

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ)

Cập nhật ĐHCĐ bất thường 2026: Tập trung tối ưu dòng tiền để vượt qua khó khăn

ĐHCĐ bất thường của PNJ diễn ra trong ngày 21/10 đã thông qua toàn bộ các tờ trình, trong đó trọng tâm bao gồm việc **thay đổi kế hoạch kinh doanh năm 2026, phương án PHRL kèm theo kế hoạch phân bổ vốn và kế hoạch kinh doanh giai đoạn 2027 - 2029**.

Theo đó, kế hoạch kinh doanh mới trong năm 2026 bao gồm doanh thu và LNST mới lần lượt là **doanh thu 39,057 tỷ VND (-20% so với kế hoạch cũ) và lỗ sau thuế 6,271 tỷ VND. Nếu loại trừ khoản dự phòng, LNST kế hoạch đạt 801 tỷ VND (-77% so với kế hoạch cũ)**. Trong kế hoạch này, PNJ đã nâng giá trị trích lập từ khoảng 2,300 tỷ VND lên mức 7,100 tỷ VND theo giả định khách hàng bán lại hoặc đổi 80% lượng hàng đã bán. Đồng thời, ĐHCĐ thông qua việc hoàn nhập tối đa 4,602.8 tỷ VND quỹ đầu tư phát triển vào LNST chưa phân phối trong giai đoạn Q4 2026-2027.

Về mạng lưới hoạt động, **PNJ sẽ thu hẹp mạng lưới cửa hàng nhằm tối ưu chi phí**. PNJ sẽ ưu tiên hiệu quả hoạt động và dư địa phát triển trong thời gian tới của từng cửa hàng. Trong năm 2026, công ty dự kiến đóng 25-30 cửa hàng và mở mới khoảng 10 cửa hàng, qua đó đưa mạng lưới về khoảng 412-417 cửa hàng vào cuối năm. Nhìn chung, đây là bước đi phù hợp để PNJ tiếp tục thực hiện mục tiêu giảm tỷ lệ chi phí trong giai đoạn tới.

Kế hoạch PHRL tối đa 550 triệu cổ phiếu là giải pháp then chốt để xử lý nghĩa vụ thu đổi. PNJ dự kiến chào bán tối đa 550 triệu cổ phiếu (khoảng 107% SLCP lưu hành) cho NĐT chứng khoán chuyên nghiệp trong giai đoạn Q4 2026-Q3 2027 với mục tiêu huy động khoảng 8,000 tỷ VND. Trong đó, 60% số tiền thu được sẽ dùng để chuyển đổi chính sách thu đổi với khách hàng hiện hữu, 20% bổ sung vốn lưu động và 20% còn lại dùng để trả nợ vay. Ban lãnh đạo cho biết kế hoạch PHRL là giải pháp duy nhất có thể thực hiện để huy động vốn trong bối cảnh công ty dự kiến lỗ sau thuế kèm theo khoản trích lập 7,100 tỷ VND và kế hoạch này không nhằm tìm kiếm cổ đông kiểm soát mới.

KQKD Q3 2026 ghi nhận lỗ 258 tỷ VND khi tình hình kinh doanh diễn biến kém thuận lợi. Doanh thu thuần và LNST trong Q3 2026 lần lượt đạt 6,995 tỷ VND (-14% YoY) và -258 tỷ VND (-152% YoY). Biên lợi nhuận gộp trong Q3 2026 đạt

Chỉ tiêu cơ bản

Ngày viết báo cáo	21/10/2026
Giá hiện tại (VND)	19,200
Vốn hoá (tỷ VND)	9,825
Số CP lưu hành (triệu cp)	510.9
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)	287
Tỷ lệ Free float (%)	90%
Sở hữu NN (%)	27.2%
P/E (x)	4.0x
P/B (x)	0.7x
ROE (%)	18.4%
ROA (%)	12.4%

Phòng Phân tích Nghiên cứu
research@tvs.vn

khoảng 8.7% (-11 đpt YoY). Nhìn chung, ảnh hưởng của sự kiện P-lab khiến cho sức mua các mặt hàng trang sức suy giảm mạnh và doanh thu chủ yếu đến từ hoạt động chuyển đổi. Ngoài ra, xu hướng khách hàng lựa chọn mặt hàng chuyển đổi có hàm lượng trang sức thấp hơn (có biên lợi nhuận thấp hơn), ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của PNJ.

Kế hoạch giai đoạn 2027–2029 cho thấy đà phục hồi chậm và phụ thuộc vào việc huy động vốn thành công. Trong kịch bản huy động vốn và tái cấu trúc thành công, PNJ đặt mục tiêu doanh thu thuần trong giai đoạn 2027 – 2029 lần lượt đạt 43,400 tỷ VND, 50,600 tỷ VND và 57,700 tỷ VND (tương đương CAGR ~ 13.9%/năm trong giai đoạn 2026-2029). LNST kế hoạch lần lượt đạt 100 tỷ VND, 1,200 tỷ VND và 1,600 tỷ VND trong các năm 2027–2029. Biên lợi nhuận gộp dự kiến phục hồi từ 8.6% trong năm 2027 lên mức 10.6% trong năm 2029, thấp hơn đáng kể mức 17–21% giai đoạn 2024–2025. Biên lợi nhuận gộp theo kế hoạch mới thấp hơn so với giai đoạn trước do (1) cơ cấu sản phẩm thay đổi theo hướng tăng mảng vàng 24K (CAGR giai đoạn 2027-2029 ~ 13.4%) so với mảng trang sức (CAGR giai đoạn 2027-2029 ~ 11.6%), (2) điều chỉnh giá bán và tỷ lệ chiết khấu để phù hợp với giai đoạn hồi phục sắp tới. Kế hoạch giả định không trích lập thêm dự phòng CSTĐ và chưa bao gồm chi phí lãi vay của các khoản huy động mới.

PNJ sẽ dừng chia cổ tức tiền mặt cho đến khi có lãi trở lại. ĐHCĐ bất thường thông qua việc điều chỉnh cổ tức tiền mặt năm 2025 từ 20% xuống 10%, tương đương với đợt tạm ứng vào T1 2026. Qua đó, PNJ sẽ không tiếp tục chia cổ tức bằng tiền mặt để ưu tiên nguồn lực cho hoạt động kinh doanh. Đây là một quyết định phù hợp với bối cảnh công ty cần dồn nguồn lực cho việc hồi phục lại hoạt động kinh doanh trong giai đoạn tới. PNJ sẽ cân nhắc chia cổ tức tiền mặt khi hoạt động kinh doanh ổn định và LNST dương trở lại.

HĐQT tăng cường giám sát P-Lab và đã cơ bản thống nhất định hướng hoạt động mới cho đơn vị này. Ngay sau sự cố, HĐQT đã thành lập tổ công tác đặc biệt làm việc hằng ngày với P-Lab, tập trung rà soát việc tuân thủ pháp luật và đánh giá lại hệ thống quản trị cũng như quy trình vận hành. Theo kết quả làm việc, tổ giám sát không phát hiện sai phạm trọng yếu và chuyển tới BDH các điểm cần cải thiện về quản trị và quy trình để giúp cho P-Lab vẫn duy trì hoạt động bình thường. Đồng thời, tổ công tác cũng trình phương án định hướng cho hoạt động của P-Lab tới HĐQT. Hiện tại, HĐQT, BDH và đơn vị tư vấn đang hoàn thiện phương án trước khi công bố chính thức. Chúng tôi đánh giá việc sớm công bố phương án cụ thể cho P-Lab là yếu tố quan trọng để củng cố niềm tin của khách hàng.

Chúng tôi cho rằng rủi ro thanh khoản của PNJ vẫn đang hiện hữu dù đã nhận được khoản vay từ Chủ tịch HĐQT. Nhìn chung, khoản vay này có thể giúp PNJ duy trì thanh khoản trong ngắn hạn và có thể rút ngắn được thời gian thanh toán với khách hàng như trong thời gian qua. Tuy nhiên, áp lực về thanh khoản trong

các quý tiếp theo vẫn tồn tại khi nghĩa vụ thu đổi lũy kế đối với nhóm kim cương khoảng 21,000 tỷ VND và không có thời hạn trong khi vẫn cần chi cho các khoản chi phí hoạt động. Ngoài ra, tỷ lệ kim cương trong danh mục hàng tồn kho đã chiếm hơn 50% vào cuối Q3 2026. PNJ đang lên kế hoạch để tháo gỡ và từng bước thúc đẩy việc quay vòng với hàng tồn kho, đặc biệt là nhóm sản phẩm kim cương.

Đối với PNJ, chúng tôi cho rằng cần theo dõi tình hình hoạt động kinh doanh trong các quý tiếp theo, đặc biệt là **tình hình thu đổi sản phẩm và giá trị thu mua lại** trong giai đoạn tới. Triển vọng phục hồi của PNJ sẽ tích cực hơn so với kế hoạch kinh doanh đã được thông qua tại ĐHCĐ bất thường nếu (1) giá trị thu mua lại giảm dần trong thời gian tới và (2) tình hình thu đổi sản phẩm và bán lại nhóm kim cương trong danh mục hàng tồn kho diễn ra thuận lợi, qua đó giảm bớt phần chi phí dự phòng cần phải trích trong kỳ.



Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi CTCP Chứng khoán Thiên Việt (TVS). Báo cáo được dựa trên các thông tin được thu thập từ các nguồn TVS đánh giá là đáng tin cậy, tuy nhiên TVS không chịu trách nhiệm về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Nhận định và quan điểm trong báo cáo thể hiện ý kiến của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không đại diện cho quan điểm chung của TVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho nhà đầu tư, không nhằm mục đích chào mời, xúi giục mua hoặc bán bất cứ chứng khoán nào được đề cập. Nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu rủi ro trong việc sử dụng các thông tin và tham khảo các nhận định trên báo cáo. TVS tuyên bố miễn trách đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hoặc gián tiếp nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng lợi nhuận kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và thị giá hiện tại của cổ phiếu cộng với lợi tức cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về Mức khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm > 20%
NẮM GIỮ	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm khoảng từ -10% đến 20%
BÁN	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm < -10%

Công ty Cổ phần Chứng khoán Thiên Việt – www.tvs.vn

Hà Nội

Tầng 15, tòa nhà Harec
4A Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội
Phone: +84 (24) 7300 6588
Fax: +84 (24) 3248 4821

Hồ Chí Minh

Tầng 9, tòa nhà Bitexco Nam Long
63A Võ Văn Tần, Quận 3, Hồ Chí Minh
Phone: +84 (28) 7300 6588
Fax: +84 (28) 299 2088

Thông tin liên hệ

PHÒNG PHÂN TÍCH NGHIÊN CỨU

Email: research@tvs.vn