

# Báo cáo cập nhật kết quả kinh doanh Quý 2/2026 – PAN

HOSE · PAN · Công ty CP Tập đoàn PAN (*The PAN Group*)

LNST CỔ ĐÔNG MẸ · Q2

**210**tỷ đồng · **+51,1% YoY**

DOANH THU THUẦN · Q2

**3.620**tỷ đồng · **-10,1% YoY**

BIÊN LN GỘP · Q2

**21,9%**cùng kỳ 19,2% · **+2,7 điểm %**

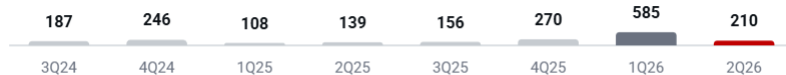
LNST CỔ ĐÔNG MẸ · 6T

**796**tỷ đồng · **+222,3% YoY**

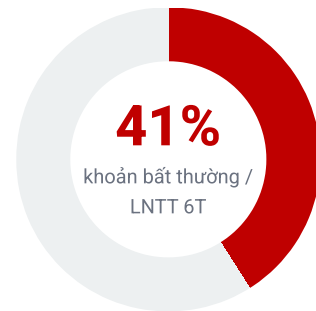
## ĐÁNH GIÁ KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 2/2026

Lợi nhuận tăng mạnh trong khi doanh thu tiếp tục giảm: doanh thu thuần Quý 2 còn **3.620 tỷ đồng (-10,1% YoY)** nhưng LNST cổ đông mẹ đạt **210 tỷ (+51,1%)** nhờ biên gộp mở rộng lên **21,9%** và chi phí tài chính giảm 76,7% sau khi tập đoàn cắt mạnh nợ vay. Lợi nhuận 6 tháng tăng 222% chủ yếu nhờ khoản thu nhập tài chính đột biến **634 tỷ trong Quý 1**, nên mức **P/E 4,1 lần** chưa phản ánh mặt bằng lợi nhuận thường xuyên. TCBS đánh giá hoạt động cốt lõi cải thiện thực chất và vị thế tài chính đã được củng cố; **nhà đầu tư có thể đưa PAN vào danh mục theo dõi** và cân nhắc giải ngân khi doanh thu tạo đáy trong Quý 3.

LNST cổ đông công ty mẹ theo quý · tỷ đồng



## CHẤT LƯỢNG LỢI NHUẬN 6 THÁNG



\* Doanh thu tài chính Quý 1 đạt 634 tỷ so với mặt bằng 160 tỷ mỗi quý của bảy quý trước; phần vượt 474 tỷ chiếm 41% lợi nhuận trước thuế 6 tháng (1.158 tỷ).

## ĐIỂM NHẤN

**-54%**  
DƯ NỢ VAY 12T  
**Cắt mạnh nợ vay trong một năm**  
tổng vay từ 9.161 tỷ về 4.228 tỷ · chi phí lãi vay Quý 2 giảm từ 137 tỷ còn 49 tỷ

**1.946**  
TỶ · TIỀN RÒNG  
**Chuyển sang vị thế tiền ròng**  
tiền và đầu tư ngắn hạn 6.174 tỷ vượt tổng vay 4.228 tỷ

**21,9%**  
BIÊN GỘP Q2  
**Biên gộp mở rộng 2,7 điểm %**  
lợi nhuận gộp vẫn tăng 2,4% lên 793 tỷ dù doanh thu giảm 10,1%

## CẦN THEO DÕI

**634**  
TỶ · KHOẢN  
BẤT THƯỜNG  
**Lợi nhuận 6T dựa vào một khoản không lặp lại**  
doanh thu tài chính Quý 1 đạt 634 tỷ so với mặt bằng 160 tỷ mỗi quý · phần vượt 474 tỷ chiếm 41% lợi nhuận trước thuế 6 tháng

**-9,3%**  
DOANH THU 6T  
**Doanh thu giảm hai quý liên tiếp**  
Quý 2 -10,1% và Quý 1 -8,5% · áp lực ở mảng nông nghiệp và thủy sản

**42%**  
LỢI NHUẬN  
THUỘC CĐT  
**Cơ cấu holding chia sẻ phần lớn lợi nhuận**  
Quý 2 cổ đông thiểu số nhận 155 trong 366 tỷ LNST · vốn chủ của cổ đông mẹ chỉ 5.363 trong 9.117 tỷ

## TRIỂN VỌNG 2026

TCBS ước tính doanh thu thuần 2026 đạt **18.466 tỷ (+5,0%)** và LNST cổ đông mẹ **1.026 tỷ (+52,4%)**. Dự phóng 2027 lùi về 721 tỷ do lợi nhuận 2026 có phần đóng góp của khoản thu nhập tài chính không lặp lại.

LNST 2026F CỔ ĐÔNG MẸ

**1.026**tỷ đồng · **P/E 2026 là 4,9x**

LNST 2027F CỔ ĐÔNG MẸ

**721**tỷ đồng · **P/E 2027 là 6,9x**

EPS 2026F

**4.091**

đồng/cp · 2027F 2.875đ

DOANH THU THUẦN 2026F

**18.466**tỷ đồng · **+5,0%**

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU & ĐỊNH GIÁ · tại ngày 21/08/2026

GIÁ · ĐỒNG

**19.950**

VỐN HÓA · TỶ Đ

**5.001**

P/E · LẦN

**4,1**

P/B · LẦN

**0,9**

SH NƯỚC NGOÀI

**21,7%**

SLCP · TRIỆU

**250,7**

# 1. Đánh giá của TCBS

Chất lượng lợi nhuận Quý 2, khoản bất thường của Quý 1 và mức định giá thực sự

Quý 2/2026 của Tập đoàn PAN có một điểm đáng ghi nhận: **doanh thu giảm nhưng lợi nhuận vẫn tăng mạnh nhờ vận hành, không nhờ khoản bất thường nào**. Doanh thu thuần đạt 3.620 tỷ đồng (-10,1% YoY) song lợi nhuận gộp vẫn tăng 2,4% lên 793 tỷ khi biên gộp mở rộng từ 19,2% lên **21,9%**. Cùng lúc, chi phí tài chính giảm từ 176 tỷ xuống **41 tỷ (-76,7%)** — hệ quả trực tiếp của việc tổng dư nợ vay giảm từ 9.161 tỷ xuống 4.228 tỷ trong 12 tháng. Kết quả là lợi nhuận trước thuế tăng 34,9% lên 414 tỷ và LNST cổ đông công ty mẹ tăng **51,1% lên 210 tỷ**.

Lũy kế 6 tháng lại là một bức tranh khác. LNST cổ đông mẹ 6 tháng đạt **796 tỷ (+222,3%)**, nhưng phần lớn mức tăng đến từ **khoản thu nhập tài chính đột biến 634 tỷ ghi nhận trong Quý 1** — so với mặt bằng thường xuyên chỉ 90–210 tỷ mỗi quý. **TCBS cho rằng đây là chi tiết quyết định cách đọc mức định giá của PAN**: P/E 4,1 lần đang tính trên lợi nhuận trượt 4 quý 1.222 tỷ vốn đã bao gồm khoản bất thường này. Nếu loại phần doanh thu tài chính vượt mặt bằng — 474 tỷ trước thuế — lợi nhuận thường xuyên trượt 4 quý chỉ còn khoảng 850 tỷ, đưa **P/E lên khoảng 5,9 lần**.

**PAN là công ty holding, nên kết quả một quý cần được đọc theo từng mảng**. Số liệu từ báo cáo tài chính của các công ty thành viên đã niêm yết cho thấy hai chiều ngược nhau. **Thực phẩm Sao Ta (tôm)** — thành viên lớn nhất — doanh thu giảm 10,8% còn 1.675 tỷ nhưng biên gộp mở rộng từ 10,5% lên 14,9%, đưa lợi nhuận cổ đông mẹ tăng **92,5% lên 155 tỷ**. **Khử trùng Việt Nam (nông dược và khử trùng)** tăng doanh thu 17,0% lên 936 tỷ với biên gộp 27,7%. Ở chiều ngược lại, **Vinaseed (giống cây trồng)** giảm doanh thu 24,8% và lợi nhuận 30,9%. Như vậy phần lớn mức tăng lợi nhuận hợp nhất Quý 2 đến từ mảng tôm.

## CẦU NỐI LỢI NHUẬN QUÝ 2/2026 SO VỚI CÙNG KỲ · TỶ ĐỒNG

|                                                                               |                                                                                           |                                                                            |
|-------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|
| <b>LỢI NHUẬN GỘP</b><br><b>+19</b><br>793 so với 774 tỷ · biên 21,9% từ 19,2% | <b>CHI PHÍ TÀI CHÍNH</b><br><b>+135</b><br>41 so với 176 tỷ · giảm 76,7%                  | <b>DOANH THU TÀI CHÍNH</b><br><b>-69</b><br>144 so với 213 tỷ · giảm 32,4% |
| <b>CHI PHÍ BH &amp; QLDN</b><br><b>+19</b><br>483 so với 502 tỷ · giảm 3,8%   | <b>THUẾ, CĐT &amp; KHÁC</b><br><b>-33</b><br>gồm phần lợi nhuận chia cho cổ đông thiểu số | <b>THAY ĐỔI LNST-CĐM</b><br><b>+71</b><br>210 so với 139 tỷ · tăng 51,1%   |

|                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>ĐIỂM CHÍNH</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>01</b>         | <b>Chất lượng Quý 2 đến từ vận hành</b> — doanh thu giảm 10,1% nhưng lợi nhuận gộp vẫn tăng và chi phí lãi vay giảm gần hai phần ba; đây là kết quả của biên lợi nhuận và cơ cấu vốn, không phải của một khoản ghi nhận một lần.                                                                                              |
| <b>02</b>         | <b>Nhưng lợi nhuận 6 tháng bị khoản bất thường chi phối</b> — 634 tỷ thu nhập tài chính trong Quý 1 chiếm phần lớn mức tăng 222%; phần vượt mặt bằng thường xuyên là 474 tỷ trước thuế, chiếm 41% lợi nhuận trước thuế 6 tháng.                                                                                               |
| <b>03</b>         | <b>Doanh thu chưa quay lại tăng trưởng, nhưng nguyên nhân khác nhau theo mảng</b> — doanh thu hợp nhất giảm hai quý liên tiếp, 6 tháng -9,3%. Sao Ta và Vinaseed đều thu hẹp doanh thu, trong khi Khử trùng Việt Nam và Thủy sản Bến Tre vẫn tăng trưởng. Toàn bộ mức tăng lợi nhuận đến từ biên và chi phí, không từ quy mô. |

2. Kết quả kinh doanh Quý 2/2026

Bức tranh doanh thu – lợi nhuận theo quý và lũy kế 6 tháng

Quý 2/2026 ghi nhận **doanh thu giảm nhưng mọi dòng lợi nhuận đều cải thiện**: doanh thu thuần 3.620 tỷ (-10,1% YoY), lợi nhuận gộp 793 tỷ (+2,4%), lợi nhuận trước thuế 414 tỷ (+34,9%) và LNST cổ đông công ty mẹ 210 tỷ (+51,1%). Lũy kế 6 tháng, doanh thu đạt **7.387 tỷ (-9,3%)** trong khi LNST cổ đông mẹ đạt **796 tỷ (+222,3%)**.

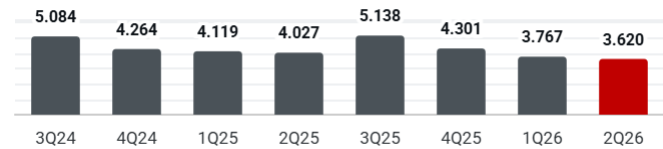
CÁC NHẬN XÉT CHÍNH

- 01 Biên gộp là động lực chính** – 21,9% so với 19,2% cùng kỳ; giá vốn giảm 12,8% trong khi doanh thu chỉ giảm 10,1%, cho thấy cải thiện đến từ cơ cấu sản phẩm và giá bán chứ không phải cắt giảm sản lượng đơn thuần.
- 02 Chi phí tài chính giảm mạnh nhất trong các dòng chi phí** – 41 tỷ so với 176 tỷ, trong đó riêng chi phí lãi vay giảm từ 137 tỷ còn 49 tỷ sau khi tập đoàn tắt toán phần lớn nợ vay ngắn hạn.
- 03 Chi phí bán hàng và quản lý được kiểm soát** – tổng 483 tỷ, giảm 3,8% và chiếm 13,3% doanh thu, gần như đi ngang so với 12,5% cùng kỳ.

| Chỉ tiêu (tỷ đồng)         | Q2/2026 | Q2/2025 | %YoY    | 6T/2026 | 6T/2025 | %YoY    |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần            | 3.620   | 4.027   | -10,1   | 7.387   | 8.147   | -9,3    |
| Giá vốn hàng bán           | (2.827) | (3.243) | -12,8   | (5.874) | (6.679) | -12,1   |
| Lợi nhuận gộp              | 793     | 774     | +2,4    | 1.513   | 1.468   | +3,1    |
| Biên lợi nhuận gộp (%)     | 21,9    | 19,2    | +2,7 đ% | 20,5    | 18,0    | +2,5 đ% |
| Doanh thu tài chính        | 144     | 213     | -32,4   | 778     | 401     | +94,0   |
| Chi phí tài chính          | (41)    | (176)   | -76,7   | (185)   | (317)   | -41,8   |
| – trong đó chi phí lãi vay | (49)    | (137)   | -64,2   | (86)    | (252)   | -65,9   |
| Chi phí bán hàng & QLDN    | (483)   | (502)   | -3,8    | (951)   | (1.006) | -5,5    |
| Lợi nhuận trước thuế       | 414     | 307     | +34,9   | 1.158   | 543     | +113,3  |
| Lợi ích cổ đông thiểu số   | 155     | 125     | +24,0   | 240     | 211     | +13,7   |
| LNST cổ đông công ty mẹ    | 210     | 139     | +51,1   | 796     | 247     | +222,3  |

Doanh thu thuần theo quý

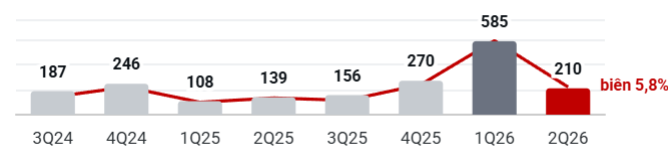
Tỷ đồng · giảm hai quý liên tiếp



Nguồn: BCTC hợp nhất PAN, TCBS

LNST cổ đông công ty mẹ theo quý

Tỷ đồng · đường = biên lợi nhuận ròng



Nguồn: BCTC hợp nhất PAN, TCBS

3. Phân tích các chỉ số tài chính

Biên lợi nhuận, khoản bất thường, bảng cân đối, cơ cấu holding và định giá

3.1. Biên lợi nhuận và bức tranh theo mảng kinh doanh

Biên lợi nhuận gộp Quý 2 đạt **21,9%**, mức cao thứ hai trong 8 quý gần nhất và cao hơn 2,7 điểm phần trăm so với cùng kỳ. Điều đáng chú ý là biên cải thiện trong lúc doanh thu giảm — cho thấy phần tăng đến từ cơ cấu sản phẩm và giá bán, không phải từ quy mô.

- **Giá vốn giảm nhanh hơn doanh thu** — giá vốn Quý 2 giảm 12,8% trong khi doanh thu chỉ giảm 10,1%. Lũy kế 6 tháng, biên gộp đạt 20,5% so với 18,0% cùng kỳ.
- **Mức cải thiện diễn ra ở nhiều mảng cùng lúc** — theo báo cáo tài chính của các công ty thành viên đã niêm yết, biên gộp Quý 2 tăng ở Sao Ta, Khử trùng Việt Nam và Vinaseed; chỉ Thủy sản Bến Tre và Lafooco đi lùi.

| Công ty thành viên · mảng kinh doanh       | DT Q2/26 | %YoY  | Biên gộp Q2/26 | Biên gộp Q2/25 | LNST-CDM | %YoY  |
|--------------------------------------------|----------|-------|----------------|----------------|----------|-------|
| Thực phẩm Sao Ta · tôm                     | 1.675    | -10,8 | 14,9%          | 10,5%          | 155      | +92,5 |
| Khử trùng Việt Nam · nông dược & khử trùng | 936      | +17,0 | 27,7%          | 25,3%          | 75       | +7,6  |
| Vinaseed · giống cây trồng                 | 503      | -24,8 | 34,2%          | 27,4%          | 42       | -30,9 |
| Thủy sản Bến Tre · cá tra                  | 214      | +20,6 | 25,2%          | 31,1%          | 52       | -16,4 |
| Lafooco · hạt điều                         | 175      | +30,3 | 12,6%          | 18,5%          | 6        | -52,8 |

Đơn vị: tỷ đồng. LNST-CDM là lợi nhuận thuộc cổ đông công ty mẹ của chính từng thành viên, không phải phần PAN được hưởng. PAN sở hữu 37,8% Sao Ta, 76,5% Thủy sản Bến Tre và 77,9% Lafooco; PAN Farm — do PAN sở hữu 98,6% — nắm 51,3% Khử trùng Việt Nam và 80,1% Vinaseed. Tổng doanh thu năm thành viên này không bằng doanh thu hợp nhất do còn các thành viên chưa niêm yết và các khoản loại trừ nội bộ.

- **Mảng tôm là động lực chính của quý** — Sao Ta chiếm gần một nửa doanh thu của nhóm thành viên niêm yết. Doanh thu giảm 10,8% nhưng biên gộp mở rộng 4,4 điểm phần trăm, đưa lợi nhuận tăng 92,5%. Đây là phần đóng góp lớn nhất vào mức tăng lợi nhuận hợp nhất.
- **Nông dược và khử trùng là mảng ổn định nhất** — Khử trùng Việt Nam đạt doanh thu 936 tỷ (+17,0%) với biên gộp 27,7%, cao hơn mặt bằng chung của tập đoàn. Lợi nhuận chỉ tăng 7,6% do chi phí bán hàng và quản lý tăng nhanh hơn doanh thu.
- **Giống cây trồng là điểm trừ rõ nhất** — Vinaseed giảm doanh thu 24,8% và lợi nhuận 30,9%, dù biên gộp vẫn cải thiện lên 34,2% — mức cao nhất trong các thành viên. Đây là nguyên nhân chính khiến doanh thu hợp nhất tiếp tục đi lùi.
- **Chi phí vận hành giảm theo doanh thu** — chi phí bán hàng và quản lý 6 tháng giảm 5,5% còn 951 tỷ. Tỷ lệ trên doanh thu ở mức 12,9%, gần như không đổi, cho thấy tập đoàn giữ được kỷ luật chi phí mà chưa phải cắt giảm sâu.
- **Đánh giá:** nếu chỉ nhìn hoạt động cốt lõi, Quý 2 là một quý tốt và mức cải thiện trái trên nhiều mảng chứ không tập trung ở một thành viên. Vấn đề của PAN không nằm ở biên lợi nhuận mà ở **quy mô doanh thu đang thu hẹp** ở hai mảng lớn nhất là tôm và giống cây trồng — biên có thể cải thiện thêm, nhưng nếu doanh thu tiếp tục giảm hai chữ số thì lợi nhuận tuyệt đối khó tăng bền vững.

### 3.2. Khoản thu nhập tài chính đột biến – chi tiết quyết định cách đọc định giá

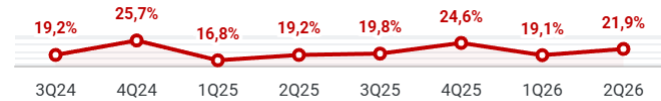
Đây là chi tiết quan trọng nhất của kết quả 6 tháng. Doanh thu tài chính Quý 1/2026 đạt **634 tỷ đồng**, gấp hơn ba lần mặt bằng thường xuyên 90–210 tỷ mỗi quý của bảy quý trước đó.

| Doanh thu tài chính theo quý (tỷ đồng) | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | Bình quân 7 quý trước |
|----------------------------------------|------|------|------|------|-----------------------|
| Doanh thu hoạt động tài chính          | 134  | 91   | 634  | 144  | 160                   |

- Khoản này giải thích gần như toàn bộ mức tăng lợi nhuận 6 tháng** – LNST cổ đông mẹ 6 tháng tăng 549 tỷ so với cùng kỳ; riêng phần doanh thu tài chính vượt mặt bằng đã là 474 tỷ trước thuế. Nếu loại trừ, mức tăng còn lại đến từ biên gộp và tiết giảm chi phí lãi vay – đáng ghi nhận nhưng ở quy mô khiêm tốn hơn nhiều.
- Mặt bằng lợi nhuận thường xuyên thấp hơn con số báo cáo** – bảy quý trước Quý 1/2026, doanh thu tài chính dao động 90–210 tỷ mỗi quý với bình quân 160 tỷ. So với mức này, phần vượt của Quý 1 là 474 tỷ trước thuế, bằng 41% lợi nhuận trước thuế 6 tháng.
- Đánh giá:** hệ quả trực tiếp là **P/E 4,1 lần đang tính trên một nền lợi nhuận không lặp lại**. Loại khoản bất thường, lợi nhuận thường xuyên trượt 4 quý còn khoảng 850 tỷ và P/E lên **khoảng 5,9 lần**. Đây vẫn là mức thấp so với mặt bằng lịch sử 7,3–9,1 lần của giai đoạn 2022–2025, nhưng khác hẳn ấn tượng ban đầu mà con số 4,1 lần tạo ra.

#### ■ Biên lợi nhuận gộp theo quý

% · 2Q26 đạt 21,9%



Nguồn: BCTC hợp nhất PAN, TCBS

#### ■ Doanh thu & chi phí tài chính

Tỷ đồng · theo quý



Nguồn: BCTC hợp nhất PAN, TCBS

### 3.3. Bảng cân đối – quá trình giảm nợ vay đã hoàn tất

Thay đổi lớn nhất trên bảng cân đối của PAN trong một năm qua là **quy mô nợ vay**: tổng dư nợ giảm từ 9.161 tỷ đồng tại 30/6/2025 xuống **4.228 tỷ** tại 30/6/2026, tương đương giảm 54%. Tổng tài sản theo đó co từ 20.707 tỷ về 16.687 tỷ.

- Chi phí lãi vay giảm theo tỷ lệ tương ứng** – chi phí lãi vay Quý 2 còn 49 tỷ so với 137 tỷ cùng kỳ; lũy kế 6 tháng giảm 65,9% còn 86 tỷ. Hệ số EBIT trên lãi vay theo số liệu trượt 4 quý đạt 6,3 lần, so với 3,4 lần của cả năm 2025.
- Tập đoàn đã chuyển sang vị thế tiền ròng** – tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn 6.174 tỷ vượt tổng vay 4.228 tỷ, tức **tiền ròng 1.946 tỷ**, trong khi một năm trước hai khoản này gần như cân bằng. Vốn chủ sở hữu chiếm 54,6% tổng tài sản.
- Nợ vay tăng trở lại trong Quý 2 là yếu tố mùa vụ** – từ 2.755 tỷ cuối Quý 1 lên 4.228 tỷ, đi kèm tồn kho tăng từ 3.374 lên 4.289 tỷ, phục vụ mùa cao điểm nửa cuối năm.
- Đánh giá:** đây là thay đổi có chất lượng và đã phản ánh vào kết quả. Phần dư địa cải thiện lợi nhuận từ giảm chi phí lãi vay **gần như không còn** – lãi vay 6 tháng chỉ còn 86 tỷ, nên nếu doanh thu không quay lại tăng trưởng thì các quý tới sẽ thiếu động lực mới.

#### ■ Tiền + đầu tư ngắn hạn và tổng vay nợ

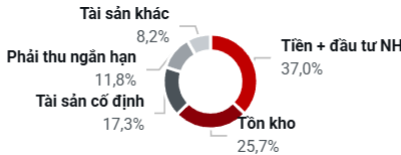
Tỷ đồng · cuối quý



Nguồn: BCTC hợp nhất PAN, TCBS

#### ■ Cơ cấu tổng tài sản – Q2/2026

Tỷ đồng · tổng 16.687 tỷ



Nguồn: BCTC hợp nhất PAN, TCBS

### 3.4. Cơ cấu holding — phần lợi nhuận thực sự thuộc cổ đông PAN

PAN là công ty mẹ của một nhóm công ty con niêm yết, phần lớn không sở hữu 100%. Vì vậy **doanh thu và lợi nhuận hợp nhất lớn hơn đáng kể phần thực sự thuộc về cổ đông PAN** — một đặc điểm cần tính đến khi so sánh với các doanh nghiệp thông thường.

- **Khoảng 42% lợi nhuận chia cho cổ đông thiểu số** — Quý 2, trong 366 tỷ LNST hợp nhất thì 155 tỷ thuộc cổ đông thiểu số của các công ty con, chỉ 210 tỷ thuộc cổ đông PAN. Tỷ lệ này dao động 13–46% theo quý tùy công ty con nào đóng góp lợi nhuận.
- **Trên bảng cân đối cũng tương tự** — trong 9.117 tỷ vốn chủ sở hữu tại 30/6/2026, phần của cổ đông thiểu số là 3.754 tỷ; vốn chủ thuộc cổ đông công ty mẹ chỉ **5.363 tỷ**, tương ứng giá trị sổ sách 21.393 đồng/cổ phiếu. Chỉ số P/B 0,9 lần được tính trên con số này.
- **Đánh giá:** cơ cấu này không phải điểm trừ, nhưng đòi hỏi cách đọc khác. Doanh thu hợp nhất 17.586 tỷ của năm 2025 chỉ tạo ra **673 tỷ lợi nhuận cho cổ đông PAN** — biên lợi nhuận thực tế thuộc cổ đông mẹ là 3,8%, thấp hơn nhiều so với ấn tượng từ quy mô doanh thu.

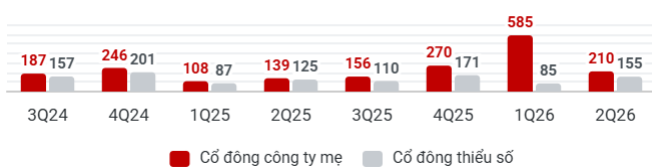
### 3.5. Định giá & quan điểm đầu tư

Cổ phiếu đang giao dịch ở **P/E 4,1 lần và P/B 0,9 lần** — dưới giá trị sổ sách. ROE trượt 4 quý đạt 23,1%, nhưng con số này cũng bị khoản bất thường Quý 1 đẩy lên.

- **Hai mức P/E cho hai cách đọc khác nhau** — **4,1 lần** trên lợi nhuận trượt 4 quý 1.222 tỷ đã bao gồm khoản bất thường, và **khoảng 5,9 lần** nếu loại phần doanh thu tài chính vượt mặt bằng của Quý 1. So với mặt bằng lịch sử 7,3–9,1 lần của giai đoạn 2022–2025, mức 5,9 lần vẫn là rẻ, nhưng không rẻ đến mức con số 4,1 lần hàm ý.
- **Nền tảng định giá nằm ở P/B và bảng cân đối** — P/B 0,9 lần dưới giá trị sổ sách, cùng vị thế tiền ròng 1.946 tỷ trên vốn hóa 5.001 tỷ — tương đương 39% vốn hóa — tạo biên an toàn đáng kể. Đây là phần định giá không phụ thuộc vào khoản bất thường nào.
- **Đánh giá:** TCBS cho rằng PAN đang bị định giá thấp nhưng không ở mức 4,1 lần như con số hiển thị. Chất lượng vận hành Quý 2 và bảng cân đối đã lành mạnh hơn nhiều là những điểm tích cực rõ ràng; điều còn thiếu là **doanh thu quay lại tăng trưởng** — vì phần cải thiện từ chi phí lãi vay đã được ghi nhận gần hết. Nhà đầu tư có thể đưa PAN vào danh mục theo dõi và cân nhắc giải ngân khi doanh thu xác nhận tạo đáy, dự kiến rõ nhất ở số liệu Quý 3 — quý cao điểm của tập đoàn.

#### ■ Phân bổ lợi nhuận sau thuế theo quý

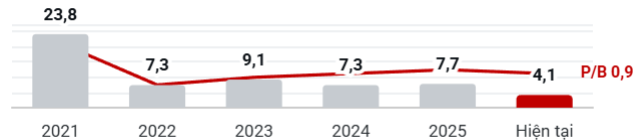
Tỷ đồng · cổ đông mẹ và cổ đông thiểu số



Nguồn: BCTC hợp nhất PAN, TCBS

#### ■ Định giá P/E & P/B theo năm

Lần · cột = P/E; đường = P/B (trục phải)



Nguồn: Hệ thống TCBS (TCA), TCBS

Phụ lục – Số liệu BCTC Quý 2/2026

Trích lược bảng cân đối kế toán và báo cáo kết quả kinh doanh hợp nhất

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)

| Chỉ tiêu                   | Q2/2025       | Q3/2025       | Q4/2025       | Q1/2026       | Q2/2026       |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền & tương đương tiền    | 2.599         | 2.736         | 2.627         | 3.648         | 1.315         |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn  | 6.718         | 3.569         | 2.228         | 2.182         | 4.859         |
| Phải thu ngắn hạn          | 1.660         | 2.344         | 1.863         | 1.804         | 1.973         |
| Hàng tồn kho               | 4.319         | 3.771         | 3.268         | 3.374         | 4.289         |
| Tài sản cố định            | 3.971         | 3.906         | 3.851         | 2.898         | 2.883         |
| <b>TỔNG TÀI SẢN</b>        | <b>20.707</b> | <b>17.887</b> | <b>15.595</b> | <b>15.214</b> | <b>16.687</b> |
| Nợ phải trả                | 11.733        | 9.231         | 6.518         | 5.580         | 7.570         |
| – trong đó tổng vay nợ     | 9.161         | 6.413         | 3.697         | 2.755         | 4.228         |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b> | <b>8.974</b>  | <b>8.655</b>  | <b>9.077</b>  | <b>9.634</b>  | <b>9.117</b>  |
| – lợi ích cổ đông thiểu số | 3.767         | 3.744         | 3.735         | 3.797         | 3.754         |

Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ đồng)

| Chỉ tiêu                       | Q2/2025      | Q3/2025      | Q4/2025      | Q1/2026      | Q2/2026      |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>         | <b>4.027</b> | <b>5.138</b> | <b>4.301</b> | <b>3.767</b> | <b>3.620</b> |
| Lợi nhuận gộp                  | 774          | 1.015        | 1.056        | 720          | 793          |
| Biên lợi nhuận gộp (%)         | 19,2         | 19,8         | 24,6         | 19,1         | 21,9         |
| Doanh thu tài chính            | 213          | 134          | 91           | 634          | 144          |
| Chi phí tài chính              | (176)        | (124)        | (100)        | (143)        | (41)         |
| Chi phí bán hàng & QLDN        | (502)        | (721)        | (534)        | (468)        | (483)        |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>    | <b>307</b>   | <b>305</b>   | <b>516</b>   | <b>744</b>   | <b>414</b>   |
| Lợi ích cổ đông thiểu số       | 125          | 110          | 171          | 85           | 155          |
| <b>LNST cổ đông công ty mẹ</b> | <b>139</b>   | <b>156</b>   | <b>270</b>   | <b>585</b>   | <b>210</b>   |

Nguồn: BCTC hợp nhất PAN (Quý 2/2026 chưa soát xét), Hệ thống TCBS, TCBS. Vốn chủ sở hữu trong bảng là tổng vốn chủ hợp nhất, đã bao gồm phần lợi ích của cổ đông thiểu số tại các công ty con.

Phụ lục – Mô hình tài chính & dự phóng 2021–2030

Đơn vị: tỷ đồng (trừ các dòng tỷ lệ, lần, %, số ngày) · Cột 2026–2030 là số liệu dự phóng

| Chỉ tiêu                   | THỰC HIỆN |        |        |        |        | DỰ PHÓNG · TCBS |        |        |        |        |
|----------------------------|-----------|--------|--------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
|                            | 2021      | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026            | 2027   | 2028   | 2029   | 2030   |
| Số lượng cổ phiếu (triệu)  | 250,7     | 250,7  | 250,7  | 250,7  | 250,7  | 250,7           | 250,7  | 250,7  | 250,7  | 250,7  |
| P/E (lần)                  | 23,8      | 7,3    | 9,1    | 7,3    | 7,7    | 4,9             | 6,9    | 6,5    | 6,0    | 5,7    |
| EPS (đồng/cp)              | 1.181     | 1.492  | 1.620  | 2.429  | 2.684  | 4.091           | 2.875  | 3.076  | 3.299  | 3.528  |
| P/B (lần)                  | 1,7       | 0,6    | 0,8    | 0,9    | 1,0    | 0,8             | 0,7    | 0,6    | 0,6    | 0,5    |
| BVPS (đồng/cp)             | 16.460    | 17.918 | 19.096 | 20.223 | 21.309 | 25.402          | 28.278 | 31.354 | 34.654 | 38.182 |
| ROE (cổ đông mẹ)           | 7,2%      | 8,3%   | 8,5%   | 12,0%  | 12,6%  | 17,5%           | 10,7%  | 10,3%  | 10,0%  | 9,7%   |
| Biên lợi nhuận gộp         | 18,9%     | 20,0%  | 20,1%  | 20,9%  | 20,1%  | 20,1%           | 20,1%  | 20,1%  | 20,1%  | 20,1%  |
| Biên lợi nhuận hoạt động   | 6,0%      | 6,1%   | 7,2%   | 8,4%   | 7,8%   | 6,6%            | 6,6%   | 6,6%   | 6,6%   | 6,6%   |
| Biên LNST cổ đông mẹ       | 3,2%      | 2,7%   | 3,1%   | 3,8%   | 3,8%   | 5,6%            | 3,7%   | 3,8%   | 3,9%   | 3,9%   |
| Doanh thu / Tài sản        | 0,6       | 0,8    | 0,7    | 0,7    | 1,1    | 1,1             | 1,1    | 1,1    | 1,1    | 1,1    |
| (Vay – Tiền) / Vốn CSH     | -0,1      | 0,0    | 0,0    | -0,2   | -0,1   | -0,2            | -0,3   | -0,3   | -0,4   | -0,4   |
| EBIT / Lãi vay (lần)       | 2,5       | 3,4    | 2,1    | 3,8    | 3,4    | 9,6             | 10,1   | 10,6   | 11,1   | 11,7   |
| Số ngày phải thu           | 63        | 55     | 64     | 33     | 39     | 35              | 35     | 35     | 35     | 35     |
| Số ngày tồn kho            | 123       | 102    | 107    | 89     | 85     | 83              | 83     | 83     | 83     | 83     |
| Doanh thu thuần            | 9.249     | 13.655 | 13.205 | 16.182 | 17.586 | 18.466          | 19.389 | 20.358 | 21.376 | 22.445 |
| Tăng trưởng doanh thu      |           | +48%   | -3%    | +23%   | +9%    | +5%             | +5%    | +5%    | +5%    | +5%    |
| Lợi nhuận gộp              | 1.750     | 2.736  | 2.660  | 3.382  | 3.540  | 3.717           | 3.903  | 4.098  | 4.303  | 4.518  |
| Lợi nhuận trước thuế       | 561       | 932    | 956    | 1.353  | 1.364  | 2.072           | 1.455  | 1.560  | 1.671  | 1.787  |
| EBITDA                     | —         | —      | —      | —      | —      | 1.742           | 1.824  | 1.908  | 1.997  | 2.090  |
| LNST cổ đông công ty mẹ    | 296       | 374    | 406    | 609    | 673    | 1.026           | 721    | 771    | 827    | 885    |
| Tăng trưởng lợi nhuận      |           | +26%   | +9%    | +50%   | +11%   | +52%            | -30%   | +7%    | +7%    | +7%    |
| Tiền & đầu tư ngắn hạn     | 5.785     | 4.826  | 8.693  | 13.563 | 4.855  | 5.925           | 6.733  | 7.615  | 8.516  | 9.487  |
| Phải thu ngắn hạn          | 1.606     | 2.068  | 2.332  | 1.463  | 1.863  | 1.794           | 1.883  | 1.978  | 2.076  | 2.180  |
| Hàng tồn kho               | 2.526     | 3.049  | 3.083  | 3.107  | 3.268  | 3.432           | 3.603  | 3.784  | 3.973  | 4.171  |
| Tổng tài sản               | 15.024    | 16.082 | 20.188 | 23.841 | 15.595 | 16.761          | 17.630 | 18.557 | 19.547 | 20.603 |
| Vay ngắn hạn               | 3.838     | 5.121  | 8.379  | 11.493 | 3.237  | 3.237           | 3.237  | 3.237  | 3.237  | 3.237  |
| Vay dài hạn                | 1.152     | 4      | 603    | 207    | 460    | 460             | 460    | 460    | 460    | 460    |
| Tổng vay                   | 4.990     | 5.125  | 8.982  | 11.700 | 3.697  | 3.697           | 3.697  | 3.697  | 3.697  | 3.697  |
| Tổng nợ phải trả           | 7.444     | 8.203  | 11.845 | 14.981 | 6.518  | 6.658           | 6.806  | 6.962  | 7.125  | 7.297  |
| Vốn chủ sở hữu (tổng)      | 7.580     | 7.878  | 8.343  | 8.859  | 9.077  | 10.103          | 10.824 | 11.595 | 12.422 | 13.307 |
| — lợi ích cổ đông thiểu số | 3.453     | 3.386  | 3.556  | 3.789  | 3.735  | 3.735           | 3.734  | 3.734  | 3.734  | 3.734  |
| Dòng tiền tự do (FCF)      | —         | —      | —      | —      | —      | 1.912           | 1.427  | 1.535  | 1.595  | 1.706  |

Nguồn: BCTC hợp nhất PAN (cột thực hiện) và ước tính của TCBS (cột dự phóng). Lưu ý: phần viết của báo cáo chỉ sử dụng số liệu thực hiện; các cột dự phóng trong bảng này được trích nguyên từ hệ thống TCBS để tham khảo. Các chỉ số P/E, P/B, EPS và BVPS đều tính trên phần thuộc cổ đông công ty mẹ; P/E và P/B của cột thực hiện dùng thị giá cuối năm đã điều chỉnh.

---

© **Techcom Securities** | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội |  
Hotline: 1900 23 23 66 | [www.tcbs.com.vn](http://www.tcbs.com.vn)

Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **Đăng ký**.

Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ [research.feedback@tcbs.com.vn](mailto:research.feedback@tcbs.com.vn). Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

## **Miễn trừ trách nhiệm:**

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.