

21/10/2026

Chuyên viên phân tích Nguyễn Thế Anh Dũng

(+84) 24-7303-5333 emailaddress@kbsec.com.vn

# CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ)

## Cập nhật ĐHĐCĐ bất thường 21/10/2026

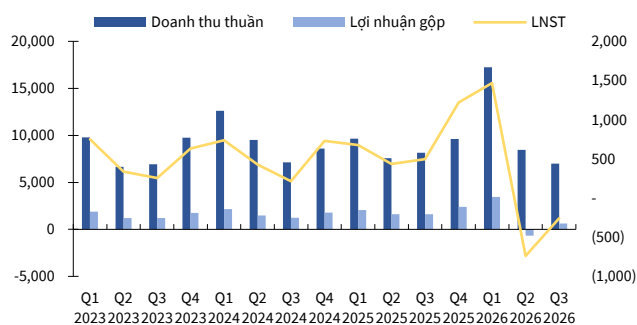
### Tái cơ cấu để xử lý áp lực thanh khoản

— ĐHĐCĐ bất thường PNJ ngày 21/10/2026 đã thông qua điều chỉnh kế hoạch kinh doanh và phương án phát hành riêng lẻ để bổ sung vốn tái cấu trúc. Ban lãnh đạo đặt ra các vấn đề trọng yếu là đáp ứng nhu cầu thanh khoản và chuẩn bị nguồn lực để thực hiện các cam kết thu hồi đã tích lũy trong quá khứ. Bên cạnh đó, các cổ đông tham dự cũng đặt các câu hỏi liên quan đến tình hình hoạt động qua các điểm chính (1) dòng tiền hoạt động kinh doanh; (2) diễn biến thị trường sau khi PNJ áp dụng chính sách thu hồi mới; (3) hiệu quả hoạt động sau tái cấu trúc.

### Nội dung chính tại đại hội

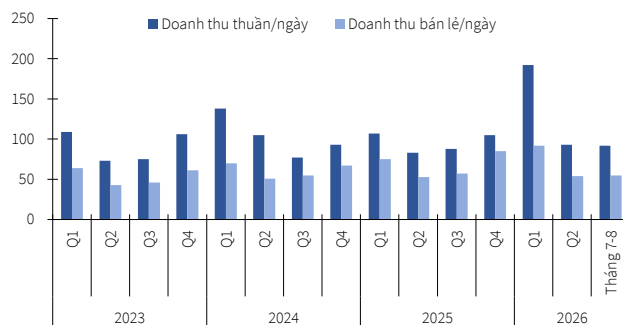
- Theo Ban lãnh đạo, thông tin liên quan đến P-Lab từ đầu tháng 7 khiến khách hàng gia tăng bán lại sản phẩm. Tổng giá trị thu hồi và mua lại trong tháng đạt gần 6,000 tỷ VND, so với khoảng 7,000 tỷ VND trong cả năm 2025. Theo BCTC riêng, nguồn tiền khả dụng giảm từ khoảng 3,700 tỷ VND cuối Q2/2026 xuống 770 tỷ VND cuối Q3/2026, đã bao gồm khoản vay 700 tỷ VND từ Chủ tịch HĐQT. Tỷ trọng kim cương và trang sức kim cương trong tổng tồn kho tăng từ 41% lên 52%.
- Q3/2026 ghi nhận lỗ sau thuế 258 tỷ VND trước phần tăng trích lập dự phòng. Để giảm áp lực thanh toán, PNJ kéo dài thời gian chi trả đối với kim cương lên 120 ngày từ tháng 07/2026. Thay đổi chính sách cũng ảnh hưởng đến niềm tin khách hàng và sức mua, cụ thể doanh thu và lợi nhuận gộp Q3/2026 đạt lần lượt 6,995/609 tỷ VND, giảm 14%/62% YoY. Chi phí bán hàng và quản lý giảm 13% YoY chưa đủ bù đắp mức giảm lợi nhuận gộp, khiến PNJ lỗ sau thuế 258 tỷ VND, so với lãi 496 tỷ VND trong Q3/2025.

Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh theo quý



Nguồn: PNJ, KBSV

Biểu đồ 2. Diễn biến doanh thu thuần/ngày và doanh thu bán lẻ/ngày theo quý



Nguồn: PNJ, KBSV

- PNJ nâng giả định tỷ lệ thu đổi trên giá trị thu đổi còn lại lên 80%, so với 28.8% đối với nhóm sản phẩm giai đoạn 2020–2026 trong ước tính tại BCTC bán niên 2026. Tổng dự phòng tổn thất dự kiến tăng từ 2,267 tỷ VND lên 7,071 tỷ VND. Kế hoạch điều chỉnh ghi nhận doanh thu 39,057 tỷ VND, lỗ trước thuế 6,059 tỷ VND và lỗ sau thuế 6,271 tỷ VND. Theo Ban lãnh đạo, LNST loại trừ dự phòng ước khoảng 800 tỷ VND, chủ yếu nhờ kết quả Q1/2026. Khoản dự phòng phản ánh tổn thất ước tính cho toàn bộ kịch bản, không đồng nghĩa toàn bộ giá trị sẽ được chi trả ngay trong kỳ.
- Giá trị cam kết thu đổi tích lũy đối với kim cương và trang sức kim cương tại cuối Q3/2026 được PNJ ước tính khoảng 21,000 tỷ VND. Với hàng đã bán, doanh nghiệp dự kiến chuyển đổi quyền lợi khách hàng sang sản phẩm và các chương trình ưu đãi. Với sản phẩm bán mới, chính sách thu đổi định hướng theo giá thị trường tại thời điểm giao dịch, thay cho tỷ lệ cố định trên giá trị hóa đơn, nhằm hạn chế tiếp tục tích lũy nghĩa vụ tiềm tàng trong tương lai theo cơ chế cũ.

### **Phương án bổ sung vốn và tái cơ cấu hoạt động kinh doanh**

- Đại hội thông qua phương án chào bán tối đa 550 triệu cổ phiếu. Nguồn vốn dự kiến phân bổ 60% cho kế hoạch kinh doanh gắn với điều chỉnh chính sách thu đổi, 20% bổ sung vốn lưu động và phần còn lại bổ sung vốn lưu động và/hoặc trả vay ngắn hạn. Nhu cầu vốn Q4/2026 và Q1/2027 lần lượt khoảng 3,100 tỷ VND và 2,800 tỷ VND. Giá và khối lượng phát hành thực tế chưa được xác định tại đại hội.
- Doanh nghiệp dự kiến đóng 25–30 cửa hàng và mở khoảng 10 cửa hàng (có chọn lọc) trong năm 2026, tương ứng giảm ròng 15–20 cửa hàng; đồng thời đặt mục tiêu giảm 20–30% chi phí nhân sự. Cổ tức tiền mặt năm 2026 được điều chỉnh về 0%; cổ tức 2025 về 10% mệnh giá và đã chi trả.
- 100% mẫu kim cương được AIGS và Vinacontrol kiểm định độc lập là kim cương thiên nhiên, phù hợp thông số 4C. PNJ dự kiến trang bị máy kiểm định tại các cửa hàng trọng điểm để khách hàng kiểm tra trực tiếp.

### **Đánh giá của KBSV**

- KBSV cho rằng huy động vốn từ phát hành riêng lẻ là phương án phù hợp ở thời điểm hiện tại trong bối cảnh lãi suất tăng cao, giúp PNJ cân đối thanh khoản và duy trì hoạt động liên tục. Tuy nhiên, với khối lượng phát hành lớn và chưa có phương án chi tiết, doanh nghiệp sẽ cần thêm thời gian để hoàn thành phương án phát hành và cân đối giữa lợi ích của cổ đông và doanh nghiệp.
- Nhu cầu yếu tại Trung Quốc và cạnh tranh từ kim cương nuôi cấy giá thấp tiếp tục gây áp lực lên giá kim cương tự nhiên, khiến PNJ gặp khó khăn trong việc tiêu thụ tồn kho nhóm kim cương và gia tăng tổn thất khi mua lại theo chính sách cũ. Thực tế, tỷ trọng kim cương và trang sức kim cương trong tổng tồn kho tăng từ 41% cuối Q2/2026 lên 52% cuối Q3/2026, với giá trị ước khoảng 9,000 tỷ VND. KBSV cho rằng cần theo dõi (1) nhu cầu thị trường trong giai đoạn cuối năm; (2) tốc độ giảm tồn kho và dòng tiền thu về từ bán hàng; và (3) giá trị khách hàng bán lại. Diễn biến các yếu tố này sẽ quyết định khả năng thu hồi vốn, mức độ phục hồi biên lợi nhuận và nhu cầu trích lập bổ sung trong quá trình xử lý.
- Ước tính bán niên sử dụng tỷ lệ tổn thất 20.3% đối với hàng bán trong giai đoạn 2020–2026 dự kiến được thu mua lại, thấp hơn mức 28.9% trên các giao dịch mua lại thực tế từ 01/07–03/09/2026. Vì vậy, bên cạnh giả định thu đổi 80%, mức tổn thất khi xử lý hàng mua lại là yếu tố quan trọng cần theo dõi. Việc chuyển hạch toán dự phòng từ SG&A sang giá vốn tại kỳ soát xét bán niên cũng cho thấy áp lực biên lợi nhuận bị co hẹp trong quá trình tái cấu trúc về mặt kế toán.

**Biểu đồ 3. So sánh chính sách thu mua cũ và mới (áp dụng từ 01/08/2026)**

| Thông báo ngày 01/08/2026                                                                                     | Chính sách áp dụng từ 30/09/2026                                                                                                        | Định hướng tại ĐHĐCĐ ngày 21/10/2026                                                                                    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Theo tỷ lệ trên giá trị hóa đơn, tùy chủng loại, kích thước và điều kiện sản phẩm                             | Không công bố                                                                                                                           | Theo giá thị trường tại thời điểm thu mua đối với sản phẩm bán mới                                                      |
| Thanh toán thành 5 đợt trong vòng 120 ngày                                                                    | Duy trì lộ trình 120 ngày đối với kim cương rời và trang sức kim cương                                                                  | Không công bố                                                                                                           |
| Áp dụng lộ trình thanh toán 120 ngày                                                                          | T+2 đối với vàng miếng, nhẫn khoen và một số sản phẩm vàng; T+7 đối với các nhóm trang sức được quy định                                | Không công bố                                                                                                           |
| Chuyển đổi một phần hoặc toàn bộ giá trị mua lại sang sản phẩm PNJ                                            | Chuyển đổi theo nhóm hàng; kim cương rời và trang sức kim cương được chuyển sang kim cương rời, trang sức kim cương/vỏ/đá màu/ngọc trai | Xây dựng chương trình chuyển đổi quyền lợi sang sản phẩm hiện hữu, kết hợp tiền mặt để xử lý cam kết thu đổi và tồn kho |
| Ưu đãi bổ sung 3%–5%, tùy nhóm hàng và tỷ lệ giá trị chuyển đổi                                               | Không công bố                                                                                                                           | Không công bố                                                                                                           |
| Chuyển đổi toàn bộ tại mọi cửa hàng; chuyển đổi một phần hoặc nhận tiền tại cửa hàng chuyên trách, từ 15h–17h | Duy trì hình thức tiếp nhận, cập nhật danh sách cửa hàng chuyên trách                                                                   | Không công bố                                                                                                           |

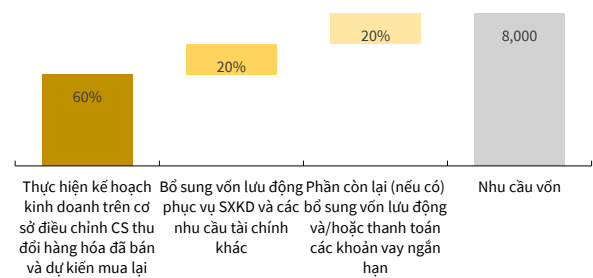
Nguồn: PNJ, KBSV

**Biểu đồ 4. Kế hoạch kinh doanh dự kiến do PNJ công bố**

| Đơn vị tính: Nghìn tỷ đồng | Thực hiện |        | Kế hoạch |        |        |        |
|----------------------------|-----------|--------|----------|--------|--------|--------|
|                            | 2024 A    | 2025 A | 2026 F   | 2027 F | 2028 F | 2029 F |
| Doanh thu thuần            | 38.2      | 35.4   | 39.1     | 43.4   | 50.6   | 57.7   |
| Lãi gộp                    | 6.7       | 7.7    | (2.4)    | 3.8    | 5.5    | 6.3    |
| Lợi nhuận trước thuế       | 2.7       | 3.5    | (6.1)    | 0.2    | 1.6    | 2.0    |
| Lợi nhuận sau thuế         | 2.1       | 2.8    | (6.3)    | 0.1    | 1.2    | 1.6    |

Nguồn: PNJ, KBSV

**Biểu đồ 5. Nhu cầu huy động vốn tối đa 2027 của PNJ**



Nguồn: PNJ, KBSV

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Phường Ngọc Hà, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 14, Tòa nhà Diamond Park Plaza, số 16 Láng Hạ, Phường Giàng Vỡ, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Hotline: 1900 1711

Email: [info@kbsec.com.vn](mailto:info@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

| Mua:              | Trung lập:                | Bán:               |
|-------------------|---------------------------|--------------------|
| +15% hoặc cao hơn | trong khoảng +15% và -15% | -15% hoặc thấp hơn |

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

| Tích cực:                | Trung lập:         | Tiêu cực:          |
|--------------------------|--------------------|--------------------|
| Vượt trội hơn thị trường | Phù hợp thị trường | Kém hơn thị trường |

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.