Báo cáo cổ phiếu: PNJ

Khủng hoảng kim cương: cập nhật và đánh giá xử lý

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HOSE: PNJ) · Bổ sung cho heat map trích lập (dự phòng 865,5 tỷ, BCTC Q2/2026) · Đơn vị: tỷ đồng nếu không ghi chú · **Phát hành bởi AAS Research**

GIÁ ĐÓNG CỬA 28/09	VỐN HÓA	GIÁ TRỊ MUA LẠI 01–27/07	LỖ THỰC HIỆN KC	DỰ PHÒNG THU ĐỔI KH 2026	HUY ĐỘNG TỐI ĐA
30.700	**15.715**	**7.062**	**1.446**	**7.071**	**8.000**
Giảm sàn · −51% từ 02/07	tỷ · 511,9 triệu cp	KC + vàng + trang sức	Trên 4.997 tỷ mua lại · LGD 28,9%	LNST 2026 KH: −6.271	tỷ · ĐHĐCĐ bất thường 21/10

KẾT LUẬN NHANH

Heat map cũ đã đo đúng hướng và đúng biên độ cho phần hàng *đã* mua lại: lỗ thực hiện 1.446 tỷ tương ứng LGD thực tế khoảng 29%, thấp hơn giả định 41,2%, nhưng tỷ trọng kim cương trong hàng mua lại cao hơn nhiều so với giả định 30%.

Nhưng rủi ro đã chuyển chỗ. Khoản dự phòng 7.071 tỷ lớn hơn cả ô xấu nhất của heat map cũ (5.600 tỷ). Nghĩa là PNJ không trích lập cho 7.000 tỷ đã thu về, mà cho **nghĩa vụ thu đổi của toàn bộ lượng kim cương đã bán còn lưu hành**. Đó là một quyền chọn bán (put) PNJ đã "bán" cho khách qua chính sách thu đổi 80–95% suốt nhiều năm mà không ghi nhận nợ. Mức 7.071 tỷ ngầm định khách sẽ trả về thêm 17–25 nghìn tỷ kim cương. Theo chúng tôi mức này thận trọng, kiểu "dọn sạch sổ sách" trước khi gọi vốn. Vì vậy câu hỏi với cổ đông bây giờ là **giá phát hành và mức pha loãng**, không còn là PNJ có đủ dự phòng hay không.

1 Diễn biến giá và các mốc

Diễn biến giá PNJ và các mốc

Nghìn đồng



Nguồn: kho AAS (ohlcv_daily), giá đóng cửa chưa điều chỉnh.

Ngày	Sự kiện	Tác động
03/07	CQĐT Công an Thanh Hóa khởi tố đường dây buôn lậu 28.000 viên kim cương (141 chuyến, từ 2024). GĐ P-Lab (công ty kiểm định con của PNJ) Đặng Ngọc Thảo bị cáo buộc cấp giấy P-Lab cho đá có thông số không khớp giấy GIA.	PNJ giảm sàn (58.700). Khách đổ đi bán lại, giá trị mua lại gấp khoảng 5 lần doanh thu bán mới.
01–20/07	Vẫn mua lại **trả tiền ngay trong ngày**, theo tỷ lệ thu đổi niêm yết (KC tròn 3–8,6 ly 80–95%, trang sức KC 75–80%). Không nhận thu viên trắng tròn >10 ly VS1/VVS1.	Doanh thu 1.588 tỷ, mua lại 5.900 tỷ. Thanh khoản chảy ra nhanh nhất ở giai đoạn này.
16/07	HĐQT công bố thuê tổ chức quốc tế độc lập đánh giá chất lượng, kiểm toán chuỗi kim cương, tư vấn quản trị rủi ro, kiểm toán thuế 2025.	Công bố muộn 13 ngày. Chưa có kết quả nên không cắt được làn sóng bán lại.
17/07	PJA Kim Cương tạm dừng hoạt động sau 45 ngày cố giữ thanh khoản.	Rủi ro lan sang cả ngành. Khách càng muốn rút sớm.
21/07	Chuyển sang **trả chậm 120 ngày, 5 đợt** (10/20/25/25/10%), có hạn mức ngày. Ưu tiên chuyển đổi sang sản phẩm khác.	Tuần 21–27/07: doanh thu 1.393 tỷ, mua lại 1.162 tỷ, 95% khách chọn chuyển đổi. Cổ phiếu vẫn giảm sàn thêm 3 phiên, về 30.750.
28/07	Thư gửi cổ đông và nhà đầu tư, công bố số liệu mua lại (7.062 tỷ).	Số liệu "bank-run" được báo chí phát tán rộng tới khách hàng.
30/07	BCTC Q2: doanh thu 8.484 tỷ, LNST **−283 tỷ** do dự phòng 865,5 tỷ (sự kiện sau ngày khóa sổ). Lũy kế 6 tháng LNST 1.185 tỷ.	–
T8	Công an xác nhận kim cương lậu không vào hệ thống bán lẻ PNJ. Quỹ ngoại (Sprucegrove, T. Rowe Price) gom. Vinacontrol bốc mẫu ngẫu nhiên, AIGS kiểm định: 100% là kim cương thiên nhiên, đúng 4C.	Cổ phiếu +29% trong tháng 8, lên 43.100 (26/08). **Kiểm định độc lập phát huy tác dụng khi có kết quả.**
16/09	NQ 595/2026: rút ngắn thời gian thanh toán mua lại (trước hết cho trang sức thời trang và vàng miếng).	Tín hiệu thanh khoản đã ổn hơn.
25/09	Tờ trình ĐHĐCĐ bất thường 21/10: doanh thu 2026 39.057 tỷ, **dự phòng thu đổi 7.071 tỷ → LNST −6.271 tỷ** (không trích lập thì lãi khoảng 800 tỷ). Cổ tức 2025 giảm từ 20% xuống 10% (đã tạm ứng đủ), 2026 bằng 0%. Huy động tối đa 8.000 tỷ, đóng 25–30 cửa hàng. Hai con gái Chủ tịch bán 25 triệu cp, em trai đăng ký bán 9 triệu cp.	Giảm 2 phiên, sàn 30.700 hôm nay, thấp hơn đáy 24/07.

Nguồn: Tuổi Trẻ, VnExpress, Vietstock, Znews, TNCK, VietnamFinance, Vietnam News; tổng hợp AAS.

2 Heat map cũ đối chiếu với số thực tế

Heat map cũ tính: **Trích lập thêm = 7.000 × %KC × LGD − 865,5**. Nay có số thực hiện: **lỗ 1.446 tỷ trên 4.997 tỷ kim cương mua lại** (01/07–03/09), tức LGD thực tế ≈ **28,9%**. Kim cương chiếm khoảng 70% giá trị mua lại, không phải 30%.

Tỷ trọng KC	LGD 20,0%	LGD 28,9%	LGD 30,0%	LGD 40,0%	LGD 41,2%	LGD 50,0%	LGD 60,0%
30% (2.100 tỷ)	−446	−259	−236	−26	0	184	394
40% (2.800 tỷ)	−306	−56	−26	254	288	534	814
50% (3.500 tỷ)	−166	146	184	534	576	884	1.234
60% (4.200 tỷ)	−26	348	394	814	865	1.234	1.654
70% (4.900 tỷ)	114	551	604	1.094	1.153	1.584	2.074
80% (5.600 tỷ)	254	753	814	1.374	1.442	1.934	2.494

Đơn vị: tỷ đồng. Âm (xanh) = dư dự phòng; dương (vàng → đỏ) = thiếu dự phòng. Ô viền đậm là điểm thực tế (70%, LGD 28,9%).

- Ô viền đậm (70%, LGD 28,9%) cho ra thiếu hụt khoảng **552 tỷ**, nằm trong vùng thiếu trung bình. Con số này khớp với chênh lệch giữa lỗ thực hiện (1.446) và dự phòng Q2 (865,5), tức khoảng 580 tỷ.
- LGD thực tế thấp hơn 41,2% vì 95% khách chọn chuyển đổi sau 21/07. PNJ nhận lại viên đá theo tỷ lệ thu đổi rồi bán ra sản phẩm mới có biên gộp, nên tổn thất ròng nhỏ hơn mua bằng tiền mặt.

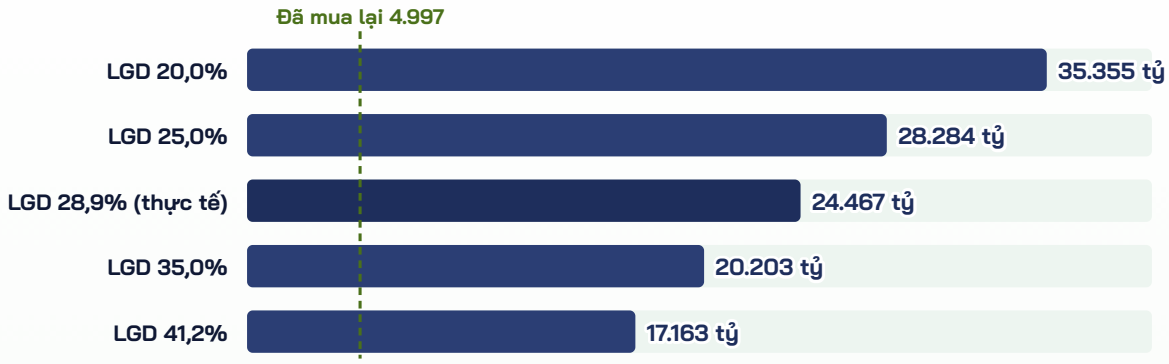
3 Heat map mới: khoản dự phòng 7.071 tỷ đang giả định điều gì?

Tổng giá trị KC thu đổi cả chu kỳ	LGD 15,0%	LGD 20,0%	LGD 25,0%	LGD 28,9%	LGD 35,0%	LGD 41,2%
5.000 tỷ	−6.321	−6.071	−5.821	−5.626	−5.321	−5.011
10.000 tỷ	−5.571	−5.071	−4.571	−4.181	−3.571	−2.951
15.000 tỷ	−4.821	−4.071	−3.321	−2.736	−1.821	−891
20.000 tỷ	−4.071	−3.071	−2.071	−1.291	−71	1.169
25.000 tỷ	−3.321	−2.071	−821	154	1.679	3.229
30.000 tỷ	−2.571	−1.071	429	1.599	3.429	5.289

Giá trị ô = tổng giá trị KC thu đổi × LGD − 7.071. Âm (xanh) = 7.071 tỷ dư, có thể hoàn nhập về sau.

Muốn lỗ đúng bằng 7.071 tỷ thì tổng giá trị kim cương bị thu đổi phải là

Tỷ đồng



Vạch đứt: giá trị kim cương đã mua lại 01/07–03/09. Nguồn: AAS tính.

- Với LGD thực tế khoảng 29%, PNJ ngầm định sẽ phải thu đổi khoảng **24.500 tỷ** kim cương. Con số này gấp gần 5 lần lượng đã mua lại trong 2 tháng cao điểm, trong khi tuần 21–27/07 giá trị mua lại đã thấp hơn doanh thu bán mới.
- **Nhận định:** khoản trích lập nhiều khả năng đã bao gồm cả trường hợp bị tịch thu (LGD 100% cho phần liên quan điều tra) và giả định giá kim cương giảm thêm. Nếu làn sóng thu đổi không quay lại, phần dư có thể được hoàn nhập trong 2027–2028. Ngược lại, rủi ro còn lại nằm ở kết luận điều tra (tịch thu) và ở mức giá phát hành.

4 Sức khỏe tài chính và pha loãng

Khoản mục (30/06/2026)	Tỷ đồng
Tiền + tiền gửi có kỳ hạn	3.903
Vay ngắn hạn	3.989
Hàng tồn kho (ròng)	15.149
Dự phòng giảm giá hàng tồn kho	−410
Dự phòng phải trả ngắn hạn	892
Vốn chủ sở hữu	13.912
LNST 6 tháng 2026 (đã vào VCSH)	1.185
LNST 6 tháng cuối năm ngầm định (KH −6.271 trừ 6 tháng đầu)	−7.456
VCSH ước cuối 2026, trước tăng vốn	**6.456**
BVPS ước cuối 2026, trước tăng vốn (đồng)	12.613

Nguồn: kho AAS (FiinPro, BCTC hợp nhất Q2/2026); tờ trình ĐHĐCĐ 25/09.

Giá phát hành (đ)	CP mới (tr)	Tổng CP (tr)	Pha loãng	BVPS sau (đ)
15.000	533	1.045	104%	13.831
20.000	400	912	78%	15.853
25.000	320	832	63%	17.378
30.000	267	779	52%	18.568

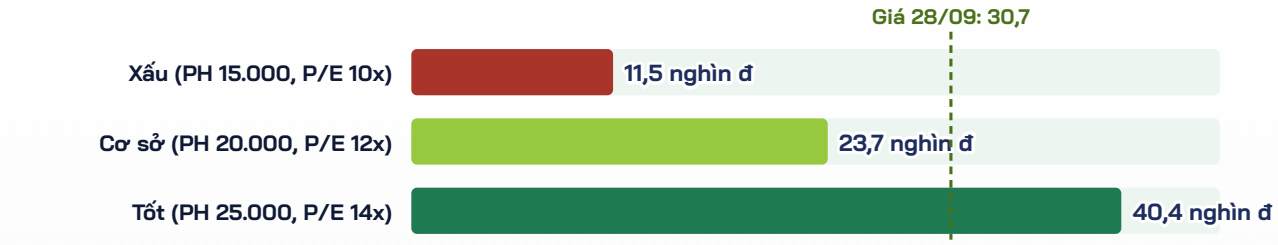
Giả định huy động đủ 8.000 tỷ bằng cổ phiếu. Tờ trình chưa công bố hình thức và giá.

Kịch bản 2027	LNST	P/E	Giá PH	Giá trị/cp
Xấu	1.200	10x	15.000	11.481
Cơ sở	**1.800**	**12x**	**20.000**	**23.687**
Tốt	2.400	14x	25.000	40.389

LNST 2025 = 2.829 tỷ (mốc trước khủng hoảng).

Giá trị/cp theo kịch bản 2027 so với giá 28/09

Nghìn đồng/cp



Nguồn: AAS tính.

5 Các tiền lệ ở Mỹ và cách họ xử lý

Vụ việc	Bản chất	Cách xử lý	Kết cục / bài học cho PNJ
EGL International (2014)	Phòng kiểm định EGL chấm cấp cao hơn thực tế (VD: H VS1 thực chất là L SI1). Nhà bán lẻ bán kèm giấy EGL. Giống P-Lab nhất: *lỗi nằm ở tờ giấy, không phải ở viên đá.*	RapNet gỡ EGL khỏi sàn từ 01/10/2014. Nhà bán lẻ chuyển sang GIA/AGS, kiện tập thể nhắm vào EGL và nhà bán lẻ. **Không nhà bán lẻ lớn nào mua lại hàng loạt bằng tiền mặt.** Khách được giám định lại và đòi bồi thường theo từng ca.	Lỗi giấy chứng nhận xử lý bằng **giấy chứng nhận mới** (cấp lại bởi bên thứ ba), không bằng tiền mặt. PNJ đáng ra nên bỏ P-Lab ngay, cấp lại giấy GIA/IGI miễn phí.
Signet / Kay Jewelers (2016–17)	BuzzFeed và mạng xã hội cáo buộc nhân viên Kay tráo kim cương thật bằng moissanite khi khách gửi sửa, vệ sinh.	Bác bỏ công khai ("grossly amplified"), coi là cá biệt. Đổi quy trình: kiểm tra đặc điểm viên đá *cùng khách* lúc nhận và lúc trả. Bổ nhiệm cựu thẩm phán liên bang làm tư vấn độc lập. Không mua lại hàng loạt.	Không có làn sóng bán lại, vì khách Mỹ vốn không có kênh bán lại cho nhà bán lẻ. Bài học: **quy trình minh bạch tại quầy** khôi phục niềm tin nhanh hơn thông cáo.
Lumber Liquidators (2015)	60 Minutes: sàn gỗ ép nhập từ Trung Quốc vượt ngưỡng formaldehyde. Kèm vi phạm nguồn gốc gỗ (Lacey Act).	Phát miễn phí hơn 26.000 bộ test chất lượng không khí cho khách, dừng hàng Trung Quốc, khẳng định sản phẩm an toàn. Không mua lại.	Cổ phiếu vẫn giảm hơn 50%. Công ty nhận tội vi phạm Lacey Act (khoảng 13 triệu USD), hòa giải kiện tập thể, sau đó phá sản năm 2024. Bài học: **kiểm định độc lập là điều kiện cần, chưa đủ** khi rủi ro nằm ở pháp lý nguồn gốc.
Chuẩn chính sách thu đổi ở Mỹ (Blue Nile, Brilliant Earth, Signet...)	Kim cương bán lẻ có chênh lệch sỉ và lẻ lớn, gần như không có thị trường thứ cấp.	Hầu như không cam kết mua lại bằng tiền mặt. Chỉ có *trade-up credit*: ghi có toàn bộ giá cũ khi khách mua viên mới, thường có giá trị ⩾ 2 lần.	PNJ bán kèm cam kết mua lại 80–95% bằng tiền mặt, tức đã viết một quyền chọn bán không có tài sản bảo đảm. Khoản 7.071 tỷ chính là giá của quyền chọn đó.
Lab-grown sập giá (2022–25)	Giá kim cương nhân tạo giảm mạnh, kéo giá kim cương tự nhiên cỡ nhỏ xuống theo. De Beers phải hạ giá thô và cho khách sỉ hoãn mua.	Nhà bán lẻ Mỹ tách hẳn hai dòng sản phẩm, không bảo đảm giá trị bán lại.	Yếu tố "giá kim cương giảm" trong LGD của PNJ là rủi ro cấu trúc, không chỉ là rủi ro truyền thông.

Nguồn: National Jeweler, PriceScope, International Gem Society (EGL); National Jeweler, Chain Store Age, SEC 8-K Signet 2017; NPR, NBC, CBS (Lumber Liquidators).

6 Góc nhìn AAS Research: PNJ đã xử lý khủng hoảng như thế nào?

QUAN ĐIỂM CỦA CHÚNG TÔI

PNJ đúng về *nguyên tắc* nhưng sai về *trình tự và kênh truyền thông*. Giữ cam kết thu đổi là đúng, vì kim cương không có thị trường bán lại nào khác. Điểm sai là trong 18 ngày đầu, PNJ để câu chuyện chuyển từ "viên đá có thật không" sang "PNJ còn tiền không". Khi khách hàng bắt đầu hỏi câu thứ hai, cuộc khủng hoảng niềm tin về sản phẩm đã biến thành một cuộc rút tiền.

Mặt khác, phần lớn khoản 7.071 tỷ là cái giá của hai quyết định có từ *trước* khủng hoảng: để P-Lab tự kiểm định hàng của chính PNJ, và cam kết mua lại 80–95% bằng tiền mặt mà không trích lập. Ba tháng xử lý khủng hoảng chỉ làm các khoản này lộ ra sớm và dồn vào một lúc.

Quyết định	Đánh giá	Lý do	Tác động quan sát được
Giữ cam kết thu đổi, không từ chối mua lại	Đúng	Chính sách thu đổi là cam kết đã công bố khi bán hàng. Từ chối là vi phạm cam kết với người tiêu dùng và sẽ khiến làn sóng lan sang vàng và trang sức.	PJA Kim Cương dừng hoạt động ngày 17/07 là kịch bản đối chứng. PNJ vẫn giữ được doanh thu bán mới.
Mua lại bằng tiền mặt, trả ngay, không hạn mức (01–20/07)	Sai cách thức	Với khách đang lo, được trả tiền ngay và không giới hạn là lý do để bán trước khi PNJ "hết tiền". Hạn mức và lịch thanh toán cần có từ ngày đầu, không phải từ ngày thứ 18.	Mua lại 5.900 tỷ so với doanh thu 1.588 tỷ, gấp 3,7 lần. Đây là giai đoạn chảy thanh khoản nặng nhất.
Thư cổ đông công bố số liệu mua lại (28/07)	Sai kênh	Số liệu dành cho nhà đầu tư, nhưng báo chí đưa thẳng tới khách hàng. Với khách, con số 7.062 tỷ nghe như tin rút tiền ở ngân hàng.	Cổ phiếu vẫn giảm sàn sau khi đã chuyển sang trả chậm (22–24/07), đáy 30.750.
Thuê kiểm định độc lập (công bố 16/07, có kết quả T8–T9)	Đúng, muộn	Đây là liều thuốc trúng bệnh. Nhưng công bố sau 13 ngày và có kết quả sau khoảng 2 tháng, nên không cắt được đỉnh làn sóng.	Khi công an xác nhận và có kết quả kiểm định AIGS, cổ phiếu tăng 29% trong tháng 8.
Trả chậm 120 ngày, ưu tiên chuyển đổi (21/07)	Đúng, muộn	Chuyển nghĩa vụ trả tiền thành đổi hàng, tức là thành doanh thu có biên gộp.	95% khách chọn chuyển đổi. Tuần 21–27/07 giá trị mua lại (1.162 tỷ) đã thấp hơn doanh thu (1.393 tỷ).
Rút ngắn thời gian thanh toán (16/09)	Đúng	Cho thấy thanh khoản đã ổn định. Là thông điệp tốt gửi khách hàng.	–
Trích lập một lần 7.071 tỷ và huy động 8.000 tỷ (25/09)	Đúng kế toán, rủi ro thời điểm	Trích lập dứt điểm giúp sổ sách sạch hơn. Nhưng gọi vốn khi thị giá ở đáy và chưa có số Q3 thì cổ đông hiện hữu chịu pha loãng tối đa.	Cổ phiếu giảm 2 phiên, sàn 30.700 hôm nay.

Vì sao không thể làm như Bảo Tín Minh Châu?

	BTMC (04/2026)	PNJ (07/2026)
Bản chất vi phạm	Thuế, kế toán (hai hệ thống sổ, doanh thu ẩn 9.700 tỷ)	Nguồn gốc và giấy chứng nhận hàng hóa (P-Lab)
Tài sản của khách	Không bị ảnh hưởng	Bị nghi ngờ trực tiếp (thật/giả, có bị tịch thu không)
Thanh khoản sản phẩm	Vàng: giá niêm yết, bán được ở mọi tiệm	Kim cương: chênh lệch sỉ/lẻ 30–45%, không có thị trường bán lại
Lối thoát của khách	Cả thị trường	Chỉ có chính sách thu đổi của PNJ
Kết quả	Cửa hàng vẫn hoạt động bình thường, không có làn sóng bán lại lớn	Mua lại gấp 5 lần doanh thu

Bài học từ BTMC vẫn đúng: **giữ khủng hoảng ở đúng phạm vi của nó**. BTMC giữ vụ việc trong phạm vi "pháp nhân với Nhà nước" và không để nó chạm tới khách hàng. PNJ có thể làm tương tự: tách P-Lab (pháp nhân, cơ quan điều tra) khỏi viên đá của khách (kiểm định, cấp lại giấy).

Phương án lẽ ra nên làm trong 72 giờ đầu

- **1. Tách kênh.** Khách hàng chỉ nhận thông điệp sản phẩm. Cổ đông nhận thông tin qua IR và CBTT. Không công bố số liệu mua lại theo ngày.
- **2. Kiểm định ngay tại quầy.** Đình chỉ P-Lab ngay. Mời GIA, IGI hoặc AIGS cùng Vinacontrol đặt điểm kiểm định lưu động, cấp lại giấy miễn phí cho mọi viên đá mang giấy P-Lab, như cách ngành xử lý vụ EGL năm 2014.
- **3. Chuyển đổi trước, tiền mặt sau.** Ưu tiên đổi hàng giữ nguyên tỷ lệ thu đổi, như chính sách trade-up phổ biến ở Mỹ. Vẫn mua lại bằng tiền mặt nhưng theo lịch và hạn mức công bố từ ngày đầu.
- **4. Chứng từ nguồn gốc.** Công bố tờ khai hải quan và chứng nhận Kimberley theo lô, phối hợp để cơ quan điều tra sớm xác nhận phạm vi vụ án. Kiểm định chất lượng không trả lời được câu hỏi "có bị tịch thu không" (bài học Lumber Liquidators).
- **5. Gọi vốn sau, không phải trước.** Chờ số Q3 và dữ liệu thu đổi đã ổn định, ưu tiên nhà đầu tư chiến lược hoặc trái phiếu chuyển đổi thay vì phát hành ở đáy giá.

KHUYẾN NGHỊ

THEO DÕI

GIÁ HIỆN TẠI

30.700 đ

VÙNG GIÁ TRỊ THEO KỊCH BẢN 2027

11.500 – 23.700 – 40.400

MỐC QUYẾT ĐỊNH

ĐHĐCĐ 21/10 · BCTC Q3

Thị giá 30.700 **cao hơn kịch bản cơ sở** (khoảng 23.700 với phát hành ở 20.000 và P/E 12x), tức là thị trường đang kỳ vọng giá phát hành cao hoặc phần dự phòng sẽ được hoàn nhập. Gia đình Chủ tịch bán cổ phiếu để cho vay (mục 7) làm tăng rủi ro quản trị. **Chưa mua trước ĐHĐCĐ**, vì biến số lớn nhất là giá phát hành và người mua. **Mua thăm dò** khi hội đủ ba điều kiện: giá phát hành từ 25.000 trở lên hoặc có cổ đông chiến lược tham gia; gia đình Chủ tịch tham gia đợt tăng vốn; và BCTC Q3 cho thấy tỷ lệ mua lại trên doanh thu dưới 1 lần. **Tránh** nếu phát hành cho cổ đông hiện hữu ở 15.000 trở xuống hoặc kết luận điều tra mở rộng sang hàng trong kênh bán lẻ.

7 Gia đình Chủ tịch bán cổ phiếu để cho PNJ vay: góc nhìn theo thông lệ quốc tế

QUAN ĐIỂM CỦA CHÚNG TÔI

Đây không phải phương án tốt. Về bản chất kinh tế, gia đình Chủ tịch đang *chuyển từ vị thế cổ đông sang vị thế chủ nợ*. Cổ đông chịu lỗ trước, còn chủ nợ được trả trước cổ đông và có lãi. Việc chuyển này diễn ra đúng lúc công ty sắp ghi lỗ 6.271 tỷ và gọi vốn 8.000 tỷ. Khoản vay tối đa khoảng 1.050–1.080 tỷ chỉ bằng khoảng 13% nhu cầu huy động, nên lợi ích về thanh khoản nhỏ hơn nhiều so với tín hiệu xấu gửi ra thị trường. Thị trường đọc giao dịch này là "tháo cổ phiếu và rút dần", và theo thông lệ quốc tế cách đọc đó có cơ sở.

Người	Giao dịch	Sở hữu
Trần Phương Ngọc Hà (con gái)	Bán 18 triệu cp, xong khoảng 22/09 (ước thu khoảng 660 tỷ)	3,59% → 0,08%
Trần Phương Ngọc Thảo (con gái, PCT HĐQT)	Bán 7 triệu cp (10/09–10/10)	3,52% → 2,15%
Cao Ngọc Duy (em trai)	Đăng ký bán 9 triệu cp (01–30/10), *sau* tờ trình lỗ	2,70% → 0,94%
Cao Thị Ngọc Dung (Chủ tịch)	Không bán. Là người cho vay	2,93%
Nhóm 4 người	**34 triệu cp (khoảng 6,6% vốn)**	**12,7% → 6,1%**

Khoản vay theo NQ HĐQT ngày 04/09/2026: hạn mức tối đa 5% tổng tài sản, kỳ hạn tối đa 12 tháng, **không tài sản bảo đảm**. Lãi suất **do Tổng Giám đốc quyết định** từng lần, tham chiếu lãi suất TPDN cùng kỳ hạn. Mục đích: bổ sung vốn lưu động.

+ Điểm cộng (cần ghi nhận)

- Tiền quay lại công ty chứ không ra khỏi PNJ. Mục đích bán được công bố trước.
- Khoản vay không có tài sản bảo đảm, nên gia đình chịu rủi ro tín dụng ngang các chủ nợ thường khác.
- Chủ tịch không bán cổ phần của chính mình.

– Điểm trừ

- **Thứ tự ưu tiên:** chuyển từ vốn chủ sang nợ, tức từ vị trí chịu lỗ đầu tiên sang vị trí được trả trước cổ đông nhỏ.
- **Thời điểm:** bà Ngọc Hà bán xong trước khi công bố tờ trình lỗ 6.271 tỷ 3 ngày. Giá đã giảm từ khoảng 36.700 xuống 30.700.
- **Bán nhiều người cùng lúc:** ba thành viên cùng bán là loại giao dịch nội bộ mà giới đầu tư quốc tế coi là tín hiệu mạnh nhất.
- **Quy mô:** khoảng 1.000 tỷ so với 7.062 tỷ mua lại và 8.000 tỷ cần huy động. Nếu ngân hàng vẫn cấp hạn mức thì khoản vay này không cần thiết. Nếu ngân hàng đã siết hạn mức thì đó là rủi ro cần công bố.

Tiêu chí	Thông lệ quốc tế	PNJ	Đánh giá
Hình thức hỗ trợ của cổ đông kiểm soát	Thứ tự ưu tiên thường là: (1) góp vốn hoặc **bảo lãnh đợt phát hành**, cam kết mua phần quyền không ai mua; (2) khoản vay chuyển đổi hoặc khoản vay thứ cấp; (3) khoản vay thường, ít được khuyến khích. Ví dụ: Elon Musk dùng tiền cá nhân tham gia vòng trái phiếu chuyển đổi cứu Tesla tháng 12/2008.	Khoản vay thường, 12 tháng, không chuyển đổi	Kém
Nguồn tiền	Dùng tài sản riêng, hoặc cầm cố cổ phiếu để vay cá nhân, qua đó **giữ nguyên tỷ lệ sở hữu**. Khi buộc phải bán thì bán thỏa thuận cho một nhà đầu tư dài hạn có danh tính. Ví dụ: tháng 3/2023, sau báo cáo Hindenburg, nhóm sáng lập Adani bán khối 1,87 tỷ USD cho GQG Partners.	Bán khớp lệnh và thỏa thuận trên sàn, không công bố người mua	Kém
Thời điểm giao dịch của người nội bộ	EU (MAR điều 19.11) cấm người quản lý giao dịch trong 30 ngày trước khi công bố báo cáo. Mỹ (Rule 10b5-1, sửa đổi 2022) yêu cầu kế hoạch bán lập trước với thời gian chờ 90–120 ngày.	Hợp lệ theo quy định Việt Nam (đã đăng ký và công bố trước), nhưng bán trước tờ trình lỗ và trong khi BCTC Q3 đang lập	Hợp lệ, dưới chuẩn
Phê duyệt giao dịch với bên liên quan	Thành viên HĐQT độc lập hoặc Ủy ban Kiểm toán phê duyệt, người có lợi ích liên quan không bỏ phiếu, có ý kiến định giá độc lập về lãi suất, công bố đủ điều khoản.	HĐQT thông qua, **lãi suất do TGĐ quyết từng lần**, không công bố mức cụ thể	Kém
Cam kết đi kèm	Cam kết không bán phần còn lại trong 12–24 tháng, hoặc cam kết tham gia đợt tăng vốn tương ứng tỷ lệ sở hữu.	Không có. Em trai tiếp tục đăng ký bán	Kém

Nguồn: NQ HĐQT PNJ 04/09/2026 và CBTT giao dịch người nội bộ (Dân trí, Znews, DNSE, Kenh14); EU Regulation 596/2014 (MAR); SEC Rule 10b5-1 (sửa đổi 12/2022).

Phương án AAS Research đề xuất để khôi phục tín hiệu

- **1. Chuyển khoản vay thành vốn.** Cam kết dùng toàn bộ khoản cho vay mua cổ phần trong đợt huy động 8.000 tỷ theo giá phát hành, và **bảo lãnh** một phần quyền mua không được thực hiện. Đây là tín hiệu mạnh nhất mà cổ đông kiểm soát có thể đưa ra.
- **2. Dừng bán và cam kết khóa.** Hủy đăng ký bán 9 triệu cp của em trai, cam kết không bán phần còn lại tới hết năm 2027.
- **3. Chuẩn hóa giao dịch bên liên quan.** Công bố lãi suất cụ thể, để thành viên HĐQT độc lập phê duyệt thay cho TGĐ, và cho phép trả nợ trước hạn mà không bị phạt.
- **4. Nếu vẫn cần bán,** bán thỏa thuận cho một nhà đầu tư chiến lược có danh tính (quỹ ngoại đang gom), không khớp lệnh trên sàn.

Tác động tới định giá: chúng tôi áp thêm một mức chiết khấu quản trị cho tới khi thấy gia đình tham gia đợt tăng vốn. Với sở hữu còn khoảng 6%, bên mua lượng lớn trong đợt 8.000 tỷ có thể trở thành cổ đông chi phối. Điều này có thể tích cực (chuyên nghiệp hóa) hoặc tiêu cực (thay đổi chiến lược), tùy người mua là ai.

8 Điểm theo dõi

Mốc	Theo dõi	Tác động
21/10 ĐHĐCĐ	Hình thức huy động 8.000 tỷ: chào bán cho cổ đông hiện hữu, riêng lẻ cho quỹ ngoại, hay trái phiếu chuyển đổi. Giá phát hành.	Giá ⩾ 25.000 hoặc có nhà đầu tư chiến lược thì pha loãng khoảng 60% trở xuống, tích cực. Giá ⩽ 15.000 thì pha loãng hơn 100%.
Cuối T10	BCTC Q3: phần dự phòng đã ghi nhận, lỗ thực hiện, tồn kho kim cương mua lại, nợ phải trả khách (trả chậm).	Kiểm tra lại LGD thực tế (hiện khoảng 29%) và quy mô thu đổi còn lại.
Hàng tháng	Tỷ lệ mua lại / doanh thu bán mới. Đã về dưới 1 lần từ cuối tháng 7.	Duy trì dưới 1 lần thì phần dư trong 7.071 tỷ có cơ hội hoàn nhập.
Điều tra	Kết luận phạm vi P-Lab, việc tịch thu hàng, trách nhiệm pháp nhân PNJ.	Rủi ro LGD 100% còn lại, và là rủi ro chưa định lượng được.
Quản trị	Gia đình Chủ tịch có tham gia đợt tăng vốn không, hay chuyển khoản vay thành cổ phần. Đợt bán 9 triệu cp của em trai (01–30/10).	Có tham gia thì bỏ chiết khấu quản trị. Tiếp tục bán thì sở hữu còn khoảng 6%, và bên mua lượng lớn trong đợt phát hành có thể thành cổ đông chi phối.

AAS | RESEARCH
Báo cáo do AAS Research thực hiện, dựa trên kho dữ liệu AAS (BCTC, giá, vĩ mô) và mô hình dự báo của AAS Research. Tài liệu chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải lời mời mua hoặc bán chứng khoán.