

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Các diễn biến mới gây ra rủi ro điều chỉnh giảm đối với dự báo

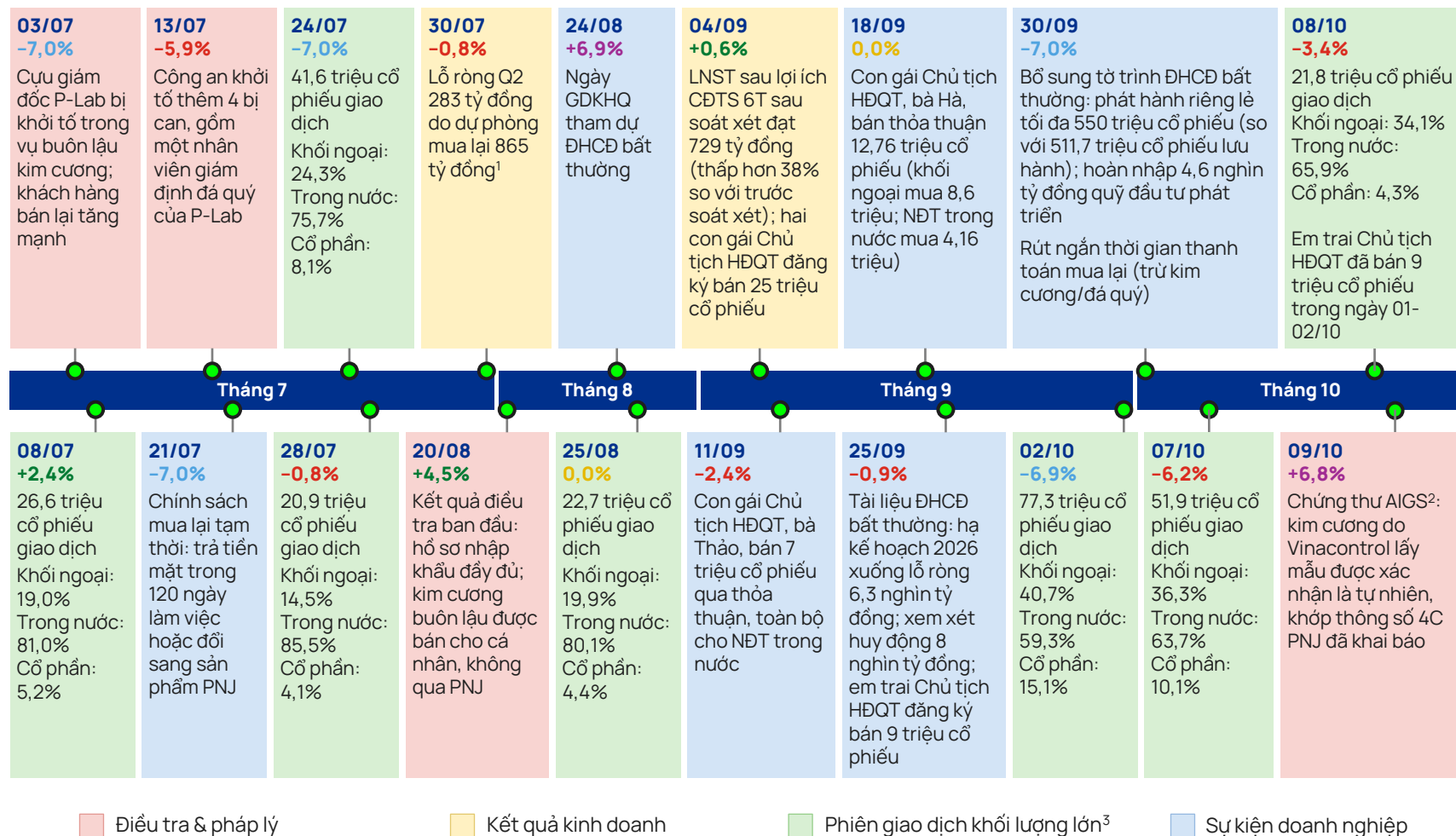
Báo cáo chuyên đề - Tháng 10/2026

Tóm tắt

- **Báo cáo này cập nhật các diễn biến liên quan đến PNJ kể từ Báo cáo Cập nhật** gần nhất của chúng tôi, phát hành ngày 11/09/2026, đồng thời bổ sung **phân tích sơ bộ của chúng tôi**. Nội dung bao gồm (1) các tờ trình tại ĐHCĐ bất thường (dự kiến tổ chức ngày 21/10), gồm kế hoạch kinh doanh điều chỉnh và phương án phát hành riêng lẻ, (2) KQKD sơ bộ 8T 2026, (3) chính sách mua lại, và (4) phân tích độ nhạy sơ bộ của chúng tôi đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-32 cũng như tác động lên khoản lỗ ròng theo kế hoạch năm 2026 và giá trị sổ sách/CP tại cuối năm 2026.
- **Giá cổ phiếu PNJ** đã giảm 69% từ giá đóng cửa ngày 02/07 đến giá đóng cửa ngày 09/10. Sau kết quả điều tra ban đầu ngày 20/08, các tin tức tiêu cực tiếp tục xuất hiện: LNST sau lợi ích CĐTTS 6T 2026 sau soát xét, việc các con gái và em trai của Chủ tịch HĐQT bán cổ phiếu, cùng với việc ĐHCĐ bất thường điều chỉnh giảm kế hoạch và tờ trình phát hành riêng lẻ.
- **Kế hoạch kinh doanh đề xuất tại ĐHCĐ bất thường:** Kế hoạch LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2026 được điều chỉnh từ mức lãi 3,4 nghìn tỷ đồng sang mức lỗ ròng 6,3 nghìn tỷ đồng, do khoản dự phòng mua lại sản phẩm là 7,1 nghìn tỷ đồng với giả định 80% doanh thu liên quan đến kim cương trong quá khứ sẽ được khách hàng bán lại.
- **KQKD sơ bộ 8T 2026:** Doanh thu thuần đạt 31.404 tỷ đồng (+39% YoY), hoàn thành 79% dự báo của chúng tôi, và LNST sau lợi ích CĐTTS đạt 668 tỷ đồng (giảm 54% YoY), hoàn thành 61%, cả hai đều thấp hơn dự báo hiện tại của chúng tôi. Doanh thu bán lẻ tăng 10% YoY trong 8T 2026 nhưng giảm 2% YoY trong tháng 7-8/2026; chúng tôi cho rằng doanh thu từ nhu cầu thực yếu hơn do số liệu này bao gồm giá trị của các giao dịch đổi sản phẩm.
- **Tác động lên khoản lỗ ròng theo kế hoạch năm 2026 & giá trị sổ sách/CP:** Giá trị sổ sách/CP cuối năm 2026 là 12.619 đồng nếu ghi nhận toàn bộ dự phòng theo kế hoạch; ước tính mỗi 10 điểm % chi phí dự phòng không ghi nhận sẽ làm tăng giá trị sổ sách/CP thêm 1.220 đồng.
- **Phân tích sơ bộ về tác động lên dự báo lợi nhuận của chúng tôi:** Trong khi chờ thêm thông tin chi tiết, phân tích sơ bộ này mang tính minh họa: chúng tôi nhận thấy rủi ro giảm khoảng 24% đối với tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-32 hiện tại (chưa bao gồm dự phòng). Chúng tôi cũng giả định PNJ có thể ghi nhận 50%-100% khoản dự phòng 6.250 tỷ đồng trong nửa cuối năm, tương ứng tổng rủi ro giảm 39%-54% đối với tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-32 (bao gồm dự phòng) so với dự báo hiện tại.
- **Tờ trình phát hành riêng lẻ:** tối đa 550 triệu cổ phiếu (so với 511,7 triệu cổ phiếu đang lưu hành); HĐQT quyết định giá phát hành.
- **Thời gian thanh toán mua lại:** Từ ngày 30/09, vàng miếng và vàng nhẫn được thanh toán trong 2 ngày; trang sức hàm lượng vàng cao, quà tặng sưu tầm, dây chuyền, trang sức trơn, trang sức Y và trang sức gắn đá CZ/ECZ/đá tổng hợp trong 7 ngày; kim cương rời, trang sức kim cương, vỏ trang sức, trang sức đá quý và ngọc trai vẫn giữ thời hạn 120 ngày.
- **Quan điểm của chúng tôi:** Dựa trên tài liệu ĐHCĐ bất thường và KQKD sơ bộ 8T 2026, cả kết quả kinh doanh từ nhu cầu thực lẫn khoản dự phòng mua lại theo kế hoạch đều kém tích cực hơn dự báo trong báo cáo Cập nhật gần nhất của chúng tôi. Chúng tôi nhận thấy rủi ro điều chỉnh giảm đối với dự báo hiện tại và đang rà soát lại dự báo cũng như giá mục tiêu cho PNJ.

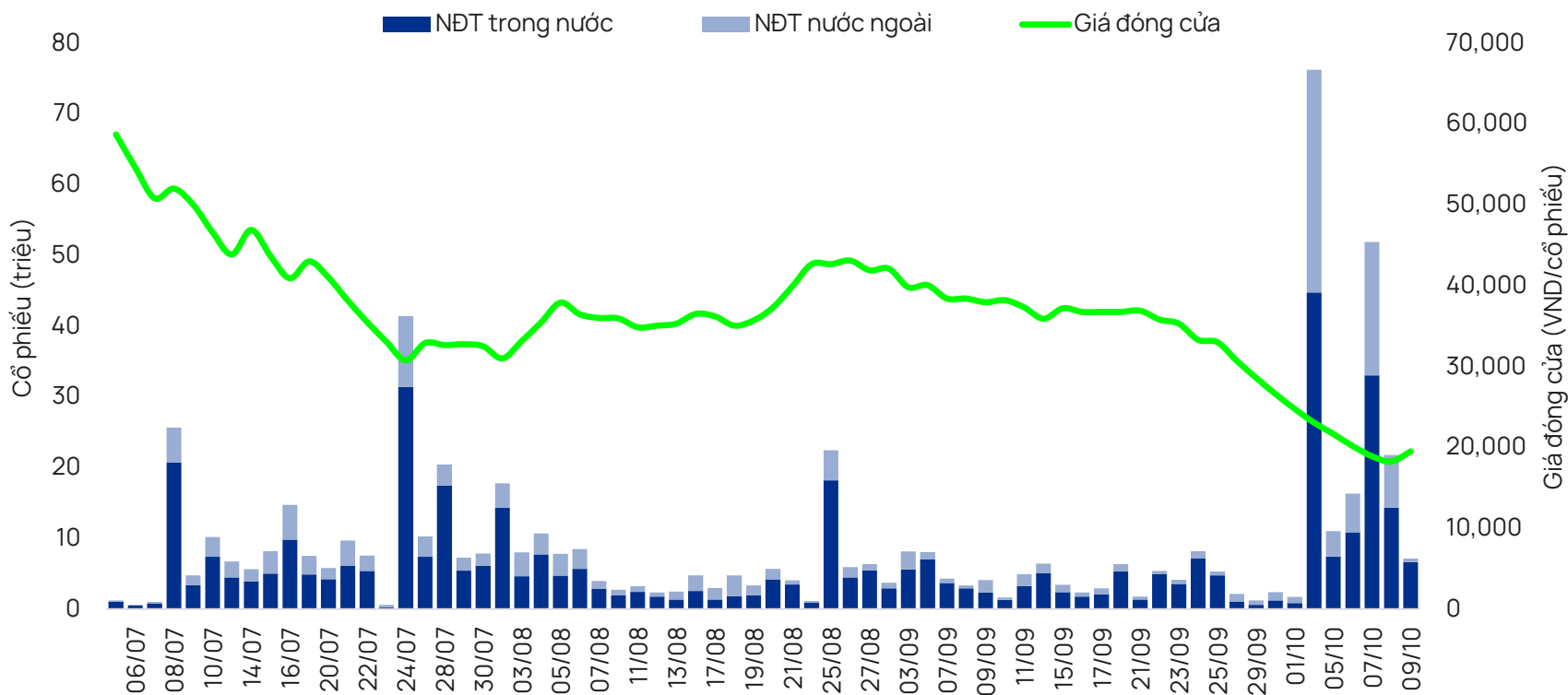
Giá cổ phiếu bị ảnh hưởng tiêu cực do hàng loạt tin tức bất lợi gần đây

Các sự kiện chính từ ngày 03/07 đến 09/10/2026



NĐT trong nước chiếm 71% khối lượng khớp lệnh kể từ sự cố

Giá đóng cửa và khối lượng khớp lệnh hàng ngày theo loại nhà đầu tư (03/07-09/10/2026)



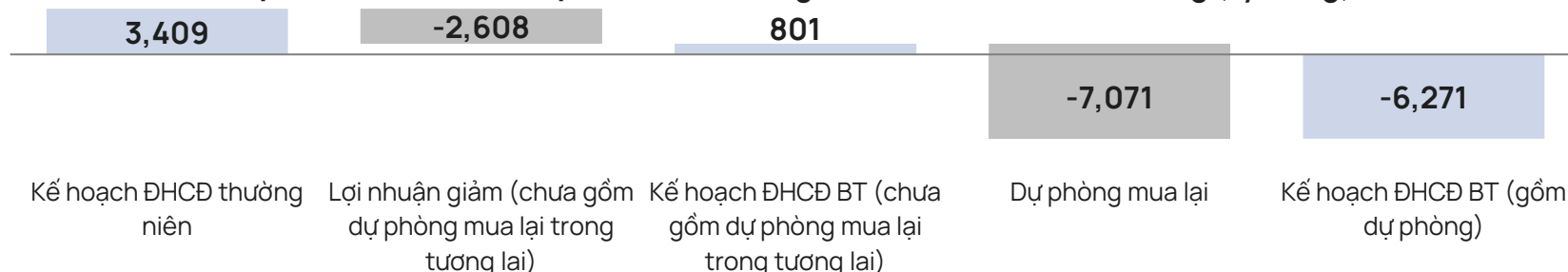
Tổng khối lượng khớp lệnh
602,6 triệu cổ phiếu
118% số cổ phiếu lưu hành

NĐT trong nước
425,6 triệu cổ phiếu
71% khối lượng khớp lệnh

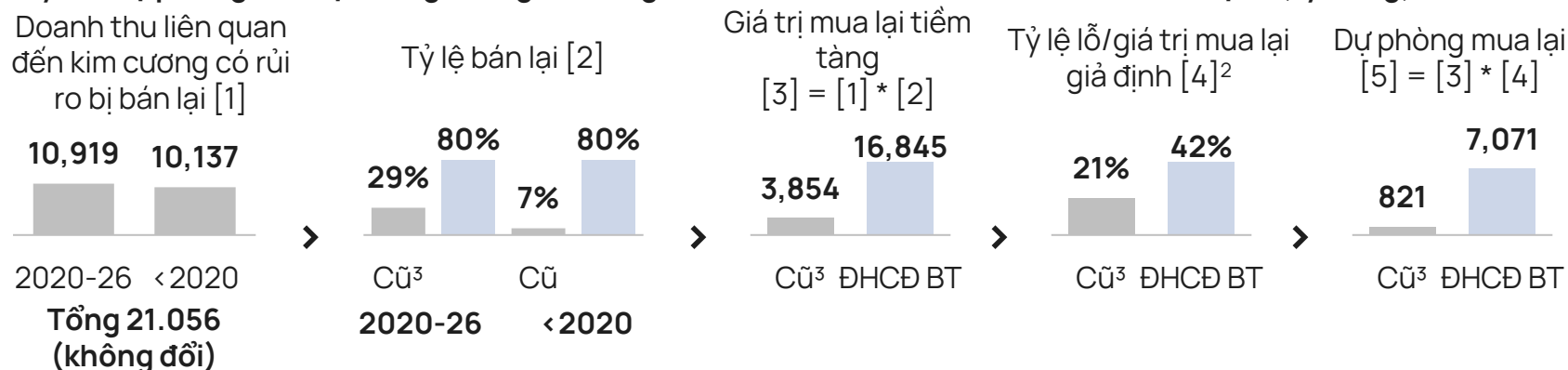
NĐT nước ngoài
177,0 triệu cổ phiếu
29% khối lượng khớp lệnh

Kế hoạch tại ĐHCĐ bất thường gây bất ngờ với mức lỗ ròng 6,3 nghìn tỷ đồng

Cầu nối LNST sau lợi ích CĐTS, từ kế hoạch ĐHCĐ thường niên đến ĐHCĐ bất thường (tỷ đồng)¹



Thay đổi dự phòng mua lại trong tương lai trong BCTC 6T 2026 sau soát xét so với kế hoạch (tỷ đồng)



Đã ghi nhận trong 6T 2026: 2.267 tỷ đồng	Sẽ ghi nhận trong 6 tháng cuối năm 2026 theo giả định điều chỉnh
1.446 không đổi	6.250

Dự phòng cho khoảng 5,0 nghìn tỷ đồng kim cương thực tế đã mua lại (01/07-03/09)

Dự phòng ĐHCĐ BT 7.071 tỷ đồng = 821 tỷ đồng (6T) + 6.250 tỷ đồng (nửa cuối năm)

Lỗ ròng 61 tỷ đồng trong tháng 7-8/2026; LNST sau lợi ích CĐTTS 8T thấp hơn dự báo hiện tại của chúng tôi

KQKD sơ bộ 8T 2026 (tỷ đồng)

KQKD sơ bộ tháng 7-8/2026 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần

31.404

+39% YoY

79% dự báo 2026 của Vietcap

LNST sau lợi ích CĐTTS

668

-54% YoY

61% dự báo 2026 của Vietcap
Thấp hơn dự báo

Doanh thu thuần

5.695

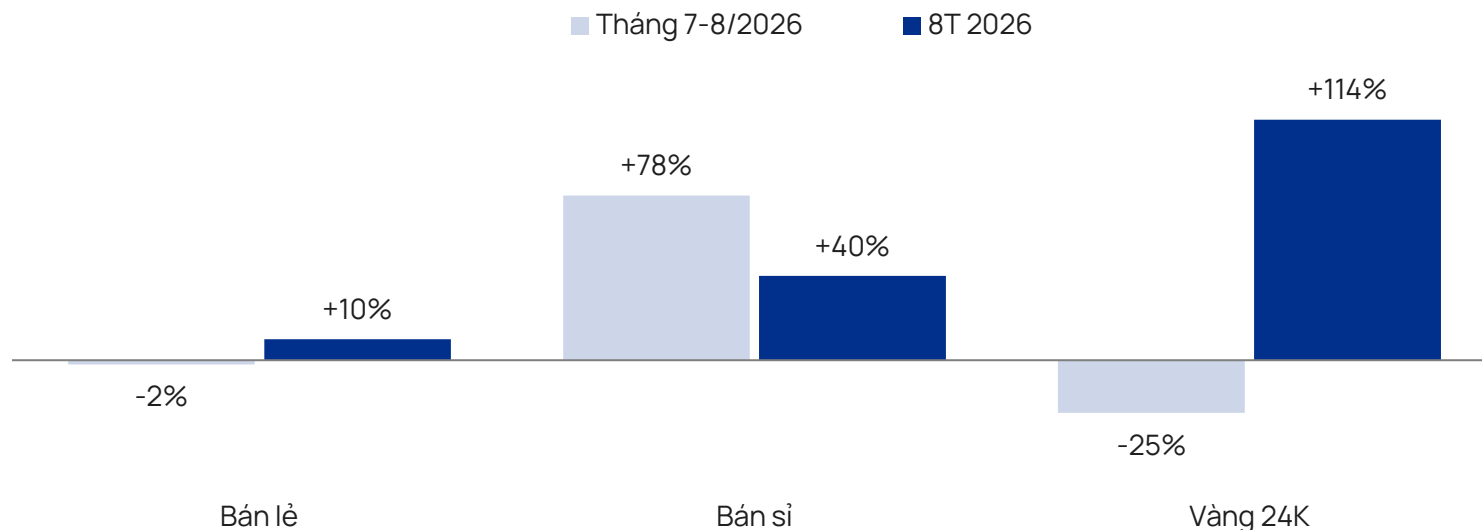
+5% YoY

Lỗ ròng

-61

so với LNST sau lợi ích CĐTTS 325 tỷ đồng trong tháng 7-8/2025

Tăng trưởng doanh thu theo mảng (YoY)

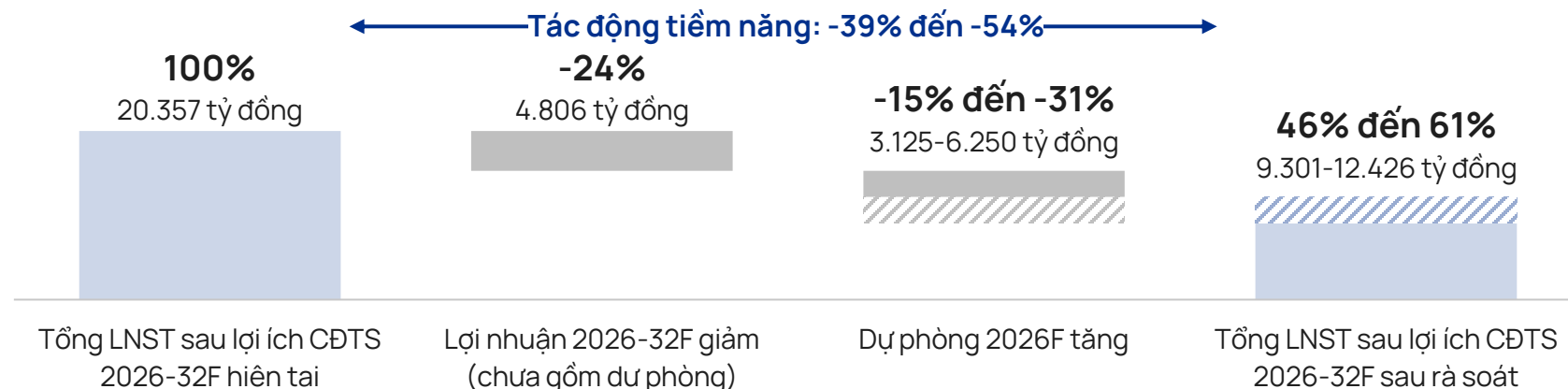


Phân tích độ nhạy sơ bộ đối với LNST sau lợi ích CĐTTS

Tác động lên khoản lỗ ròng & giá trị sổ sách/CP (tỷ đồng, trừ số liệu trên mỗi cổ phiếu)

% dự phòng nửa cuối năm 2026 được ghi nhận	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Dự phòng nửa cuối năm 2026	3.125	3.750	4.375	5.000	5.625	6.250 ¹
Lỗ ròng dự phóng năm 2026	-3.145	-3.770	-4.396	-5.021	-5.646	-6.271 ¹
Giá trị sổ sách/CP cuối năm 2026	18.726	17.505	16.283	15.062	13.840	12.619

Tác động lên dự báo lợi nhuận của chúng tôi: Việc ghi nhận 50%-100% khoản dự phòng nửa cuối năm theo kế hoạch gây ra rủi ro điều chỉnh giảm 39%-54% tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-32 (bao gồm dự phòng mua lại) của chúng tôi²



Quan điểm của chúng tôi

(1) Tác động lên khoản lỗ ròng & giá trị sổ sách/CP: Giá trị sổ sách/CP cuối năm 2026 ước tính là 12.619 đồng nếu ghi nhận toàn bộ dự phòng; ước tính mỗi 10 điểm % không ghi nhận có thể tăng giá trị sổ sách/CP thêm 1.220 đồng.

(2) Tác động lên dự báo lợi nhuận của chúng tôi: Trong khi chờ thêm thông tin, phân tích sơ bộ này mang tính minh họa: chúng tôi nhận thấy rủi ro giảm khoảng 24% đối với tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS 2026-32 hiện tại trước dự phòng nửa cuối năm. Chúng tôi giả định PNJ có thể ghi nhận 50%-100% khoản dự phòng 6.250 tỷ đồng trong 6 tháng cuối năm, tương ứng tổng rủi ro giảm 39%-54% đối với tổng dự báo này (gồm dự phòng).

Phát hành riêng lẻ tối đa 550 triệu cổ phiếu, nhiều hơn số lượng 511,7 triệu cổ phiếu đang lưu hành, với giá do HĐQT quyết định

8 nghìn tỷ đồng

vốn huy động dự kiến của PNJ¹

Quy mô phát hành so với số cổ phiếu đang lưu hành

Đang lưu hành	511.7 triệu
Quy mô phát hành (tối đa)	550 triệu

Giá phát hành: do HĐQT quyết định

(1) Giá đóng cửa bình quân trên HOSE của 30 phiên giao dịch liên tiếp trước ngày HĐQT phê duyệt giá

(2) Giá trị sổ sách/CP theo BCTC hợp nhất đã kiểm toán/soát xét gần nhất

Giá phát hành riêng lẻ tối thiểu
Mức cao hơn giữa (1) và (2)

Kế hoạch sử dụng vốn

60%

Hỗ trợ kế hoạch kinh doanh theo chính sách mua lại có thể được điều chỉnh

20%

Trả nợ vay ngắn hạn và bổ sung vốn lưu động (nếu còn dư)

20%

Vốn lưu động và các nhu cầu tài chính khác

Lộ trình thực hiện và giải ngân vốn

2026	2027				2028	
Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Thực hiện Q4 2026–Q3 2027						
	Giải ngân vốn 2027–Q2 2028					

Phương thức chào bán

Phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp do HĐQT lựa chọn

Thời gian hạn chế chuyển nhượng

Tối thiểu 1 năm kể từ ngày hoàn tất đợt chào bán; thời gian cụ thể do HĐQT quyết định

Nợ ngắn hạn 4 nghìn tỷ đồng tại cuối Q2; khoản vay mới từ gia đình Chủ tịch HĐQT

Cơ cấu nợ ngắn hạn (cuối Q2)

Nhóm	Bên cho vay	Dư nợ (tỷ đồng)	Ngày đáo hạn	Tài sản bảo đảm
Thế chấp	Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	1.000	đến 25/08/2026	Hàng tồn kho
	Ngân hàng Siam Commercial Bank – CN TP.HCM	46	đến 26/08/2026	Hàng tồn kho
	Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam	928	đến 10/09/2026	Hàng tồn kho, tài sản cố định
	Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam	1.425	đến 26/09/2026	Hàng tồn kho
	Tổng nợ thế chấp	3.399		
Tín chấp	Ngân hàng TNHH Một thành viên HSBC (Việt Nam)	5	đến 04/09/2026	Tín chấp
	Ngân hàng Kasikornbank – CN TP.HCM	44	đến 09/09/2026	Tín chấp
	Ngân hàng TNHH Một thành viên Shinhan Việt Nam	200	đến 11/09/2026	Tín chấp
	Ngân hàng TNHH Một thành viên Woori Việt Nam	161	đến 23/09/2026	Tín chấp
	Ngân hàng KEB Hana – CN TP.HCM	180	đến 26/11/2026	Tín chấp
	Tổng nợ tín chấp	590		
	Tổng	3.989		

Khoản vay mới tiềm năng trong nửa cuối năm 2026³

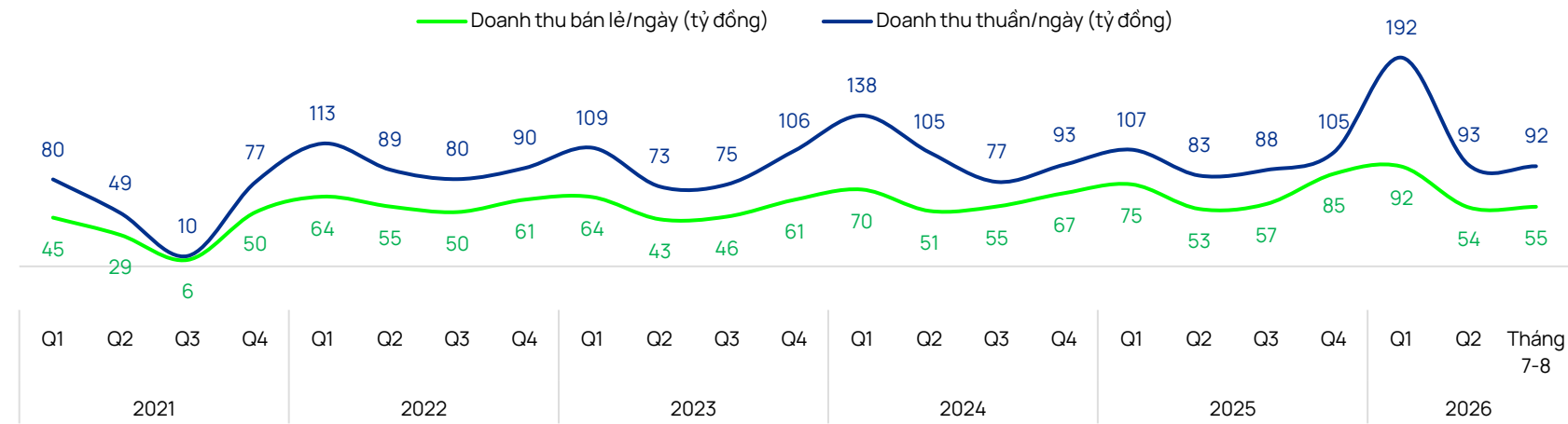
Nhóm	Nguồn vốn	Dư nợ (tỷ đồng)
Khoản vay mới	Khoản vay đã giải ngân từ gia đình Chủ tịch HĐQT	700 ¹
	Khoản vay tiềm năng còn lại từ gia đình Chủ tịch HĐQT	260 ²
	Tổng	960²

Các chỉ tiêu khác, cuối Q2 (tỷ đồng)

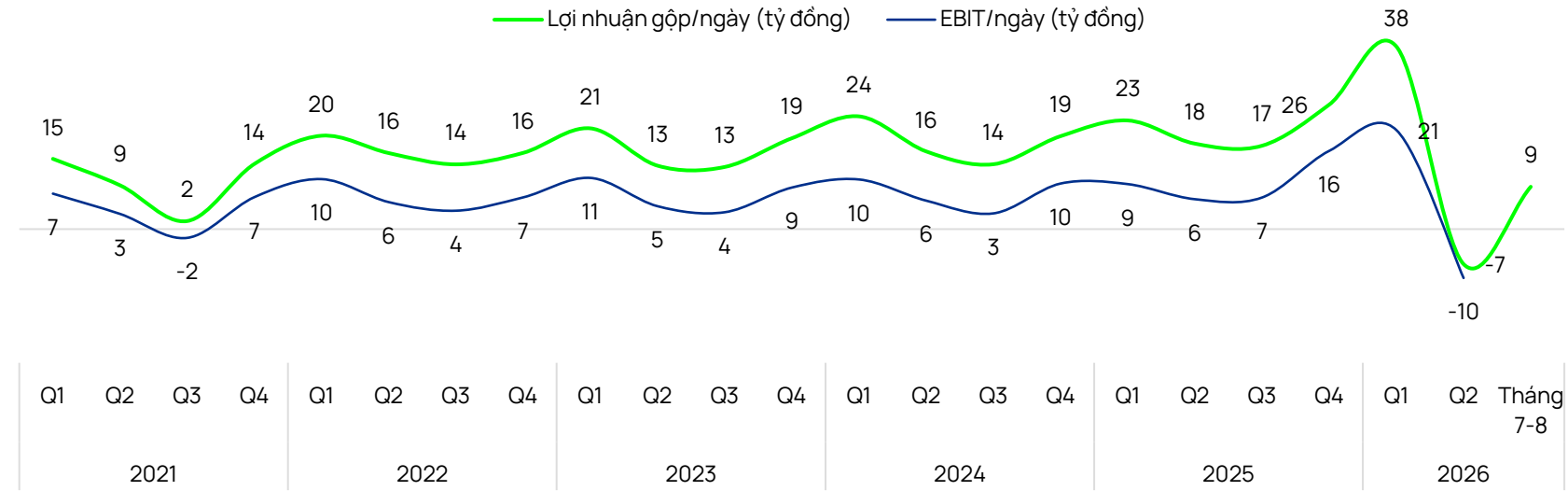
Tiền & đầu tư ngắn hạn ⁴	4.002
Hàng tồn kho	15.187

Phụ lục 1: Doanh thu tháng 7-8/2026 được hỗ trợ bởi các giao dịch đổi sản phẩm; doanh thu từ nhu cầu thực khả năng còn yếu

Doanh thu thuần/ngày và doanh thu bán lẻ/ngày (tỷ đồng)



Lợi nhuận gộp/ngày¹ và lợi nhuận hoạt động kinh doanh (EBIT)/ngày² (tỷ đồng)



Phụ lục 2: Giá mua lại kim cương và trang sức kim cương ở mức 75%-95% giá trị hóa đơn

Chính sách mua lại sản phẩm hiện hành (áp dụng cho hóa đơn từ ngày 05/01/2026)

Nhóm	Danh mục sản phẩm	Giá mua lại hiện hành
Trang sức vàng	Trang sức vàng (hàm lượng vàng cao/thấp, ngọc trai nước ngọt, trang sức Ý)	Giá thị trường ¹
Kim cương	Trang sức kim cương/đá quý	75%-80% giá trị hóa đơn
	Kim cương viên ²	80%-95% giá trị hóa đơn
Trang sức vàng khác	Trang sức ngọc trai nước mặn	60% giá trị hóa đơn
	Trang sức vàng gắn đá CZ/ECZ (trừ Style by PNJ)	70% giá trị hóa đơn
	Trang sức vàng Style by PNJ ³	50% giá trị hóa đơn
Trang sức bạc	Trang sức bạc	Không áp dụng mua lại

Quan điểm của chúng tôi Sự cố kim cương là cuộc khủng hoảng chung của toàn ngành, do đó chúng tôi cho là hợp lý nếu PNJ điều chỉnh chính sách mua lại trong tương lai nhằm hạn chế rủi ro từ biến động giá, đặc biệt đối với kim cương.

Phụ lục 3: Thời gian thanh toán mua lại được rút ngắn cho các sản phẩm không phải kim cương/đá quý

Ba phương án mua lại từ 21/07/2026; thanh toán nhanh hơn cho sản phẩm ngoài kim cương/đá quý từ 30/09

Phương án 1

Đổi sang sản phẩm PNJ khác*

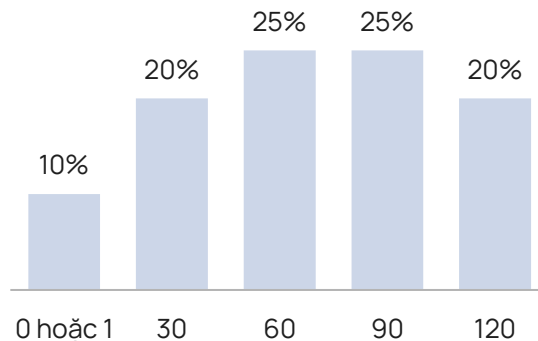
Đổi toàn bộ hoặc một phần sang sản phẩm PNJ có giá trị bằng/cao hơn

Đổi toàn bộ tại tất cả cửa hàng; đổi một phần tại các cửa hàng được chỉ định

Phương án 2

Trả tiền mặt theo lộ trình định sẵn
Tiếp nhận hàng ngày, 15:00–17:00, tại các cửa hàng được chỉ định

Lộ trình thanh toán từ ngày 21/07, % giá trị theo số ngày sau khi bán lại



Thời gian thanh toán từ ngày 30/09

2 ngày
100%
giá trị

Vàng miếng, vàng nhẫn

7 ngày
100%
giá trị

Trang sức hàm lượng vàng cao, quà tặng sưu tầm, dây chuyền, trang sức trơn, Ý, gắn đá CZ/ECZ/tổng hợp

120 ngày
Không đổi

Kim cương rời; trang sức kim cương, vỏ trang sức, trang sức đá quý và ngọc trai

Phương án 3

Kết hợp

Một phần giá trị đổi sang sản phẩm PNJ (theo Phương án 1)

Phần còn lại trả tiền mặt theo lộ trình định sẵn (Phương án 2)

Quan điểm của chúng tôi Theo hiểu biết của chúng tôi, PNJ vẫn áp dụng hạn mức mua lại định sẵn và chỉ rút ngắn thời gian thanh toán cho sản phẩm ngoài kim cương/đá quý. Trong bối cảnh giá vàng gần đây suy yếu, chúng tôi cho rằng áp lực mua lại bằng tiền mặt vẫn trong tầm kiểm soát. Chúng tôi cho rằng thay đổi này giúp PNJ thúc đẩy doanh thu và tích lũy vàng nguyên liệu cho mùa cưới Q4 2026–Q1 2027 và ngày Vía Thần Tài Q1 2027.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Bùi Nguyên Cẩm Giang, Trưởng phòng Cao cấp

+84 28 3914 3588, ext 125

giang.bui@vietcap.com.vn

Phòng Nghiên cứu & Phân tích

+84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam, Giám đốc

+84 28 3914 3588, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên Cao cấp

+8428 3914 3588 ext 532

ngan.ly@vietcap.com.vn

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc Điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn