

Thị trường vàng: Xóa bỏ cơ chế độc quyền của Nhà nước

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA
 Trưởng phòng
 giang.bnc@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ
 Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
 my.th@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 362

- Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đang lấy ý kiến về dự thảo Nghị định sửa đổi Nghị định 24, đề xuất bỏ độc quyền sản xuất vàng miếng và cho phép các doanh nghiệp và tổ chức tín dụng được cấp phép sản xuất vàng miếng.
- Dự thảo đề xuất NHNN cấp giấy phép cho một số doanh nghiệp, tổ chức tín dụng đáp ứng điều kiện nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất vàng miếng, vàng trang sức mỹ nghệ hoặc bán lại cho các nhà sản xuất được cấp phép.
- Các sửa đổi này hỗ trợ tiến trình tự do hóa thị trường vàng và khuyến khích sự phát triển của ngành trang sức. Là doanh nghiệp đầu ngành, PNJ sẽ hưởng lợi từ chính sách này về lâu dài. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu là 85.300đ.

Xóa bỏ độc quyền sản xuất vàng miếng

Dự thảo sửa đổi đề xuất loại bỏ cơ chế độc quyền bằng cách cấp phép cho các doanh nghiệp và tổ chức tín dụng đủ điều kiện sản xuất vàng miếng.

Các doanh nghiệp có thể được NHNN cấp phép sản xuất vàng miếng nếu đáp ứng các điều kiện như sau: (a) có giấy phép kinh vàng; (b) có vốn điều lệ từ 1.000 tỷ đồng trở lên; (c) không bị xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực kinh doanh mua, bán vàng miếng; và (d) có quy trình nội bộ về sản xuất vàng miếng.

Các tổ chức tín dụng có thể được cấp phép theo các điều kiện tương tự, nhưng phải có vốn điều lệ từ 50.000 tỷ đồng trở lên.

Cho phép nhập khẩu vàng

Dự thảo đề xuất NHNN cấp phép nhập khẩu vàng nguyên liệu cho các doanh nghiệp được cấp hạn ngạch. NHNN sẽ đưa ra hạn ngạch hằng năm và cấp giấy phép riêng lẻ cho việc xuất khẩu và nhập khẩu vàng miếng và vàng nguyên liệu, dựa trên chính sách tiền tệ tại thời điểm đó cũng như cân đối cung cầu trong nước.

Vàng nhập khẩu có thể được sử dụng để sản xuất vàng miếng, chế tác đồ trang sức và mỹ nghệ, hoặc bán cho các nhà sản xuất được cấp phép.

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PNJ

Các sửa đổi được đề xuất là một bước quan trọng hướng đến sự tự do và tính ổn định của thị trường vàng trong nước, đồng thời hỗ trợ ngành trang sức. Là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức đầu ngành, PNJ sẽ hưởng lợi về lâu dài. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PNJ với giá mục tiêu 85.300đ. Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 3 tháng qua, PNJ có định giá thấp và đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,5 lần, thấp hơn 14% (1 độ lệch chuẩn) so với bình quân từ năm 2019 ở mức 15,7 lần.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 13/6.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
PNJ	78,300	Tăng tỷ trọng	-	85,300	-	8.94	13.7	14.3	10.4	11.0	2.55	2.56

*Giá cổ phiếu tại ngày 12/6/2025.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

Chấm dứt thể độc quyền trong kinh doanh vàng của Nhà nước

NHNN đang lấy ý kiến về dự thảo Nghị định sửa đổi Nghị định 24, đề xuất bỏ độc quyền sản xuất vàng miếng và cho phép các doanh nghiệp và tổ chức tín dụng được cấp phép sản xuất vàng miếng. Dự thảo đề xuất NHNN cấp giấy phép cho một số doanh nghiệp, tổ chức tín dụng đáp ứng điều kiện nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất vàng miếng, vàng trang sức mỹ nghệ hoặc bán lại cho các nhà sản xuất được cấp phép. Các sửa đổi được đề xuất là một bước quan trọng hướng đến sự tự do và tính ổn định của thị trường vàng trong nước, đồng thời hỗ trợ ngành trang sức. Là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức đầu ngành, PNJ sẽ hưởng lợi về lâu dài. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 85.300đ.

Xóa độc quyền sản xuất vàng miếng

Trong khi Nghị định 24 hiện hành quy định Nhà nước độc quyền sản xuất vàng miếng, dự thảo Nghị định sửa đổi đề xuất loại bỏ cơ chế độc quyền bằng cách cấp phép cho các doanh nghiệp và tổ chức tín dụng đủ điều kiện để sản xuất vàng miếng.

Điều kiện cấp giấy phép sản xuất vàng miếng

Các doanh nghiệp có thể được NHNN cấp phép sản xuất vàng miếng nếu đáp ứng các điều kiện như sau: (a) có giấy phép kinh vàng; (b) có vốn điều lệ từ 1.000 tỷ đồng trở lên; (c) không bị xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực kinh doanh mua, bán vàng miếng; và (d) có quy trình nội bộ về sản xuất vàng miếng. Hiện tại, trong số các doanh nghiệp kinh doanh vàng, PNJ, Doji và SJC đáp ứng điều kiện về vốn điều lệ tối thiểu.

Các tổ chức tín dụng có thể được cấp phép theo các điều kiện tương tự, nhưng phải có vốn điều lệ từ 50.000 tỷ đồng trở lên. Hiện tại, VCB, VPB, TCB, BIDV, MB, CTG, Agribank đáp ứng các điều kiện này.

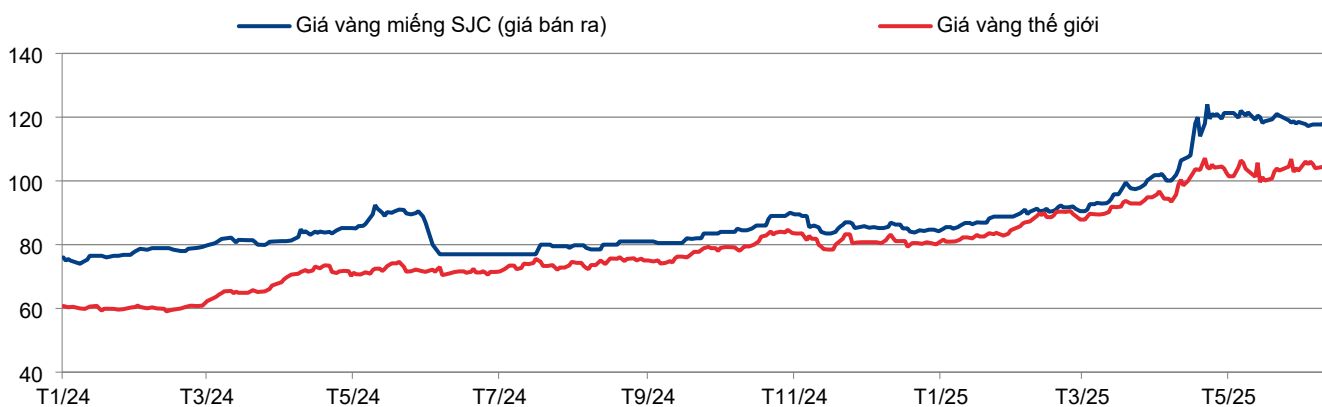
Trách nhiệm của doanh nghiệp và tổ chức tín dụng khi tham gia kinh doanh vàng miếng

Tất cả các tổ chức được cấp phép kinh doanh vàng – bao gồm doanh nghiệp và tổ chức tín dụng – đều phải:

- Xây dựng quy định nội bộ về kinh doanh vàng miếng, quy định rõ quy trình mua, bán vàng miếng với khách hàng; công khai thông tin về quyền và nghĩa vụ của khách hàng trên trang web của tổ chức tín dụng hoặc doanh nghiệp hoặc bằng cách niêm yết công khai tại phòng giao dịch.
- Thiết lập hệ thống thông tin nhằm đảm bảo việc lưu trữ đầy đủ và chính xác dữ liệu kinh doanh vàng miếng; kết nối và cung cấp thông tin cho các cơ quan có thẩm quyền theo quy định của pháp luật.

Biểu đồ 1: Giá vàng thế giới so với giá vàng trong nước (triệu đồng/lượng)

Chênh lệch giá vàng gần đây đang gia tăng do nhu cầu trong nước tăng cao trong khi nguồn cung hạn chế



Nguồn: HSC thu thập

Tiêu chuẩn sản xuất vàng miếng

- Chỉ vàng miếng đáp ứng các tiêu chuẩn cụ thể mới có thể được sản xuất.
- Nhà sản xuất phải công bố các tiêu chuẩn áp dụng, trọng lượng và hàm lượng vàng của sản phẩm theo quy định của pháp luật, và chịu trách nhiệm pháp lý để đảm bảo vàng miếng sản xuất ra phù hợp với các tiêu chuẩn đó.

Cho phép nhập khẩu vàng

Dự thảo đề xuất NHNN cấp phép nhập khẩu vàng nguyên liệu cho các doanh nghiệp và tổ chức tín dụng được cấp hạn ngạch, phù hợp với chính sách xóa bỏ cơ chế độc quyền của Nhà nước về xuất khẩu và nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất vàng miếng.

Hạn ngạch xuất nhập khẩu

NHNN sẽ đưa ra hạn ngạch hằng năm và cấp giấy phép riêng lẻ cho việc xuất khẩu và nhập khẩu vàng miếng và vàng nguyên liệu, dựa trên chính sách tiền tệ tại thời điểm đó cũng như cân đối cung cầu trong nước.

Hiện tại, các doanh nghiệp chỉ được cấp phép nhập khẩu vàng để tái xuất sang các thị trường nước ngoài. Trong 10 năm qua, các doanh nghiệp này không được cấp phép nhập khẩu vàng nguyên liệu. Thị trường trong nước là nguồn duy nhất để các doanh nghiệp mua vàng để sản xuất đồ trang sức và vàng mỹ nghệ.

Trách nhiệm của tổ chức tín dụng và doanh nghiệp được cấp phép xuất khẩu nhập khẩu vàng

- Chỉ được phép nhập khẩu vàng miếng và vàng nguyên liệu từ các nhà sản xuất vàng được Hiệp hội Thị trường Vàng thời London (LBMA) chứng nhận.
- Công bố tiêu chuẩn sản phẩm, trọng lượng và độ tinh khiết, và chịu trách nhiệm pháp lý về tính chính xác.
- Xây dựng và báo cáo NHNN các quy định nội bộ về xuất nhập khẩu và các biện pháp an toàn liên quan, đảm bảo tính minh bạch trong hoạt động bán vàng nguyên liệu với các quy tắc nội bộ rõ ràng và công khai thông tin về quyền và nghĩa vụ của khách hàng.
- Sử dụng vàng nhập khẩu cho hoạt động sản xuất vàng miếng, đồ trang sức và mỹ nghệ, bán vàng nguyên liệu cho các nhà sản xuất vàng miếng được cấp phép và các nhà sản xuất trang sức được chứng nhận.

Các đề xuất bổ sung

Quy định thanh toán

- Các giao dịch mua bán vàng có giá trị từ 20 triệu đồng trở lên phải được thực hiện thông qua tài khoản thanh toán của khách hàng và doanh nghiệp kinh doanh vàng tại NHTM hoặc chi nhánh của ngân hàng nước ngoài.
- Khi bán vàng nguyên liệu mua từ các tổ chức tín dụng hoặc doanh nghiệp được quản lý, phải phát hành hóa đơn điện tử. Tất cả dữ liệu giao dịch phải được lưu trữ phải chính xác và kết nối với các cơ quan có thẩm quyền.

Gia công lại vàng miếng SJC

Công ty TNHH MTV Vàng bạc đá quý Sài Gòn – SJC được phép gia công lại vàng miếng do công ty đã sản xuất hoặc gia công trước đó, có ít nhất một trong các đặc điểm sau: bị trầy xước, bị đóng thêm dấu hoặc ký hiệu không thuộc SJC, hoặc bị biến dạng. SJC chịu trách nhiệm pháp lý hoàn toàn về việc đảm bảo các miếng vàng SJC được gia công lại thực sự là vàng miếng ban đầu do SJC sản xuất hoặc vàng được SJC gia công lại theo quy định của pháp luật.

Chúng tôi lưu ý rằng trong Nghị định 24 hiện hành, NHNN chịu trách nhiệm tổ chức sản xuất vàng miếng. SJC được chỉ định gia công vàng miếng cho NHNN và gia công lại vàng miếng SJC đã sản xuất hoặc gia công trước đó không còn đáp ứng tiêu chuẩn lưu hành.

Các sửa đổi sẽ hỗ trợ ngành trang sức trong nước

Các sửa đổi được đề xuất đánh dấu một bước ngoặt hướng tới sự tự do và ổn định thị trường vàng trong nước. Trong những tháng gần đây, tình hình bất ổn kinh tế và nhu cầu vàng tăng cao như một tài sản trú ẩn an toàn đã làm tăng mức chênh lệch giữa giá vàng trong nước và thế giới. Hiện tại, vàng trong nước giao dịch cao hơn 12% so với giá vàng thế giới, tương đương 12-13 triệu đồng/lượng. Chúng tôi kỳ vọng khoảng cách này sẽ thu hẹp sau khi các quy định mới được ban hành.

Các cải cách này cũng sẽ mang lại sự hỗ trợ cần thiết cho ngành trang sức trong nước. Bằng cách thu hẹp khoảng cách về giá và cho phép nhập khẩu vàng, các sửa đổi sẽ giảm bớt áp lực lên nguồn cung nguyên liệu cho các nhà sản xuất. Một trong những mục tiêu chính đằng sau việc loại bỏ cơ chế độc quyền của Nhà nước trong hoạt động sản xuất vàng miếng và nhập khẩu vàng - được Tổng Bí thư Tô Lâm nhấn mạnh - là thúc đẩy sự phát triển của ngành trang sức vàng Việt Nam. Chính sách này nhằm chuyển đổi lượng vàng dự trữ nhàn rỗi thành các sản phẩm có giá trị cao và biến Việt Nam thành trung tâm sản xuất và xuất khẩu vàng chất lượng cao trên thị trường vàng toàn cầu.

HSC tin rằng PNJ sẽ đủ điều kiện nhập khẩu vàng; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Chúng tôi giữ nguyên quan điểm rằng PNJ, nhà sản xuất và bán lẻ trang sức hàng đầu, sẽ là một trong số các doanh nghiệp đủ điều kiện được cấp phép nhập khẩu vàng. Với việc tiếp cận nguồn nguyên liệu dễ dàng hơn, hoạt động sản xuất của Công ty sẽ ổn định, từ đó duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp trong dài hạn. Ngoài ra, với việc tiếp cận nguyên liệu được cải thiện, PNJ có thể mở rộng hoạt động xuất khẩu trang sức. Doanh thu xuất khẩu hàng năm của Công ty hiện ở mức 10 triệu USD.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với PNJ với giá mục tiêu 85.300đ. Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ giảm 8% so với cùng kỳ. Mặc dù triển vọng dài hạn có vẻ đầy hứa hẹn, nhưng chúng tôi tin rằng áp lực trong ngắn hạn vẫn còn do giá vàng toàn cầu ở mức cao - do tình hình bất ổn kinh tế đang diễn ra - tiếp tục gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận gộp.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 14% trong 3 tháng qua, PNJ đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,5 lần, thấp hơn 14% (1 độ lệch chuẩn) so với bình quân từ năm 2019 ở mức 15,7 lần.

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn