

Đề xuất bắt buộc sử dụng xăng sinh học E10: Các doanh nghiệp chuẩn bị sẵn sàng sẽ hưởng lợi

Nguyễn Hoàng Thanh Nhã
 Chuyên Viên Phân Tích , Ngành Năng Lư
 nha.nht@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 271

Nguyễn Hoàng Nam
 Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
 nam.nhoang@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 190

- Bộ Công Thương đang đề xuất bắt buộc sử dụng xăng E10, theo đó xăng pha ethanol sẽ được bán trên toàn quốc từ năm 2026. Do vậy, HSC kỳ vọng nhu cầu sẽ mạnh và ổn định, khác với khi xăng E5 được đưa vào sử dụng năm 2018, khi việc sử dụng vẫn mang tính tự nguyện. Với việc 80% cửa hàng xăng dầu đã có kinh nghiệm bán xăng E5, chúng tôi cho rằng lộ trình đề xuất này hoàn toàn khả thi và có thể thực hiện được.
- Chúng tôi cho rằng PLX và OIL sẽ mở rộng thị phần nhờ có sẵn hệ thống hạ tầng pha chế (trong đó PLX hưởng lợi nhiều nhất vì sở hữu công suất pha chế E10 lớn nhất), trong khi BSR và DGC sẽ được hưởng lợi thông qua tỷ lệ sở hữu tại các nhà máy ethanol.

Sự kiện: Lộ trình triển khai nhiên liệu sinh học

Bộ Công Thương đề xuất bắt buộc sử dụng xăng E10 và E15 lần lượt từ năm 2026 và năm 2031. Điểm đáng chú ý nhất trong đề xuất này là việc pha chế ethanol trở thành bắt buộc cho toàn bộ nhu cầu xăng, khác với giai đoạn triển khai xăng E5 vào năm 2018 khi người tiêu dùng vẫn có thể lựa chọn giữa RON95 (xăng nguyên chất 100%) và E5RON92 (xăng pha 5% ethanol).

Tác động

Các doanh nghiệp lớn như PLX và OIL có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ thay đổi này nhờ thị phần lớn trong phân phối xăng dầu, trong khi BSR và DGC sẽ hưởng lợi gián tiếp nhờ sở hữu các nhà máy ethanol. Ngành ô tô cũng được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ quá trình chuyển đổi này nhờ nhu cầu gia tăng đối với các dòng xe cá nhân tương thích với xăng E10. Bên cạnh đó, HSC kỳ vọng Việt Nam sẽ gia tăng nhập khẩu ethanol từ các quốc gia sản xuất ethanol lớn nhất thế giới, cụ thể là Mỹ và Brazil. Về mặt chiến lược, việc sử dụng bắt buộc xăng E10 và E15 cũng sẽ góp phần giúp Việt Nam đạt cam kết Net Zero (Phát thải ròng bằng 0) vào năm 2050.

Khuyến nghị

Trong số các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị của HSC, chúng tôi cho rằng PLX sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi lớn nhất nhờ có công suất pha chế E10 dư thừa 3,3 triệu lít (tương đương 65% ước tính sản lượng tiêu thụ xăng dầu năm 2024), giúp gia tăng thị phần từ các thương nhân đầu mối nhỏ hơn. Tiếp theo là OIL, với công suất pha chế dư thừa (tương đương 9,6% ước tính sản lượng tiêu thụ xăng dầu năm 2024) và việc tái vận hành nhà máy bioethanol liên kết tại Dung Quất.

Về định giá, PLX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 13,7 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023. Trong khi đó, BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 41,6 lần (tương đương bình quân từ tháng 1/2023) và OIL có P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 27,6 lần (thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023).

HSC duy trì khuyến nghị và giá mục tiêu cho cả PLX và BSR, trong khi xem xét lại OIL.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/9.

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 (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
BSR	27,100	Giảm tỷ trọng	-	23,500	-	(13.3)	35.3	36.1	18.0	17.0	0	0
OIL	11,800	Mua vào	-	12,900	-	9.32	22.7	16.5	19.7	17.3	2.12	2.12
PLX	36,100	Mua vào	-	44,000	-	21.9	21.2	12.0	10.9	6.45	0	0

*Giá cổ phiếu tại ngày 17/9/2025.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

Doanh nghiệp lớn: Vị thế thuận lợi để mở rộng thị phần

Đề xuất bắt buộc sử dụng xăng E10 từ năm 2026 cho thấy một bước chuyển quan trọng đối với thị trường xăng dầu Việt Nam. Trong nhóm các nhà thương nhân đầu mối, PLX và OIL có công suất pha chế E10 dư thừa, trong khi các doanh nghiệp nhỏ hơn thì không, tạo cơ hội mở rộng thị phần cho PLX và OIL. Chúng tôi ưa thích PLX hơn so với OIL, do PLX có công suất pha chế dư thừa lớn hơn, qua đó có vị thế tốt để giành thị phần từ các đối thủ nhỏ. Bên cạnh đó, BSR và DGC cũng sẽ được hưởng lợi nhờ sở hữu cổ phần tại các nhà máy ethanol hiện hữu.

Sự kiện: Lộ trình triển khai nhiên liệu sinh học

Bộ Công Thương đề xuất áp dụng bắt buộc xăng E10 từ năm 2026 và E15 từ năm 2031. Khác với giai đoạn triển khai xăng E5 vào năm 2018, khi E5RON92 chỉ đóng vai trò thay thế cho RON95, chính sách mới yêu cầu áp dụng E10 trên phạm vi toàn quốc. Đề xuất này đồng nghĩa với nhu cầu được đảm bảo, khuyến khích các doanh nghiệp trong ngành đầu tư nâng cấp hạ tầng. Trong phạm vi phân tích, chúng tôi chủ yếu tập trung vào quá trình chuyển đổi sang xăng E10 thay vì E15. Song song đó, việc sử dụng dầu diesel B5 và B10 được khuyến khích nhưng chưa bắt buộc như đối với xăng E10 và E15.

Quan điểm đầu tư

Với việc 80% cửa hàng xăng dầu và 77% thương nhân đầu mối đã triển khai phân phối xăng E5RON92, các đơn vị này có thể cải tạo và tận dụng cơ sở hạ tầng sẵn có để bán xăng E10. Trong nhóm các nhà thương nhân đầu mối, PLX (Mua vào, giá mục tiêu 44.000đ) và OIL (Mua vào, giá mục tiêu 12.900đ) sở hữu hệ thống pha chế ethanol lớn nhất, với công suất lần lượt 8,4 triệu m³/năm và 1,7 triệu m³/năm cho E5RON92, chiếm 86% tổng công suất toàn quốc.

Giả định công suất pha chế không đổi khi chuyển từ E5 sang E10, HSC kỳ vọng PLX và OIL sẽ có mức công suất dư thừa lần lượt 3,3 triệu m³ và 0,2 triệu m³, trong khi toàn thị trường có mức dư thừa 1,2 triệu m³, cho thấy tình trạng thiếu hụt công suất tại các thương nhân đầu mối nhỏ hơn (Bảng 4). Do đó, chúng tôi dự báo các nhà bán lẻ nhỏ và thương nhân phân phối sẽ phải chuyển nguồn cung sang PLX và OIL, thúc đẩy tăng trưởng thị phần, đặc biệt trong giai đoạn đầu bắt buộc sử dụng E10. Trong đó, PLX được kỳ vọng hưởng lợi nhiều hơn so với OIL nhờ có công suất dư thừa lớn hơn, ở mức 3,3 triệu m³, tương đương 65% sản lượng tiêu thụ xăng năm 2024.

Đối với ngành lọc dầu, BSR (Giảm tỷ trọng, giá mục tiêu 23.500đ) và Công ty TNHH Lọc Hóa dầu Nghi Sơn (NSRP, chưa niêm yết) sẽ tiếp tục cung cấp nhiên liệu hóa thạch để pha chế trong giai đoạn đầu, do BSR vẫn cần nâng cấp hạ tầng trước khi có thể pha chế xăng E10, với thời gian thi công dự kiến 9–12 tháng, trong khi NSRP chưa có kế hoạch sản xuất xăng E10.

Tuy nhiên, việc bắt buộc sử dụng E10 có thể tạo động lực khởi động lại các nhà máy nhiên liệu sinh học kém hiệu quả đã phải đóng cửa. BSR và OIL sẽ hưởng lợi trực tiếp thông qua tỷ lệ sở hữu tại Nhà máy Nhiên liệu Sinh học Dung Quất (BSR nắm 65,54% và OIL nắm 34,28%), dự kiến tái vận hành vào tháng 11/2025; trong khi DGC được hưởng lợi từ việc sở hữu 100% cổ phần tại Nhà máy Ethanol Đại Việt.

Tính cả Nhà máy Nhiên liệu Sinh học Dung Quất, tổng công suất ethanol trong nước có thể đáp ứng khoảng 31% nhu cầu E100 nội địa, cho thấy Việt Nam sẽ cần nhập khẩu khoảng 0,8 triệu m³ E100 từ các quốc gia như Mỹ và Brazil, với giá trị thị trường hiện tại khoảng 434 triệu USD (tương đương 2,8% kim ngạch nhập khẩu từ Mỹ của Việt Nam). Bên cạnh đó, thuế nhập khẩu ethanol theo diện tối huệ quốc (MFN) đã được giảm xuống 5% kể từ ngày 31/03/2025, góp phần giảm chi phí sản xuất xăng pha ethanol.

Đối với ngành ô tô – xe máy, Yamaha và Honda khẳng định rằng các dòng xe máy động cơ đốt trong (ICE) sản xuất trong thập kỷ qua phần lớn tương thích với xăng E10, đồng nghĩa các mẫu xe ra mắt trước năm 2010 cần được nâng cấp. Trong khi đó, Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô châu Âu (ACEA) cũng xác nhận rằng hầu hết các dòng ô tô sản xuất từ sau năm 2000 đều tương thích với xăng E10. Do vậy, việc

E10 là hỗn hợp gồm 9-10% ethanol và 91-90% xăng không chì.

Tương tự, B10 là hỗn hợp gồm 9-10% (biodiesel) và 91-90% dầu diesel.

chuyển đổi tiêu chuẩn nhiên liệu có thể thúc đẩy người dùng cuối nâng cấp các dòng xe đời cũ để đảm bảo tính tương thích với xăng E10, đặc biệt là đối với các xe máy đã cũ.

Trong tương lai, chúng tôi đang chờ đợi quy định cụ thể của Chính phủ về yêu cầu đối với cơ sở hạ tầng tham gia chuỗi phân phối xăng E10, cũng như đánh giá liệu các tiêu chuẩn này có tốn kém và mất nhiều thời gian để đáp ứng hay không. Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ đưa ra các gói ưu đãi tài chính và tín dụng ưu đãi nhằm khuyến khích việc nâng cấp cơ sở hạ tầng kịp thời để tương thích với hoạt động pha chế và phân phối xăng E10 và dầu diesel.

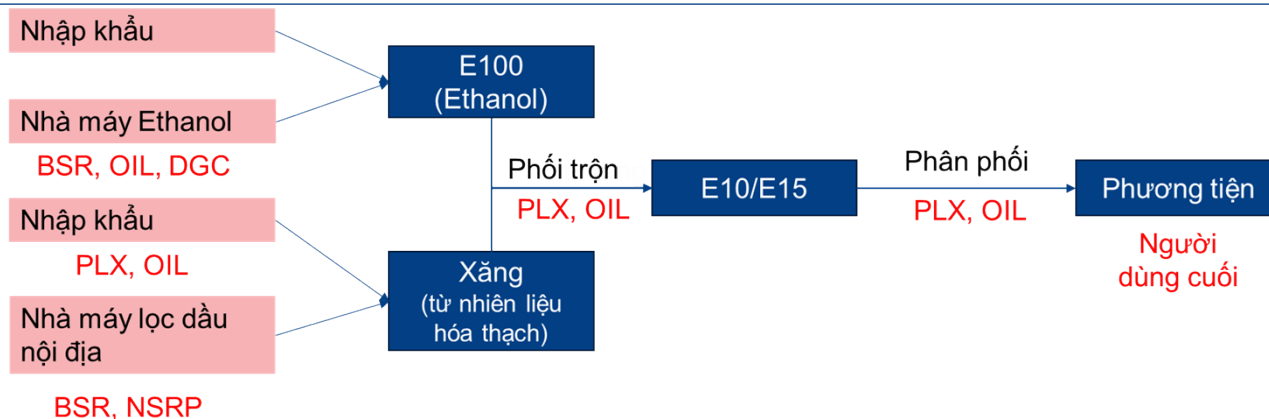
Doanh nghiệp hưởng lợi chính

- **PLX:** Với công suất pha trộn E10 lớn nhất, PLX có vị thế tốt nhất để giành thị phần từ các nhà phân phối nhỏ. Lợi thế cạnh tranh đến từ mức công suất dư thừa 3,3 triệu m³.
- **OIL:** OIL hưởng lợi từ cả công suất pha trộn (dư thừa 0,2 triệu m³) và tỷ lệ sở hữu tại Nhà máy nhiên liệu sinh học Dung Quất, hỗ trợ tăng trưởng thị phần và sản lượng ethanol.
- **BSR & DGC:** Các doanh nghiệp này hưởng lợi nhờ sở hữu nhà máy ethanol. Với BSR, đó là Nhà máy Ethanol Nhiên liệu Sinh học Dung Quất, dự kiến tái vận hành vào tháng 11/2025. Với DGC, công ty đã mua lại Nhà máy Ethanol Đại Việt và tái khởi động hoạt động từ cuối năm 2024.

Kết luận và khuyến nghị

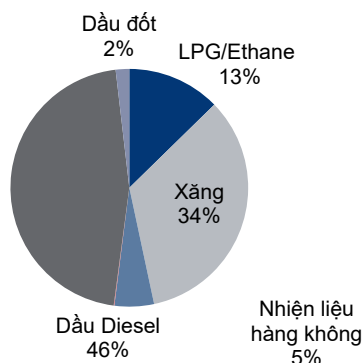
HSC cho rằng đề xuất bắt buộc sử dụng xăng E10 từ năm 2026 là khả thi, do hạ tầng và nguồn lực hiện tại có thể đáp ứng nhu cầu xăng E10 cho năm 2026. Chúng tôi ưa thích PLX và OIL nhờ có công suất dư thừa để mở rộng thị phần từ các thương nhân đầu mối xăng dầu nhỏ hơn, qua đó có thể giành thêm thị phần ngay trong giai đoạn đầu triển khai nhờ lợi thế cạnh tranh về công suất pha chế. Ngoài ra, BSR và DGC cũng được hưởng lợi từ việc chuyển đổi sang xăng E10 nhờ sở hữu các nhà máy nhiên liệu sinh học.

Biểu đồ 1: Sơ đồ minh họa chuỗi giá trị xăng E10



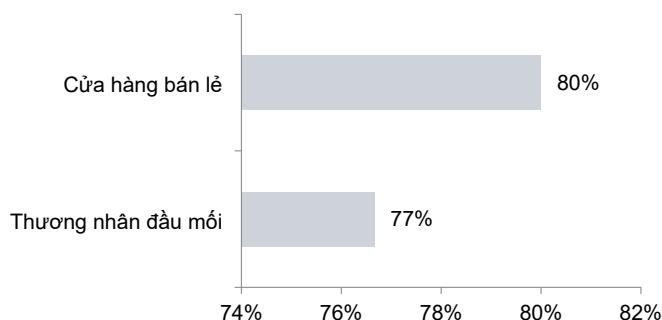
Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 2: Cơ cấu tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam, 2022
Xăng chiếm 34% lượng tiêu thụ sản phẩm xăng dầu của Việt Nam



Nguồn: Cơ quan Năng lượng Quốc tế, HSC ước tính

Biểu đồ 3: Tỷ trọng các nhà phân phối có kinh doanh xăng E5
80% cửa hàng xăng dầu đã triển khai phân phối xăng E5



Nguồn: Nguồn: MolIT, HSC ước tính

Bảng 4: Công suất của E10 có thể được ước tính dựa trên hạ tầng phân phối E5, với sự tham gia của PLX, OIL và toàn bộ thị trường

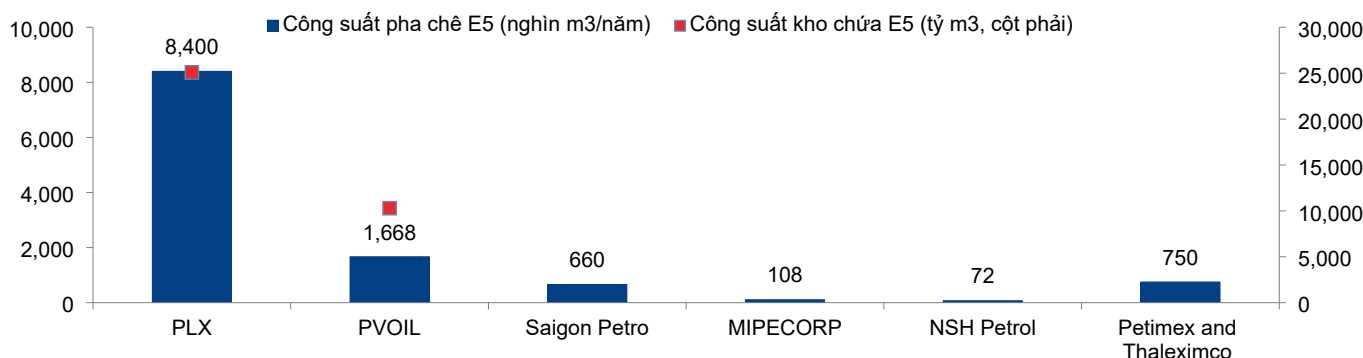
Bao gồm cả nhà máy bioethanol Dung Quất, công suất hiện tại chỉ đáp ứng được khoảng 31% nhu cầu E100 cho sản xuất xăng E10

Đơn vị: triệu m ³ /năm			
CÔNG SUẤT PHA TRỘN ETHANOL			
	PLX	PVOIL	Việt Nam
Sản lượng xăng tiêu thụ ước tính năm 2024	5.1	2.3	11.2 (*)
Công suất pha chế xăng E5 hiện tại	8.4	1.7	11.7
Kế hoạch nâng công suất pha chế		0.8	0.8
Thặng dư/(thiếu hụt) công suất pha chế	3.3	0.2	1.2
<i>Tỷ lệ tương đương so với sản lượng tiêu thụ 2024</i>	<i>65.4%</i>	<i>9.6%</i>	
SẢN XUẤT ETHANOL			
	Việt Nam		
Nhu cầu E100 cho sản xuất (tương đương 10% sản lượng tiêu thụ năm 2024)	1.1		
Công suất sản xuất E100 hiện tại (bao gồm nhà máy bioethanol Dung Quất) (**)	0.35		
<i>Tỷ trọng nhu cầu E100 được đáp ứng bởi sản xuất trong nước</i>	31%		
Thặng dư/(thiếu hụt) nguồn cung E100	(0.8)		

*: Sản lượng xăng dầu bán ra trên thị trường là dự báo năm 2026.; **: không bao gồm công suất ethanol dùng trong thực phẩm
Nguồn: Bộ Công thương, Tổng cục Thuế, các công ty, truyền thông, HSC ước tính

Biểu đồ 5: Công suất pha chế E5RON92 và công suất kho chứa E100

PLX sở hữu hệ thống cơ sở vật chất lớn nhất xét về công suất pha trộn và công suất kho chứa E100



Nguồn: media, HSC ước tính

Bảng 6: Nhà máy Ethanol tại Việt Nam

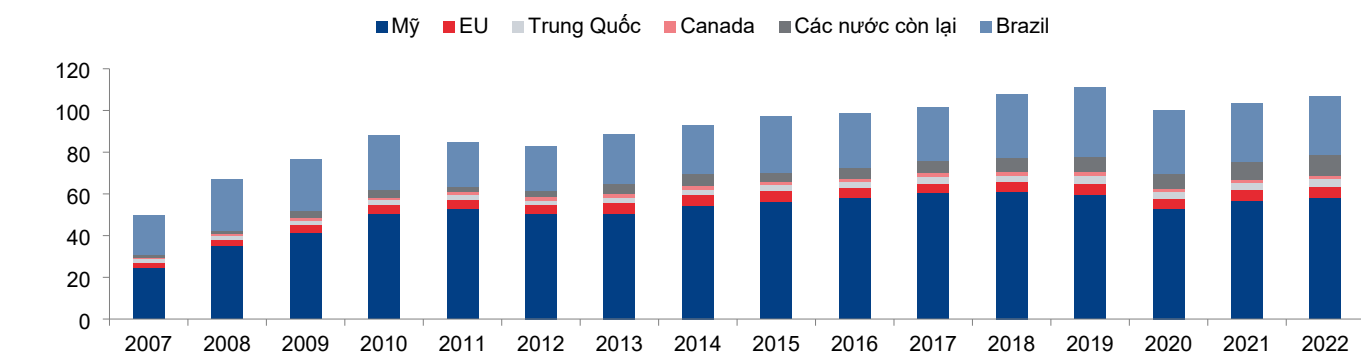
Nhiều nhà máy ethanol đã ngừng hoạt động do kém hiệu quả

Nhà máy	Sở hữu	Công suất (Nghìn m ³ /năm)	Tình trạng
Nhà máy ethanol Tùng Lâm	Công ty TNHH Tùng Lâm (100%)	75	Đang hoạt động
Nhà máy ethanol Quảng Nam	Nhà đầu tư cá nhân, chủ yếu liên quan đến Công ty TNHH Tùng Lâm	125	Đang hoạt động
Nhà máy ethanol Đại Việt	DGC (100%)	50	Đang hoạt động
Nhà máy bioethanol Dung Quất	BSR (65,54%), PVOIL (34,28%) và PET (0,25%)	100	Ngừng hoạt động, dự kiến hoạt động trở lại từ ngày 25 tháng 11
Nhà máy ethanol Đắk Tô	Công ty Cổ phần Nông sản Thực phẩm Quảng Ngãi	65	Đang hoạt động, chuyên sản xuất ethanol thực phẩm
Nhà máy ethanol Bình Phước	PVOIL (30,2%), Công ty Cổ phần Dầu khí (22%) và các công ty khác	100	Ngừng hoạt động
Nhà máy nhiên liệu sinh học Phú Thọ	PVOIL (39,76%) và các công ty khác	100	Ngừng xây dựng
Tổng		615	

Nguồn: media, HSC ước tính

Biểu đồ 7: Sản lượng ethanol toàn cầu hàng năm theo quốc gia/khu vực (triệu m³)

Mỹ và Brazil là hai quốc gia sản xuất ethanol lớn nhất thế giới, lần lượt chiếm 54,4% và 26,2% tổng sản lượng



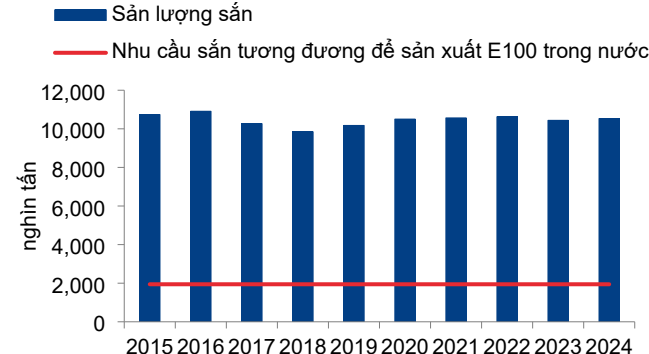
Nguồn: Bộ Năng lượng Hoa Kỳ, HSC ước tính

Biểu đồ 8: Sản lượng ngô hàng năm, Việt Nam



Nguồn: NSO, HSC ước tính

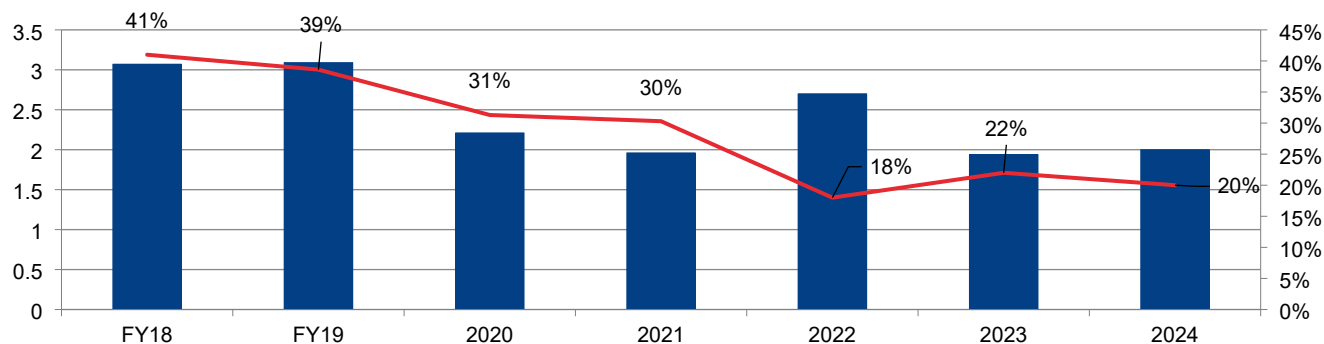
Biểu đồ 9: Sản lượng sắn hàng năm, Việt Nam



Nguồn: NSO, HSC ước tính

Biểu đồ 10: Sản lượng tiêu thụ xăng E5 RON92 (triệu m³) và tỷ trọng trên tổng sản lượng xăng tiêu thụ nội địa

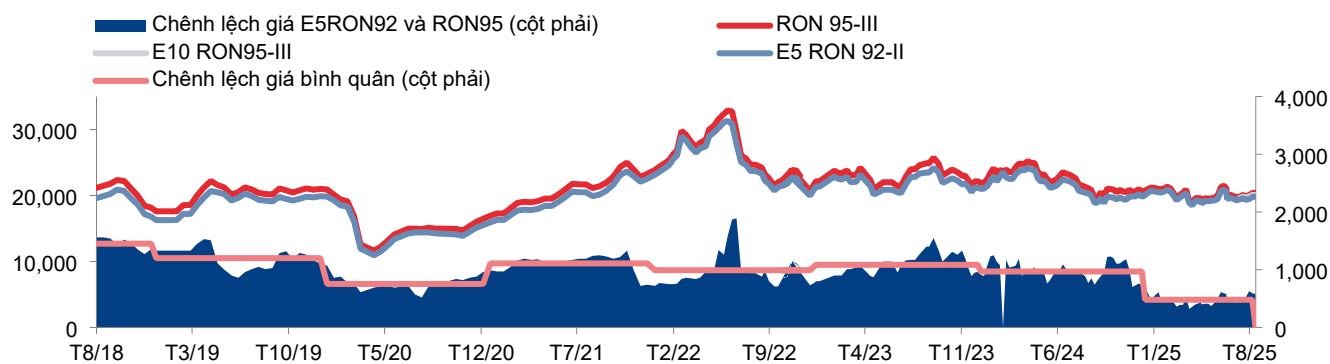
Sản lượng tiêu thụ xăng E5 RON92 giảm từ mức đỉnh năm 2018



Nguồn: MoIT, HSC ước tính

Biểu đồ 11: Giá bán xăng E5RON92 và RON95 (đồng/lít)

Do khoảng cách giá thu hẹp và mặt bằng giá xăng dầu thấp, E5 RON92 đang mất dần lợi thế cạnh tranh so với RON95



Nguồn: HSC ước tính

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