10/2026**

- ĐHĐCĐ bất thường ngày 21/10/2026 của PNJ tập trung giải quyết áp lực thanh khoản từ nghĩa vụ thu mua lại kim cương trị giá 21.000 tỷ đồng sau sự cố P-Lab hồi tháng 7. Công ty dự kiến trích lập dự phòng 7.071 tỷ đồng, ghi nhận lỗ ròng 6.270 tỷ đồng trong 2026 và phát hành riêng lẻ tối đa 550 triệu cổ phiếu để huy động 8.000 tỷ đồng.
- Chúng tôi ngừng cập nhật PNJ kể từ ngày 21/10/2026 do mức độ bất định gia tăng đối với tình hình tài chính và triển vọng kinh doanh của công ty. Các báo cáo, khuyến nghị, giá mục tiêu và dự phóng trước đây của chúng tôi không còn phù hợp cho việc ra quyết định đầu tư.

Áp lực thanh khoản và siết chặt chính sách thu đổi

Sau sự cố P-Lab đầu tháng 7, yêu cầu thu mua lại kim cương tăng lên khoảng 10 lần mức thông thường, đạt gần 6.000 tỷ đồng trong tháng 7, so với 7.000 tỷ đồng cả năm 2025. Việc tiếp tục thanh toán bằng tiền mặt làm suy giảm thanh khoản, chuyển tiền mặt thành hàng tồn kho. Kim cương hiện chiếm 52% hàng tồn kho, trong khi tổng nghĩa vụ thu đổi lũy kế đạt 21.000 tỷ đồng cuối Q3/2026.

PNJ kéo dài thời gian thanh toán kim cương lên T+120, kèm hạn mức hàng ngày; thanh toán vàng được điều chỉnh lên T+2/T+7. Các nghĩa vụ ngắn hạn gồm 3.000 tỷ đồng vay ngân hàng có tài sản bảo đảm, 125 tỷ đồng phải trả đối tác và 100-150 tỷ đồng chi phí vận hành mỗi tháng. Trong tháng 9, Chủ tịch Cao Thị Ngọc Dung đã cho công ty vay cá nhân hơn 700 tỷ đồng.

Kết quả kinh doanh suy giảm và điều chỉnh kế hoạch 2026

Kết quả sơ bộ Q3/2026, trước khi ghi nhận khoản dự phòng mới, cho thấy doanh thu đạt 7.000 tỷ đồng (-14% svck), lợi nhuận gộp đạt 609 tỷ đồng (-62%) và lỗ ròng 258 tỷ đồng. Doanh thu bán lẻ giảm 20%, doanh thu vàng miếng giảm 41%, phần nào được bù đắp bởi doanh thu bán sỉ tăng 69%. Biên lợi nhuận gộp giảm từ 18,5% xuống khoảng 10%.

PNJ nâng tỷ lệ khách hàng thực hiện quyền thu đổi giả định từ 30% lên 80%, khiến mức trích lập dự phòng tăng từ 2.367 tỷ đồng lên 7.071 tỷ đồng. Kế hoạch 2026 điều chỉnh đặt mục tiêu doanh thu 39.057 tỷ đồng (trước đó 48.660 tỷ đồng) và lỗ ròng 6.270 tỷ đồng, thay cho mục tiêu lãi 3.409 tỷ đồng. Nếu loại trừ khoản dự phòng, lợi nhuận ròng năm 2026 ước đạt khoảng 801 tỷ đồng, hàm ý hoạt động kinh doanh lỗ khoảng 750 tỷ đồng trong nửa cuối năm.

PNJ không chia cổ tức năm 2026 và giảm cổ tức năm 2025 từ 20% xuống 10%, tương đương 341 tỷ đồng đã tạm ứng. Phương án chuyển 4.600 tỷ đồng từ quỹ đầu tư phát triển sang lợi nhuận sau thuế chưa phân phối có thể giảm mức lỗ ròng, trên khía cạnh hạch toán kế toán.

Phát hành riêng lẻ và nhu cầu vốn

PNJ dự kiến phát hành riêng lẻ tối đa 550 triệu cổ phiếu, huy động khoảng 8.000 tỷ đồng. Giá phát hành không thấp hơn giá đóng cửa bình quân 30 phiên giao dịch liền trước và giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu (BVPS). Nếu phát hành toàn bộ, tỷ lệ sở hữu của cổ đông hiện hữu sẽ bị pha loãng khoảng 51,8%.

Đợt phát hành dự kiến diễn ra từ Q4/2026 đến Q3/2027, hướng tới nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, với thời gian hạn chế chuyển nhượng một năm. Vốn huy động sẽ được phân bổ cho chương trình thu đổi (60%), vốn lưu động (20%) và vốn lưu động hoặc trả nợ ngắn hạn (20%). Hiện chưa có cam kết đầu tư từ nhà đầu tư nào.

Chiến lược phục hồi và quản trị

PNJ đặt mục tiêu doanh thu 43.400 tỷ đồng năm 2027 và 57.700 tỷ đồng năm 2029, với biên lợi nhuận gộp khoảng 10%, so với 21% năm 2025. Lợi nhuận ròng dự kiến lần lượt đạt 100 tỷ đồng, 1.200 tỷ đồng và 1.600 tỷ đồng trong giai đoạn 2027-2029, thấp hơn mức 2.800 tỷ đồng năm 2025. Công ty dự kiến cắt giảm 20-30% chi phí vận hành và nhân sự, giảm tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu từ 11,4% xuống 6,2%, đóng cửa 25-30 cửa hàng và chọn lọc mở khoảng 10 cửa hàng trong năm 2026. Danh mục sản phẩm sẽ chuyển trọng tâm sang trang sức thời trang và vàng có giá trị cao hướng đến khách hàng trẻ.

PNJ cho biết kết quả điều tra tại Thanh Hóa xác nhận hồ sơ nhập khẩu đầy đủ, đồng thời AIGS và Vinacontrol xác nhận toàn bộ kim cương được lấy mẫu là kim cương tự nhiên và đáp ứng các thông số 4C đã công bố. Tổ công tác đặc biệt không phát hiện vi phạm trọng yếu tại P-Lab.

Chủ tịch Cao Thị Ngọc Dung cho biết việc gia đình bà bán cổ phiếu nhằm thu xếp nguồn vốn cho các khoản cho PNJ vay, đồng thời xác nhận gia đình sẽ không đề cử thành viên HĐQT, sau khi ông Đào Trung Kiên từ nhiệm HĐQT để tập trung vào vai trò Giám đốc Chiến lược cấp cao.

KHUYẾN CÁO

Biên bản cuộc họp này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích và Tư vấn Đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong biên bản dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong biên bản này chỉ thể hiện ý kiến của chuyên viên phân tích, dựa trên các nội dung được trao đổi tại cuộc họp. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Biên bản cuộc họp này được lập chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và tóm tắt các nội dung đã được trao đổi trong cuộc họp. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này không được xem là đề nghị, khuyến nghị hoặc lời mời chào mua, bán chứng khoán, các khoản đầu tư liên quan hoặc bất kỳ công cụ tài chính nào khác. VNDIRECT không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất hay hậu quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của biên bản này dưới bất kỳ hình thức nào.

Biên bản cuộc họp này cùng toàn bộ nội dung trong tài liệu là tài sản của VNDIRECT. Không cá nhân hoặc tổ chức nào được sao chép, tái bản, trích dẫn hoặc phân phối toàn bộ hoặc một phần tài liệu dưới bất kỳ hình thức nào hoặc vì bất kỳ mục đích nào khi chưa có sự chấp thuận bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch % giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn Đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Phạm Thị Bích Ngọc – Trưởng phòng Tiêu dùng và Hàng không

Email: ngoc.phambich@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>