

Báo cáo cập nhật KQKD Quý 2/2026 – PNJ

HOSE · PNJ · Công ty CP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)



LNST CỔ ĐÔNG MẸ · Q2

-283

tỷ đồng · cùng kỳ lãi 437 tỷ

DOANH THU THUẦN · Q2

8.484tỷ đồng · **+11,9% YoY**

BIÊN LN GỘP · Q2

18,4%

cùng kỳ 21,5% · đáy 8 quý

TRÍCH LẬP KIM CƯƠNG

865

tỷ đồng · dồn vào chi phí quản lý

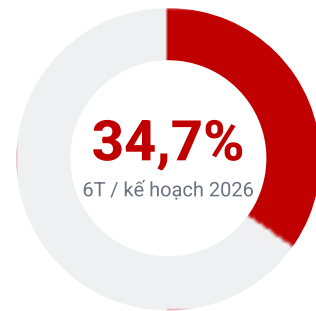
ĐÁNH GIÁ KQKD QUÝ 2/2026

Quý lỗ đầu tiên trong lịch sử niêm yết: doanh thu thuần vẫn tăng lên **8.484 tỷ đồng (+11,9% YoY)** nhưng cổ đông công ty mẹ **lỗ 283 tỷ** (cùng kỳ lãi 437 tỷ). Nguyên nhân là khoản **trích lập dự phòng 865 tỷ đồng** cho cam kết mua lại kim cương, đưa chi phí quản lý lên **1.063 tỷ (+422%)**; biên gộp cũng co từ 21,5% xuống **18,4%**. TCBS Research lưu ý biến số quyết định là giá trị thu hồi của lượng kim cương đã mua lại — mức trích lập 41% hàm ý chỉ thu về khoảng 59%, và doanh nghiệp sẽ đánh giá lại ở BCTC Quý 3. Mức chiết khấu hiện tại chưa phản ánh phần rủi ro chưa lượng hóa được, **nên đây chưa phải thời điểm bắt đáy**.

LNST cổ đông công ty mẹ theo quý · tỷ đồng

216	731	678	437	496	1.218	1.467	-283
3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26

TIẾN ĐỘ LỢI NHUẬN NĂM



* Trên kế hoạch LNST 2026 là 3.409 tỷ (+21%) theo ĐHĐCĐ; kế hoạch doanh thu 48.660 tỷ đã đạt 52,9%. PNJ đang triệu tập ĐHĐCĐ bất thường để điều chỉnh kế hoạch sau sự cố.

ĐIỂM NHẤN

1.185

TỶ · 6T/26

Lũy kế 6 tháng vẫn có lãi

+6,3% YoY nhờ Quý 1 kỷ lục · doanh thu 6T 25.729 tỷ (+49,4%)

-87%

MUA LẠI

Chính sách điều chỉnh đã có tác dụng

từ 21/07 khối lượng mua lại giảm còn ~1.162 tỷ · 95% khách chuyển sản phẩm khác

+16,4TRIỆU CP · KHỐI
NGOẠI**Khối ngoại mua ròng trở lại**

từ 28/07 đến 17/08, bù khoảng 46% lượng đã bán ròng trong tháng 7

CẦN THEO DÕI

~59%

GIÁ TRỊ THU HỒI

Kim cương chỉ thu về ~59% giá mua lại

trích lập 865 tỷ trên ~2.100 tỷ kim cương rời · phần còn lại đánh giá lại ở BCTC Quý 3

-27%

GIÁ KIM CƯƠNG THÔ

Giá kim cương tự nhiên giảm toàn cầu

Quý 1/2026 giảm 27% YoY · kim cương nuôi cấy chỉ còn ~14% giá bán buôn hàng tự nhiên

109%

TỒN KHO / VỐN CHỦ

Tồn kho 15.149 tỷ vượt vốn chủ sở hữu

mỗi 10% giảm giá trị thu hồi ~ 1.515 tỷ · nợ vay 3.989 tỷ đều ngắn hạn

TRIỂN VỌNG 2026

TCBS ước tính doanh thu thuần 2026 đạt **43.720 tỷ (+25,0%)** nhưng LNST cổ đông mẹ hạ mạnh về **679 tỷ (-76,0%)**. Mức này **thấp hơn 1.184 tỷ đã thực hiện trong 6 tháng** — hàm ý nửa cuối năm lỗ khoảng 505 tỷ. Từ 2027, lợi nhuận được ước tính hồi phục về **1.650 tỷ**.

LNST 2026F CỔ ĐÔNG MẸ

679tỷ đồng · **-76,0% so với 2025**

EPS 2026F

1.327đồng/cp · **P/E 2026 là 27,3x**

BIÊN LN GỘP 2026F

17,0%

6 tháng đạt 19,4%

DOANH THU THUẦN 2026F

43.720tỷ đồng · **+25,0%**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU & ĐỊNH GIÁ · tại ngày 17/08/2026

GIÁ · ĐỒNG

36.200

VỐN HÓA · TỶ Đ

18.524

P/E · LẦN

6,4

P/B · LẦN

1,3

SH NƯỚC NGOÀI

44,4%

SLCP · TRIỆU

511,7

1. Đánh giá của TCBS

Bản chất khoản trích lập kim cương, phần lợi nhuận cốt lõi còn lại và những gì chưa khép lại

Quý 2/2026 là **quý lỗ đầu tiên của PNJ kể từ khi niêm yết**: doanh thu thuần 8.484 tỷ đồng (+11,9% YoY) nhưng lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ âm **283 tỷ**, so với mức lãi 437 tỷ cùng kỳ. Nguyên nhân nằm gọn ở một dòng chi phí: **chi phí quản lý doanh nghiệp vọt từ 203 tỷ lên 1.063 tỷ (+422%)** do công ty trích lập **865 tỷ đồng dự phòng cho cam kết mua lại kim cương**. Đây là hệ quả của sự cố kiểm định khiến khách hàng đồng loạt yêu cầu bán lại sản phẩm; PNJ áp dụng nguyên tắc thận trọng và coi đây là sự kiện phát sinh sau ngày kết thúc niên độ cần điều chỉnh, nên ghi nhận toàn bộ vào Quý 2 dù giao dịch thực tế diễn ra sau 30/06. Ngoài ra, dự phòng hàng tồn kho lỗi cũng tăng lên **410 tỷ** từ mức 40 tỷ của Quý 1.

Nếu loại khoản trích lập 865 tỷ, lợi nhuận trước thuế Quý 2 đạt khoảng 538 tỷ – gần như đi ngang so với 547 tỷ cùng kỳ. **Hoạt động kinh doanh không sa sút như con số lỗ thể hiện, nhưng cũng chưa có dấu hiệu bật lên.** Điểm yếu thật sự nằm ở **biên lợi nhuận gộp co từ 21,5% xuống 18,4%**, mức thấp nhất trong 8 quý, do cơ cấu doanh thu dịch mạnh sang vàng miếng 24K với biên chỉ 1–2% thay cho trang sức bán lẻ biên cao. Lũy kế 6 tháng, doanh thu đạt **25.729 tỷ (+49,4%)** nhờ Quý 1 kỷ lục trong sóng giá vàng, lợi nhuận cổ đông mẹ **1.185 tỷ (+6,3%)** – hoàn thành 52,9% kế hoạch doanh thu nhưng chỉ **34,7% kế hoạch lợi nhuận**. PNJ đang triệu tập HĐQT bất thường để điều chỉnh kế hoạch 2026. Với thị giá 36.200 đồng, cổ phiếu giao dịch ở **P/E 6,4 lần và P/B 1,3 lần** sau khi giảm 41,3% trong 12 tháng – định giá đã chiết khấu sâu, song **rủi ro trích lập chưa dừng lại** khi ban lãnh đạo cho biết có thể phải trích thêm trong Quý 3.

KẾ HOẠCH 2026 & TIẾN ĐỘ 6 THÁNG

KH DOANH THU 2026 48.660 tỷ đồng · +37% so 2025 · mức kỷ lục	KH LNST 2026 3.409 tỷ đồng · +21% so 2025	TRÍCH LẬP KIM CƯƠNG Q2 865 tỷ đồng · vào chi phí quản lý
DOANH THU 6T · HOÀN THÀNH 52,9% 25.729 / 48.660 tỷ đồng	LNST 6T · HOÀN THÀNH 34,7% 1.184 / 3.409 tỷ đồng	LNST-CĐM LŨY KẾ 6T 1.185 tỷ đồng · +6,3% YoY

ĐIỂM CHÍNH	
01	Lỗ đến từ khoản trích lập, không phải từ hoạt động kinh doanh – loại 865 tỷ dự phòng, lợi nhuận trước thuế Quý 2 khoảng 538 tỷ, xấp xỉ mức 547 tỷ cùng kỳ.
02	Nhưng chất lượng doanh thu đang giảm – biên gộp 18,4%, thấp nhất 8 quý, do vàng miếng 24K biên 1–2% thay thế trang sức bán lẻ; đây là vấn đề cơ cấu, không phải một lần.
03	Rủi ro kim cương mang tính cấu trúc, không chỉ là sự cố – ngoài khả năng trích lập bổ sung trong Quý 3 mà ban lãnh đạo đã báo trước, giá kim cương thô toàn cầu Quý 1/2026 giảm 27% YoY và kim cương nuôi cấy chỉ còn ~14% giá bán buôn hàng tự nhiên, tạo áp lực định giá lại lên tồn kho.

2. Kết quả kinh doanh Quý 2/2026

Bức tranh doanh thu – lợi nhuận và tiến độ so kế hoạch năm

Quý 2/2026 khép lại với **doanh thu tăng nhưng lỗ ròng**: doanh thu thuần 8.484 tỷ đồng (+11,9% YoY, -50,8% QoQ so với nền Quý 1 rất cao), lợi nhuận gộp giảm 4,0% còn 1.563 tỷ và lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ âm 283 tỷ. Toàn bộ lợi nhuận gộp bị chi phí bán hàng và đặc biệt là chi phí quản lý hấp thụ hết.

CÁC NHẬN XÉT CHÍNH

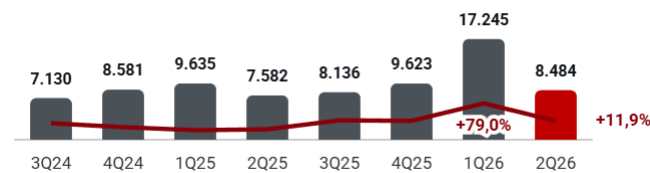
- 01 Chi phí quản lý là toàn bộ câu chuyện** – 1.063 tỷ so với 203 tỷ cùng kỳ, tăng 860 tỷ, trong đó 865 tỷ là dự phòng mua lại kim cương; các khoản chi phí quản lý thường xuyên thực tế còn giảm nhẹ.
- 02 Biên gộp co mạnh vì cơ cấu sản phẩm** – giá vốn tăng 16,2% so với doanh thu tăng 11,9%, biên gộp về 18,4% từ 21,5%; vàng miếng 24K biên 1–2% chiếm tỷ trọng lớn hơn.
- 03 Chi phí bán hàng được tiết giảm** – 757 tỷ, giảm 11,5% YoY, cho thấy công ty đã siết chi tiêu vận hành khi thị trường trang sức yếu.

LNST CỔ ĐÔNG MẸ -283 tỷ đồng · cùng kỳ lãi 437 tỷ	DOANH THU THUẦN 8.484 tỷ đồng · +11,9% YoY	LỢI NHUẬN GỘP 1.563 tỷ đồng · biên gộp 18,4%
CHI PHÍ QUẢN LÝ 1.063 tỷ đồng · +422% YoY · gồm 865 tỷ dự phòng	CHI PHÍ BÁN HÀNG 757 tỷ đồng · -11,5% YoY	LNST NẾU LOẠI DỰ PHÒNG ~538 tỷ đồng · cùng kỳ 547 tỷ

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2/2026	Q2/2025	%YoY	Q1/2026	%QoQ
Doanh thu thuần	8.484	7.582	+11,9	17.245	-50,8
Giá vốn hàng bán	(6.920)	(5.953)	+16,2	(13.804)	-49,9
Lợi nhuận gộp	1.563	1.629	-4,0	3.441	-54,6
Biên lợi nhuận gộp (%)	18,4	21,5	-3,1 đ%	20,0	-1,6 đ%
Chi phí bán hàng	(757)	(855)	-11,5	(1.352)	-44,0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(1.063)	(203)	+422,3	(222)	+378,8
Chi phí tài chính	(62)	(46)	+32,6	(55)	+12,7
Lợi nhuận trước thuế	(327)	547	n/a	1.865	n/a
LNST cổ đông công ty mẹ	(283)	437	n/a	1.467	n/a

Doanh thu thuần theo quý

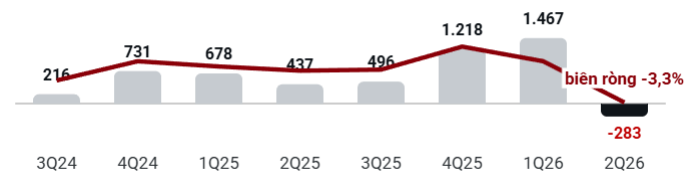
Tỷ đồng · đường = tăng trưởng YoY (%)



Nguồn: BCTC hợp nhất PNJ, TCBS Research

LNST cổ đông công ty mẹ theo quý

Tỷ đồng · cột xám đậm = quý lỗ



Nguồn: BCTC hợp nhất PNJ, TCBS Research

3. Phân tích các chỉ số tài chính

Phân tích theo đặc thù doanh nghiệp bán lẻ trang sức: cơ cấu doanh thu – giá vàng, biên gộp, chi phí và dự phòng, tồn kho – vốn lưu động và định giá

3.1. Doanh thu – cơ cấu sản phẩm & giá vàng

Doanh thu 6 tháng đạt **25.729 tỷ (+49,4% YoY)**, nhưng phân bố rất lệch: Quý 1 đạt 17.245 tỷ trong tổng giá vàng, Quý 2 chỉ 8.484 tỷ. Tăng trưởng doanh thu vì vậy phản ánh giá vàng và nhu cầu tích trữ nhiều hơn là sức mua trang sức.

- **Vàng miếng lẫn át trang sức** – cơ cấu dịch mạnh sang vàng miếng 24K với biên gộp chỉ 1–2%, khiến doanh thu tăng nhưng lợi nhuận gộp gần như đứng yên; đây là lý do biên gộp Quý 2 rơi về 18,4%.
- **Quý 1 là nền so sánh bất thường** – 17.245 tỷ doanh thu và 1.467 tỷ lợi nhuận của Quý 1 gấp đôi mặt bằng thường; các quý tới khó lặp lại nếu giá vàng ổn định trở lại.
- **Đánh giá:** kế hoạch doanh thu 48.660 tỷ (6T đạt 52,9%) nhiều khả năng đạt được, nhưng đây là chỉ tiêu ít ý nghĩa với PNJ vì doanh thu vàng miếng gần như không tạo lợi nhuận. Chỉ tiêu cần theo dõi là lợi nhuận – mới đạt 34,7% kế hoạch.

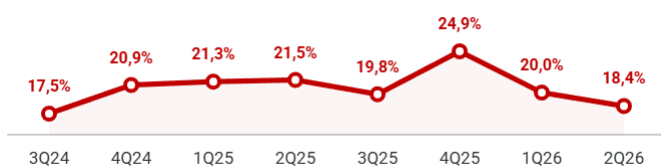
3.2. Chi phí & khoản dự phòng kim cương

Tổng chi phí bán hàng và quản lý Quý 2 là **1.819 tỷ đồng, chiếm 21,4% doanh thu** – so với 14,0% cùng kỳ và 9,1% ở Quý 1. Toàn bộ phần tăng nằm ở chi phí quản lý, cụ thể là khoản dự phòng mua lại kim cương.

- **865 tỷ dự phòng cam kết mua lại** – phát sinh khi khách hàng đồng loạt yêu cầu bán lại kim cương sau sự cố kiểm định P-Lab. PNJ ghi nhận theo nguyên tắc thận trọng vào Quý 2 dù giao dịch chủ yếu diễn ra sau ngày 30/06.
- **410 tỷ dự phòng hàng tồn kho lỗi** – tăng mạnh từ 40 tỷ ở Quý 1, cho thấy phạm vi hàng hóa bị ảnh hưởng rộng hơn đánh giá ban đầu.
- **Đánh giá:** chính sách điều chỉnh từ 21/07 đã có tác dụng – khối lượng mua lại giảm còn khoảng 1.162 tỷ so với hơn 7.000 tỷ trước đó, với 95% khách hàng chuyển sang sản phẩm thay thế. Tuy vậy ban lãnh đạo vẫn để ngỏ khả năng trích lập bổ sung trong Quý 3, nên chi phí này chưa thể coi là đã kết thúc.

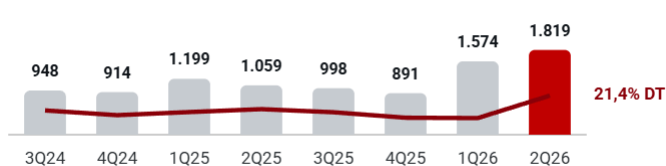
■ Biên lợi nhuận gộp theo quý

% · 2Q26 thấp nhất 8 quý



■ Chi phí bán hàng & QLDN

Tỷ đồng · đường = % doanh thu (trục phải)



Nguồn: BCTC hợp nhất PNJ, TCBS Research

Nguồn: BCTC hợp nhất PNJ, TCBS Research

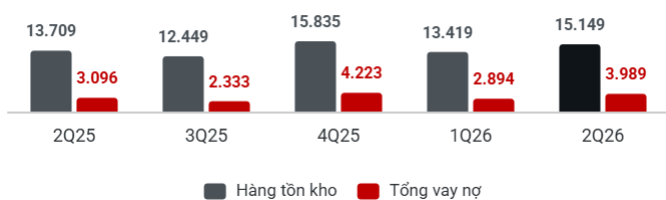
3.3. Tiền kho & vốn lưu động

Bảng cân đối của PNJ về bản chất là **một kho hàng tồn**: cuối Quý 2/2026 tiền kho **15.149 tỷ đồng, chiếm 72% tổng tài sản 21.018 tỷ**. Tiền kho tăng 12,9% so với Quý 1 trong khi doanh thu giảm một nửa, kéo số ngày tồn kho (tính trên giá vốn trượt 4 quý) lên khoảng 160 ngày.

- **Vay ngắn hạn tăng trở lại** — từ 2.894 tỷ cuối Quý 1 lên 3.989 tỷ, chủ yếu tài trợ tồn kho; PNJ không có nợ vay dài hạn. Tiền và đầu tư ngắn hạn 4.002 tỷ, vẫn cao hơn dư nợ vay.
- **Vốn chủ giảm nhẹ** — từ 14.401 tỷ xuống 13.913 tỷ do khoản lỗ trong kỳ và chi trả cổ tức; tỷ lệ nợ phải trả trên vốn chủ ở mức thấp, khoảng 0,5 lần.
- **Đánh giá:** cấu trúc tài chính vẫn an toàn và không có rủi ro thanh khoản trước mắt, nhưng tồn kho phình ra cùng dự phòng hàng lỗi là điểm cần theo dõi sát trong hai quý tới.

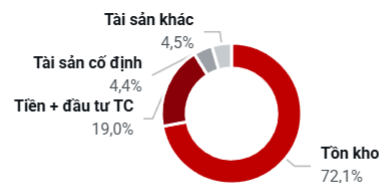
■ Hàng tồn kho và tổng vay nợ

Tỷ đồng · cuối quý



■ Cơ cấu tổng tài sản — Q2/2026

Tỷ đồng · tổng 21.018 tỷ



Nguồn: BCTC hợp nhất PNJ, TCBS Research

Nguồn: BCTC hợp nhất PNJ, TCBS Research

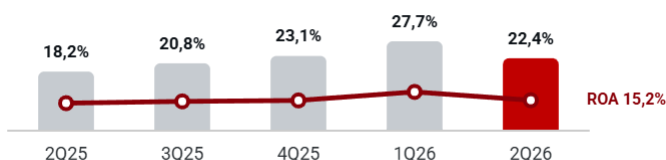
3.4. Sinh lời & định giá

ROE trượt 4 quý giảm về **22,4%** từ 27,7% của quý trước, ROA 15,2% — vẫn là mức khá nhưng đã phản ánh cú lỗ. Định giá rơi về vùng thấp nhất nhiều năm: **P/E 6,4 lần, P/B 1,3 lần**.

- **Thị giá đã chiết khấu sâu** — cổ phiếu giảm 15,4% trong 1 tháng và 43,7% trong 12 tháng, đưa P/B từ mức 2,5 lần của năm 2025 về 1,3 lần, thấp nhất kể từ 2020.
- **Rẻ theo số đã có, không rẻ theo số của năm nay** — P/E 6,4 lần tính trên lợi nhuận trượt 4 quý 2.898 tỷ. Ước tính của TCBS cho 2026 chỉ còn 679 tỷ, tương ứng **P/E 2026 là 27,3 lần**. Tuy nhiên mô hình xem 2026 là năm đáy: lợi nhuận 2027 được ước tính hồi phục về **1.650 tỷ (+143%)**, đưa P/E 2027 về 11,2 lần và các năm sau về 8,4–9,0 lần.
- **Đánh giá:** khoảng cách giữa P/E 2026 là 27,3 lần và P/E 2027 là 11,2 lần cho thấy **toàn bộ luận điểm đầu tư nằm ở việc 2026 có thực sự là năm đáy hay không**. Câu trả lời không nằm ở kết quả kinh doanh mà ở giá trị thu hồi của tồn kho kim cương — phân tích tại mục 3.5.

■ ROE & ROA

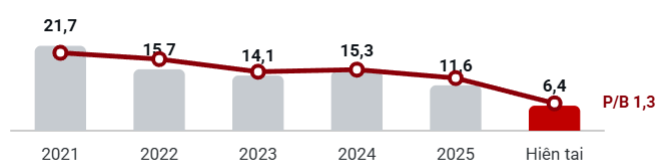
% · trượt 4 quý



Nguồn: BCTC hợp nhất PNJ, TCBS Research

■ Định giá P/E & P/B theo năm

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



Nguồn: Hệ thống TCBS (TCA), TCBS Research

3.5. Rủi ro cấu trúc của mảng kim cương

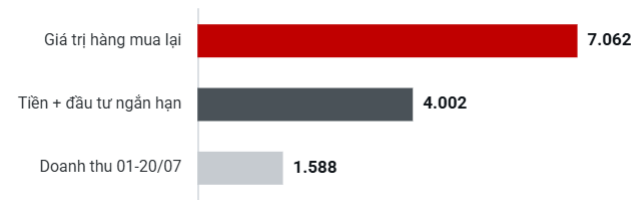
Khoản trích lập 865 tỷ đồng mới là phần đã được ghi nhận. Phần chưa lượng hóa nằm ở chính đặc thù của mảng kim cương: **giá trị hàng hóa phụ thuộc gần như hoàn toàn vào giấy kiểm định**, trong khi mặt bằng giá kim cương tự nhiên toàn cầu đang đi xuống.

Hàng mua lại từ khách hàng · 01–27/07/2026	Tỷ trọng	Giá trị (tỷ đồng)	Trích lập
Kim cương rời	~30%	~2.100	865 (~41%)
Trang sức & vàng miếng	~70%	~4.962	không trích lập
Tổng giá trị mua lại	100%	7.062	865

- **Mức trích lập 41% là một tuyên bố ngầm về giá trị thu hồi** — PNJ ước tính chỉ thu về khoảng 59% số tiền đã trả để mua lại kim cương, trong khi phần trang sức và vàng miếng không phải trích lập vì vàng có giá tham chiếu quốc tế. Riêng quy mô 7.062 tỷ chỉ ra trong 27 ngày đã vượt xa tiền và đầu tư ngắn hạn 4.002 tỷ, và gấp hơn bốn lần doanh thu 1.588 tỷ của cùng giai đoạn.
- **Giá kim cương tự nhiên đang giảm trên phạm vi toàn cầu** — giá kim cương thô Quý 1/2026 giảm 27% so với cùng kỳ; kim cương nuôi cấy nay chỉ còn khoảng 14% giá bán buôn của kim cương tự nhiên sau khi mất gần 90% giá trị kể từ 2018. Tháng 5/2025 De Beers đóng thương hiệu kim cương nuôi cấy Lightbox và chuyển công ty con Element Six sang ứng dụng công nghiệp. Tồn kho kim cương nhập giá cao các năm trước vì vậy chịu áp lực định giá lại.
- **Rủi ro nằm ở giấy kiểm định chứ không ở khoản phạt** — kim cương nuôi cấy không thể phân biệt bằng mắt thường với kim cương tự nhiên, ranh giới duy nhất là chứng nhận kiểm định. Tiền lệ quốc tế (EGL năm 2014, Vashi năm 2023) cho thấy tổn thất lớn nhất không phải chi phí pháp lý mà là việc thị trường thứ cấp chiết khấu lâu dài hàng hóa gắn với đơn vị kiểm định liên quan.
- **Quy mô rủi ro so với vốn chủ sở hữu** — tồn kho 15.149 tỷ bằng **109% vốn chủ sở hữu** và 72,1% tổng tài sản; mỗi 10% suy giảm giá trị thu hồi tương đương khoảng 1.515 tỷ, lớn hơn một nửa lợi nhuận cả năm 2025. Toàn bộ 3.989 tỷ nợ vay là ngắn hạn và 85% bảo đảm bằng tồn kho.
- **Đánh giá:** tổn thất đã ghi nhận trong Quý 2 là tổn thất tài sản; phần tổn thất doanh thu và thanh khoản mới chỉ bắt đầu và sẽ hiện rõ ở số liệu Quý 3 — doanh thu bán lẻ Quý 2 đã chỉ còn tăng 2% so với cùng kỳ. Vì biến số quyết định là giá trị thu hồi của phần tồn kho kim cương còn lại, mà chính doanh nghiệp cho biết sẽ đánh giá lại trong báo cáo Quý 3, **TCBS Research cho rằng đây chưa phải thời điểm bắt đáy**: mức chiết khấu hiện tại phản ánh rủi ro đã biết, chưa phản ánh phần rủi ro chưa lượng hóa được.

■ Quy mô mua lại so với nguồn lực sẵn có

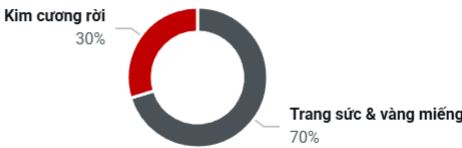
Tỷ đồng · 01–27/07/2026



Nguồn: Thông cáo KQKD Quý 2/2026 của PNJ, TCBS Research

■ Cơ cấu hàng mua lại

Tỷ đồng · tổng 7.062 tỷ



Nguồn: Thông cáo KQKD Quý 2/2026 của PNJ, TCBS Research

3.6. Cơ cấu sở hữu & dòng vốn tổ chức

PNJ không có cổ đông chi phối: nhóm gia đình sáng lập nắm khoảng 15,9% — dưới ngưỡng 35% cần để phủ quyết — trong khi nhà đầu tư nước ngoài chiếm 44,4%. Với một doanh nghiệp sắp phải trình ĐHĐCĐ bất thường về điều chỉnh kế hoạch và phương án mua lại cổ phiếu, đây là chi tiết có ý nghĩa thực tế.

Cổ đông lớn & người nội bộ	Tỷ lệ	Ghi chú
T. Rowe Price Associates (nhóm)	4,97%	Quý ngoại lớn nhất · giảm từ 5,79% xuống dưới ngưỡng 5% ngày 24/07/2026
Trần Phương Ngọc Hà	3,59%	Con gái Chủ tịch HĐQT
Trần Phương Ngọc Thảo	3,52%	Phó Chủ tịch HĐQT · TV Ủy ban Kiểm toán
Cao Thị Ngọc Dung	2,94%	Chủ tịch HĐQT · người sáng lập
Trần Phương Ngọc Giao · Cao Ngọc Duy	5,56%	Người có quan hệ gia đình
Nhóm gia đình sáng lập (ước tính)	~15,9%	Không đủ tỷ lệ phủ quyết các vấn đề trọng yếu
Nhà đầu tư nước ngoài	44,4%	Sát trần room · dư địa mua thêm hẹp

- **Khối ngoại bán ròng 35,7 triệu cổ phiếu trong tháng 7** — tương đương khoảng 7% số cổ phiếu lưu hành. Cả ba nhóm quỹ lớn đều rời vị thế cổ đông lớn: VinaCapital xuống dưới 5% từ 08/07, Dragon Capital từ 5,05% về 4,56% và dưới 5% từ 20/07, T. Rowe Price từ 5,79% về 4,97% ngày 24/07. Riêng phiên 24/07 khối ngoại bán ròng 17,3 triệu cổ phiếu trên tổng khối lượng 41,4 triệu.
- **Dòng vốn ngoại đã đảo chiều từ cuối tháng 7** — từ 28/07 đến 17/08, khối ngoại mua ròng trở lại **16,4 triệu cổ phiếu**, bù được khoảng 46% lượng đã bán ra. Đây là tín hiệu cho thấy một phần nhóm tổ chức đánh giá rủi ro đã biết đã được phản ánh vào giá. Dữ liệu công bố hiện chưa cho biết cụ thể quỹ nào mua lại, do các giao dịch dưới ngưỡng 5% không phải công bố.
- **Đánh giá:** cấu trúc sở hữu phân tán khiến kết quả ĐHĐCĐ bất thường phụ thuộc vào lập trường của khối ngoại nhiều hơn nhóm gia đình — một biến số quản trị mà nhà đầu tư cá nhân khó dự báo. Việc dòng vốn ngoại quay lại là tín hiệu tích cực, nhưng **chưa đủ để đảo ngược kết luận ở mục 3.5**: nhóm tổ chức đang mua ở vùng 33.000–36.200 đồng trước khi có số liệu Quý 3, tức họ chấp nhận rủi ro chưa lượng hóa được — điều mà nhà đầu tư cá nhân không nhất thiết phải theo.

■ Mua/bán ròng lũy kế của khối ngoại

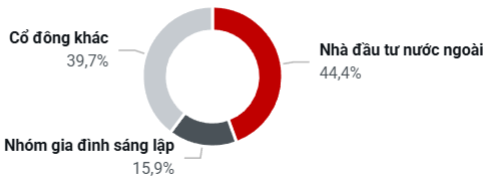
Triệu cổ phiếu · cộng dồn từ 18/05/2026



Nguồn: Hệ thống TCBS (TCA), TCBS Research

■ Cơ cấu sở hữu

% vốn điều lệ



Nguồn: Hệ thống TCBS (TCA), CBTT của PNJ

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	346	585	522	924	609
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.369	2.246	2.007	3.586	3.393
Phải thu ngắn hạn	166	260	154	148	193
Hàng tồn kho	13.709	12.449	15.835	13.419	15.149
Tài sản cố định	853	865	856	915	920
TỔNG TÀI SẢN	17.154	17.051	20.164	19.693	21.018
Nợ phải trả	5.184	5.059	6.889	5.292	7.105
– trong đó vay ngắn hạn	3.096	2.333	4.223	2.894	3.989
Tổng vốn chủ sở hữu	11.969	11.992	13.275	14.401	13.913

Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ đồng)

Chỉ tiêu	Q2/2025	Q3/2025	Q4/2025	Q1/2026	Q2/2026
Doanh thu thuần	7.582	8.136	9.623	17.245	8.484
Lợi nhuận gộp	1.629	1.607	2.399	3.441	1.563
Biên lợi nhuận gộp (%)	21,5	19,8	24,9	20,0	18,4
Chi phí bán hàng & QLDN	(1.059)	(998)	(891)	(1.574)	(1.819)
Lợi nhuận trước thuế	547	626	1.520	1.865	(327)
Lợi nhuận sau thuế	437	496	1.218	1.467	(283)
ROE trượt 4 quý (%)	18,2	20,8	23,1	27,7	22,4

Nguồn: BCTC hợp nhất PNJ (Quý 2/2026 chưa soát xét), Hệ thống TCBS, TCBS Research. Khoản trích lập dự phòng mua lại kim cương 865 tỷ đồng và dự phòng hàng tồn kho lỗi 410 tỷ đồng theo giải trình của công ty gửi Ủy ban Chứng khoán Nhà nước ngày 31/07/2026.

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)	511,7	511,7	511,7	511,7	511,7	511,7	511,7	511,7	511,7	511,7
P/E (lần)	21,7	15,7	14,1	15,3	11,6	27,3	11,2	9,0	8,7	8,4
EPS (đồng/cp)	2.011	3.538	3.852	4.129	5.528	1.327	3.224	4.041	4.156	4.289
P/B (lần)	3,7	3,4	2,8	2,9	2,5	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9
BVPS (đồng/cp)	11.749	16.501	19.163	21.995	25.941	27.136	30.038	33.271	35.765	38.339
EV/EBITDA (lần)	17,2	10,1	12,2	8,6	10,0	22,7	9,8	8,0	7,9	7,7
ROE	18,3%	25,0%	21,6%	20,1%	23,1%	5,0%	11,3%	12,8%	12,0%	11,6%
Biên lợi nhuận gộp	18,4%	17,5%	18,3%	17,6%	22,0%	17,0%	17,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Biên lợi nhuận hoạt động	6,7%	6,9%	7,5%	7,0%	10,1%	2,0%	5,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Biên lợi nhuận ròng	5,3%	5,3%	5,9%	5,6%	8,1%	1,6%	3,9%	4,7%	4,8%	4,8%
Doanh thu / Tài sản	1,8	2,8	2,4	2,4	1,9	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1
(Vay – Tiền) / Vốn CSH	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1
EBIT / Lãi vay (lần)	12,6	24,9	20,9	56,4	29,6	5,8	21,6	26,5	29,4	52,3
Vay / EBITDA (lần)	0,8	0,5	0,5	0,8	0,8	3,6	1,2	1,0	0,7	0,5
Số ngày phải thu	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1
Số ngày tồn kho	200	126	145	140	193	168	179	176	175	175
Capex / Tài sản cố định	7%	6%	9%	10%	13%	14%	13%	14%	13%	14%
Doanh thu thuần	19.547	33.876	33.137	37.823	34.976	43.720	42.846	43.703	44.577	45.468
Tăng trưởng doanh thu		+73%	-2%	+14%	-8%	+25%	-2%	+2%	+2%	+2%
EBITDA	3.336	5.410	4.651	4.226	5.456	965	2.240	2.726	2.786	2.846
LNST cổ đông công ty mẹ	1.029	1.811	1.971	2.113	2.828	679	1.650	2.068	2.127	2.195
Tăng trưởng lợi nhuận		+76%	+9%	+7%	+34%	-76%	+143%	+25%	+3%	+3%
Tiền & đầu tư ngắn hạn	355	1.080	1.706	2.143	2.530	540	1.432	1.709	1.558	2.531
Phải thu khách hàng	60	57	69	71	49	61	60	61	62	63
Hàng tồn kho	8.755	10.506	10.941	13.015	15.835	17.569	17.218	17.351	17.698	18.052
Tổng tài sản	10.619	13.337	14.428	17.208	20.164	20.000	20.557	20.997	21.214	22.560
Vay ngắn hạn	2.722	2.683	2.384	3.342	4.223	2.777	2.777	2.554	1.464	1.464
Vay dài hạn	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tổng vay	2.722	2.683	2.384	3.342	4.223	2.777	2.777	2.554	1.464	1.464
Tổng nợ phải trả	4.606	4.893	4.621	5.952	6.889	6.113	5.185	3.971	2.912	2.941
Vốn chủ sở hữu	6.013	8.444	9.806	11.255	13.275	13.886	15.371	17.026	18.302	19.619
Cân đối vốn dài hạn	4.729	7.083	8.346	9.751	11.740	12.326	13.787	15.418	16.679	17.985
Dòng tiền tự do (FCF)	—	—	—	—	—	-359	1.136	992	1.862	1.893

Nguồn: BCTC hợp nhất PNJ (cột thực hiện) và ước tính của TCBS (cột dự phóng). Lưu ý quan trọng: ước tính đã được cập nhật sau kết quả Quý 2/2026 — doanh thu 2026 nâng lên 43.720 tỷ nhờ nền 6 tháng cao, nhưng lợi nhuận hạ về 679 tỷ do biên gộp giả định giảm còn 17,0% và tính đến khả năng trích lập bổ sung; mức này thấp hơn 1.184 tỷ đã thực hiện trong 6 tháng, tức hàm ý nửa cuối năm lỗ. Từ 2027, mô hình xem 2026 là năm đáy: lợi nhuận hồi phục về 1.650 tỷ (+143%) và tiến dần về 2.195 tỷ vào 2030, biên lợi nhuận hoạt động trở lại 5–6%.

© 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

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. 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.